

te zetten." "Maar jullie betalen me ook om niks stoms te doen", zeg ik dan. Als ik cash houd doe ik dat om verstandig te zijn voor mijn klanten, want zelf zouden ze dat niet doen. Het geld staat klaar voor als kansen zich voordoen. Als ik het teruggeef is het misschien weg als er rendement te maken is.

U bent bang dat ze zich laten meeslepen?

Absoluut. Dat is precies de kern van onze manier van beleggen. Luister niet naar je gevoel. De enige factor die altijd werkt in een beleggingsproces is lage waardering. Wij gebruiken modellen om aandelen en andere beleggingen op waarde te schatten. Dat is eigenlijk een vrij eenvoudige exercitie. Als ik naar aandelen kijk zijn er een paar vuistregels die er toe doen. Aandelen moeten goedkoop zijn en dan bedoel ik niet meer kosten dan zestien keer de gemiddelde winst die een bedrijf heeft gemaakt over de afgelopen tien jaar. Bovendien moet er een rendement te maken zijn dat twee keer zo groot is als die op veilige obligaties. De bijbehorende beursfondsen moeten regelmatig geld teruggeven aan beleggers door dividend uit te keren. Dat dividend moet ongeveer twee derde zijn van het rendement op een gemiddelde veilige obligatie. En er mag niet te veel schuld in de bedrijven zitten.

Tot zover het gemakkelijk deel, want dit is gewoon een kwestie van wat formules. Het wordt pas echt moeilijk om de modellen gedisciplineerd te volgen.

Wat is daar zo moeilijk aan?

Omdat er altijd het gevaar is dat je overmoedig wordt. Veel beleggers gebruiken modellen, maar als het er op aan komt wijken ze er van af. Ze gebruiken hun modellen als een soort basis, hun eigen expertise doet de rest. Helaas zegt alle bewijs dat het juist omgekeerd is: modellen zijn het plafond. De inbreng van beleggers vreet alleen maar rendement weg.

Ik heb wat dat betreft ook mijn leermomenten gehad in het verleden.

Ik weet zeker dat al mijn studenten een tien zouden scoren als ik ze zou vragen hun eigen huiswerk na te kijken. Maar in de financiële wereld zeiden toezichhouders tegen banken: meten jullie maar zelf hoeveel risico jullie lopen.

HET VOORBEELD

Aandelen kopen die na grondige analyse ondergewaardeerd zijn. Dat is waardebeleggen.

Benjamin Graham is de grondlegger van deze stroming, James Montier een overtuigd aanhanger. En hij niet alleen, Warren Buffett noemde Graham ooit 'zijn belangrijkste leermeester buiten mijn vader'. Volgens Graham worden resultaten uit het verleden vaak te ver doortrokken naar de toekomst, waardoor beleggers systematisch te enthousiast of niet enthousiast genoeg reageren. Beleggers profiteren door aandelen te kopen op het moment dat de prijs onder de intrinsieke waarde ligt.



WIE IS...

JAMES MONTIER

Excentriek, enfant terrible maar bovenal briljant strateeg. In de beleggingswereld staat James Montier er gekleurd op.

De 40-jarige Brit, getrouwd, twee dochters, leerde het vak van zijn vader die fondsmanager was. In vakantietijd mocht James wel eens meehelpen. Na studies economie in Portsmouth en aan Warwick University begon hij zijn carrière in 1992 bij Dresdner Bank waar hij na vijf jaar vertrok na onenigheid met zijn bazen over het schrijven van een kritisch stuk over de Hong Kong dollar.

Drie jaar later belandde hij – via NatWest – opnieuw bij de Duitse bank, nu als aandelenstrateeg.

Daarna vormde hij jarenlang een roemrucht duo met oerpessimist Albert Edward bij Société Générale. Sinds 2009 is hij aan boord bij GMO, dat zich vooral richt op institutionele klanten en meer dan 75 miljard euro onder beheer heeft. Sommige strategieën van de Amerikaanse vermogensbeheerder zijn via omwegen verkrijgbaar voor particuliere beleggers, bijvoorbeeld via het Wells Fargo Advantage Asset Allocation Fund dat in de verschillende geldmarkten, aandelen en obligatiestrategieën belegt.

Ik heb wel eens niet geluisterd naar mijn modellen en prompt presteerden de modellen beter dan ik. En dan dacht ik, verdomme, ik heb hele artikelen geschreven over alle bewijzen voor de modellen die we gebruiken. En nu doe ik het toch niet. Warren Buffett zei al: beleggen is simpel maar niet gemakkelijk.

Hoe kan een belegger die valkuilen in gedrag, zoals overmoed, omzeilen?

Leer eerst inzien op welke gebieden je fouten maakt en denk niet al je vooroordelen tegelijk af te leren.

Veel beleggers zijn bijvoorbeeld én overmoedig én lijden aan zelfoverschatting. Als de beleggingen stijgen is dat hun verdienste, dalingen zijn de schuld van de markt. Onderken dat en probeer ze een voor een het hoofd te bieden.

Want anders kom je in de situatie dat je jezelf voorneemt op 1 januari te stoppen met roken, drinken, meer

te gaan sporten en aardiger voor collega's te zijn. In februari is er van al die mooie beloftes vaak niets meer over.

En als die horde is genomen. Wat dan? Hoe ga je tekortkomingen op beleggingsgebied praktisch te lijf?

Discipline is het toverwoord om je te beschermen tegen irrationele gedragingen. Zorg voor duidelijke processen en structuren die daarbij helpen. En let vooral op de waarderingen van beleggingen. Dat is de enige factor in een beleggingsproces die altijd werkt.

Een andere veel gesignaleerde fout door aanhangers van beleggingspsychologie, zoals uzelf, is te denken dat het 'deze keer anders is'. Heeft u tijdens de eurocrisis nooit de neiging gehad om te denken dat dit de uitzondering is die de regel bevestigt?

Nee, ik denk nooit dat het deze keer

anders is. De cijfers zijn mijn enige leidraad. Niet al mijn collega's zijn dat met me eens, overigens. Maar de cijfers zijn de cijfers. De rest zijn meningen en dan krijgt vaak degene gelijk die de meeste overtuigingskracht heeft.

Ziet u uitwegen uit de huidige malaise?

Er zijn in ieder geval geen gemakkelijke uitkomsten. Die waren er misschien tien jaar geleden, maar nu niet meer. Wat je in een situatie als de huidige nodig hebt zijn enerzijds structurele hervormingen tot een bepaald niveau en dan tijdelijke maatregelen om de grootste stress uit de markt te halen.

Je kiest dan dus eigenlijk voor fiscale discipline en laat op monetair gebied de teugels wat vieren door geld in het systeem te pompen.

De slechtste optie is tegelijk fiscaal en monetair de broekriem aanhalen. Dan krijg je een depressie. En toch is die route een tijdje gevolgd. Allerlei instanties zoals de Europese Commissie en het IMF riepen landen op om te bezuinigen. Ondertussen weigerde de ECB in te grijpen.

Sommige economen zeggen dat we langzamerhand zijn toegegaan naar een economie met klimaatbeheersing. Markten willen een stootvrije omgeving en centrale bankiers moeten die schokken opvangen. Hoe ziet u dat?

Daar kan ik me maar ten dele in vinden. Kijk naar de Verenigde Staten onder de vorige Fed-voorzitter Alan Greenspan. De eerste beslissing na zijn aantreden was de aandelenmarkten steunen door de rente te verlagen. Daar is op zich niets mis mee. Als ze de markten ook maar afremmen als de markten te euforisch worden en dat doen ze niet.

U laat al enige tijd weten weinig kansen voor beleggers te zien. GMO houdt veel cashgeld aan in zijn fondsen. Ziet u uitzonderingen?

Ik geloof wel in sommige Amerikaanse kwaliteitsbedrijven, bedrijven met

stabele marges en weinig schulden. Denk aan Procter & Gamble, Johnson & Johnson. Die aandelen zijn relatief gezien aan de goedkope kant.

U belegt vrijwel niet in banken. Maar gaat voor kwaliteitsaandelen. Wanneer kunnen bankaandelen weer kwaliteitsaandelen worden genoemd?

Als financiële instituten weer ouderwetse banken worden die leningen uitgeven en spaargeld ophalen, dan kunnen ze weer hoge kwaliteitsbeleggingen worden. Nu zou dat eventueel alleen weggelegd zijn voor instellingen als creditcardmaatschappijen, die leven van kredieten.

Hoge kwaliteit betekent voor mij drie dingen: een hoge en stabiele winstgevendheid en geen al te grote hefboomen met schuld. Weinig leverage dus.

Het is duidelijk dat banken, vooral de Europese, niet voldoen aan dat laatste kenmerk. Banken bieden nu geen enkele veiligheid. Ze hebben enorm hoge verplichtingen en zetten daar maar heel weinig eigen vermogen tegenover. Er hoeft maar iets mis te gaan of ze worden van de kaart geveegd.

Wanneer is die situatie ontstaan?

Sluipenderwijs denk ik. Toen ik twintig jaar geleden begon in deze wereld, had je nog wel financiële instellingen van hoge kwaliteit, maar ergens onderweg zijn ze in de bankensector hun verstand verloren en hebben ze zichzelf suf geleend.

Waar waren de toezichhouders om dat te voorkomen?

De regels die zij hebben gemaakt, waren gewoon om te lachen. Ik heb les gegeven aan de universiteit. Ik weet zeker dat al mijn studenten een tien zouden scoren als ik ze zou vragen hun eigen huiswerk na te kijken. Maar in de financiële wereld zeiden toezichhouders tegen banken: meten jullie maar zelf hoeveel risico jullie lopen.

Banken hebben zichzelf dus opgeblazen tot bubbelproporties. Ziet u