



The only way is up

Auteur(s):

Linden, J. ter
redacteur ESB

Verschenen in:

ESB, 87e jaargang, nr. 4378, pagina 717, 11 oktober 2002

Rubriek:

Van de redactie

Trefwoord(en):

"The only way is up", voorspelde minister Heinsbroek afgelopen zomer. Inmiddels weten we dat hij onmogelijk op de aandelenkoersen kan hebben gedoeld. Of op het herstel van de economie. Beiden ontwikkelden zich niet zoals door hem verwacht. Of beter gezegd: niet zoals gehoopt. Het inzakken van onder meer de beurskoersen en het consumentenvertrouwen onderstreept dat de economische ontwikkeling mede wordt bepaald door psychologische factoren. Van meer inzicht getuigt daarom Heinsbroeks uitspraak dat zijn ministerie het ministerie van Psychologische Zaken zou zijn ¹.

Mensen zijn niet rationeel. (Bedrijfs)economen hanteren al langer deze gedachte. In de beleggingstheorie bijvoorbeeld staat de efficiënte markthypothese al geruime tijd ter discussie. Theoretische concepten waarin psychologische factoren een rol spelen, winnen terrein. Hierbij valt te denken aan de manier waarop mensen nieuwe informatie opnemen en verwerken in hun beslissingen. In de esb rubriek 'Uit de vakliteratuur' van deze week blijkt dat dergelijke inzichten nu ook binnen de ondernemingsfinancieringstheorie voedingsbodem vinden. Steeds duidelijker wordt dat theorieën die rekening houden met de manier waarop mensen werkelijk denken en handelen beter bruikbaar zijn dan theorieën die uitgaan van de calculerende mens.

Onder wetenschappers getuigt dit voortschrijdende inzicht van wijsheid. Het is de vraag of deze wijsheid de laatste jaren ook door mensen uit de praktijk is toegepast. Neem bijvoorbeeld de pensioenfondsen. Door de inzakkende beurskoersen dreigen zij hun verplichtingen niet meer na te kunnen komen. Hun dekkingsgraad is tot zorgelijke niveaus gezakt. De Pensioen- en Verzekeringskamer (pvk) trapt daarom op de rem en dat is begrijpelijk.

Het zijn de vooral de pensioenfondsen die zichzelf in de problemen hebben gebracht. Nog in 1998 en 1999 groeiden hun investeringen in aandelen van ruim veertig tot bijna vijftig procent van het totale belegd vermogen ². Dit is tot ultimo 2001 ongeveer gelijk gebleven. Het is niet verbazingwekkend dat de pensioenfondsen een deel van hun vermogen in risicovolle aandelen wilden beleggen. Historisch gezien bieden aandelen superieure rendementen, en dit geeft enige indicatie dat dit in de toekomst ook zal gebeuren.

Het is makkelijk praten achteraf, maar eind jaren negentig konden al vraagtekens worden gezet bij het spreidingsbeleid van pensioenfondsen. Er waren toen op zijn minst aanwijzingen dat aandelen overgewaardeerd waren. De aandelenmarkten werden immers gekenmerkt door torenhoge koers-winstverhoudingen en lage dividendrendementen.

De ratio om toch nog in aandelen te beleggen was vooral gebaseerd op verwachtingen. Institutionele beleggers doen er veel aan om hun eigen verwachtingen voor zichzelf inzichtelijk te maken. Een belangrijke taak van de researchafdelingen bij grote institutionele beleggers is om deze verwachtingen te 'becijferen'. Mede op basis hiervan worden beleggingsbeslissingen genomen die als doel hebben om om de markt te 'outperformen'. Omdat zij bovendien een grote partij zijn op de effectenmarkt, komt hier nog het risico van een 'self fulfilling prophecy' bij. Op basis van hun collectieve verwachtingen werden (massaal) aankoopbeslissingen genomen, die prompt grote koersstijgingen teweeg brachten. Van psychologische elementen waren deze stijgingen niet geheel ontspeend.

De huidige neergang op de beurs zal de nodige reflectie op de eigen rol van de pensioenfondsen moeten brengen. Het is verbazingwekkend dat hun dekkingsgraad zo snel verslechtert nu de aandelenkoersen (op de Europese en Noord-Amerikaanse beurzen) terugkeren op het groeipad waar ze vóór de tweede helft van de jaren negentig gebleven waren. Dat roept vraagtekens op over het gevoerde beleid van veel pensioenfondsen. De gedeeltelijke teruggave van het - in grote mate alleen op papier bestaande - pensioenoverschot getuigt er bijvoorbeeld niet van dat pensioenfondsen rekening hebben gehouden met een mogelijke daling op de beurs ³. De grote mate waarin aandelen vertegenwoordigd zijn in hun beleggingsportefeuilles maakt hen kwetsbaar voor de ontwikkelingen op de desbetreffende markt. De vraag is in hoeverre pensioenfondsen in hun beleid rekening hebben gehouden met de verschillende richtingen waarin de aandelenmarkten zich kunnen ontwikkelen, en vooral welke (psychologische) factoren daarin een rol spelen. Institutionele beleggers doen er goed aan om hun verwachtingen voor henzelf nog inzichtelijker te maken. Of geldt nu wél: 'the only way is up'

¹ ANP bericht, 18 juli 2002.

² CBS, Financiële maandstatistiek augustus 2002.

3 Illustratief is ook dat een inschatting van de hoogte van de pensioenoverschotten mede wordt bepaald door boekhoudkundige aannames die ter discussie kunnen staan. Het was de vraag of en hoe hoog de overschotten waren. Zie hiervoor het artikel van T.B.M. Steenkamp, Het pensioenoverschot doorgelicht, ESB, 9 oktober 1998.