

Een gastbijdrage van Uwe Günther (01. Augustus 2017)

 en



## Veel investeerders worden irrationeler, of Psychologie party op de effectenbeurzen

**Veel investeerders hebben blijkbaar amper iets geleerd van de crashes van 2000 tot 2003 en 2008/2009. Ze negeren rode signalen. Daar kunnen ze nog bekaaid vanaf komen.**

Beurs en psychologie houden zoals bekend nauw verband met elkaar. De meeste beleggers zijn wel bekend met het samenspel van hebzucht en angst, van rationaliteit en irrationeel handelen. In de Engelstalige wereld bestaat daarvoor de term 'behavioral finance', wat niets anders betekent dan beleggerspsychologie.

Veel investeerders rekenen zichzelf tot de groep der rationele, de marktspelers die weloverwogen en doordachte beslissingen nemen – zogezegd als een Homo oeconomicus. Maar in werkelijkheid bewegen de spelers op de kapitaalmarkt zich steeds meer in een spanningsveld tussen verschillende polen – dat geldt zowel voor professionals als voor privébeleggers. In de psychologie heet dat cognitieve dissonantie: "Een onaangenaam gevoel dat ontstaat doordat een mens meerdere waarnemingen, gedachtes, meningen, instellingen, wensen of bedoelingen heeft die steeds minder met elkaar te verenigen zijn. De mens bevindt zich in onevenwichtigheid en stelt alles in het werk om weer in balans te komen."

## Een aantal voorbeelden daarvan:

1. Veel beleggers kunnen zich nog herinneren aan hun stemming in 2000 en 2008, de recordhoogtes en de daaropvolgende val van de aandelenbeurzen, nadat bleek dat de toenmalige euforie een beurszeepbel was. **Ondanks die kennis hebben zij nu weer veel geïnvesteerd in deels overgewaardeerde beleggingen.**
2. "Dit keer is het anders" moet het credo zijn geweest om de absurde waarderingcijfers te rechtvaardigen en te accepteren, zoals de cash-burn-rates ten tijde van het knappen van de internetzeepbel. **Ondanks die kennis hebben ze weer geïnvesteerd.**
3. Tegenwoordig is bij veel aandelen slechts een klein deel van de steeds hogere waarderingen, zoals koers-winstverhoudingen, gebaseerd op daadwerkelijke winsttoename in de oorspronkelijke handel. Een steeds langer wordende schuldenhefboom (voor bijvoorbeeld de terugkoop van aandelen) helpt deze cijfers te verfraaien. **Ondanks die kennis hebben ze weer geïnvesteerd.**
4. Steeds vaker worden uitblijvende afschrijvingen, ontbrekende pensioenreserves en creatief boekhouden gebruikt om waarderingen er acceptabel uit te laten zien. **Ondanks die kennis hebben ze weer geïnvesteerd.**

## Is dit keer echt alles anders?

De gangbare rechtvaardiging voor de inmiddels (te) hoge waarderingen luidt nu: aandelen zijn juist gewaardeerd, omdat het rendement van obligaties zo laag is. Bij direct vergelijk van de twee vermogensklassen zou een hogere waardering billijk zijn, aangezien obligaties historisch toch ook hoog gewaardeerd zijn en de toekomstige bedrijfswinsten dus met zulke lage rentevoeten moeten worden verdisconteerd. Diezelfde vak kenners bekritisieren echter ook de centrale banken omdat zij er door hun deels onverantwoorde geldpolitiek verantwoordelijk voor zouden zijn dat er gigantische verkeerde allocaties, rentezeepbellen en zombiefirma's ontstaan. Daarmee neemt het gevaar toe dat de lage rentes van tegenwoordig de daadwerkelijke risico's van de toekomst niet kunnen dekken.

In de klassieke waarderingsformules rekenen analisten met de marktrente, dus de evenwichtsprijs, die zichzelf vrij hoort te vormen op basis van vraag en aanbod. De liquiditeitsgolf die de geldpolitiek heeft veroorzaakt, zorgt nu alleen voor een kunstmatig overschot aan vraag naar geldbeleggingen bij geringe prijsgevoeligheid. Ook al worden marktrentes nog steeds gevormd door vraag en aanbod, deze prijsvorming wordt vertekend door het gigantische teveel aan liquiditeit van centrale banken en leidt tot ongerechtvaardigd lage renteniveaus. Dus lijkt het gevaarlijk om de hoge waarderingsformules te rechtvaardigen met de kunstmatig lage rentes.

Daarmee staat de nu gebruikelijke waarderingsargumentatie nu op losse schroeven. Want als de werkelijke risico's correct zouden worden mee berekend in de financieringsvoorwaarden van de debiteuren, en daarmee dus de vervormingen die centrale banken hebben veroorzaakt zouden uitgesloten van berekening, dan zou er volgens de klassieke waarderingsformules een grote herwaardering van de aandelenbeurzen op de agenda staan – namelijk een veel lagere waardering.

Deze obscure waarderingsargumentatie werkt alleen als de rentemanipulatie langdurig in stand kan worden gehouden door de centrale banken. Beleggers die daarmee hun eigen investeringen voor zichzelf rechtvaardigen, ontkennen feitelijk de werkzaamheid van economische wetmatigheden. Adviseurs en vermogensmanagers stellen hun klanten bloot aan een risico dat historisch misschien wel uniek is en waar geen vergelijkbare kansen tegenover staan. De opwaartse normalisering van renteniveaus en risicopremies en de daarmee automatisch verbonden neerwaartse bijstelling van de waardering van aandelenmarkten kan een vermogenskiller worden, omdat het de aandelen en obligaties allebei raakt. Het lijkt erop dat de psychologie party op de financiële markten weer gaat eindigen met een pijnlijke kater.



Uwe Günther is oprichter en directeur van "BPM - Berlin Portfolio Management GmbH".

### **Disclaimer**

*Deze publicatie is enkel bedoeld voor informatiedoeleinden en voor gebruik door de ontvangers. Ze vormt noch een aanbod, noch een uitnodiging vanwege of in opdracht van BPM - Berlin Portfolio Management GmbH tot het kopen of verkopen van waardepapieren of beleggingsfondsen. De informatie die in deze publicatie is opgenomen, werd verzameld uit bronnen die als betrouwbaar bekend staan. BPM - Berlin Portfolio Management GmbH geeft echter geen enkele garantie betreffende de betrouwbaarheid en volledigheid ervan en wijst iedere aansprakelijkheid af voor verliezen die voortkomen uit het gebruik van deze informatie.*

[www.berlin-pm.com](http://www.berlin-pm.com)