

Beleggen op de golven

Veer, Gerhard ter & Peter Vermeulen, *Beleggen op de golven. Een studie naar vijf golven in de economie met twee beleggingskaarten: illustratie van twee visies op de toekomst*, (Antwerpen/Apeldoorn, 2010). ISBN 978-90-441-2360-9.

Nederlanders hebben al sinds lange tijd een fascinatie voor de lange golf in de economie, de zogenaamde Kondratieff. Al in de jaren twintig van de vorige eeuw waren er auteurs zoals Van Gelderen en De Wolf die aandacht besteedde aan de lange golf, voordat

de eigenlijke naamgever Nikolai Dmitrievitsj Kondratieff, dat had gedaan. De naam is aan de lange golf gegeven door de Oostenrijks-Amerikaanse econoom Schumpeter die in Havard doceerde. Meer in onze tijd zijn het de Nederlanders Jaap van Duijn en Klein-knecht die het geloof in de lange golf wetenschappelijk hebben onderbouwd.

Het boek van Ter Veer & Vermeulen behandelt niet alleen de Kondratieff golf, ofschoon dat wel de hoofdmoot is, maar beschrijft ook andere cycli zoals: 1. maandelijks seizoenpatroon van aandelen. 2. Kitchingolf. 3. Presidentscyclus van de VS. 4. De Vierjaarscyclus. 5. De Juglargo. 6. De seculaire trend. Het maandelijks seizoenpatroon van aandelen betreft het feit dat het gemiddelde rendement van aandelen in bepaalde maanden hoger is dan in andere. Het bekendste voorbeeld hiervan is het januari-effect. De Kitchingolf ofwel de voorraadcyclus beschrijft een golfbeweging van gemiddeld zo'n vier jaar, die ontstaat doordat de productie en de vraag niet op elkaar zijn afgestemd, waardoor een tekort of overschot aan voorraden resulteert. De presidentscyclus kent eenzelfde duur als de voorraadcyclus en kan deze, aldus de auteurs, zelfs versterken. Deze ontstaat doordat zittende presidenten de economie in het verkiezingsjaar stimuleren om daarmee hun herverkiezing veilig te stellen om vervolgens in het daaropvolgende jaar de broekriem aan te halen. De vierjaarscyclus van de koersbewegingen krijgt volgens de auteurs te weinig aandacht. Zij beschouwen de psychologie van de belegger meer als verklaring voor deze cyclus dan de gebruikelijke economische onderbouwing van de voorraad- en presidentscyclus. De Juglargo varieert tussen de zeven en twaalf jaar en wordt veroorzaakt door swings in de vaste investeringen. Daarnaast beschrijven zij een zeer lange golf, de seculaire trend (200 jaar) van prijzen (David Hackett Fischer) die de looptijd van de Kondratieff overstijgt. Deze golf wordt veroorzaakt door lange



termijn ontwikkelingen in de demografie en de productiviteitsstijgingen.

Wat betreft bovengenoemde cycli volgen de auteurs grotendeels de bestaande theorie en literatuur over kortere golven. Over de lange golf, de Kondratieff, geven de auteurs evenwel een nieuwe verklaringsgrond.

De meest gangbare theorie over de Kondratieff, zoals die onder andere door Schumpeter en Van Duijn is verwoord, is een door innovaties veroorzaakte opgaande langjarige conjunctuur. Een technologische doorbraak trekt de economie uit het dal (herstelfase) en leidt op basis van vervolginvesteringen een periode in van een langjarige bovengemiddeld economische groei. In deze voorspoedfase dalen inflatie en rente, versnellen bedrijfswinsten en stijgen daaraan gekoppeld de aandelenkoersen. Iedereen profiteert mee. Na verloop van tijd verkrapt de arbeidsmarkt, waardoor de loonkosten stijgen en de winsten onder druk komen. De rente stijgt als gevolg van de aanwakkerende inflatie, waardoor investeringen onder druk komen en de economische groei begint te haperen: de recessie fase. In de daaropvolgende fase, de depressie, worden deze ontwikkelingen versterkt door neerwaartse trends in consumptie en op financiële markten en ontstaat een neerwaartse spiraal die de economische groei terugdringt tot fors onder de gemiddelde groei.

Het nieuwe van de theorie van Ter Veer & Vermeulen is het introduceren van de 'schuivende machten' als verklaringgrond voor de lange golf. In de huidige Kondratieff onderscheiden zij bedrijfsleven, werknemers, overheid en individuen als voornaamste machten in de samenleving. De macht van deze groepen verschuift in de loop van de tijd. Niet alle groepen kunnen sterk staan. De groep met de meeste macht bepaalt de agenda waarop gestuurd wordt en heeft daardoor grote invloed op de economie. Als bijvoorbeeld het bedrijfsleven sterk staat spelen investeringen een belangrijke rol bij de economische groei. Zijn werknemers en overheid sterk dan is consumptie een meer bepalende factor in de groei. Als een partij te machtig wordt ontstaan excessen en grijpen andere groepen de macht. Vanaf 2000 is volgens de auteurs de rol van individuen veel belangrijker geworden. De individuen zijn mondiger, welvarender, hoger opgeleid en zij beschikken over alle mogelijkheden die de ICT revolutie heeft gebracht. De individuen sturen de

nieuwe kracht, de zogenaamde 'asset economy' van pensioengelden, huizen en aandelen. Daarom speelt het individu een belangrijke rol in de vijfde Kondratieff.

De conclusie van het boek wordt door de auteurs duidelijk gemaakt aan de hand van beleggingskaarten, waarvan er één, de optimistische vòòr in het boek staat en de pessimistische achter in het boek. Als hun visie juist is dan moet de periode van grote voorspoed in de vijfde Kondratieff nog komen. Pas na 2025 zullen we dan in minder prettige scenario's terecht komen. Omdat zekerheid over de toekomst niet bestaat geven de auteurs ook een negatieve interpretatie: in dat geval zijn we nu onderweg naar het dal van de vijfde Kondratieff die we in 2016 dan zullen bereiken. Laten we hopen voor ons dat het positieve scenario uitkomt, maar onderbouwing en bewijzen worden niet geleverd.

De auteurs willen niet alleen een nieuwe theoretische basis introduceren voor de lange golf maar ook een nieuw licht werpen op de indeling van de golf. Van oudsher is de lange golf, zoals we hiervoor beschreven, op te delen in vier onderdelen: herstel, groei, recessie en depressie. De auteurs voegen hier twee nieuwe fases aan toe: creatieve transformatie en chaotische neergang. De creatieve transformatie plaatsen zij tussen de herstel- en de voorspoedfase. Het is de voorbereidingstijd waarin de bouwstenen worden gelegd, die het mogelijk maken dat er een voorspoedfase komt. De chaotische neergang, tussen de recessie- en depressiefase, beschrijven zij als "een midlifecrisis waar men niet goed uitkomt". Zij hanteren deze onderverdeling omdat zij deze nodig hebben bij hun uitleg van de golf op basis van het principe van de verschuivende machten. Daarnaast vindt in beide perioden een omslag plaats van de risicoperceptie. In de chaotische neergang slaat de geëiste risicopremie om van laag naar hoog, terwijl deze in de creatieve transformatie aanvankelijk hoge pieken kan bereiken om vervolgens over een zeer lange periode te dalen. Bovendien stellen zij dat de onderkenning van de extra fasen van groot belang is voor beleidsbeslissingen.

Wat de verschillende fasen in de vijf opeenvolgende Kondratieff golven onderscheiden of gemeen hebben wordt niet duidelijk gemaakt. Rendementen op aandelen in de herstelfase of in de voorspoedfase

worden niet gegeven. Zo blijken de financiële markten niet altijd hetzelfde te reageren in de overeenkomstige fases van de verschillende golven.

Het grootste hiaat in het boek is het ontbreken van een statistische analyse van de golven en de fases waaruit de golven zijn opgebouwd. Ook de theoretische onderbouwing is niet overal even sterk. De introductie van de schuivende machten is vernieuwend en geeft een verdieping over de achtergronden van de lange golf, maar dient eerder als een bijkomend verschijnsel te worden gezien en kunnen in onze ogen toch niet dienen als vervanger van innovaties als verklaring van de lange golf. Verder onderzoek zal dit wellicht wel aan het licht kunnen brengen.

Desondanks is het een leesbaar boek geworden, ofschoon het taalgebruik niet altijd even verhelderend is. De bijzaken waarmee de auteurs de tekst verluchten zijn boeiend om te lezen. Het is geen wetenschappelijk boek geworden, maar wel een boeiend leesboek. Beleggers kunnen desondanks veel profijt hebben van de kennis en ervaring die beide auteurs in hun jarenlange ervaring als institutionele belegger hebben opgedaan. Een aanrader voor beleggers die verder kijken dan morgen en het komende kwartaal.

Drs. Kees de Vaan RBA (Interpolis)

Dr. René Willemsen RBA (IBS Vermogensbeheer)