

December tot juli beste beleggingstijd

Gouden kalf groeit in voorjaar

Ook op de effectenbeurs spelen geloof en psychologie een belangrijke rol. Niet alleen aanbidden velen de beurs als het gouden kalf, maar ook de koersvorming heeft niet-rationele aspecten. Er is bijvoorbeeld een duidelijk seizoenpatroon in aandelenkoersen. In de eerste helft van het jaar stijgen ze aanzienlijk meer dan in de tweede helft.

Een oude beurswijsheid luidt 'Sell in May and go away, but remember, come back in September'. Dit suggereert dat aandelenkoersen mede van de kalendermaand en dus van het seizoen afhangen. Met beursindexcijfers is eenvoudig na te gaan of dit soort waarheden gemiddeld over een langere periode inderdaad opgaat. De CBS-koersindices gaan terug tot 1952 en bieden dus een goede gelegenheid hier iets over te zeggen.

Wat bepaalt de koersen?

Aandelenkoersen zijn de resultante van een groot aantal factoren. Uitgangspunt is de waarde van een onderneming gedeeld door het aantal aandelen. Deze waarde blijkt bijvoorbeeld als de onderneming wordt verkocht of overgenomen. In veel gevallen is de waarde aanzienlijk groter dan het eigen vermogen (bezittingen minus schulden) volgens de balans. Dit komt doordat factoren als de verzamelde kennis binnen de onderneming en de machtspositie van een onderneming op een bepaalde markt vrijwel niet meetbaar zijn en dus niet in de balans worden opgenomen, maar natuurlijk wel van invloed zijn op de 'echte' waarde van de onderneming.

De waarde van een onderneming blijkt ook uit de koers-winst-verhouding. Als een belegger bereid is een kapitaal van 100 gulden uit te zetten tegen een jaarlijkse rente van 5 gulden, dan is hij in principe ook bereid 100 gulden te betalen voor het recht op een jaarlijkse winst van 5 gulden. Als de koers van een aandeel minder dan twintig keer de winst per aandeel is, is dat aan-

deel dus koopwaardig. Inflatie, de fiscus en winstonzekerheid maken dit verhaal overigens complexer.

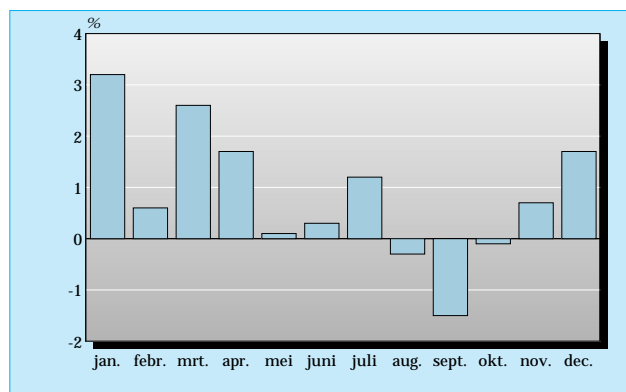
De koersvorming heeft ook minder objectieve aspecten. Verwachtingen spelen een grote rol. Als iedereen denkt dat de beurs gaat stijgen en daarom aandelen gaat kopen, dan stijgen de koersen inderdaad omdat de vraag groter is dan het aanbod. Ook de verwachting van een koersdaling heeft het karakter van een self-fulfilling prophecy. Aandelenkoersen zijn door dit mechanisme heel labiel en kunnen makkelijk tientallen procenten hoger of lager liggen dan de intrinsieke waarde.

Eerste halfjaar favoriet

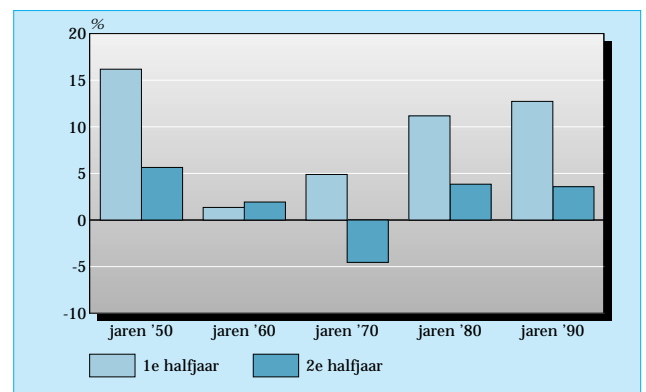
Januari is de beste maand voor beleggers. De gemiddelde koersstijging in de 46 januarimaanden sinds januari 1953 is 3,2 procent. Ook in de andere maanden in de eerste helft van het jaar is de koersverandering gemiddeld positief. Het cijfer voor mei is daarbij nog in negatieve zin vertekend omdat in mei de meeste dividenduitkeringen plaats vinden. Het totale rendement is in mei daarom duidelijk hoger dan de koerswinst. De CBS-herbeleggingsindex, die wel rekening houdt met dividenduitkeringen, bestaat helaas pas sinds 1980.

Als de bladeren vallen, vallen ook de koersen. Alleen in de maanden augustus, september en oktober is de gemiddelde koersverandering negatief, met september (min 1,5 procent) als uitschieter. September is dus zelfs een duidelijk slechtere maand dan oktober. Dat is opvallend, omdat verreweg de groot-

Gemiddeld koersrendement aandelen 1952-1998



Gemiddeld koersrendement aandelen



ste koersdaling in een maand plaatsvond in oktober 1987 (min 23,4 procent). Overigens is ook het septembercijfer in negatieve zin vertekend omdat een aantal fondsen in die maand dividend uitkeert.

Seizoenpatroon stabiel

Uit deze cijfers blijkt dat de hiervoor genoemde beurswijsheid wel enig aanpassing behoeft. Op de Nederlandse aandelenmarkt had je niet in mei moeten verkopen en in september moeten terugkopen, maar begin augustus moeten verkopen en begin november moeten terugkopen. Je had dan gemiddeld jaarlijks 2 procent extra koersrendement gemaakt.

Het seizoenpatroon is stabiel in de tijd. Met uitzondering van de jaren zestig is in de vijf decennia het koersrendement in het eerste halfjaar substantieel hoger dan in het tweede halfjaar. Ook hier geldt overigens dat de cijfers voor het eerste halfjaar nog worden onderschat omdat de dividenduitkeringen voor het grootste deel in die periode plaats vinden.

De klassieke theorie over financiële markten voorspelt dat dit fenomeen eigenlijk niet zou kunnen voorkomen. Immers, als

men weet dat in een bepaalde periode de koersen meer dan gemiddeld stijgen, dan zal men al voor het begin van die periode gaan kopen en zal het aanvangsmoment van de bovengemiddelde koersstijging steeds vroeger in het jaar komen te liggen.

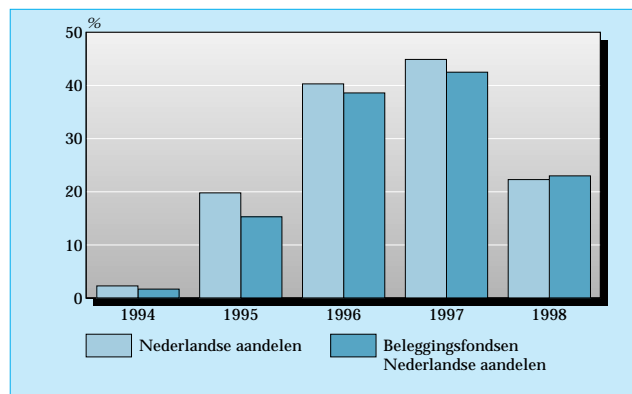
Beleggingsfondsen niet beter

Kennis van de aandelenmarkt leidt niet tot een beter beleggingsresultaat. De CBS-indexcijfers maken het ook mogelijk de beleggingsresultaten van beleggingsfondsen te vergelijken met die van de markt waarop zij beleggen. Het blijkt dat in vier van de vijf onderscheiden jaren het totale rendement van beleggingsfondsen die zich beperken tot de Nederlandse aandelenmarkt gemiddeld lager ligt dan het totale rendement van die markt zelf. Dat komt door de beheerskosten die beleggingsfondsen noodzakelijkerwijs moeten maken. Zij slagen er dus niet in deze kosten te compenseren door een structureel hoger beleggingsrendement.

1998 volgt seizoenpatroon

Het jaar 1998 volgde het seizoenpatroon opmerkelijk nauwkeurig, maar wel veel extremer dan het langjarig gemiddelde. In het eerste halfjaar werden de koersstijgingen van 1995, 1996 en 1997 gewoon voortgezet. De koersindex steeg van 618,8 aan het begin van het jaar tot een maximum van 845,1 op 20 juli (plus 37 procent). Daarna volgde een scherpe correctie tot een laagste punt van 594,9 op 21 september (min 30 procent). Het gouden kalf daalde daarmee 366 miljard gulden in waarde, aanzienlijk meer dan het Nederlandse bruto binnenlands product in die periode. In het laatste kwartaal volgde alsnog een herstel tot 734,7 op 30 december. Per saldo werd het jaar daardoor toch nog met koerswinst afgesloten. Eind 1998 was het gouden kalf, de aan de Amsterdamse effectenbeurs genoteerde aandelen, 1,1 biljoen gulden waard. ▶

Rendement aandelen



Huib van de Stadt en Jos van Heiningen