



# BARRE

## BARRE TIJDEN

It has been said that democracy is the worst form of government except all the others that have been tried



Financieel Denkwerk  
Dr. Jaap Koelewijn B.V.

+ Paltzerweg 297  
3734 CM Den Dolder  
030 228 44 68  
koelewijn@financieel-denkwerk.nl

# Barre tijden

'It has been said that democracy is the worst form of government except all the others that have been tried' Deze quote van Churchill maakt duidelijk dat een systeem slecht kan werken, maar dat er geen beter alternatief is. Dat geldt ook voor de markteconomie. Sinds ik mij actief met het vakgebied van de economie bezighoud, is er op de een of de andere manier wel sprake van crisis. In mijn geboortjaar 1956 was het al raak. Er was grote politieke onrust, waardoor de economie begon te haperen. 1956 was ook het jaar waarin IBM de eerste computer met een harde schijf produceerde. Hij had een opslagcapaciteit van 3,5 megabyte en moest op een vrachtauto worden vervoerd. Je zou er met kunst- en vliegwerk één MP3 track op kunnen zetten.

Na 1956 was er een recessie in 1969, 1973, 1978, 1990, 2003 en 2008. We zitten nu opnieuw in een recessie, die voor een deel te wijten is aan het uitermate beroerde beleid van dit kabinet. Je zou denken dat het eigenlijk altijd op de een of de andere manier ergens in deze wereld niet goed gaat. In 2008 scheerde de wereldeconomie langs de rand van de afgrond. Het ging allemaal net goed, maar het had niet veel gescheeld of er was een herhaling van de jaren dertig opgetreden.

In weerwil van alle ellende is er wel degelijk sprake van vooruitgang. Op mijn iPhone zit een opslagcapaciteit die 70.000 keer groter is dan die van de eerste harde schijf van IBM. In 1960 was levensverwachting van mannen 72 jaar. In 2012 is dat ruim 82 jaar. Bovendien halen steeds meer mensen de leeftijd van 65 jaar en is de kwaliteit van hun leven verbeterd. We leven langer en gezonder. Klagen mag in ons land een nationale sport zijn, maar ondertussen staan we wel op de 7e plaats van rijke landen. Binnen de Europese Unie doet alleen Luxemburg het beter. Na 1970 verdubbelde in Nederland het reële inkomen per hoofd van de bevolking.

Dat neemt niet weg dat er wel degelijk grote problemen zijn. De wereldeconomie kon de afgelopen decennia zo hard groeien omdat er veel krediet tegen lage kosten beschikbaar was. Aan een periode van uitbundige stijgingen van aandelenkoersen en vooral vastgoed is een einde gekomen. De financiële sector moet zichzelf opnieuw uitvinden. De kosten moeten omlaag, de consument kan niet langer voor de gek worden gehouden met aandelenlease, woekerpolissen of vergiftigde obligaties. Dat aanpassingsproces is voorlopig nog niet ten einde.

Stof tot nadenken is er daarom voorlopig nog voldoende. Met veel plezier schrijf ik mijn columns voor Het Financieel Dagblad. Naar hun aard zijn columns over de actualiteit vergankelijk. Ik heb er een aantal geselecteerd die wat langer houdbaar zijn.

Jaap Koelewijn

Twee forse advertenties in de krant van vorige week zaterdag meldden het overlijden van oud-bankier Rudolf Mees. De antroposoof Mees was samen met zijn collega Wim Scherpenhuizen Rom in de jaren tachtig van de vorige eeuw lid van de raad van bestuur van de toenmalige NMB. Vanuit hun levensbeschouwing streefden zij naar een meer duurzame vorm van bankieren. Groen, duurzaam en verantwoord bankieren zijn – in ieder geval voor zover het met de mond beleden wordt – ondertussen gemeengoed. De ABN AMRO trakteert haar gasten op een biologisch koekje bij de koffie en bij de Rabobank ligt zo ongeveer een grasmat in het bankkantoor. Nu de kruitdampen van financiële crisis zijn opgetrokken, doen bankiers hun uiterste best om zichzelf als maatschappelijk verantwoord te presenteren.

Bij Mees en Scherpenhuizen Rom kwam het streven naar verantwoord handelen van binnenuit. Ze liepen er niet mee te koop, maar desondanks kregen hun ideeën destijds – het bankwezen verkeerde toen ook in een forse crisis – veel aandacht.

Ik heb Mees twee keer zeer uitvoerig gesproken. Samen met mijn copromotor Hans Visser interviewde ik hem. Hij had kort daarvoor zijn boekje 'Een andere kijk op geld' gepubliceerd. In dat boekje ontvouwde Mees zijn antroposofische visie op het gebruik van geld in het kapitalistisch

systeem. Hij was maar wat graag bereid om zijn opvattingen toe te lichten. Zeer gedreven, en zonder al teveel te luisteren naar tegenspraak, deed hij zijn verhaal. Zijn visie was dat geld onnodig de oorzaak was verstoringen van de economie. Met speculatieve kredietverlening zouden bankiers de conjunctuercyclus versterken. Dat zou dan weer leiden tot een overreactie, het inzakken van de groei en onnodige werkloosheid. Zijn suggestie was dat klanten en bedrijven meer direct – en dan bij voorkeur op lokaal niveau – zaken zouden gaan doen. Zijn blik op de wereld was profetisch, maar of zijn oplossing zou werken betwijfelden wij toen al. Ons tegenargument dat deze vorm van ruilhandel de economie een paar eeuwen terug zou zetten in de tijd, kwam niet echt bij hem aan. Wat mij is bijgebleven is zijn menselijke manier van opereren. Nadat ik hem een concept van ons artikel had gestuurd, nodigde hij mij daags daarna uit om nog even langs te komen. Onder het genot van een sigaar, dat kon toen nog, namen we het verhaal nog eens door.

Een jaar of drie geleden spraken wij elkaar weer. Voor een onderzoek wilde ik hem spreken over de handel in schulden. Daarmee verdiende de NMB destijds veel geld. Hij was inmiddels met pensioen en daarom kwam ik bij hem thuis in een statige villa in Zeist. Hij was te laat voor zijn afspraak. Hij had in de rij gestaan bij het stembureau en hij wilde zijn stem voor

GroenLinks niet verloren laten gaan. Hij was toen al oud en wat breekbaar, maar nog scherp van geest. Onvermijdelijk kwam ons gesprek uit op de kredietcrisis en het morele handelen van bankiers. Naar zijn stellige overtuiging was de overgang van banken naar naamloze vennootschappen in plaats van partnerschappen een van de oorzaken van de crisis. Bankiers zouden de pijn van verkeerde beslissingen volgens hem veel te weinig voelen. Hij stamde zelf uit een oud bankiersgeslacht, Mees en Zoonen, uit Rotterdam. Bankiers namen in die tijd zelf nog persoonlijk deel aan de door hen verstrekte kredieten. Als het fout ging, moesten ze persoonlijk voor het verlies opdraaien. Dat weerhield hen volgens Mees van wilde speculaties. Het herinvoeren van dit systeem is minder utopisch dan het lijkt. Nog steeds zijn veel private banken en vermogensbeheerders partnerschappen.

Rudolf Mees is een van de oprichters van de Triodos bank, een van de weinige banken die écht duurzaam bankiert. Zijn gedachtegoed leeft daardoor voort. Bij mij blijft de herinnering aan een mild mens met scherpe gedachten.

Het motto van deze rubriek, de wijze belegger, is een contradictie in terminis. Beleggers zijn namelijk, zo is mijn ervaring, dom, dwaas, masochistisch en ze willen opgelicht worden. Deze eigenschappen hebben ze al eeuwenlang en het zal niet veranderen.

De oneindige domheid van de beleggers werd afgelopen maandag weer eens geïllustreerd. De aandelen van SNS en Wessanen schoten omhoog nadat de roemruchte Geert Schaaïj ze de zondag daarvoor in de uitzending van Harry Mens had aangeprezen. Dubieuzer kan het niet. Bij Harry Mens moet je eerst een reclameblok betalen en daarna mag je als expert je mening geven over de handel, die je daarna in de commercial laat aanprijzen. Schaaïj, hij is tegenwoordig geen analist maar uitgever, was betrokken bij de Dico affaire. Zijn voormalige baas is vanwege dit incident geschorst uit het DSI register. Het DSI staat tegenwoordig voor Deskundigheid, Screening en Integriteit. Duidelijker kan het niet.

Binnenkort zullen de volstrekt onbegrijpelijke advertenties voor het eindejaarsseminar van Rienk Kamer weer verschijnen. Elk jaar weer hangen er honderden bezoekers, die 340 euro betalen, aan de lippen van een goeroe die bepaald geen onbesmette reputatie heeft.

Het tragische van dit alles is, dat het opvolgen van de tips die deze zelfverklaarde experts rondstrooien helemaal niets oplevert. Er is een

overweldigende hoeveelheid wetenschappelijk onderzoek waaruit blijkt dat stock picking nauwelijks wat oplevert. Als het al extra rendement oplevert, dan doen de extra kosten en risico's deze weer teniet. De enigen die er beter van worden zijn de goeroes die om de hebberige beleggers heen zwermen.

Helaas helpt niets, maar dan ook helemaal niets, om deze beleggers tegen zichzelf te beschermen. Ik vroeg een paar weken geleden aan een groep zeer ervaren beleggers of ze wel eens een bijsluiters lasen. Een stuk er zijn hand op. Hij had de bijsluiters van een nieuw medicijn gelezen.

De overtreffende trap van domheid is beleggen in goud. Wijlen Theo Kraan – in leven hoofd beleggen van de ABN AMRO en Van Lanschot – noemde ooit een goudmijn een gat in de grond met leugenaars eromheen. Een belegging in goud kost per definitie geld. Fysiek goud moet je opslaan en verzekeren. Beleggen in bedrijven in de goudindustrie kost ook geld. De meeste beleggers kopen goud omdat ze speculeren op een prijsstijging. Omdat het aanbod van goud beperkt is, kan de prijs door deze speculatie tot enorme hoogten worden opgejaagd. Meestal loopt dat avontuur verkeerd af, waarbij natuurlijk de armzalige sukkel die als laatste tegen een extreme koers zijn ingestapt hun vingers branden. De goudprijs is de afgelopen jaren, onder invloed van de financiële crisis, zeer sterk gestegen. De contouren van een klassieke hype tekenen

zich af. Dat moet voor de AFM, die ervoor moet zorgen, dat het spel op de financiële markt eerlijk verloopt, een kwelling zijn. Vorige week liet de AFM een waarschuwing uitgaan. Op de website staat de volgende tekst: 'Beleggen in edelmetalen is niet, zoals wel eens wordt gedacht, altijd een veilige investering. In economisch betere tijden gaat het vaak minder goed met de goudkoers.'

Het spijt mij voor mijn voormalige collega's, maar dit is de overtreffende trap van domheid. De toezichthouder is niet meer dan een scheidsrechter, die toeziet op een eerlijk verloop van het spel. Over het spel zelf heeft hij geen mening, laat staan dat hij adviseert over de tactiek. Gaat de AFM ons ook wijzen op de lage rente en de risico's van een rentestijging? Verschijnt Hans Hogervorst bij Harry Mens om ons te vertellen dat de economie aantrekt en dat we weer in de cyclische waarden kunnen? Wat gebeurt er als de economie niet herstelt? De beleggers die hun goud hebben verkocht naar aanleiding van dit advies zullen dan een claim neerleggen.

Ik kan me de bezorgdheid van de AFM goed voorstellen. Zo kun je beleggen in de Gouden Eeuw Obligatie van de expert Tomaz Nadrofski. Hij belooft 10% rendement. Het stinkt aan alle kanten. Het enige wat de AFM kan doen, is zorgen dat meneer Nadrofski niet met de buit naar een ver oord vertrekt. Beleggers die bedonderd willen worden houd je niet tegen.

Het nieuwe millennium begon voor mij met een kater die ik sinds mijn studententijd niet meer had gehad. Omdat mijn vrouw zwanger was van onze dochter nipte zij een half glaasje champagne weg. Ik consumeerde in mijn overmoed de rest van de fles. Het was helaas niet de enige kater die het jaar 2000 zou opleveren. De financiële markten ontuchtterden van het bacchanaal dat de geschiedenis inging als de internethype. Het treurige dieptepunt van 2000 was uiteraard de beursgang van World Online. Ik had, opnieuw overmoedig, meegedaan aan deze introductie. Hoewel de financiële kater maar van beperkte omvang was, was dit echec voor mij een belangrijk leermoment. Je kunt een paar keer slimmer zijn dan de financiële markt, maar vroeg of laat is de markt toch net een beetje slimmer en kent hij geen genade. Ik wist dat rationeel wel, maar ik had het nog nooit zo aan den lijve ervaren.

Tussen kerst en oud en nieuw maakte ik met mijn nageslacht een uitstapje naar België. Dat leverde een aantal frappante observaties op. Al mijn digitale apparatuur werd geconfisqueerd. Ik krijg op vakantie namelijk een mail- en belverbod. De handhaving daarvan is weinig subtiel, want mijn zoon stopte mijn smartphone in de kluis. Maar dit is nog maar de helft van het verhaal. Mijn inmiddels tienjarige dochter werd namelijk zelfbenoemd bewindvoerder van mijn iPad. Stel je eens voor dat je langer dan drie uur niet op

Hyves kunt. Het ochtendritueel bestond uit mail bekijken, internetten en daarna ontbijten.

De digitale revolutie is na 2000 in volle vaart verder gegaan. De jeugd zit in Nederland massaal op Hyves en de oudere jongeren frequenteren en masse de sites van LinkedIn en Facebook. De sociale media zijn in een periode van nog geen vijf jaar niet meer uit ons leven weg te denken. Facebook zou ondertussen 500 miljoen leden hebben. Als belegger bekruipt mij in dit soort situaties een gevoel van onrust. Het is onder deze omstandigheden een kwestie van tijd dat snelle groei tot een ontsporing leidt.

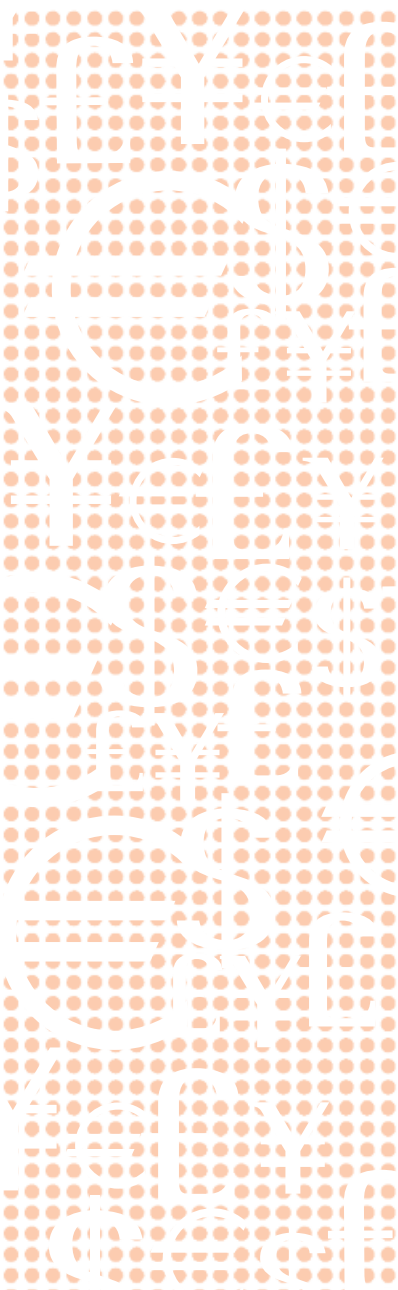
Deze week besprak ik met een groepje jonge bankiers in opleiding het bericht dat Goldman Sachs een belang van 450 miljoen dollar in Facebook had gekocht. De jongelui waren de domsten niet en rekenden vlot uit dat de waarde van een lid van Facebook 100 dollar per lid is. Daarna bleef het even stil. Waarom wilde ik dat weten? Het ging er toch om dat er winst werd gemaakt? Ze waren met volstrekte stomheid geslagen toen ik vertelde dat een klant van World Online bij de beursgang ruim 6.000 euro waard was en dat deze prijs werd gerechtvaardigd met het argument dat de klanten van vergelijkbare bedrijven nog meer waard waren.

Worden de beursgangen van LinkedIn, Twitter en Facebook de nieuwe rampen van het komende

decennium? Het verdienmodel van deze bedrijven is hoogst discutabel. Tot nu toe hebben ze de investeerders alleen maar geld gekost en zullen ze voorlopig ook niets opleveren. De jonge bankiers konden feilloos vertellen wat de risico's waren: opkomst van nieuwe concurrenten, een prijzenslag, het wegvallen van advertentie-inkomsten en de komst van nieuwe technologie. Nee, zij zouden zich geen oor laten aannaaien.

Toch gaat dat gebeuren. Onze vrienden van Goldman spelen een zeer geraffineerd spelletje. Ze kopen nu voor een appel en een ei een belang in Facebook. De aandelen komen in de portefeuilles van hun beste klanten. Over een tijdje zullen ze hun belang voor een hogere prijs doorverkopen en een nieuwe transactie uitvoeren. Op deze manier stijgt de prijs en dat zal begerige beleggers aantrekken. Na een paar keer dergelijke transacties te hebben uitgevoerd is het bedrijf rijp voor de beursgang. De beleggers die denken slimmer te zijn dan de markt worden dan leegggeschud. Kennelijk snappen beleggers het pas als ze hun vingers hebben gebrand. Ik heb mijn kinderen en de jonge bankiers gewaarschuwd. Het helpt niets, maar ik heb het wel gezegd. Op naar de volgende kater.





Ruim vijftien jaar gelden adviseerde de toenmalige minister van financiën, Gerrit Zalm, pensioen-fondsbesturen om minimaal vier mensen in hun bestuur op te nemen. Dan zouden ze de tijd kunnen verdrijven met klaverjassen. Daar was destijds alle gelegenheid voor. De dekkingsgraden lagen ruim boven de 200%, de aandelen stegen, de rente lag ruim boven de rekenrente van 4% en de stijgende levensverwachting was geen zwaarwegende zaak.

Er is weinig fantasie voor nodig om te bedenken dat er in 2011 geen tijd meer is voor gezellig vertier. De rente duikelde naar beneden, de aandelen implodeerden en de levensverwachting schoot omhoog. Het einde van de stijging van de levensverwachting is nog niet in zicht. Het effect van al deze ontwikkelingen op de financiële positie van de fondsen is desastreus. De vlag gaat uit als de dekkingsgraad boven de 105% stijgt.

Bovenop al deze narigheid komen nog een hoop extra zorgen. De Nederlandsche Bank, belast met het prudentiële toezicht, trok de touwtjes strak aan. In de goede oude tijd heetten de medewerkers van de Pensioen- en Verzekeringskamer nog relatiebeheerders. De medewerkers van DNB zijn nu toezichthouders en ze handelen ernaar. Ze doen onderzoeken naar het beleggingsbeleid, de governance en ze spellen de jaarverslagen uit. Ook de gedrags-toezichthouder, AFM, roert zich. De AFM

publiceerde deze week een onderzoek naar de kosten van de beleggingen van de pensioenfondsen.

De conclusies van de AFM zijn niet mals. Het gaat de AFM niet zozeer om de hoogte van de kosten, maar om de vraag of de fondsen de kosten inzichtelijk kunnen maken. Daar schort, zo blijkt uit het onderzoek, nogal wat aan. De fondsen zouden slechts een beperkt inzicht hebben in de kosten. Waar de AFM over valt, is dat de fondsen niet goed weten welke kosten zij maken voor mandaten die zij – direct of indirect – bij vermogensbeheerders hebben uitbesteed. Deze kosten worden namelijk niet rechtstreeks in rekening gebracht, maar vaak via de koersen van de beleggingen verrekend. De impact van deze verborgen kosten is hoog. Volgens de AFM zouden de werkelijke kosten op jaarbasis wel eens drie miljard hoger kunnen zijn dan gerapporteerd. Op een belegd vermogen van de fondsen van 800 miljard is dat ongeveer 0,25%. Volgens de AFM drukt dat de pensioenen uiteindelijk met 7,5%.

Een andere conclusie van de AFM is dat kleine fondsen naar verhouding veel hogere kosten hebben. In het meest extreme geval zijn de kosten van kleine fondsen wel twaalf keer hoger dan die van de grote. Dat komt vooral omdat de kosten van de fondsen deels vast zijn. Er is een bestuur nodig, de actuaire de accountant en

de visitatiecommissie komen langs en ze sturen allen een rekening. Ook de rekening van de toezicht-houders tikt aan. Volgens de AFM zouden de fondsen moeten streven naar schaalvergroting.

Wat moeten we nu met deze conclusies? Ik kan de conclusies over de kosten wel delen. Uit eigen ervaring kan ik vaststellen dat deze lastig te achter-halen zijn. Het lukt wel, maar zeker in een fiduciaire relatie – waarbij een externe manager een selectie van fondsen maakt – kom je er moeilijk achter. Nu gaat het om 0,25%, maar uiteindelijk is het wel veel geld. De conclusie dat grote fondsen relatief lagere kosten hebben, trek ik in twijfel. Ze hebben uiteraard meer inkoopkracht, waardoor ze lagere tarieven kunnen bedingen. Maar daar staat tegen-over dat grote fondsen minder flexibel zijn. Als ze grote transacties willen doen dan heeft dat invloed op de koersen. Het is lastig om die invloed te bepalen, maar uit academisch onderzoek blijkt wel dat ze fors zijn. Bovendien hebben grote fondsen vaak ook grotere ondersteunende stafdiensten, wat ze juist weer duurder maakt.

Het zou wenselijk zijn dat de AFM onderzoek deed naar alle kosten van de fondsen. Pas dan kunnen we een afgewogen oordeel vormen over de noodzaak tot schaalvergroting. Nu voeren we een discussie op basis van een beperkte analyse en dat is geen goede zaak.

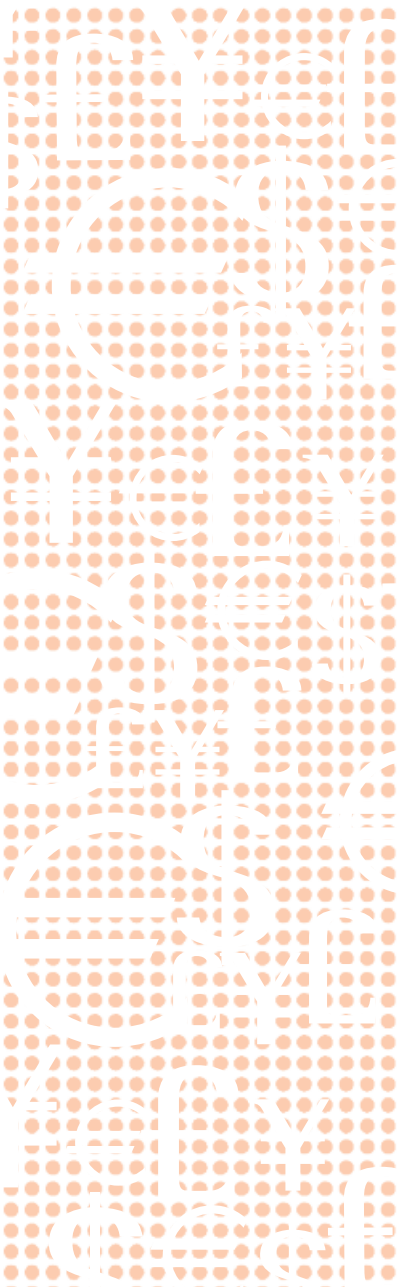
Waarom ben je als toerist zo'n gemakkelijke prooi voor gewiekste handelaren, die je op een handige manier een poot uitdraaien? De Amerikaanse econoom en Nobelprijswinnaar Joseph Stiglitz geeft daarvoor een heel plausibele verklaring. Als toerist sta je op een informatieachterstand. Als passant in een vreemd land heb je geen idee van de lokale prijzen van een drankje, een poetsbeurt voor je schoenen of een taxirit. Daarom betaalde ik in Praag het dubbele tarief voor een taxi en gaf ik een schoenenpoetser ooit een dagloon voor tien minuten werk. Dit jaar kwam ik in Rome wel heel hardhandig aan de beurt. Stom, want ik frequenteer de eeuwige stad al meer dan 35 jaar. Knippen, scheren en harenwassen kwam mij op negentig euro te staan. Mijn dochter is er stellig van overtuigd dat deze, overigens uitermate charmante Romein, tussen de bedrijven door de prijslijst omwisselde. Had ik maar vooraf een prijsje moeten maken. Ik overwoog om dit voorval te gebruiken als opmaat voor een betoog over de notoire onbetrouwbaarheid van de Italianen. Dat doe ik bij nader inzien toch maar niet. Dat de Italianen niet uitblinken door betrouwbaarheid is ondertussen wel bekend, maar gelukkig geldt dat niet voor alle Italianen. Dat Europa diep in de problemen zit door een schulden crisis laat zich niet simpelweg verklaren door anekdotisch bewijs dat de moraal in Zuid-Europa wat losser is.

Deze week maakte het internationale bankconcern SHBC zijn tussentijdse cijfers bekend. Deze waren alleszins redelijk. HSBC is een van de weinig banken die tijdens de kredietcrisis redelijk tot goed bleef functioneren. De cijfers waren goed, maar kennelijk nog niet goed genoeg. Stuart Gulliver, de CEO, maakte bekend dat er 25.000 banen geschrapt zouden gaan worden. De sanering zal zeer selectief plaatsvinden. In regio's waar de groei laag is, wordt en gesneden, maar tegelijkertijd zet de bank in op groei in Azië en Brazilië. Dat is niet leuk voor de medewerkers, maar daar zit Gulliver niet mee. In een toelichting op de aanpassing van de strategie benadrukte hij weinig te maken te hebben met de publieke opinie. Hij hoeft zich alleen maar te verantwoorden jegens zijn aandeelhouders. Die waren het met zijn keuze, gegeven de forse koersstijging van het aandeel, het van harte eens met zijn koerswijziging.

Er is een groot verschil tussen het managen van een bedrijf en het besturen van een land. HSBC mag een groot en in gewikkeld concern zijn, maar eigenlijk is het besturen ervan een betrekkelijk eenvoudige klus. De missie van het management is eenduidig bepaald: de aandeelhouder moet op de lange termijn kunnen profiteren van een maximale waarde stijging van het aandeel. Maar wat is de doelstelling van een nationale staat? De worsteling van de VS met het leenplafond maakt duidelijk dat er geen

eenduidige doelstelling is. Het federale tekort van de VS moet omlaag, maar er geen overeenstemming over de te volgen weg. Moeten de belastingen omhoog, de uitgaven omlaag of moeten beide instrumenten worden ingezet? De Amerikaanse natie is diep verdeeld over deze kwestie. Hetzelfde geldt voor Europa. Zuid Europa moet iets aan de tekorten doen. Moeten ze dat door te bezuinigen, moet er een deel van de schuld worden afgeboekt? Veel belangrijker is nog de vraag of de lidstaten hun fiscale autonomie moet overdragen aan een supranationale autoriteit. De VS noch Europa slagen erin op de korte termijn met een goede oplossing te komen. Ondertussen worden de financiële markten steeds nerveuzer, waardoor de problemen zichzelf versterken. Door al deze onrust neemt het risico van een tweede recessie, zeker al er nog meer beleidsfouten worden gemaakt, met de dag toe.

De belegger die risicomijdend wil beleggen, heeft hierdoor steeds minder rendabele alternatieven. De reële rente in Duitsland is al negatief en het perspectief is niet gunstig. Wie met een beperkt risico toch een rendabel alternatief zoekt, zal zijn heil moeten zoeken in beleggingen die tot voor kort risicovol waren. Het bedrijfsleven is redelijk gezond en leidt niet aan de besluiteloosheid van regeringen. Obligaties van gezonde bedrijven zouden wel eens veiliger kunnen zijn dan die van zwalkende staten.



Mijn vader van 82 woont sinds kort weer in Amsterdam. Als goed protestant gaat hij daar ook wekelijks naar de kerk. Hij kiest niet voor de 'lichte' Westerkerk, maar voor de 'zware' Noorderkerk. Zijn keuze voor de zware variant van het protestantisme maakt hij om heel praktische redenen. Omdat zijn gezichtsvermogen achteruit is gegaan, kan hij niet meer goed lezen. Maar omdat ze in de Noorderkerk de oude berijming gebruiken, kan hij uit zijn hoofd meezingen. Ik vergezelde hem afgelopen zondag en deed een paar opmerkelijke observaties.

Mijn verwachtingspatroon van vrouwen met lange rokken en knotjes in het haar en mannen in zwarte pakken werd gelogenstraft. De dames dragen fleurige rokken en ik ontwaarde zelfs een roze legging. Van de mannen liepen alleen de leden van kerkenraad in het pak. Kortom, de urbane variant van het zware geloof toont heel kleurrijk en plezierig.

Maar het is schijn die bedriegt. Vrouwen mogen binnen deze kerk geen ambtsdrager zijn. In de bank van de kerkenraad zaten alleen mannen. Daar valt misschien nog wel mee te leven, maar toen het op de inhoud aankwam, werd ik uitermate somber. Tijdens de dienst werden twee kinderen gedoopt. Voor de doop memoreerde de predikant dat deze doop noodzakelijk was om de zonden van deze kinderen weg te wassen. Deze kinderen waren namelijk reeds vanaf de geboorte

zondig. Alle mensen zijn volgens deze geloofsopvatting zondaars en als ze niet goed oppassen en zich niet tot het ware geloof bekeren gaan ze ten onder.

Gelukkig is dit niet de dominante opvatting binnen de protestantse kerk, maar de invloed van dit – archaische – gedachtegoed mag niet onderschat worden. De opvatting dat ze zondig zijn, maakt helaas niet dat deze mensen bescheiden blijven. Sterker nog, eigenlijk vinden ze dat iedereen die niet het ware geloof heeft niet deugt. Bewust of onbewust is deze attitude van morele superioriteit nog steeds de grondhouding van het calvinisme. Als we zeggen dat Nederlanders calvinisten zijn, dan bedoelen we daarmee niet alleen dat ze sober zijn en hard werken, maar ook dat ze zich verheven voelen boven de rest van de wereld.

Onze minister van Financiën Jan Kees de Jager is het prototype van een calvinist die zich een dergelijke morele superioriteit aanmeet. Grieken, Italianen, Spanjaarden en Ieren: ze deugen niet. Ze geven te veel geld uit, ze zijn onbetrouwbaar en ze proberen de noeste werkers in het Noorden hun geld afhandig te maken. Maar gelukkig heeft hij ze allemaal door.

De Grieken zullen bloeden voor hun spijziekte en leugens en als de Italianen niet goed naar hem luisteren dan zullen ze branden in de hel van de

financiële markten. Alleen zijn aanpak leidt tot verlossing. Die aanpak bestaat uit bezuinigen tot je erbij neervalt, staatsbezit verkopen en belastingen innen. Dat zijn geen leuke maatregelen, maar hij vindt het heerlijk om impopulair te zijn. Hij lijkt te zwelgen in de woede die hij over zich afroept. Zijn keiharde aanpak doet het goed in een land waar simpele oplossingen de norm geworden zijn. Boeven horen langdurig in de cel en uitkeringsfraudeurs pak je keihard aan.

Het gaat allemaal niet werken. De Griekse economie zakt steeds verder weg in de misère en de Grieken missen elk perspectief. Alleen als Griekenland en ook de andere landen een redelijk perspectief op een betere toekomst krijgen, zullen ze zich inzetten om hun economieën te moderniseren. Bovendien geven we de schuldenlanden ten onrechte de zwartepiet voor de problemen waarin ze nu verkeren. Onze banken en pensioenfondsen hebben ze jarenlang maar al te graag gefinancierd en we hebben ze ook op grote schaal onze producten verkocht.

De Jager zal gruven van het woord, maar hij zal de Grieken absolutie moeten geven. Een deel van hun schulden zal kwijtgescholden moeten worden. We hebben ze geld geleend in de wetenschap dat ze niet konden terugbetalen. Nog harder op de Grieken inbeuken is de duivel uitdrijven met Beëlzebub.



Opportunisme is een goede strategie om lastige situaties te overleven. Mark Rutte reptte een half jaar voor de verkiezingen over het rampzalige beleid van Balkenende en consorten dat de oorzaak zou zijn van de deplorabele staat van de Nederlandse economie. Toen de formatie in de laatste fase kwam, prees hij Balkenende voor zijn adequate beleid. Je moet maar durven! Sjoerd Vollebregt, de CEO van Stork, maakte deze week ook een enorme draai. Hij pleitte voor een gescheiden beursgang van twee onderdelen, luchtvaart en industriële dienstverlening, van het bedrijf. Na een eindeloze reeks processen en kostbare onderzoeken heeft hij het licht gezien. Hij honoreert de redelijke wens van de aandeelhouders tot opsplitsing van Stork. Zij zitten niet te wachten op een onderneming met een gespreide portefeuille met activiteiten. Spreiden kunnen ze zelf wel, terwijl het grote risico van diversificatie binnen een bedrijf is, dat de vrije kasstroom een suboptimale aanwending krijgt. Veel te vaak wordt goed geld naar kwaad geld gegooid. De kampioen opportunisme is echter de president-commissaris van de Royal Bank of Scotland (RBS) Philip Hampton. Hij noemde deze week de overname van ABN AMRO de grootste fout ooit. De aandeelhouders van RBS zullen het met deze bekentenis hartgrondig eens zijn. Zij zagen de waarde van RBS bijna volledig verdampen, terwijl de Britse staat 45 miljard euro mocht aftikken om RBS van de ondergang te redden. De schade aan Nederlandse zijde is eveneens enorm.

Was is er toch bij beursgenoteerde ondernemingen aan de hand? In 1983 publiceerde de Amerikaanse econoom Michael Jensen het artikel 'The eclips of the public corporation'. De kern van zijn analyse is dat het fenomeen beursgenoteerde onderneming ten dode opgeschreven is. Het grote probleem bij deze ondernemingen is dat de managers te weinig tegenkracht ondervinden van de aandeelhouders. Daarom zullen managers hun wens om een imperium op te bouwen door middel van het doen van waardevernietigende overnames nagenoeg straffeloos kunnen uitvoeren. Zij zullen altijd proberen om de vrije kasstroom – het geld dat overblijft nadat de noodzakelijke investeringen in een onderneming zijn gedaan – in hun eigen belang aan te wenden. Omdat de aandeelhouders maar heel moeilijk gezamenlijk kunnen optreden, kunnen managers zich schuldig maken aan het doen van nutteloze overnames waarmee ze hun aandeelhouders geen enkele dienst bewijzen. Vaak jagen ze weinig anders dan hun persoonlijke ambities na. Als het goed gaat, lopen ze binnen. Gaat het fout dan lopen met een mooie vertrekpremie weg. Na ons de zondvloed zullen ze denken. De Fortis bestuurders Voutron en Kloosterman deden mee aan de overname van ABN AMRO om hun voormalige baas Rijkman Groenink, die hen had afgeserveerd, een hak te zetten. Ze behaalden een Pyrrusoverwinning.

De Amsterdamse hoogleraar Arnout Boot doet in het economenblad ESB een interessante en verrassende suggestie om de macht van het management in te dammen. In zijn visie – en die deel ik van harte – is het aan de raad van commissarissen om de macht van het management in te perken. In het Rijnlandse governance model moet de RvC het vennootschappelijke belang behartigen. Binnen dit model streeft men naar een evenwichtige afweging van de belangen van alle stakeholders. Dat klinkt heel genuanceerd, maar het leidt volgens Boot tot onduidelijkheid. Omdat de commissarissen geen duidelijk mandaat hebben, zullen zij in de ogen van de aandeelhouders niet consistent en doelgericht handelen. Juist daarom zullen aandeelhouders proberen in het beleid van het management te interveniëren. De conflicten bij ASMI, ABN AMRO en Stork ondersteunen zijn opvatting. Als de RvC stuurt op waardecreatie voor de aandeelhouders hoeven zij niet bang te zijn voor zinloze overnames of onnodige diversificatie. Boots suggestie is op zijn minst de moeite van het overdenken waard. Zijn benadering lijkt, zeker in de Nederlandse context, paradoxaal. Maar het grote probleem is nu dat managers ongestraft aan wilde avonturen kunnen beginnen, waarbij de aandeelhouders machteloos moeten toekijken. Als het fout gaat, betalen de aandeelhouders en de gemeenschap de rekening. Daar moet een einde aan komen.

Dat snelwegen geld kosten is mij pijnlijk duidelijk gemaakt. Sinds de diefstal van mijn portemonnee in Barcelona toert een slimme Spanjaard over de Catalaanse snelwegen. Hij betaalt de tol met mijn geroofde creditcard. Dat doet hij op plekken waar geen pincode nodig is. American Express draagt de schade, maar vervelend is het wel. Misschien komt een deel van de tolgelden wel weer terug naar Nederland, want ook Nederlandse pensioenfondsen beleggen in buitenlandse tolwegen. Dat doen ze overigens maar heel beperkt. Het aantrekkelijke van tolgewegbeleggingen is dat ze een redelijk voorspelbaar rendement hebben en een bescherming bieden tegen inflatie. De tarieven stijgen in het algemeen in lijn met de inflatie. Nadeel is dat de beleggingen zeer illiquide zijn en dat de opbrengsten onder druk staan als het economisch minder gaat. Qua rendement en risico zit dit soort infrastructuurbeleggingen tussen aandelen en obligaties in.

De Nederlandse snelwegen zijn tot op heden staats eigendom. De aanleg wordt bekostigd door de Staat, die ter financiering daarvan motorrijtuigenbelasting heft. De Staat heft meer belasting, 3,6 miljard euro, dan de snelwegen jaarlijks kosten, namelijk 2,9 miljard. Een interessante vraag is wat dat snelwegnet nu waard is. Volgens Pieter van Genugten, in het dagelijks leven hoofd economie van het Stadsgebied Haaglanden, kost de aanleg van een snelweg 100 miljoen euro per kilometer. Omdat er in Nederland 3500 kilometer snelweg ligt, zou de waarde van het Nederlandse snelwegnet 350 miljard euro bedragen.

Van Genugten komt met een voorstel om de financiële problemen van de staat op te lossen. Hij stelt voor dat de Nederlandse pensioenfondsen jaarlijks 100 kilometer snelweg kopen voor een bedrag van 10 miljard euro. Daarvoor betaalt de staat 4,5% per jaar. De fondsen moeten 0,5% aan onderhoud betalen, dus hun netto rendement is 4%. Omdat de belegging risicovrij zou zijn, zouden de fondsen hun rekenrente mogen verhogen, waardoor hun dekkingsgraad stijgt. Omdat de betalingen aan de fondsen uiteindelijk, als de pensioenen worden betaald, voor een deel weer terugvloeien naar de staat, zijn de kosten van deze operatie een stuk lager. Ook verdient de staat extra geld door de economische impuls.

Van Genugten vindt – en daar hebben de meeste fantasten last van – zijn eigen plan briljant. De staatsschuld daalt, de lasten voor de staat blijven gelijk en de fondsen hebben een prachtige belegging. Het lijkt alleen niet te mooi om waar te zijn, dat is het ook. In de eerste plaats is het snelwegnet geen 350 miljard euro waard. Als we voor het gemak aannemen dat de staat 3 miljard per jaar in snelwegen investeert, dan is bij een rente van 2% de balanswaarde van de snelwegen op zijn best 150 miljard. Maar dat is natuurlijk niet zo. Op de snelwegen moet worden afgeschreven, waardoor de waarde veel lager is. De investeringen in snelwegen zijn geen commerciële investeringen maar hebben een maatschappelijk doel. Dat is de eerste denkfout.

De tweede denkfout is dat door de verkoop van snelwegen de staatsschuld omlaag kan. Dit is aperte onzin. De staat gaat een langlopende verplichting aan, waarvoor zij fors gaat betalen. Er verdwijnen weliswaar obligaties van de creditzijde staatsbalans, maar daar staat tegenover dat er aan de debetzijde snelwegen verdwijnen. Maar er blijft wel een betalingsverplichting bestaan. Deze kost 4% per jaar en dat is het dubbele van de huidige rente waartegen de staat nu leent. De staat wordt dus armer en niet rijker. In het brein van Van Genugten is een fatale storing opgetreden. Als je zijn redenering doortrekt, dan zou hij zijn huis verkopen en het terug huren voor het dubbele van de commerciële huurprijs.

Maar we hoeven ons geen zorgen te maken. Ook voor 4% willen de pensioenfondsen geen snelwegen hebben. Zij eisen minimaal 6% rendement voor een zeer illiquide belegging. Voor een looptijd van dertig jaar zullen ze ook een inflatievergoeding willen hebben.

Ik hoop dat van Genugten op staande voet ontslagen wordt wegens volstrekte incompetentie. Als troost mag hij in Spanje tollenaar worden bij een snelweg. Als hij mijn gestolen credit card in beslag neemt, krijgt hij van American Express vast een leuke bonus.

De geest van het H-woord is uit de fles. Tijdens de formatie kan er eindelijk gesproken worden over de beperking van de hypotheekrenteaftrek voor de eerste woning. De nu gestarte discussie is de apotheose van een geleidelijk proces waarin de franje van de aftrekbaarheid al verdwenen is. De maximale looptijd is al beperkt en de rente van leningen voor een tweede huis en consumptief krediet is allang niet meer aftrekbaar. De bijleenregeling heeft ook forse effecten gehad. Verkoopwinsten moeten in het nieuwe huis worden gestoken.

Er zijn politieke en economische argumenten om de aftrekbaarheid ter discussie te stellen. De ChristenUnie en de PvdA hanteren primair inkomenspolitieke argumenten. Het groot-schalige gebruik van spaar- en beleggings-hypotheekleningen leidt tot fiscaal voordeel voor specifieke groepen. Het gaat dan met name om ouderen die al een eind gevorderd zijn met hun wooncarrière. Om hun fiscaal voordeel te maximaliseren lossen zij hun leningen niet af, maar bouwen zij in box 1 of box 3 vermogen op. Door de gewijzigde systematiek van inkomstenbelasting heeft met name de vermogensopbouw in box 3 een hoge vlucht genomen.

Daardoor is de hypotheekrenteaftrek haar oorspronkelijke doel voorbijgeschoten. De aftrek was primair bedoeld om starters op

de woningmarkt een steuntje in de rug te geven. In het begin van de wooncarrière was de aftrek maximaal, maar door de aflossing op de lening verdween deze geleidelijk.

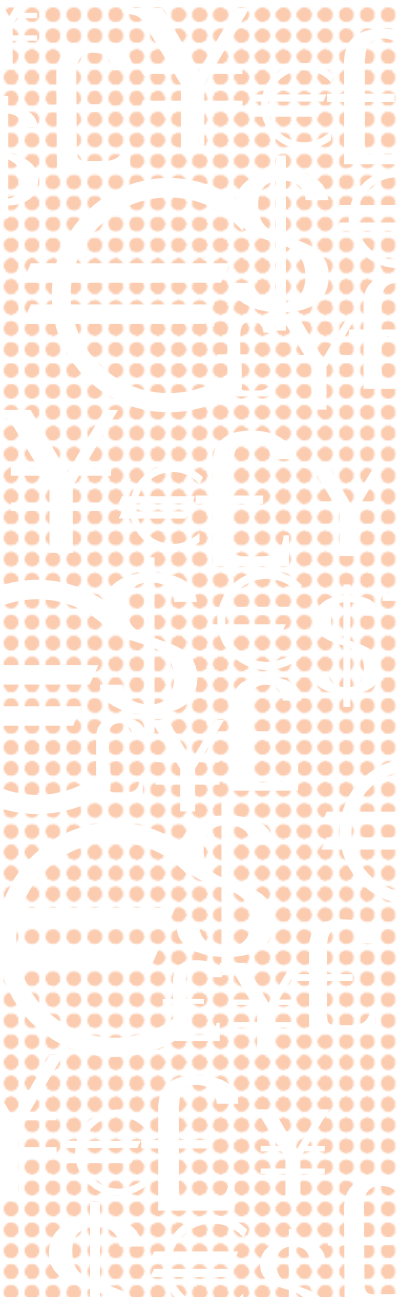
De aftrekbaarheid van de rente heeft onmiskenbaar grote neveneffecten. De prijzen van woningen worden opgedreven. Ook heeft de huidige regeling tot gevolg dat er naar mijn mening nodeloos geld wordt rondgepompt in de economie. De renteaftrek moet worden gefinancierd door hoge belastingtarieven. Hoge belastingtarieven maken arbeid duurder en zijn een prikkel voor belastingontduiking. Een neveneffect dat minder aandacht krijgt, is dat de financiële kwetsbaarheid van huishoudens door de aftrekbaarheid van rente toeneemt. Wie een beleggingshypotheek heeft, loopt grote risico's als de rente stijgt. De kosten van de lening lopen op termijn op en de waarde van zowel de beleggingen als het huis komt onder druk te staan. Deze gestegen kwetsbaarheid is een goed argument om huishoudens te prikkelen hun schulden af te lossen.

De oplossing die men tijdens de formatie lijkt te gaan kiezen is het inperken van de aftrekbaarheid van rente voor nieuwe gevallen. Het is de bedoeling dat de rente niet meer in het hoogste tarief van 52% plaatsvindt, maar afgetopt wordt op 42%. De effecten van deze

maatregel zouden marginaal zijn. Ik vraag mij af of dat zo is. Ik sluit niet uit dat de doorstroming op de woningmarkt er op termijn toch door beperkt wordt.

Wat ik aan de voorgestelde oplossing verkeerd vind, is dat men de hiervoor genoemde problemen – rondpompen van geld en financiële kwetsbaarheid – niet aanpakt. Om electorale redenen wil het CDA woningbezitters die nu maximaal profiteren van de aftrek buiten schot houden. Dat vind ik kortzichtig. Het zou veel beter zijn om na te denken over het alternatief dat men geleidelijk de aftrekbaarheid beperkt en de tarieven voor de inkomstenbelasting verlaagt. Dat zal woningeigenaren stimuleren om hun leningen af te lossen en resulteren in een verminderde financiële kwetsbaarheid.

Er treedt natuurlijk wel een ander neveneffect op: het hypotheekvolume zal dalen. Dat is op korte termijn niet leuk voor de banken. Oud-bankier Wijffels weet alleen als geen ander hoe pijnlijk het is voor de banken als de woningmarkt door een renteschok eens echt instort. Die kans zal juist kleiner worden. Eerst het zuur, dan het zoet.



Jaap Koelewijn (1956) studeerde algemene economie aan de Vrije Universiteit van Amsterdam. Na twee jaar onderwijs gegeven te hebben keerde hij terug naar de VU om te promoveren. In 1983 rondde hij zijn dissertatie over banktoezicht af. Daarna trad hij in dienst bij MeesPierson als aandelenanalist van de financiële sector. Hij werkte vervolgens als hoofd strategie bij IRIS (de joint venture van de Rabobank en Robeco Groep) en als hoofd research bij de Autoriteit Financiële Markten.

In 2000 startte hij zijn eigen praktijk Financieel Denkwerk. Zijn aandachtsgebieden zijn beleggen en risicobeheer enerzijds en intern toezicht anderzijds. Hij is lid van de beleggingscommissie van de ANWB, Hoogovens Pensioenfonds en Bovemij verzekeringen. Daarnaast is hij toezichthouder bij Van Boom & Slettenhaar (vastgoed), De Nederlandse Beleggingsmaatschappij voor Zeeschepen en Index People. Verder visiteert hij pensioenfondsen en opleidingen.

Naast deze werkzaamheden adviseert hij bij financiële instellingen en treedt hij op als getuige-deskundige. Voorts geeft hij onderwijs aan verschillende universiteiten en verzorgt hij lezingen en publicaties. Hij is hoogleraar aan Nyenrode Business Universiteit en lector aan de Hogeschool van Amsterdam.

Zijn website is [www.financieel-denkwerk.nl](http://www.financieel-denkwerk.nl). Voor lezingen kunt u de Teeuwengroep ([www.teeuwengroep.nl](http://www.teeuwengroep.nl)) of de Speakers Academy ([www.speakersacademy.nl](http://www.speakersacademy.nl)) benaderen.

#### ● Colofon

##### Teksten

Jaap Koelewijn

##### Eindredactie

Abelike Janssens

##### Ontwerp en druk

B&T Ontwerp en advies

##### Foto

Sanders & Rozemeijer

