

Beleggen

Hoe groot het nationale vermogen is in Nederland, is niet bekend. De laatste schatting van het CBS betreft het jaar 1958 toen het nationale vermogen op f. 158,1 mrd. werd bepaald ¹⁾. Het netto nationale inkomen (factorkosten) bedroeg in dat jaar f. 29,6 mrd. Als we er van zouden uitgaan dat dezelfde verhouding tussen kapitaal en inkomen die in 1958 gold, nu nog zou gelden, zou het nationale vermogen in 1983 op ca. f. 1.600 mrd. kunnen worden gesteld. Maar misschien is het veiliger om te zeggen dat het ergens tussen de één en twee biljoen gulden zal liggen.

Al dit vermogen is te beschouwen als een belegging van deze of gene. Ondernemers hebben geld gestoken in hun bedrijf, huiseigenaren in hun woning, particuliere spaarders in spaarrekeningen of een oude sok, pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen in effecten en onroerend goed. Al wie zijn inkomsten niet onmiddellijk volledig opmaakt, is in zekere zin te beschouwen als een belegger. Het onderscheid tussen sparen, beleggen, investeren en ondernemen is daarbij slechts graduëel.

Elke belegging bergt risico's in zich: de spaarcenten kunnen door de geldontwaarding worden aangetast, de aandelenportefeuille kan door koersverliezen in waarde dalen, de investering kan een mislukking zijn en de onderneming kan failliet gaan. Vanzelfsprekend wenst de belegger in het algemeen te worden gecompenseerd voor de risico's die hij loopt door zijn geld niet onmiddellijk op te maken maar het opzij te zetten en/of ergens in te steken. Hoe groter het risico dat hij loopt om (een gedeelte van) zijn geld kwijt te raken, hoe hoger de risicopremie die hij verlangt in de vorm van rendement op de belegging.

Het is interessant de verschillende beleggingsalternatieven te vergelijken wat betreft hun risico en rendement. In dit nummer van *ESB*, dat geheel aan beleggen is gewijd, passeren de belangrijkste beleggingsvormen de revue. Behalve grote onderlinge verschillen valt onmiddellijk op dat risico en rendement ook nogal variëren in de tijd. Jarenlang was het niet mogelijk om via sparen op een spaarrekening de geldontwaarding bij te houden; nu is op die manier een reële rente van 4 à 5% bereikbaar. Jarenlang hebben de aandelenkoersen op een laag peil gestaan; in het afgelopen jaar zijn de noteringen op bijna alle beurzen ter wereld omhoog geschoten. Jarenlang waren er haast geen financieringsmiddelen te krijgen voor het starten van een nieuwe onderneming; de laatste jaren ligt het „venture capital” — vooral in de Verenigde Staten — bij wijze van spreken voor het oprapen. Wat zijn de achterliggende factoren die deze aardverschuivingen op beleggingsgebied teweeg hebben gebracht?

Op de spaarmarkt zijn het vooral de rente en de inflatie die het beeld bepalen. In het algemeen loopt de spaarder geen risico ten aanzien van de nominale waarde van zijn inleg, maar de inflatie kan de reële waarde ervan uithollen. In de jaren vijftig en begin zestig was de inflatie betrekkelijk laag, de rente iets hoger, en waren de afwijkingen van het gemiddelde niet groot. In de loop van de jaren zestig kwam daar echter verandering in en begonnen de inflatiepercentages in korte tijd sterk op te lopen. In het kielzog daarvan steeg ook de rente. De variantie van rente- en inflatiepercentages werd veel groter zodat het sparen in wezen een veel riskantere bezigheid werd. Pas de laatste jaren ziet het er naar uit dat de westerse landen de inflatie weer beter onder controle krijgen. Als met een zekere vertraging nu ook de rentepercentages dalen kunnen er wellicht weer stabielere verhoudingen op de spaarmarkt ontstaan.

Voor vastrentende waarden zoals obligaties is de situatie niet veel anders. Zoals in het artikel van Dijkema en Veer in deze *ESB* wordt uiteengezet, waren er vóór 1970, vanwege de stabiele rente- en valutaverhoudingen, op de obligatieportefeuille nauwelijks koerswinsten te behalen. Door de ineensporing van het Bretton-Woodstelsel van vaste wisselkoersen en de al genoemde veel grotere rentefluctuaties werd dat in de jaren zeventig echter heel anders. De oude opvatting dat het beleggen in obligaties een tamelijk passieve bezigheid is, is dan ook al lang door de werkelijkheid achterhaald.

Het beleggen in aandelen is per definitie riskant; het gaat hier

immers om risicodragend vermogen. Een overzicht van de ontwikkeling van de ANP/CBS-beursindex gedurende de laatste twintig jaar (zie het artikel van Van Oostveen en Wagner) laat beleggingsresultaten zien die variëren van -17 tot +44% per jaar. Daarbij gaat het dan om gemiddelden; afzonderlijke fondsen tonen nog veel grotere fluctuaties. Vanwege de trage groei, de hoge rente, de hoge inflatie, de dalende investeringen en de teruglopende winsten waren de jaren zeventig voor de aandeelhouder slecht. Daarentegen zijn de jaren tachtig veelbelovend begonnen. En als het aan Henry Kaufman ligt (zie het verslag van zijn optreden op het Robeco-congres in dit nummer) ziet de toekomst er voor de aandelenmarkt nog veel zonniger uit.

Gewaagder nog dan het beleggen in aandelen is het beschikbaar stellen van „venture capital” aan pas beginnende ondernemingen. Dit wordt beschreven in het artikel van Van der Koogh in dit nummer. Hier is de grens tussen beleggen en ondernemen geheel vervaagd: de financiers zijn partners geworden in het pas opgerichte bedrijf en bepalen mede het ondernemingsbeleid. De successen van de voorlopers op deze markt hebben velen tot navolging gelokt, waardoor het potentiële rendement al weer is gedaald. Toch lijkt de markt nog niet verzadigd gezien de talrijke veelbelovende technologische ontwikkelingen die aanleiding kunnen zijn tot het oprichten van allerlei nieuwe bedrijven en zelfs hele nieuwe bedrijfstakken.

Ook het beleggen in onroerend goed vertoont kenmerken van ondernemerschap, vooral wanneer er voor eigen risico en rekening wordt gebouwd, maar ook wanneer de belegger betrokken is bij het bedrijfsmatige beheer van het onroerend goed (zie het artikel van Van Rijn in dit nummer). Vanwege de bijzondere karakteristieken van de onroerend-goedmarkt is de overstap van het beleggen in financiële activa naar het beleggen in onroerend goed dan ook niet te maken zonder op nieuwe risico's te stuiten. Diverse pensioenfondsdirecteuren hebben dat tot hun schade en schande ondervonden.

De meest riskante belegging is nog steeds het oprichten van een eigen bedrijf. Het is bekend hoe gering het percentage van de nieuw opgerichte ondernemingen is dat de eerste vijf jaar doorkomt. Ook is bekend dat gemiddeld genomen pas na een jaar of zeven een positief rendement op de verrichte investeringen wordt bereikt. Toch belet deze ongunstige risico-rendementsverhouding niet dat er nog steeds nieuwe bedrijfjes worden opgericht, en de laatste jaren zelfs in toenemende mate. Het zou interessant zijn te weten welke financiële, maatschappelijke, institutionele of sociaal-psychologische veranderingen aan deze toenemende risicobereidheid ten grondslag liggen.

Op alle fronten waar middelen worden belegd, lijken de risico's de laatste tien, vijftien jaar veel groter geworden dan voorheen het geval was. De variaties in de rente, de inflatie, de economische groei, de wisselkoersen en de bestedingen zijn in deze periode historisch gezien buitengewoon groot geweest. Dat is ook de achtergrond van het ontstaan van allerlei nieuwe beleggingsinstrumenten, zoals opties en financial futures, die aan de investeerder en de belegger nieuwe mogelijkheden tot risico-aanvaarding en risicoreductie bieden en die de beleggingsmarkt verder diversificeren. Hoe snel de ontwikkelingen gaan wordt in het artikel van Brouwer over de optiemarkt beschreven.

Deze maand heeft Nederlands grootste beleggingsmaatschappij, Robeco, haar 50-jarige jubileum gevierd. Het is verheugend dat medewerkers en oud-medewerkers van deze instelling, die er hun beroep van hebben gemaakt miljarden gulden over de verschillende beleggingsmarkten heen en weer te schuiven, zich bereid hebben getoond de *ESB*-lezer een kijkje in hun beleggingskeuken te gunnen: welke risico's zij op zich hebben zien afkomen en hoe zij hebben gepoogd deze in rendementen om te zetten.

L. van der Geest

1) CBS, Het nationale vermogen van Nederland, 1948-1958, *Statistische en econometrische onderzoeken*, 3e kwartaal 1960, blz. 101-118.