

# Beleggersdilemma's

## On Crises, Crashes and Comovements

Erik Kole

ERIM Ph.D. Series Research in Management,  
191 pp., ISBN 90 5892 114 X



### Beleggen 2006

Simon A. Cohen & Patrick  
J.C. Beijersbergen  
Business Contact, 168 pp.,  
€ 17,50,  
ISBN 90 470 0161 3

Dit keer twee uitersten in beleggingsboeken: een academisch boek met onderzoek en nieuwe inzichten tegenover een publieksboek vol tips, verhalen en adviezen. Misschien valt uit het contrast, Plutarchus indachtig, lering te trekken. Het één onleesbaar, het ander toegankelijk. Wetenschap tegenover meningen. Objectiviteit versus subjectiviteit.

Eerst de wetenschap. Erik Kole is een Rotterdamse econometrist die schrijft voor econometristen. Buiten pakweg 500 vakgenoten wereldwijd zullen weinig mensen dit proefschrift spannende lectuur vinden. Het is ook niet de bedoeling van een promotieonderzoek om een spannend boek te schrijven. De bedoeling is kennis toe te voegen aan het bestaande geheel van theorieën en hypothesen, in dit geval over beleggen, over crises en crashes op de aandelenmarkten. Een crash, voor alle duidelijkheid, is een sterke daling van een aandeel, een sector of een markt. Een crisis is een langer durende periode van grote onzekerheid die meer effecten, sectoren of markten beïnvloedt.

Onderzoek naar zulke complexe fenomenen is gespecialiseerd werk, en daarin heeft Kole nu zijn meesterproef afgelegd. Hij heeft niet alleen plichtmatig getallen geanalyseerd en

nieuwe technieken uitgetoetst, hij heeft werkelijk nagedacht over lacunes in onze inzichten op dit gebied en de manier waarop hij de wetenschap vooruit kan brengen. Bovendien heeft hij zijn best gedaan zijn ontdekkingen in gewoon Nederlands te formuleren. Stelling 1 luidt: 'Het gevaar van crises en crashes zit hem in de combinatie van de directe gevolgen voor de markt die een crash of een crisis doormaakt, de verbreding naar andere markten en de lange duur waarmee deze effecten aanhouden.' Andere stellingen informeren ons dat beleggers, die zich laten leiden door optimistische verhalen over 'nieuwe economische wetmatigheden' een vergroot risico lopen op een crash, dat de kans op crashes wordt onderschat door de klassieke economische theorie, en dat er ook een voordeel zit aan crashes, omdat beleggers compensatie mogen verwachten voor het systematisch crashrisico dat een aandeel met zich meebrengt.

Het tweede hoofdstuk van het proefschrift gaat over zeepbellen en crashes in industrieën. Een zeepbel is een periode van bovenmatige koersstijgingen die niet uit fundamentele verbeteringen van vooruitzichten kan worden verklaard. Een zeepbel ontstaat meestal als er sprake is van te groot optimisme over een bepaalde ontwikkeling onder weinig geïnformeerde beleggers. Ze denken bijvoorbeeld dat een technologische vernieuwing, die enige jaren voor stijgende winsten heeft gezorgd, tot een blijvende stijging van de winstverwachtingen in de verre toekomst zal leiden. Goed geïnformeerde beleggers begrijpen dat dit onzin is en herkennen de periode van bovenmatige koersstijgingen als een zeepbel. Ze kunnen nu twee strategieën volgen: De eerste is om hun aandelen in de betreffende sector te verkopen, of zelfs short te gaan, zodat ze kunnen profiteren van komende koersdalingen. Als het opti-



Sybe Terwee  
s.terwee@hccnet.nl

misme van de ongeïnformeerde beleggers maar groot genoeg is, valt deze strategie in het water. De internethausse eind jaren negentig levert een goed voorbeeld. Er verschenen in die tijd regelmatig goed beargumenteerde analyses en commentaren die de hausse een zeepbel noemden en precies uitlegden waarom de waarderingen overdreven waren en waarom de zeepbel uiteindelijk uiteen moest spatten. Deze analyses haalden niets uit. Het blinde enthousiasme van het grote publiek en daarvoor ook het momentum van de koersstijgingen was zo groot dat short verkopen een fatale strategie zou zijn. In die situatie kwam de tweede strategie voor de goed geïnformeerde beleggers in aanmerking: meegaan met de zeepbel omdat er veel te verdienen valt aan de koersstijgingen, en zorgen dat je uitstapt voor de bel barst. De toestroom van geld van deskundigen zorgt natuurlijk voor een verder opblazen van de zeepbel.

Kole definieert crashes en zeepbellen en onderzoekt hun samenhang kwantitatief door cijfers van 48 verschillende sectoren van de economie in de VS tussen 1926 en 2004 te analyseren. Het blijkt dat de kans op een crash verdubbelt als zich een zeepbel voordoet. De kans op ernstige crashes verdrievoudigt zelfs. De kans op crashes in de markt als geheel neemt op dezelfde manier toe, maar hier zijn niet genoeg cijfers beschikbaar om betrouwbare conclusies te kunnen trekken. Beleggers zijn dus gewaarschuwd: profiteren van een zeepbel kan leuk zijn, maar het leidt tot een aanzienlijke stijging van het crashrisico.

Simon Cohen is een man van de praktijk, en *Beleggen 2006* is een praktisch boek. Wie wil weten waarin hij dit jaar moet beleggen, wat de voornaamste economische trends zijn, en welke ontwikkelingen zich voordoen in effectenproducten, is bij Cohen aan het juiste adres. Hij is een onafhankelijke vermogensbeheerder die het jaarboek heeft geschreven samen met

zijn hoofd research. Zij wijzen op actuele ontwikkelingen in de economie en op de beurs, ze bespreken de kansen van verschillende sectoren en de favoriete bedrijven in iedere sector, en ze geven uitleg over nieuwe beleggingsproducten.

Cohen heeft een optimistische visie op de wereldeconomie, die volgens hem aan de vooravond van een nieuwe groeifase staat. In een visie op de nabije toekomst wijst hij onder meer op de volgende trends: de opkomst van China en India, een einde aan de stijging van de olieprijs, een herstel van de Amerikaanse dollar tegenover de euro, en een voorkeur voor de categorie aandelen voor lange termijnbeleggers. Maar ook de eigenschappen en vooruitzichten van andere beleggingen, zoals obligaties, deposito's, grondstoffen, onroerend goed, gestructureerde beleggingsproducten en beleggingsfondsen worden besproken. In het hoofdstuk 'kosten' wordt gewaarschuwd tegen allerlei al dan niet verborgen kosten die het rendement van de belegger ondermijnen. Een actief beheerde portefeuille hakt ieder jaar opnieuw in het rendement, wat één van de redenen is dat vermogensbeheerders en beleggingsfondsen zoveel moeite hebben de relevante index bij te houden, stelt Cohen. Hij raadt daarom aan om bij iedere vorm van beleggen rekening te houden met alle kosten, ook de indirecte kosten die soms niet zichtbaar zijn (p. 135).

Op bladzijde 160 doet zich meteen een kans voor dit inzicht te gebruiken. Hier worden de resultaten gepresenteerd van 'beschermd beleggen' bij Simon A. Cohen vermogensbeheer in de periode 1979-2004. Beschermd beleggen houdt in dat een groot deel van de portefeuille beschermd wordt tegen koersdalingen door puts en geschreven calls. Het bruto rendement van beschermd beleggen lijkt in een grafiek over deze periode de AEX te verslaan. De gewaarschuwde kritische belegger begrijpt onmiddellijk dat dit een schier boven-

menselijke prestatie zou zijn, want de AEX is in de bewuste periode gemiddeld flink gestegen, en de beschermingsconstructies moeten dus veel geld gekost hebben. Een lager rendement dan de index ligt voor de hand. Er staat vermeld dat het om het bruto rendement gaat, zonder dat uitgelegd wordt wat 'bruto' precies betekent. Het netto rendement is iets heel anders, en de kritische belegger informeert hier goed naar alvorens beschermd te gaan beleggen. Hij zet ook vraagtekens bij de mededeling dat de sectorfavorieten uit de jaarboeken 2003 tot 2005 de beurs versloegen. Want wat zegt dit resultaat over de tips uit de jaarboeken 1986 tot 2002?

Wat heeft de vergelijking tussen de twee boeken opgeleverd?

Het wetenschappelijke boek levert een aantal inzichten op die belangrijk zijn voor beleggers. Het zijn inzichten die gesteund worden door harde cijfers en wetenschappelijke argumenten. Hoe ze precies te gebruiken vertelt Kole er niet bij, dat mag u zelf uitzoeken.

Het populaire boek veel toegankelijker en geeft concrete adviezen. Bij nadere inspectie blijkt natuurlijk dat dit tips zijn die beargumenteerd worden met plausibel klinkende verhalen, maar niet met doorslaggevende argumenten. Dit relativeert de waarde van Cohens adviezen.

De belegger mag zelf uitmaken welk boek hem het meest ligt. Voor hem de afgrond, achter hem de wolf. Succes!