



Investeren onder onzekerheid

Auteur(s):

Sterken, E.

*De auteur is hoogleraar aan de economische faculteit van de Rijksuniversiteit Groningen***Verschenen in:**

ESB, 82e jaargang, nr. 4131, pagina 927, 3 december 1997

Rubriek:

Uit de vakliteratuur

Trefwoord(en):

eu, emu, macro-economie, uit, de, vakliteratuur

Zowel in macro-econometrische modellen als in panelanalyses van investeringsgedrag van bedrijven worden variabelen, die men in theorie als determinant zou verwachten, niet significant bevonden. Zo zijn de interestvoet en de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van de kapitaalgoederenvoorraad (Tobin's Q) slechte determinanten. De vrij beschikbare kasstroom daarentegen doet het meestal goed bij de verklaring van investeringsbeslissingen.

In de laatste tien jaar hebben zich evenwel twee veelbelovende nieuwe visies op het investeren aangekondigd. De eerste relateert het investeringsgedrag aan imperfecties op de kapitaalmarkt. Een vermogensverschaffer weet bijvoorbeeld minder van de kwaliteit van een investeringsproject dan het management van de onderneming. De vermogensverschaffer zal dan een hogere rentevergoeding vragen, zeker indien hij in hoge mate risico-avers is. Indien een onderneming als gevolg hiervan met meer kosten van het aantrekken van vermogen geconfronteerd wordt, zullen investeringen wellicht minder hoog of anders uitvallen dan aanvankelijk de bedoeling was.

De tweede benadering legt een direct verband met de onzekerheden rond de investering zelf. Onzekerheid heeft een grote invloed op het economisch handelen. Het zorgt er voor dat mensen aarzelen, onverwachte beslissingen nemen of beslissingen alsmat uitstellen. Ook ondernemers worden hiermee geconfronteerd. Zij kampen met onzekerheid over diverse variabelen: de vraag naar het product, de afzetprijs of de mogelijkheid om eenmaal aangeschafte kapitaalgoederen weer te verkopen. Als het onmogelijk is om aangeschafte kapitaalgoederen weer te verkopen, terwijl de onderneming te maken heeft met grote onzekerheid over de afzet, dan ligt het voor de hand dat men minder investeert. Immers, als men wacht met investeren weet men meer: er zijn opbrengsten verbonden aan het wachten.

De invloed van kapitaalmarktverstoringen op investeringsgedrag is uitgebreid empirisch onderzocht. De illustraties van de tweede lijn van onderzoek laten voorsnog op zich wachten: het empirisch vaststellen van onzekerheid is namelijk erg moeilijk. Welke vormen van onzekerheid treffen de onderneming het zwaarst? In ieder geval is de onzekerheid omtrent de vraag naar het product van groot belang. Veelal bestaat hierover geen informatie en is men gedwongen om benaderende variabelen te benutten.

Een boeiende bijdrage aan dit type onderzoek is het werk van Luigi Guiso en Giuseppe Parigi¹. Deze auteurs trachten de kapitaalmarktperfectie-lijn te combineren met een modelmatige bepaling van onzekerheid. Guiso en Parigi gebruiken een survey dat door de Banca d'Italia is gehouden onder 549 Italiaanse bedrijven in de verwerkende industrie in de periode 1993-1995. Ondernemers is gevraagd naar hun inschatting van de toekomstige vraag naar hun product. Dit geeft een directe meting van de afzetonzekerheid. Ook bevat de survey gegevens omtrent de mogelijkheid om kapitaalgoederen op een tweedehands markt te verkopen en data van het eventueel afwijzen van een aanvraag voor bankkrediet.

Guiso en Parigi vinden een negatieve relatie tussen geplande investeringen en vraag-onzekerheid. Het wegnemen van onzekerheid kan tot drie procent meer investeringen leiden, ook als men rekening houdt met mogelijke kredietrantsoenering. Zowel kredietrantsoenering als onzekerheid omtrent de vraag naar het product leveren dus een significante bijdrage. De steekproef maakt het mogelijk om die groepen van bedrijven die met name getroffen worden door onzekerheid, nader te karakteriseren. Immers, het ligt niet voor de hand dat alle bedrijven even zwaar het slachtoffer zullen zijn. Het blijkt dat vooral bedrijven met hoge verkoopkosten van tweedehands kapitaal en bedrijven die met een inelastische vraag naar hun product geconfronteerd worden, de theoretisch en empirisch getroffen groepen zijn. De intuïtie achter het belang van verkoopkosten op de tweedehands markt is dat de opbrengsten van wachten met investeren hoger zijn naarmate de aankoopbeslissing een meer onomkeerbaar karakter krijgt. Voor de marktform geldt dat een monopolist zich geen zorgen hoeft te maken over eventuele strategische consequenties van het uitstellen van investeringen. Bij een grotere onzekerheid zal de monopolist eerder geneigd zijn om de huidige investeringen te reduceren.

Wetend dat investeringen de sleutel vormen naar een sterkere economische groei is de beleidsimplicatie van dergelijk onderzoek helder. Niet zozeer de investeringskosten, maar veeleer de onzekerheid omtrent prijzen en afzet is een belemmering. Het zorgen voor prijsstabiliteit door de monetaire autoriteiten en meer marktwerking dragen bij tot een beter investeringsklimaat. Voor de empirische economen is de boodschap tevens duidelijk. Als men investeringen empirisch wil verklaren dient men zich zorgen te maken over het modelleren van onzekerheid. Dit laatste lijkt voorsnog een redelijk onontgonnen gebied

1 L. Guiso en G. Parigi, Investment and demand uncertainty, *CEPR discussion paper* 1497, 1997.

