



## Het risico op de beurs

**Auteur(s):**

Koedijk, C.G.

*Hoogleraar financiering aan de Universiteit Maastricht.***Verschenen in:**

ESB, 82e jaargang, nr. 4100, pagina 263, 2 april 1997

**Rubriek:**

Column

**Trefwoord(en):**

aandelenmarkten

**Beleggen in aandelen is in opmars. De effectenbeurs breekt het ene record na het andere. Begin 1991 noteerde de graadmeter van de Amsterdamse beurs, de AEX-index, een koers van 250. Zes jaar later staat de koers van de index ruim boven de 750. Een verdrievoudiging in zes jaar tijd. Gemeten in percentages is dat een rendement van 21 procent per jaar. De laatste twee jaar zijn de percentages nog aanzienlijk hoger. Over de afgelopen twee jaar bedroeg het gemiddelde rendement 30 procent en het laatste jaar was dat zelfs bijna 38 procent. Het is dan ook niet verrassend dat veel particulieren bij dergelijke percentages massaal in allerlei aandelen-beleggingsfondsen of zogenaamde clickfondsen stappen. Op een gewone spaarrekening wordt doorgaans niet meer dan een paar procent gehaald.**

Geen rendement zonder risico is één van de belangrijkste wetten van de financiële beleggingsleer. Aandelen kunnen over langere tijd dan wel een hoger rendement behalen dan bijvoorbeeld een obligatielening, een spaarrekening of een eigen huis, zij hebben in het algemeen ook een veel hoger risico. De kans dat er zich een forse waardedaling voordoet, blijft aanzienlijk. Op 19 oktober 1987 bijvoorbeeld verloor de Amerikaanse Dow-Jones aandelenindex op een dag meer dan 500 punten ofwel meer dan twintig procent van zijn waarde. Een ander berucht voorbeeld is de ongeveer even grote daling in oktober 1929 toen Wallstreet instortte en dit een langdurige, wereldwijde depressie inluidde met massale werkloosheid. Sindsdien weet men dat centrale banken bij een dergelijke daling of krach klaar moeten staan met liquiditeiten om bankfaillissementen en effecten op de reële economie tegen te gaan.

Voor de inschatting van het risico van een grote daling van de aandelenindex is de vraag van belang in hoeverre de huidige prijsstijging fundamentele economische factoren weerspiegelt. Er zijn ten minste twee belangrijke fundamentele factoren waarvan het belang voor de ontwikkeling van aandelenprijzen niet kan worden onderschat. In de eerste plaats zijn dat de winsten van de bedrijven. In de afgelopen vijf jaar is er sprake geweest van een ware winstexplosie en hebben veel bedrijven jaar op jaar hun resultaat sterk verbeterd. De voortdurende winststijgingen hebben de beurs blijkaar keer op keer verrast en daarmee tot stijgingen van de aandelenprijs geleid. De tweede fundamentele factor is de rente. De afgelopen paar jaar is de rente historisch gezien erg laag. Aandelenprijzen weerspiegelen de contante waarde van toekomstige winsten en dividenden. Als de rente bij voortduring lager uitvalt dan verwacht, omdat de inflatie in Amerika meevalt en Europa op weg is naar de EMU met een ruim monetair beleid, dan is dat reden voor hogere aandelenprijzen. De reden is dat de toekomstige kasstromen van bedrijven tegen een lagere rente contant worden gemaakt. Naast hoge winsten en lage rente kunnen factoren als marktdynamiek en kuddegedrag van handelaren en beleggers natuurlijk ook hebben bijgedragen aan de recente stijging van de aandelenindex met 38 procent.

Een andere belangrijke verklaring voor de hoge aandelenkoersen van de afgelopen jaren is de veranderende perceptie van het risico op aandelen. Dit wordt duidelijker als we het in historisch perspectief bekijken. De grote aandelen crisis van 1929 had onder andere tot gevolg dat het gepercipieerde risico van aandelen sterk toenam. Voor veel beleggers was dit aanleiding om in geen enkel geval nog aandelen in hun portefeuille op te nemen. Omdat obligaties het meest in aanmerking kwamen als alternatief, stegen in de jaren vijftig de obligatieprijzen, daalde het verlangde rendement op obligaties en steeg het verlangde rendement op aandelen. Naarmate de herinneringen aan de jaren dertig vervaagden, kwamen steeds meer beleggers tot de ontdekking dat aandelen een zeer aantrekkelijke belegging vormden bij rendementsverschillen met obligaties van tien procent of meer. Forse dalingen van de aandelenprijs traden nog steeds op, zoals bijvoorbeeld in 1962 en 1987, maar in beide jaren had dit geen noemenswaardig effect op de economie. In de jaren negentig maken we de tegenovergestelde beweging van de jaren vijftig. Het gepercipieerde risico op aandelen is sterk afgenomen, hetgeen ook tot uitdrukking komt in de belangstelling die er is voor beleggen in aandelen in het algemeen. Het gevolg hiervan is dat de vraag naar aandelen toeneemt, dat de aandelenkoers nog iets verder stijgt maar ook dat het geëiste lange-termijnrendement op aandelen gaat dalen.

Voor wetenschappers ligt er de uitdaging om beter in beeld te brengen en te begrijpen hoe percepties van risico over de tijd veranderen, als gevolg van welke factoren ze veranderen en wat de effecten daarvan op de prijzen zullen zijn. In dit verband is niet alleen de informatie-voorziening over risico, maar ook bijvoorbeeld het effect van bijvoorbeeld massa-psychologie van belang. Een kruisbestuiving tussen de inzichten uit de economie en de psychologie kan hier helpen. De vele heftige emoties die het verloop van de aandelenindex vergezellen, maken duidelijk dat deze markt niet alleen voer voor economen maar vooral ook voer voor psychologen is.