

gebrek aan mogelijkheden om het geld uit te geven, kwam het op beleggingsrekeningen terecht en vloeide er enorm veel geld naar de beurs. Zo kunnen de steunmaatregelen wellicht de enorme koersstijging van de laatste maanden verklaren.”

5 **Waarom werken speculanten de inefficiënties niet weg?**
 “Speculanten zijn doorgaans goed in het uitnutten van inefficiënties op microniveau (denk aan het profiteren van prijsverschil tussen de in Amsterdam en Londen genoteerde aandelen Shell, red.). Maar op niveau van de gehele markt is dit een stuk lastiger.

De eerste groep die hiervoor in aanmerking zou komen, zijn de zogenaamde broker dealers, denk aan banken die voor eigen rekening handelen. Maar deze groep vertegenwoordigt slechts 0,3 procent van de totale markt. Dat is te weinig om de flows, die kunnen oplopen tot enkele procenten van de totale beurswaarde, te neutraliseren.

De tweede groep, hedgefondsen, is met tussen de 3 en 4 procent van de totale markt in potentie wel groot genoeg om de markt in beweging te krijgen. Het probleem is dat deze fondsen zelf procyclisch opereren omdat hun investeerders de neiging hebben meer geld in te leggen als beurzen stijgen, maar hun geld snel terugtrekken bij tumult op financiële markten.

Doordat veelal ook nog met een hefboom wordt gewerkt (beleggen met geleend geld, red.), is het zo dat hedgefondsen de flows – en daarmee de marktbewegingen – juist versterken.”

6 **Het passieve beleid van pensioenfondsen is debet aan de heftige koersschommelingen. Moet dat niet anders?**
 “Het is de vraag wat het alterna-



UNIVERSITEIT VAN CHICAGO

‘ONZE BEVINDINGEN HELPEN MET HET DUIDEN VAN MARKT-BEWEGINGEN’

tief is voor de huidige situatie. Is het wenselijk dat een pensioenbelegger niet meer gebonden is aan de strenge regels die nu gelden?

Voor pensioengerechtigden is dat best een eng idee. Op basis waarvan wordt dan de beslissing genomen in of uit een belegging te stappen? Bij verkeerde keuzes kunnen de verliezen flink oplopen. Aangezien veel mensen afhankelijk zijn van hun pensioen is dat onwenselijk.

Het timen van de markt is zeer lastig, blijkt uit vele onderzoeken. Een stabiele strategische allocatie is dan een redelijke strategie, maar het heeft belangrijke gevolgen voor de elasticiteit van de markt.”

7 **Wat heeft u eigenlijk aangezet tot dit onderzoek?**

“Ik ben al lang geïntrigeerd door de vraag waarom financiële markten zo volatiel zijn. Neem maart vorig jaar toen aandelenbeurzen in korte tijd 35 procent verloren.

Een pandemie is pijnlijk, maar blijkt normaliter van relatief korte duur. Volgens de aloude bestaande theorieën is de

beurskoers een optelsom van toekomstige uitgekeerde winst. Als de markt dan ruim een derde daalt, wordt in feite ingeprijsd dat bedrijven de komende tien tot vijftien jaar geen dividend meer zullen uitkeren. Die koersval is veel te groot om te verklaren op basis van alleen de impact op verwachte toekomstige dividenden.

De grote schommelingen in koersen bij crises konden dus niet verklaard worden vanuit de bestaande kennis. Dat vroeg om onderzoek.”

8 **Kunnen alle bestaande beleggingstheorieën nu in de prullenbak?**

“Ik zie ons onderzoek meer als een aanvulling op de al bestaande theorieën. Wat nieuw is, is dat nu wetenschappelijk is aangetoond dat geldstromen in de financiële markten abnormaal veel impact hebben op koersen.

Maar waardoor die flows precies tot stand komen, weten we nog niet. Het zou zo kunnen zijn dat geld naar de markt stroomt omdat aandelen laag