



Dow en Jones

Auteur(s):

Walderveen, T.P. van

Verschenen in:

ESB, 82e jaargang, nr. 4100, pagina 261, 2 april 1997

Rubriek:

Redactioneel

Trefwoord(en):

aandelenmarkten

Ruim een eeuw geleden, in 1889, werd de Wall Street Journal opgericht door de financiële journalisten Charles Dow en Edward Jones. In zekere zin is de Wall Street Journal een representant geworden van de klassieke visie van economen, die zegt dat de waarde van aandelen bepaald wordt door de ontwikkeling van bedrijven en de economie als geheel. De Wall Street Journal volgt deze ontwikkelingen op de voet en geeft de aandelenkoersen weer. Dow en Jones ontwikkelden ook een index, die de koersontwikkeling van de belangrijkste industriële aandelen samenvat.

Wellicht minder bekend is dat Dow één van de eersten was die zich met behulp van deze index bezig hield met 'chartisme' of wel grafieklezen¹. Hij probeerde vaste patronen in de koersgegevens te ontdekken, waardoor hij zou kunnen voorspellen welke kant het op zou gaan. Deze benadering, die zich concentreert op de koersontwikkeling zelf, is nu precies in strijd met de economische theorie. Die stelt immers dat alleen informatie over de ontwikkelingen van een bedrijf of de economie van belang zijn. Bovendien is bij een efficiënt werkende markt al deze informatie in de koersen verwerkt. Voorspellen van toekomstige koersen is daardoor zinloos. Koersen volgen een 'random walk'.

In dit themanummer van ESB passeren verschillende benaderingen van de koersen van aandelen de revue. De aandacht richt zich op de Amsterdamse effectenbeurs. L. Dijkstra (Philips Pensioenfonds) is van mening dat in Nederland de rente te laag is in verhouding tot de stand van de conjunctuur. De Nederlandsche Bank zou de rente moeten verhogen om overhitting van de economie te voorkomen, maar is daartoe niet in staat vanwege de vaste koppeling van de gulden aan de D-mark. De lage rente leidt tot hogere aandelenkoersen en ook tot een te lage disconteringsvoet van toekomstige winsten, waardoor er een zeepbel in de aandelenkoersen dreigt te ontstaan. (zie: [Lage rente, hoge koersen: een zeepbel?](#)).

L. Blom (FDA) stelt in zijn reactie dat de kapitaalmarkt efficiënt werkt. Er is goede reden voor de gestegen beurskoersen. De winstontwikkeling van bedrijven is over een langere periode sterk verbeterd. De stijgende dollar hielp een handje mee. De lage rente evenzo. En voorzover koersen hiermee nog niet helemaal verklaard zijn, kan ook gewezen worden op de extra vraag van bijvoorbeeld pensioenfondsen en buitenlandse beleggers, die de aandelen van Amsterdam lijken te hebben 'ontdekt'. De koers-winstverhouding van aandelen in Amsterdam is echter nog steeds vergelijkbaar met die van andere beurzen. Er is dus geen zeepbel ontstaan. (zie: [Solide fundament onder koersstijging](#)).

Maar ook als er geen zeepbel is wil dat nog niet zeggen dat koersen rationeel tot stand komen. J. Bikker (DNB/EMI) laat zien dat beleggers overspannen kunnen reageren. Gaat het goed dan wordt gekocht, gaat het slecht dan wordt verkocht. Het gevolg is dat koersen zich uiterst grillig bewegen. Hij gaat er echter van uit dat de markt uiteindelijk toch efficiënt werkt, dat wil zeggen dat de koersen zich bewegen rond het evenwicht dat op basis van fundamentele ontwikkelingen in de economie te rechtvaardigen is. (zie: [Psychologie van de belegger](#)).

Een mogelijke verklaring van de huidige koersontwikkeling is voorts dat de risico-perceptie van beleggers veranderd is. Dit punt wordt naar voren gebracht door K. Koedijk (Life, Maastricht). Na de krach van 1929 was de afkeer van aandelen zo groot, dat er tientallen jaren daarna voor degenen die wel de moed hadden, superrendementen te behalen vielen. Langzaam maar zeker raakt zo'n crisis uit het geheugen van beleggers. Er treedt een nieuwe generatie aan, die de toekomst veel zonniger tegemoet ziet. De risico-aversiteit voor aandelen neemt af. Dit is de resultante van een groepsproces: de een gaat beleggen, de ander volgt. De koersen stijgen, waardoor beleggers van het eerste uur reclame gaan maken en zo weer anderen over de streep trekken. De koersontwikkeling tot het recente verleden is dus deels te verklaren uit de verminderde risico-aversie. Maar de redenering werkt na verloop van tijd ook omgekeerd: zodra koersen gaan dalen kan de risico-aversiteit juist weer toenemen, waardoor de koersen kunnen instorten. (zie: [Het risico op de beurs](#)).

Deze gedragsmatige verklaring heeft ook het grafieklezen, zoals beoefend door Charles Dow, populair gemaakt. Niet alleen de onderliggende waarde is immers van belang, maar ook de manier waarop beleggers er tegenaan kijken. En dat wordt beïnvloed door de koersontwikkeling. Dit leidt ertoe dat allerlei grillen in de koersen, mits ze een vast patroon volgen, tot aan- en verkoopbeslissingen kunnen leiden. [Van Enschoot \(EUR\)](#) laat in zijn beschouwing over technische analyse zien, dat er inderdaad perioden zijn te vinden waarin de koersen van een fonds een onderlinge afhankelijkheid vertonen. Het is echter moeilijk om daar ook voor de toekomst op te kunnen vertrouwen. Het gevaar bestaat dat de koersen zich ontwikkelen tot rationele 'bubbles'.

Beurscrises blijven al met al onvermijdelijk. Informatie komt steeds sneller beschikbaar en ook op veel meer plaatsen in de wereld tegelijk. Van tijd tot tijd versterken gedragsmatige en fundamentele ontwikkelingen elkaar, waarmee de kiem voor een volgende crisis is gelegd.

Handelsrestricties op de beurs kunnen de gemoederen in bedwang houden, zo laten [Steenbeek en Van den Bergh \(EUR\)](#) zien, maar als de fundamentele ontwikkelingen zich dramatisch wijzigen is er geen houden meer aan. Zo'n crisis komt per definitie onverwacht. Behalve voor de grafieklezers natuurlijk, die hadden 'm zien aankomen

1 Zie voor uitgebreide toelichting op gedragsanalyses van aandelenkoersen: J. van Ginneken, *Rages en crashes. Over de onvoorspelbaarheid van de economie*, Aramith Uitgevers, 1993.