



Beleggingsfondsen varen wel op emotie

Auteur(s):

Slot, B.J.M.

De auteur werkt aan een proefschrift over beleggingsfondsen in Nederland sinds de Eerste Wereldoorlog, waarop zij in 2004 aan de TU Delft hoopt te promoveren. bbrj@xs4all.nl

Verschenen in:

ESB, 88e jaargang, nr. 4416, pagina 500, 17 oktober 2003

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

beleggen

Beleggingsfondsen zijn de laatste twintig jaar explosief gegroeid. Deze groei werd nauwelijks door structurele factoren bepaald.

Sinds het begin van de jaren tachtig zijn beleggingsfondsen in Nederland stormachtig gegroeid. Na een lange aanloopperiode, die zijn wortels had in de beurs hausse van het einde van de jaren twintig, veranderde het beleggingsfonds van een financieel 'luxeproduct' tot een verschijnsel dat bijna niet meer uit de samenleving is weg te denken. Aan het begin van de grote beurs hausse van 1982-2000 hadden beleggingsfondsen in Nederland nog geen acht miljard euro onder beheer, vijf procent van het toenmalige bbp. Op dit moment staat een kleine 95 miljard euro op hun balansen, wat neerkomt op ruim twintig procent van het bbp (zie [tabel 1](#)). Het merendeel is in handen van particuliere huishoudens. Pensioenfondsen en verzekeraars participeren voor ongeveer 25 procent in de beleggingsfondsen¹.

Tabel 1. Kerngetallen van Nederlandse beleggingsfondsen, 1962-2002

	1962	1972	1982a	1992a	2002a
totaal beheerd vermogen in miljarden euro's	0,9	4,1	8,5	30,6	93,5
totaal beheerd vermogen als percentage van het bbp	4,1	5,8	5,0	10,3	21,0
aantal statutair in Nederland gevestigde beleggingsfondsen	40	41	43	213	680
percentage huishoudens dat belegt in beleggingsfondsen	1,5	4,0	3,7	14,0	23,3

a. In 1982 inclusief en in 1992 en 2002 exclusief de zogenoemde Antillenfondsen.

b. Deze cijfers hebben betrekking op respectievelijk 1960, 1973, 1984, 1993 en 2000.

Bronnen: eigen berekeningen op basis van CBS Statline en DNB (www.dnb.nl), eigen telling en Wtb-register (aantal fondsen), onderzoeken van de Nederlandse Stichting voor Statistiek en Intomart in opdracht van de Amsterdamse Effectenbeurs (percentage huishoudens 1960, 1973, 1984), CentER Savings Survey (percentage huishoudens 1993 en 2000).

Inmiddels bezit bijna een kwart van de Nederlandse huishoudens aandelen of participaties in een beleggingsfonds en behoort het beleggingsfonds tot het standaardassortiment van vrijwel elke Nederlandse bank of verzekeraar.

Vijf verklaringen

Voor de groei van beleggingsfondsen worden in de economische literatuur verschillende verklaringen aangedragen. In de eerste plaats hangt de ontwikkeling van de markt voor beleggingsfondsen samen met de welvaart. Naarmate mensen rijker zijn, zullen ze meer sparen en een groter deel van hun besparingen in risicodragende effecten beleggen². Dit betekent dat met het stijgen van de welvaart beleggingsfondsen als geheel in omvang zullen of kunnen toenemen. Uit een studie van de Wereldbank blijkt verder dat de meer welvarende landen over een grotere en beter gereguleerde kapitaalmarkt beschikken, minder door financiële crises worden geteisterd en om die redenen vaak een relatief omvangrijke markt voor beleggingsfondsen hebben³.

Een gedachte die het in financiële kringen zelf goed doet is dat beleggingsfondsen in demografisch opzicht het tij mee zouden hebben. Aan de hand van de levenscyclushypothese kan worden betoogd dat de instroom van nieuw geld in beleggingsfondsen sterk afhangt van het aantal 35- tot 55-jarigen, de levensfase waarin relatief veel wordt gespaard en mensen over een voldoende lange beleggingshorizon beschikken om vooral in risicodragende effecten te beleggen. In Nederland zal deze groep van ruim drie miljoen in 1950 naar een top van vijf miljoen in 2009 groeien⁴.

Een derde verklaring kan worden gevonden in de rente. De korte rente daalde van ruim boven de elf procent aan het begin van de jaren tachtig naar onder de vijf procent in de tweede helft van de jaren negentig⁵. De lage rente stimuleert spaarders om naar beter renderende substituten om te zien, zoals relatief veilige aandelenfondsen (zoals click- en garantiefondsen) en mixfondsen. Een lage rente is dus goed voor beleggingsfondsen; zo had de opkomst van de beleggingsfondsen in Nederland in de jaren dertig te maken met de daling van de

rente op staatsleningen tot onder de drie procent. Maar het omgekeerde is ook het geval. Rondom het midden van de jaren tachtig ontstonden de eerste rentegroefondsen. Deze waren in de tien jaar daarop razend populair omdat ze vermogensbezitters de mogelijkheid gaven om op een fiscaal aantrekkelijke wijze te profiteren van de uitzonderlijk hoge rentes op de kapitaalmarkt.

Als vierde wordt er de laatste jaren van verschillende kanten op een 'wereldwijde aandelencultuur' gewezen, die zich in de jaren tachtig en negentig heeft gevormd⁶. Deze cultuur had zijn wortels in een nieuw ideologisch en politiek klimaat waarin het effectenbezit niet meer als een 'kapitalistische' en dus verderfelijke activiteit werd afgekeurd, maar werd toegejuicht. Met de privatisering van staatsondernemingen namen veel Europese overheden maatregelen om het effectenbezit te stimuleren. De media gingen zich voor financiële zaken interesseren en met de doorbraak van de informatie- en communicatietechnologie kregen beleggers direct en goedkoop toegang tot de beurs en kwam er een schat aan informatie over financiële zaken tot eenieders beschikking. Tegelijkertijd gingen banken en verzekeraars actief met hun beleggingsfondsen aan de weg timmeren en besteedden zij vele miljoenen marketingguldens om hun producten bij een breed publiek onder de aandacht te brengen. Door dit alles nam de kennis over het beleggen toe en dit zou de bereidheid van spaarders en beleggers om risico te nemen structureel op een hoger niveau hebben gebracht.

Psychologie

De laatste verklaring is een psychologische. Uit de enorme hoeveelheid onderzoek die inmiddels in het kader van de 'behavioral finance' is verricht, blijkt dat beleggers het vaak met onvolledige informatie moeten stellen en daardoor strategieën ontwikkelen die soms weinig rationeel lijken⁷. Ze gebruiken ervaringen uit het recente verleden als perfecte voorspeller voor de toekomst, ze overschatten hun eigen kennis en kunde, doen aan 'magical thinking' (geloven dat iets juist is terwijl je weet dat het niet zo is), ze zijn langzaam in het bijstellen van hun mening, gevoelig voor trends en kopiëren de gedragingen van anderen. Kortom, niets menselijks is de belegger vreemd. Dit betekent dat de vraag naar risicodragende effecten - en dus die naar beleggingsfondsen - ook wordt bepaald door rendementen uit het recente verleden (extrapolatie) en door de vraag van andere beleggers (kuddegedrag). Met name tijdens de internethausse in de tweede helft van de jaren negentig zouden veel beleggers op irrationele gronden zijn gaan beleggen: omdat ze spijt hadden dat ze dit niet eerder hadden gedaan of uit angst om de boot te missen. Zelfs de financiering van de eigen woning werd ingezet om een gokje op de beurs te wagen.

Herkomst

Welke van deze factoren was nu het belangrijkste? Een relatief eenvoudige methode om hierop een globaal antwoord te krijgen is om de herkomst te traceren van de vele miljarden euro's die de beheerders van de Nederlandse beleggingsfondsen op dit moment onder hun hoede hebben. [tabel 2](#) geeft de ontwikkeling van het beheerd vermogen bij de beleggingsfondsen in Nederland onderverdeeld in drie tijdvakken: de periode eind 1982-1992 (het eerste deel van de beurs hausse voor aandelen en obligaties), de periode 1992-2000 (toen de rentes verder daalden en de koersstijging voor aandelen steeds grotere vormen aannam) en de jaren 2001 en 2002 (waarin veel aandelenbeurzen meer dan de helft van hun waarde moesten prijsgeven). Aan de hand van de gegevens van De Nederlandsche Bank kan vrij exact worden nagegaan hoe de beleggingsfondsen in Nederland zich vanaf 1992 hebben ontwikkeld. Voor het tijdvak 1982-1992 zijn schattingen gemaakt. Deze zijn gebaseerd op gegevens over de individuele fondsen en op een overzicht dat directie-voorzitter Theo Scholten van de Robeco Groep twintig jaar geleden in dit blad publiceerde⁸.

Tabel 2. Ontwikkeling van het beheerd vermogen bij Nederlandse beleggingsfondsen in Nederland naar herkomst, 1982-2002, bedragen in miljarden euro's

	1982-1992a	1992-2000	2000-2002
netto inleg in aandelenfondsen	0,5	23,1	3,3
netto inleg in mixfondsen	1,5	6,2	2,0
netto inleg in overige fondsen ^b	0,0	6,7	2,9
subtotaal fondsen die (deels) in			
aandelen beleggen	2,0	36,0	8,2
netto inleg in vastgoedfondsen	3,5	5,4	-1,2
netto inleg in vastrentende fondsen	5,0	4,5	0,5
netto inleg totaal	10,5	45,9	7,5
waardestijging	10,6	46,1	-36,7
toename totaal beheerd vermogen	22,1	92,0	-29,2

a. De cijfers voor de periode 1982-1992 zijn als volgt berekend. De groei bij de aandelenfondsen (in totaal met e 5,4 miljard) was bijna volledig het resultaat van de waardestijging van de beleggingen. Wereldwijde fondsen hadden een lichte uitstroom van geld. Landen- en regiofondsen met een instroom. Bij vastrentende fondsen (toename negen tot tien miljard euro) en vastgoedfondsen (toename ruim zeven miljard euro) was ongeveer de helft van de groei het gevolg van waardestijging van de beleggingen. Mixfondsen ontstonden pas aan het einde van de jaren tachtig en groeiden tot 1992 met een kleine twee miljard euro, vooral door de inleg van kapitaal.

b. Hoofdzakelijk click- en garantiefondsen, met daarnaast onder andere groenfondsen en hedgefondsen.

Bron: eigen berekening op basis van Scholten (zie voetnoot 8), CBS Statline, DNB (www.dnb.nl), statistieken, kapitaalmarkt,

Uit [tabel 2](#) blijkt het volgende. In de jaren tachtig en negentig was ongeveer de helft van de enorme groei van de beleggingsfondsen het directe gevolg van de waardestijging van de beleggingen zelf. De andere helft was te danken aan inleg van nieuw geld. Een groot deel van die waardestijging ging door de koersdalingen in 2001 en 2002 weer verloren. In de periode 1982-2000 investeerden particuliere huishoudens en institutionele beleggers naar schatting ruim tien miljard euro in de Nederlandse beleggingsfondsen. In de acht jaar vanaf 1992 tot en met 2000 werd ruim het viervoudige (46 miljard euro) ingelegd.

De fiscaal aantrekkelijke vastrentende fondsen wisten in de jaren tachtig en negentig per saldo zo'n tien miljard euro aan netto inleg te genereren. In totaal kwam ongeveer een kleine vijftien miljard euro binnen, in de tweede helft van de jaren negentig vloeyde daarvan een

kleine vijf miljard euro weg. De vastgoedfondsen waren goed voor een netto inleg van naar schatting nog eens circa tien miljard euro. Dit bedrag was voor een belangrijk deel afkomstig van institutionele beleggers.

Irrationale overdrijving

Na 1992 werd vanuit het meeste nieuwe geld ingelegd in aandelenfondsen en fondsen die gedeeltelijk in aandelen beleggen, zoals mixfondsen en garantie- en clickfondsen. Uit de cijfers van De Nederlandsche Bank kan worden afgelezen dat naarmate de hausse van de jaren negentig vorderde, de instroom van geld in de aandelenfondsen steeds grotere vormen ging aannemen⁹. In december 1996 betichtte Fed-voorzitter Alan Greenspan de financiële markten van 'irrationele overdrijving'. In de vier jaar daarna kregen Nederlandse beleggingsfondsen die (deels) in aandelen beleggen niet minder dan 29 miljard euro aan nieuw geld binnen. Deze enorme versnelling doet vermoeden dat de beleggers zich vooral door de hoge koersen zelf hebben laten leiden.

Een vergelijkbare ontwikkeling heeft zich in Nederland op kleinere schaal één keer eerder voorgedaan. Eind jaren zestig, toen de beurs hausse bijna ten einde liep, raakten beleggingsfondsen korte tijd sterk in de belangstelling. Het Financieele Dagblad sprak 34 jaar geleden zelfs van een 'explosie in de fund-industry'¹⁰.

Na 2000 werd de instroom in aandelenfondsen op een hoog peil voortgezet. Dit is opvallend maar niet ongewoon. Tijdens en na de koersval van 1973-74 was dit ook het geval en zelfs aan het begin van de jaren dertig grepen vermogensbezitters de lage koersen aan om aandelen te kopen. Bovendien voelen beleggers er weinig voor om hun stukken met verlies te verkopen. Een andere verklaring is dat beleggers hun individuele aandelen verkopen en toch maar overstappen op de minder risicovolle beleggingsfondsen. En verder zorgen beleggingshypotheken, lijfrenten en beleggingsspaarrekeningen ervoor dat miljoenen euro's via vaste periodieke inleg hun weg naar de beleggingsfondsen blijven vinden.

Conclusie

Vier ontwikkelingen hebben de aanbieders van beleggingsfondsen de afgelopen twintig jaar sterk in de kaart gespeeld: de hoge lange rente in combinatie met de belastingwetgeving zoals die tot 2001 gold, de groeiende vraag van institutionele beleggers naar wereldwijd vastgoed, in de tweede helft van de jaren negentig de lage rente op spaargeld en vooral de enorme koersstijgingen op de aandelenbeurzen zelf.

Structurele factoren als een stijgende welvaart of een veranderende bevolkingsopbouw spelen slechts indirect een rol. De toename van het aantal 35- tot 55-jarigen is een geleidelijk proces, net als de groei van de welvaart en dus had de instroom van nieuw geld in beleggingsfondsen op grond van deze factoren zich gelijkmatig over de afgelopen vijf decennia moeten voltrekken¹¹.

Veruit het merendeel van de miljarden die de beheerders van de beleggingsfondsen in Nederland op dit moment onder hun hoede hebben, heeft zijn herkomst in de jaren dat aandelen rendementen gaven van vijftien procent en hoger en er collectief gedacht werd dat deze periode van voorspoed dankzij de zegeningen van de nieuwe economie voorlopig niet ten einde zou zijn. Hieruit volgt dat ook de deelnemers aan beleggingsfondsen zich sterk laten leiden door de ervaringen uit het recente verleden en door het gedrag van anderen. Als ze meer rationeel te werk waren gegaan, dan had de instroom in Nederlandse aandelenfondsen niet in 2000 een piek bereikt, maar aan het begin van de jaren tachtig of begin jaren negentig toen de wereldeconomie in recessie verkeerde, de beurzen een jarenlange 'zijwaartse beweging' achter de rug hadden, de beurswaarderingen laag waren en dus de kans groot was dat de aandelenkoersen binnen afzienbare termijn zouden gaan stijgen.

Een interessante vraag is tenslotte of zich inderdaad een culturele omwenteling op effectengebied heeft voltrokken die de vraag naar effecten structureel op een hoger niveau heeft getild. Mogelijk was de 'wereldwijde aandelencultuur' één van de oprispingen die samenhang met de 'speculatieve manie' die zich eind jaren negentig van de beleggers, financiële instellingen en de media meester had gemaakt.

Brigitte Slot

1 CBS, Statistiek Institutionele Beleggers, verkregen op aanvraag.

2 Zie onder meer L. Guiso, M. Haliassos en T. Jappelli, *Household portfolios*, Cambridge, The MIT Press, 2002. In Nederland hebben R Alessie, S. Hochguertel en A. van Soest onderzoek op dit terrein verricht.

3 L. Klepper, V. Sulla en D. Vittas, *The global growth of mutual funds*, www.worldbank.org, 1999.

4 CBS Statline, *Bevolkingsprognose 2002-2050*, www.cbs.nl.

5 CPB, MEV 2003, bijlage A4.

6 Zie onder meer: OECD, *Financial market trends*, nr. 78, maart 2001, blz. 79; E.P. Davis en D. Steil, *Institutional investors*, The MIT Press, Cambridge, 2001, blz. 41; *The Economist*, 25 oktober 1997, blz. 10; L. Guiso, M. Haliassos en T. Jappelli, *Household portfolios*, Cambridge, The MIT Press, 2002, blz. 2.

7 De voorbeelden zijn ontleend aan: N. Barberis en R. Thaler, *A survey of behavioral finance*, NBER Working Paper 9222, 2002 en R.J. Shiller, *Irrational exuberance*, Princetown University Press, Princetown en Oxford, 2000.

8 Th.M. Scholten, *Beleggingsmaatschappijen in Nederland*, *ESB*, 26 oktober 1983, blz. 990-996.

9 Tabel 3.3, netto inleg bij beleggingsinstellingen, www.dnb.nl.

10 Het Financieele Dagblad, 12 november 1969.

11 De reële welvaartsgroei was in de jaren tachtig en negentig zelfs lager dan in de jaren zestig en zeventig: in de jaren zestig groeide het reële bbp in Nederland met 4,0 procent per jaar, in de jaren zeventig met 2,5 procent, in de jaren tachtig met 1,3 procent en in de jaren negentig met 2,4 procent per jaar. Bron: GGDC Total Economy Database, GDP per capita in contante dollars van 1990. Deze database is te vinden op de website van het Groningen Growth & Development Centre: www.eco.rug.nl/GGDC/index-60-industry.html.