

Naar aanleiding van het recente hoogterecord dat de Dow Jones-index bereikte, wordt regelmatig de vraag gesteld of een dergelijk niveau verantwoord is in een context van trage economische groei en een veralgemeende perceptie van het quasi uitzichtloze karakter van de financiële crisis die de wereldeconomie nu al 5 jaar in haar greep houdt.

Een dergelijke vraagstelling vindt haar oorsprong in de populaire assumptie dat er een eenvoudig, lineair en positief verband bestaat tussen economische groei en beursresultaten. Voor een dergelijk eenduidig verband is er echter - noch empirisch, noch theoretisch - enige basis.

Vooreerst is er de evidente opmerking dat de samenstelling van een beursindex niet representatief is voor de totale onderliggende economie. De eerste bevat immers (per definitie) enkel beursgenoteerde, dus over het algemeen grote en middelgrote, bedrijven. De ontwikkeling van beurskoersen betreft zo slechts een eerder beperkt staal van de totale economische context. De cijfers over de evolutie van Bruto Nationaal Product slaan op een veel bredere basis, met ondermeer een belangrijk gewicht dat afkomstig is van de loonvorming in Overheidsdiensten.

Op empirisch vlak is er overigens zeer weinig evidentie dat er een lineair verband zou bestaan tussen de groei van het BNP en beursresultaten over dezelfde periode.

De beurskoersen stegen gemiddeld met 7,6% per jaar over de voorbije twee eeuwen. Het BNP steeg slechts met gemiddeld 2 à 3 % per jaar. Het verschil in groeiritme tussen beide variabelen kan ook niet worden toegeschreven aan inflatie, rentewijzigingen of andere voor de handliggende economische of financiële parameters.

Een gelijkaardige vaststelling kan worden gemaakt over de laatste decennia: als er sprake zou zijn van een verband tussen BNP groei en beursreturns, dan is er eerder een indicatie van een zwak negatief verband, zeker indien we ons in het opgenomen staal richten op emerging markets. De zoektocht naar economische groei om hieruit een selectie van landen te maken die moeten leiden tot een superieure beleggingsreturn is vandaar enigszins simplistisch.

Uit de voorafgaande opmerking wordt in de populaire pers echter een ander conclusie getrokken, met name dat dit het zoveelste bewijs vormt van het gebrek aan rationaliteit van financiële markten.

Het gebrek aan samenhang tussen economische groei en beursresultaten lijkt op het eerste zicht inderdaad paradoxaal maar is dat in het geheel niet. De oplossing van deze paradox is vrij eenvoudig. Beursbewegingen zijn immers een resultante van enerzijds bewegingen in (verwachte) rentetarieven en de groei van bedrijfsresultaten en anderzijds schommelingen van de risicopremies.

De bewegingen in de eerste twee parameters heffen mekaar grotendeels op, zeker over langere periodes. Met andere woorden: hogere economische groei wordt in grotendeels geneutraliseerd door de hogere rentetarieven die (meestal) gepaard gaan met een aantrekkende economie. In de eerder zeldzame gevallen dat toenemende groei gepaard gaat met dalende rentetarieven (zoals in de jaren '80, na de scherpe daling van de olieprijs) veroorzaakt dit een uitzonderlijke toename in de aandelenkoersen.

De grootste verklarende kracht voor schommelingen in beurskoersen komt dus niet van eenvoudig waarneembare parameters als groei of rente maar van de eerder mythische en alleszins moeilijk te voorspellen risicopremie: de vereiste compensatie voor het (gepercipieerde) investeringsrisico. Schommelingen in deze parameter verklaren 75% van de schommelingen in beurskoersen sedert 1950.

Vermits over de afgelopen periode de rentetarieven eerder stabiel zijn gebleven op een laag niveau en risicopremies zich op een redelijk constant hoog peil bevinden, zonder veel wijzigingen te vertonen, kan er echter momenteel wel een verband worden gelegd tussen (de gestegen) bedrijfsresultaten en het niveau van de Dow Jones-index.

In onderhavige grafiek kan u opmerken dat het niveau van de bedrijfsresultaten (zoals verwacht over het lopende boekjaar) in de Verenigde Staten al enige tijd op een hoger niveau staan dan de eerder bereikte topniveaus van 2007 en 2008. In die zin is het dan ook niet helemaal onlogisch dat de Dow Jones-index ook hogere regionen gaat opzoeken dan zijn vorige record van oktober 2007.

Aan de meeste professionele waarnemers is dit “heugelijke” feit echter ontgaan. Niet uit onoplettendheid maar wel omdat de Dow Jones-index, zoals deze in de populaire media wordt gebruikt, slaat op een prijsindex. Dit betekent dat van het bereikte niveau telkens het dividend wordt afgetrokken. Indien men deze dividenden terug “optelt” bij het prijsniveau, dan ontstaat een veel correctere maatstaf voor de evolutie van aandelenkoersen (de “returnindex”). Deze returnindex heeft al enige tijd geleden zijn pre-crisis record achter zich gelaten, conform met de stijging van de Amerikaanse bedrijfsresultaten.

Onze Europese economische waarnemingen leveren overigens een vertekende perceptie op van de Amerikaanse economische situatie. De recente ISM-cijfers (de representatieve index van de aankoopdirecteuren) klom recent terug in de buurt van 55%, hetgeen alleszins niet strookt met de idee van een stokkende economie, integendeel. Vandaar ook dat de publicatie van deze cijfers (voor industrie en diensten) het signaal vormden voor de recente sprong naar het huidige recordniveau.