

# Particuliere belegger jaagt beurskoersen op en neer

Het jongste onderzoek van de Nederlandse econoom **Ralph Koijen** blijkt een **publicitaire voltrefter**. Zijn ontdekking dat particuliere beleggers veel meer invloed hebben op de beweging van aandelenkoersen dan tot nu toe voor mogelijk gehouden, haalde de (financiële) wereldpers. Dat vraagt om een interview.

**R**alph Koijen is er de man niet naar om zich schuldig te maken aan borstklomperij. Toch heeft de Nederlander daar alle reden toe: pas veertig jaar en dan al hoogleraarschappen aan universiteiten in New York, Chicago en Londen op het cv plus een sloot aan prijzen en publicaties.

Nu stapt Koijen uit de coulissen met een onderzoek dat hij samen met Xavier Gabaix uitvoerde aan de Universiteit van Chicago. Een doorwrochte rekenexercitie resulteerde in een verrassend simpele theorie. Nieuw geld dat naar de markt wordt gebracht – voornamelijk afkomstig van particuliere beleggers – heeft een enorme impact op aandelenkoersen.

Het staat op gespannen voet met de aloude theorie dat een aandelenkoers een som is van alle toekomstige dividenden en alleen op en neer gaat omdat nieuwe relevante informatie zich aandient. De economieboeken zullen herdrukt moeten worden na het onderzoek van Koijen. Maar dat is niet alles.

Het door de twee onderzoekers gevonden sterke verband tussen geldstromen en beurskoersen heeft ook vergaande praktische implicaties voor

bijvoorbeeld het monetaire beleid van centrale banken en aandeleninkoopprogramma's van beursfondsen.

In gesprek met de econoom die de rol van de particuliere beleggers een stuk meer gewicht geeft.

**1** Als de beurzen flink winnen of verliezen lijkt het alsof massa's beleggers actief zijn. Dat beeld noemt u onjuist, toch?

“Inderdaad. Tijdens een beurscrash kunnen aandelen tientallen procenten onderuitgaan, terwijl doorgaans maar voor 1 of 2 procent van de totale aandelenwaarde wordt verhandeld.

We noemen financiële markten ‘inelastisch’. Kleine veranderingen in de vraag naar en het aanbod van aandelen hebben een groot effect op de prijzen. Dat is anders dan we tot nu toe dachten in de economie. De bestaande theorieën gaan ervan uit dat vraag en aanbod nauwelijks impact hebben op koersen, omdat de koersen worden bepaald door de toekomstige winsten van bedrijven en de dividenden die daaruit worden betaald.

De oorzaak ligt bij passief beleggen, het kopen van alle aandelen uit een bepaalde aandelenindex in plaats van kiezen voor specifieke beleggin-

gen. Een groot deel van het belegd vermogen door grote partijen als verzekeraars en pensioenfondsen wordt passief beheerd.

Dit soort institutionele beleggers is verplicht een bepaald percentage van het vermogen in aandelen te stoppen en volgt daarbij een set vooraf intern opgestelde regels. Of de beurs hoog of laag staat, is daarbij niet relevant. Het aantal kopers en verkopers van aandelen is daardoor eigenlijk heel klein, terwijl zij wel de prijzen van financiële activa bepalen.”

**2** Het algemene beeld dat de grote beleggers bepalend zijn voor de waarderingen van aandelen is dus onjuist?

“Grote beleggers handelen wel veel, maar op het niveau van de markt als geheel is de impact beperkt.

De actieve beleggers van het pensioenfonds ABP kunnen er bijvoorbeeld voor kiezen de positie in Shell af te bouwen en met de opbrengst aandelen ASML kopen. Dat heeft wellicht invloed op de aandelen van deze twee fondsen, maar over de hele markt gezien is het effect klein.

Dit feitelijke omruilen van aandelen draagt wel bij aan de liquiditeit en prijsvorming in de markt, maar per saldo komt er geen nieuw geld bij en wordt geen geld onttrokken aan de beurs. De totale blootstelling van het ABP aan aandelen, of beter gezegd de weging naar aandelen in de beleggingsportefeuille, blijft gelijk.

Alleen groepen beleggers die nieuw geld naar de beurs brengen of geld onttrekken, kunnen markten als geheel in beweging zetten. Omdat veel institutionele beleggers een vast percentage in aandelen beleggen, moet de prijs veel bewegen om relatief kleine geldstromen te absorberen.

Uit ons onderzoek blijkt dat

‘DE  
PRIJSVORMING  
OP FINANCIËLE  
MARKTEN  
VRAAGT OM  
ONDERZOEK’