Van beleggen naar investeren in de toekomst

Door Ronald Kok

Aan het einde van het zwaar door corona gedomineerde jaar blikken we met professor Arnoud Boot van de Universiteit van Amsterdam terug op de belangrijkste economische ontwikkelingen van de afgelopen jaren. We bespraken onder andere 'hoe de koek groter kan' bij vastgoed, coronasteun, ESG en crypto.

VERSTERKENDE EFFECTEN VASTGOED

In oktober 2016 sloot Boot nog zijn keynote speech bij het jaarlijkse VBA-diner in de Industrieele Groote Club in Amsterdam af met de woorden: "*als ik één beleggingstip mag geven koop dan een huis voor uw studerende kinderen*". Niemand had destijds ook maar kunnen vermoeden wat een enorme voltreffer dit was met de ook in 2021 alsmaar doorstijgende vastgoedprijzen. De alsmaar oplopende huizenprijzen schrijft Boot vooral toe aan 2 oorzaken:

- Behavioral finance
- Extreme leencapaciteit in Nederland

Volgens Boot is er in de Nederlandse vastgoedmarkt een sterk zichzelf versterkend effect. Mensen zien de huizenprijzen stijgen en zijn bang om de boot te missen en kopen op hogere niveaus, waardoor andere kopers ook weer vrezen de boot te missen etc. "*Het zijn zaadjes die in de hoofden van mensen komen, dat er krapte is. We moeten iets voor onze kinderen kopen want anders komen ze er niet meer tussen. Fear of Missing Out.*" aldus Boot. Dit zijn allemaal voorbeelden uit de behavioral finance wereld aldus de professor. Hij benadrukt verder dat Nederland natuurlijk uniek is met haar extreme leencapaciteit maar dit is al jaren zo. De combinatie met de lage rente erbij zorgt blijkbaar voor deze enorme aanwakkering van de huizenjacht. "*We waren altijd gewend dat* geld *lenen duur is. Nu met de lage rente lijkt geld gratis en ga je meer lenen*". De lage Nederlandse rente is uiteraard niet uniek maar desondanks zien we in de ons omliggende landen de huizenprijzen niet zo exploderen als hier. "*In de economie hebben we deze zelfversterkende effecten onvoldoende in de gaten, net als bij de inflatiediscussie nu*" zo waarschuwt Boot.

ESG KAN NIET TE SCHERP

Met de focus op steeds meer ESG worden we geconfronteerd met het feit dat de samenleving bijna helemaal gericht is op fossiele energie. Dus ESG proof worden kan niet zo maar aldus Boot anders wordt de spoeling wel heel erg dun en houden we praktisch geen bedrijven over. "*Het is onmogelijk om te zeggen dat alles ESG proof moet zijn. Dat is in de praktijk niet houdbaar*" aldus de professor. Het is tekort door de bocht dus om bijvoorbeeld publieke instellingen zoals pensioenfondsen te bekritiseren dat er ook niet-volledige ESG bedrijven in de portefeuilles zitten. "*Als je hier publiekelijk tegenin gaat dan lijkt het alsof je ESG*

Prof. Dr. Arnoud Boot is verbonden aan faculteit Economie en Bedrijfskunde (sectie finance) aan de Universiteit van Amsterdam[1]. Daarnaast is Boot sinds 2013 raadslid bij de WRR[2] en lid van de Koninklijke Nederlandse Academie voor Wetenschappen; voorzitter van de European Finance Association en voorzitter van het Sustainable Finance Lab. Overige nevenfuncties/maatschappelijke functies: Honorary professor Universiteit van Ljubljana, Slovenië, Research Fellow Center for Economic Policy Research, Londen, en voorzitter Scientific Council, Bruegel, Brussel).

bagatelliseert. Maar het is nu eenmaal onvermijdbaar dat we gezien de bestaande bedrijfs- en infrastructuur – die niet in een dag is te veranderen – met bedrijven moeten werken die nog niet ESG-proof zijn" aldus Boot. ESG moet volgens hem meer een pad zijn dan een directe momentopname.

GEEN UNIFORME ESG MEETLAT: HET GAAT OM DE TRANSITIE

Veel bedrijven willen uiteraard ESG-proof zijn en gaan consultants inhuren om ze hierbij te adviseren. De bijbehorende certificaten schieten echter hun doel voorbij. De drang naar een snelle certificering wordt mede aangejaagd door kuddegedrag en dit is geen goede zaak aldus Boot.

> STUKJE VAN STIJGING VASTGOED IS TE RELATIVEREN

Het is volgens hem echter wel logisch dat bedrijven certificeringen willen maar dit is niet perse optimaal omdat bedrijven nu eenmaal niet makkelijk uniform te vergelijken zijn. Boot maakt verder de vergelijking met de kredietcrisis: veel partijen wilden toen kredietratings hebben voor hun structured products. Maar we merkten later al gauw dat die kredietratings ook niet zaligmakend waren met tot gevolg dat iedereen op dezelfde manier verkeerd zat met tot gevolg een systeemrisico. Dit is ook Boot's zorg bij ESG: als dit te uniform wordt, en niemand heeft de absolute waarheid in pacht, dan gaat iedereen op dezelfde manier verkeerd zitten. Meer nuance of maatwerk is daarom gewenst.

PARTIJEN ZOALS ABP ONDERSCHATTEN HUN MACHT

Het is een slechte zaak dat wanneer grote beleggers, die ver voor de troepen uit zouden moeten lopen, als het aankomt op duurzaamheid dan de dialoog niet aangaan. Boot vond mede daarom ook de verkoop van de aandelen Shell door ABP geen goede zaak. ABP zou er veel meer aan hebben als ze juist met Shell de dialoog verder aan zouden gaan om nog schoner te worden. In de ogen van Boot onderschat ABP haar eigen invloed en die zou het bedrijf dan ook zeker moeten gebruiken om ESG zaken hoger op de agenda te krijgen bij bedrijven. ABP kan niet direct de koers bij een bedrijf veranderen maar het kan wel een duw in de goede richting geven. Boot verwees naar een Amerikaanse financiële instelling waar hij in de board zat. Dit bedrijf ging op roadshow in Nederland en werd door ABP gevraagd naar hun ESG zaken en dit triggerde het bedrijf om ESG wel op hun agenda te zetten.

STAR ESG BELEID NIET EFFECTIEF

Om het beleid van de overheid beter aan te laten sluiten bij de bedrijven is de WRR actief met diverse projecten om deze kloof te dichten. Boot is hier ook bij betrokken[3] om mede na te denken hoe ondernemers meer bij de hand te nemen maar ook tegelijkertijd benaderd worden om overheidsbeleid beter aan te laten sluiten. Ondernemers hebben al hun handen vol aan hun eigen beleid de bemoeienis van de overheid is lang niet altijd voorspelbaar. "*Ondernemers zijn creatieve mensen met vaak lange termijn projecten. Dat gaat niet goed samen met onvoorspelbaarheid van de overheid. ESG vraagt om een lange termijn commitment, van de overheid en ook van de bedrijven zelf. En zonder te bagatelliseren, ben realistisch, een gemiddeld bedrijf kan nooit over al haar facetten continu ESG-verantwoording afleggen.*" aldus Boot. Vereenvoudiging is hierom zeker een noodzaak. Richt je op effectief beleid. Zo is het beprijzen van vervuiling een middel dat heel effectief kan zijn, denk aan een CO_2-heffing. "*Er zal bijna geen econoom tegen het beprijzen van externe effecten zijn*" zo stelt Boot. De huidige CO_2-verrekeningen staan nog in de kinderschoenen maar moeten juist het uitgangspunt van beleid zijn. "*Als het geen uitgangspunt van beleid is: hier wel en daar niet, dan gaat iedereen arbitreren*" zo vreest de professor. Hij benadrukt verder dat wij als Nederland zeker niet moeten gaan wijzen naar landen in de Derde Wereld dat zij ook mee moeten doen met onze standaarden dan komen wij nergens. Wij zijn rijk genoeg om voorop te lopen. Dus bedrijven neem eigen verantwoordelijkheid en schuif die niet af. Hij verwees hiermee naar het door DSM verkopen van een vervuilende activiteit aan een bedrijf in een land dat minder streng is met ESG. Het vervuilingsprobleem blijft dan bestaan en DSM ontloopt hiermee dan haar verantwoordelijkheid.

Inzake ESG pleit Boot voor:

- Beprijzen vervuiling
- Helderder beleid

MAATSCHAPPELIJKE BETROKKENHEID GROEIT

Ook over het heffen van belastingen (successierechten) bij een overlijden komt bij Boot zijn maatschappelijke betrokkenheid boven: in tegenstelling tot consensus vindt hij het zeker fair dat een deel van de erfenis naar de maatschappij gaat. "*Het geld komt immers ook uit de maatschappij. Erfenissen 100% ten goede laten komen aan je eigen kinderen is daarom niet het beste voor de maatschappij*" aldus Boot.

> ALS WE NU 100% ESG PROOF MOETEN ZIJN DAN IS 3/4e VAN DE BEVOLKING WERKLOOS

Het vaak gehoorde argument van "*want we betalen al genoeg*" is volgens de econoom niet relevant want de economische kringloop is juist constant en stopt niet. Het stemt Boot tevreden dat het wel meer mainstream wordt om maatschappelijker te denken. Hij verwees hiervoor naar bijvoorbeeld consultants die steeds minder speelruimte hebben om belastingen(ontwijkings)-constructies te adviseren omdat ze meer en meer afgerekend worden op een 'maatschappelijke

zorgplicht'. "*Het wordt gelukkig meer 'not done' om hele creatieve fiscale trucs te bedenken die niets met het bedrijf te doen hebben behalve belastingbesparing*" aldus Boot.

PERSPECTIEF IN CRYPTO

Natuurlijk benadrukt Boot dat de huidige wildwest taferelen in de cryptowereld erg ongewenst zijn maar we moeten absoluut niet het kind met het badwater weggooien aldus de econoom. De huidige ontwikkelingen zijn vaak te turbulent om er een goed beeld van te krijgen maar het is zeker dat crypto-toepassingen erg nuttig kunnen zijn. Boot verwees hiervoor naar de entree van cryptobetalingen in het zuidelijke deel van Afrika.[4] Hier waren tot voor kort internationale betalingen erg duur met fees tot wel 15 procent. Via crypto kan het fors goedkoper en sneller en dit is een mega boost voor dergelijke gebieden aldus een hoopvolle Boot. Denk aan het geld dat de Afrikaanse immigranten in de VS naar 'huis' sturen, dat wordt nu veel minder afgeroomd.

> GEEN ECONOOM IS TEGEN BEPRIJZEN NEGATIEVE EXTERNE EFFECTEN

De cryptowereld ontbeert echter nog wel regulering zoals we die zelfs voor bijvoorbeeld loterijen hebben. Intermediairs/brokers zouden hiermee de poort moeten bewaken. Een volledig gedecentraliseerde cryptowereld is volgens hem waarschijnlijk niet de toekomst. Er zullen meer regels komen en toezichtseisen, en dat betekent meestal weer centralisatie. Maar bagatelliseer de ontwikkeling niet. "*Iedere transitieperiode gaat nu eenmaal met schokken die we moeten accepteren en op termijn blijkt hoe de cryptowereld ons verder kan brengen*" aldus de econoom.

FINANCIËLE SECTOR IS EEN WOEKERPOLIS OP DE ECONOMIE

Het nog uit 1995 stammende '*Koopsommen en premie-stortingen. Een goudmijn maar voor wie?*[5] is nog dagelijks actueel. Dit artikel had vooral betrekking op de diverse woekerpolisaffaires waar beleggers forse bedragen betaalden terwijl ze fors het schip in gingen. De markt voor de koopsommen, de derde pijler van het pensioenstelsel, is hard gekrompen (omdat ze er zelf een potje van gemaakt hebben) ten faveure van de pensioenfondsen. Boot betreurt dit: "*want dit was een wel een flexibele schil en nu zitten we met zijn allen in het pensioenstelsel redelijk vast. Natuurlijk is er nu veel meer transparantie en het zal lastiger worden om op dezelfde manier met dezelfde hoge kosten de mensen weer voor de gek te houden*" zo stelt Boot. Deze markt is dus mede door zichzelf gedecimeerd. Boot noemt het eigenlijk onbestaanbaar dat een bedrijfstak zoals de asset management industrie waar gigantisch veel mensen werken die een aanzienlijk deel van rendementen opsnoepen op deze schaal nog kan bestaan. "*Beleggers zijn een dief van hun eigen portemonnee. De grootte van de sector is niet rationeel*" aldus Boot. Er is een beter evenwicht nodig, immers zonder voldoende toegevoegde waarde van de financiële sector is zij een soort woekerpolis op de rest van de economie die immers er voor betaalt.

FINANCE MOET DICHTER OP DE REËLE ECONOMIE

De laatste jaren zagen we de markt voor ETF's natuurlijk keer op keer exploderen. Boot juicht dit toe maar stelt wel dat beleggen zo verder af gaat wijken van het echte investeren. Beleggen is nu meer geld stoppen in een onbekend iets en hopen dat het meer waard wordt terwijl het echte investeren puur gericht is op het helpen van de onderliggende bedrijven.[6] Hier is volgens de econoom nu een te grote afwijking. Grote beleggers zouden dus wat dit betreft meer actief moeten worden, en bedrijven echt moeten begrijpen. Dit gaat echter nog moeizaam want pensioenfondsen zijn als de dood voor private equity investeerders – die ondernemingen wel echt begrijpen – vanwege het vaak extreme verdienmodel van de partners in private equity, en dit botst mogelijk weer met ESG. Pensioenfondsen kunnen zodoende lastig dichter bij de reële economie komen. Het model van de vroegere onderhandse markt zou eigenlijk weer zijn intrede moeten doen aldus Boot. Hij pleit daarom voor 2 modellen, met beide een mogelijke rol voor banken:

- MKB financieringen (niet op de bankbalans)
- Specifieke fondsen door pensioenbeleggers

> FINANCIËLE SECTOR IN VERKEERDE ROL IS EEN WOEKERPOLIS OP DE ECONOMIE

De leningen moeten dan niet op bankbalans komen, maar de bank speelt hier dan een andere, bemiddelende rol: zij is vanwege haar netwerk de spil tussen de investeerders en de bedrijven. "*De uitzettingen kan niet (of maar zeer beperkt) op bankbalans want banken zijn veel te scherp gefinancierd: zo ongeveer 95 procent van de creditzijde van de bankbalans bestaat uit vreemd vermogen, slechts 5% is risicodragend eigen vermogen. Banken kunnen dus eigenlijk nooit geld investeren in iets dat risico heeft*" aldus Boot. Dit in tegenstelling tot pensioenfondsen die dit makkelijker kunnen en die beleggen ook voor de langere termijn. De bank gaat in Boot's ogen dan ook minder als kapitaalverschaffer fungeren maar meer als koppeling tussen investeerders en de bedrijven. Ook voor de kleinere bedrijven zoals mkb zou dit mogelijkheden kunnen bieden hetgeen met kunstmatige intelligentie en steeds meer beschikbare data bases goedkoper en effectiever zou moeten kunnen dan in het verleden zo stelt Boot.

POSITIEF OVER REËLE ECONOMIE: MAAR TE LANGE CORONASTEUN IS STILSTAAN

Voor de financiële markten is Boot sceptischer want volgens hem zijn de waarderingen op de beurzen versus de reële econo-

mie enorm uit het lood geslagen. De rentes zullen te zijner tijd weer gaan stijgen en de vastgoedprijzen zijn sky high. Een forse beursklap zal er absoluut eens aankomen en dan is een tijdige zwaai van groeiaandelen naar valueaandelen een raadzame. En investeren – dicht op de echte economie zitten – is raadzaam. Tenslotte bespraken we natuurlijk ook de impact van corona: "*Ook de corona-impact is iets dat de reële economie redelijk goed heeft kunnen incasseren, en steun heeft geholpen, maar cruciaal nu is dat we niet blijven steunen*" waarschuwt Boot. De steun houdt de mensen op de verkeerde plaatsen vast terwijl we ze op andere plekken nodig hebben. Alle steun is per definitie aan bestaande bedrijven en niet aan nieuwe bedrijven terwijl de productiviteitsgroei juist weer vooral van nieuwe bedrijven komt. "*Elke steun zorgt dus voor minder productiviteitsstijging en wij worden in Nederland alleen maar rijker door productiviteitsstijgingen*"[7] zo besluit Boot.

Noten

1 https://www.arnoudboot.nl
2 https://www.wrr.nl/over-de-wrr/raad-en-adviserende-leden/arnoud-boot
3 Zie het project 'Onderneming en maatschappij' op: https://www.wrr.nl/adviesprojecten
4 https://www.nielsen.com/us/en/insights/article/2021/widespread-m-payment-adoption-in-africa-inspires-growing-interest-in-crypto-currencies/
5 https://www.arnoudboot.nl/publication/444/onderzoek_over_woekerpolissen_arnoud_w._a._boot_universiteit_van_amsterdam_1995./download
6 https://www.arnoudboot.nl/files/files/Boot%20et%20al_%202021%20-%20Fintech%2C%20What's%20Old%2C%20What's%20New%20-%20JFS.pdf
7 https://www.arnoudboot.nl/files/files/Boot%202021%20-%20Exit%20uit%20coronasteun%20alleen%20via%20stimuleren%20productiviteit%20-%20nrc-handelsblad-20210615-4364218.pdf