



Centraal Bureau
voor de Statistiek

De Nederlandse economie

Achtergronden bij het historisch lage rendement op staatsobligaties

2015 | 01

**Rita Bhageloe-Datadin
Hans Langenberg
Kees Jan Wolswinkel**

Inhoud

- 1. Inleiding 3**
- 2. Het rendement op staatsobligaties 5**
 - 2.1 Theorie 5
 - 2.2 Het rendement op Nederlandse staatsobligaties 6
 - 2.3 De internationale ontwikkeling van het rendement op tienjaars staatsobligaties 8
- 3. De overheidsschuld 10**
 - 3.1 Obligaties en schuld van de Nederlandse overheid 10
 - 3.2 De overheidsschuld internationaal vergeleken 11
- 4. Andere beleggingsvormen 12**
- 5. Het beschikbare geld voor beleggingen 13**
- 6. De houders van staatsobligaties 14**
- 7. Conclusie 16**
- Literatuur 17

Het rendement op staatsobligaties uit Nederland, Duitsland en aangrenzende landen wordt alsmaar lager. Dit gebeurt onder opmerkelijke omstandigheden, namelijk bij een hoge en in de meeste landen nog steeds stijgende overheidsschuld en terwijl de rendementen op staatsobligaties uit zuidelijke eurolanden eveneens zakken. Tot de zomer van 2012 leken de rendementen van noordelijke en zuidelijke eurolanden nog communicerende vaten. De alsmaar voortdurende daling hangt voor een deel samen met het feit dat de wereldwijde besparingen alsmaar toenemen en dat andere eveneens veilig of redelijk veilig geachte beleggingen ook 'slecht' renderen voor beleggers. Vanuit banken en pensioenfondsen is bovendien de vraag naar veilige beleggingen sterk toegenomen. Ook het door de ECB aangekondigde massale opkoopprogramma van staatsobligaties van de eurolanden heeft waarschijnlijk al een drukkend effect gehad op het rendement, omdat op de hierdoor stijgende vraag naar staatsobligaties al door beleggers is geanticipeerd.

1. Inleiding

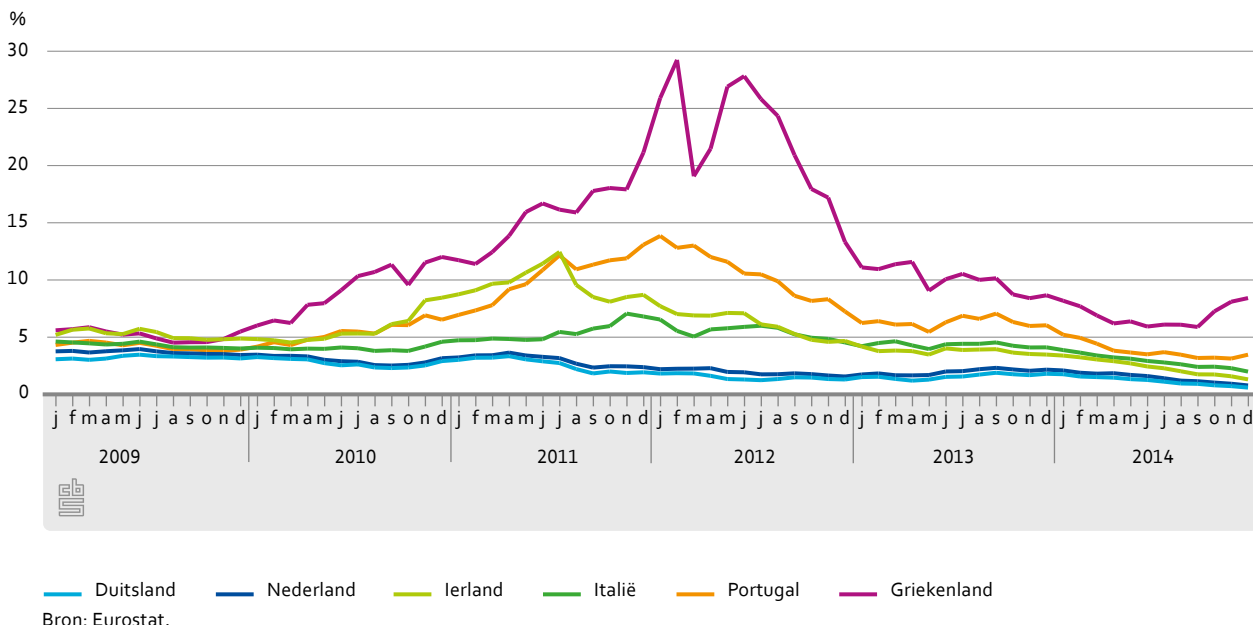
Voor het eerst plaatst Nederland staatsobligaties met negatieve 'rente'¹⁾, Voor het eerst negatieve rente op Duitse obligaties²⁾... Twee krantenkoppen van begin 2015: er worden staatsobligaties in de markt gezet, waarvan kopers weten dat ze er een negatief rendement op gaan behalen. Dit schrikt echter niet alle kopers af. De Nederlandse staat haalde er op 13 januari 2,85 miljard euro mee op. Wat is hier aan de hand? Waarom accepteren kopers een negatief en eerder al een zeer laag rendement op obligaties? Wie zijn die kopers en wat zijn hun motieven? En wat wordt er precies onder het rendement op staatsobligaties verstaan? In dit artikel proberen we antwoord te geven op dergelijke vragen, om inzicht te geven hoe de financiële markten op dergelijke lage rendementen uitkomen. We beginnen hieronder met een historische schets.

De steeds verder gedaalde rente op onder meer Nederlandse en Duitse staatsobligaties is een van de opmerkelijke verschijnselen binnen de kredietcrisis, die nu al ruim zes jaar aanhoudt. De voortekenen van de crisis werden in 2007 zichtbaar in de Verenigde Staten waar banken in problemen kwamen omdat veel huiseigenaren niet meer aan hun hypotheekverplichtingen konden voldoen. Hierop volgde in september 2008 de val van zakenbank Lehman Brothers, die het startsein vormde voor de wereldwijde kredietcrisis. De internationaal sterk vervlochten financiële sectoren van diverse landen kwamen in de problemen en zij werden bijgestaan door hun nationale overheden. Hierdoor, en door de economische krimp die de kredietcrisis teweegbracht (een dieptepunt werd bereikt in 2009), verslechterde de overheidsfinanciën van deze landen in rap tempo. In Europa leidde dit in 2009 tot de eurocrisis waarbij financiële markten hun vertrouwen verloren in de kredietwaardigheid van onder meer Griekenland, Portugal en Ierland. De rente op de staatsobligaties van deze landen vloog omhoog; tegelijkertijd zette een daling in van de rente op staatsobligaties van betrouwbaar geachte landen als Duitsland en Nederland.

¹⁾ Het Financieele Dagblad, 13 januari 2015.

²⁾ NRC Handelsblad, 3 januari 2015.

1.1 Gemiddeld jaarlijks rendement op tienjaars staatsobligaties, 2009–2014



De financiële markten kalmeerden pas toen ECB-voorzitter Draghi in de zomer van 2012 de uitspraak deed de euro tegen elke prijs te zullen redden. Ook de hervormingen die door veel landen werden doorgevoerd om hun overheidsfinanciën onder controle te krijgen, droegen hier aan bij. De economie bleef echter in veel landen kwakkelen; het bleek lastig om tegelijkertijd de overheidsfinanciën te saneren en de economie te stimuleren. De grote krimp in 2009 werd weliswaar niet geëvenaard, maar in veel landen waaronder Nederland lag de omvang van de economie anno 2014 nog altijd onder die in 2008. Duitsland en opkomende landen als China staken hier aanvankelijk positief tegen af, maar de laatste jaren groeien de opkomende landen veel minder uitbundig en mede als gevolg hiervan is ook de Duitse groei sterk afgenomen. Opmerkelijk is dat terwijl de rente op staatsobligaties in de probleemlanden zakte, deze in door de financiële markten meer vertrouwde landen niet steeg, *maar juist door bleef dalen*. Dit terwijl de eerdere rentedaling vooral veroorzaakt leek door de rentestijging in de probleemlanden.

In het vervolg van dit artikel wordt eerst uitgelegd wat er bij staatsobligaties precies onder die rente, juister gezegd het 'rendement', wordt verstaan. Vervolgens wordt de ontwikkeling van het rendement op Nederlandse staatsobligaties geschetst en daarna geplaatst binnen de ontwikkeling van dat op buitenlandse staatsobligaties, met name binnen Europa. Om greep te krijgen op de ontwikkeling van het rendement wordt achtereenvolgens stilgestaan bij de aanbod- en de vraagkant van staatsobligaties. De aanbodkant houdt verband met de ontwikkeling van de staatsschuld van de uitgevende landen. Bij de vraagkant gaat het erom hoeveel geld er jaarlijks aan de financiële markten wordt toegevoegd (of onttrokken), wat concurrerende beleggingen zijn voor staatsobligaties en waar beleggers precies naar kijken bij hun beleggingsbesluiten. Eind januari 2015 besloot de ECB tot een massaal opkoopprogramma van staatsobligaties uit de eurozone. De mogelijke effecten hiervan komen eveneens aan de orde.

2. Het rendement op staatsobligaties

2.1 Theorie

Waar in de media wordt gesproken van de 'rente' op staatsobligaties wordt vaak het 'rendement' bedoeld. In deze paragraaf wordt uitgelegd hoe dit rendement tot stand komt. Bij elke staatsobligatie die de overheid in de markt zet, hoort een nominale waarde, een couponrente en een looptijd. De nominale waarde is het bedrag dat de overheid aan het einde van de looptijd 'aflost' aan degene die het stuk dan in handen heeft. De couponrente is de rente die de overheid gedurende de hele looptijd jaarlijks uitkeert. Wie een obligatie tot het einde van de looptijd aanhoudt, krijgt naast de jaarlijkse rente dus de nominale waarde terug. Was dit ook de waarde die de koper ervoor had betaald, dan spreekt men van a pari. De uitgiftekoers van de lening hoeft echter niet a pari te zijn. Een uitgiftekoers onder de nominale waarde levert de koper koerswinst op (en de schatkist koersverlies). Wat terugverdiend wordt op een obligatie is de contante waarde van alle kasstromen (de couponbetalingen en de koerswinst). In tegenstelling tot bij aandelen kan bij een obligatie het rendement dus bij aankoop al bepaald worden, mits de koper de obligatie tot het einde van de looptijd vasthoudt.

Meestal wordt in statistieken het jaarlijks gemiddelde rendement gegeven. Deze wordt bij benadering bepaald door de couponrente, plus de koerswinst (of -verlies) gedeeld door de totale looptijd. Wordt een reeds lopende staatsobligatie aangekocht, dan geldt in feite hetzelfde, alleen wordt de totale looptijd dan vervangen door de resterende looptijd. Stel een belegger koopt een obligatie tegen 980 euro met een couponrente van 5 procent, een (resterende) looptijd van tien jaar en een nominale waarde van 1 000 euro. Naast de jaarlijkse 50 euro aan couponvergoeding verdient de belegger over de gehele looptijd nog eens 20 euro aan koerswinst. Jaarlijks verdient de belegger dus 52 euro op een investering van 980 euro. Wat er de laatste jaren speelt, is dat de overheid obligaties met steeds lagere couponrentes uitbrengt, waarvoor beleggers desondanks vaak meer betalen dan de nominale waarde. Ze krijgen dus een lage rente en lijden koersverlies. Dit leidt tot de in de inleiding genoemde negatieve rendementen.

In praktijk wisselen staatsobligaties vaak van eigenaar. Belangrijk hierbij is hoe de marktrente zich ontwikkelt. Stijgt deze bijvoorbeeld, dan kan een bestaande staatsobligatie een lager rendement hebben dan nieuwe staatsobligaties, die uitgebracht worden met een hogere couponrente. De belegger die de oudere obligatie in handen heeft, kan besluiten deze vast te houden en het lagere rendement te accepteren. Hij kan haar ook van de hand doen, maar zal dan een koersverlies moeten accepteren. Andere beleggers zien immers ook dat het rendement lager ligt dan bij nieuwe titels. In de praktijk speelt vanwege de dalende rendementen nu vooral het omgekeerde.

Staatsobligaties kennen looptijden variërend van één tot wel dertig jaar. Onder statistieken over de financiële markten is het rendement op tienjaars staatsobligaties doorgaans de meest toonaangevende. Het gaat hierbij om het gemiddelde rendement van uitgegeven en nog lopende staatsobligaties met deze looptijd.

Staatsobligaties maken deel uit van de zogeheten langlopende schuldbewijzen. De staat brengt ook kortlopende schuldbewijzen uit, die schatkistpapier worden genoemd. Schatkistpapier heeft een looptijd korter dan een jaar en kent geen couponrente. Het speelt een grote rol in de alledaagse dynamiek van de financiële wereld. Het is bedoeld om transacties rond te krijgen waar de overheid op de heel korte termijn onvoldoende financiële dekking voor heeft, maar waarvoor geen langetermijnschuld hoeft te worden aangegaan.

2.2 Het rendement op Nederlandse staatsobligaties

In tabel 2.2.1 staan enkele voorbeelden van uitgegeven schatkistpapier en staatsobligaties. Doordat sommige staatsobligaties zijn uitgegeven in een tijd waarin de vraag ernaar veel minder groot was en de markttrente hoger, zijn er nog obligaties in omloop met een couponrente van 7,5 procent, naast meer recente met een couponrente van 1,25 procent. De spreiding in rendement is veel kleiner dan de spreiding in couponrente. De couponrente ligt namelijk vast, maar door de werking van de financiële markten worden de beurswaardes dermate aangepast dat verschillen in rendementen als gevolg van verschillen in couponrentes grotendeels wegvallen. De resterende looptijd heeft een iets sterkere invloed op het rendement dan de couponrente. Grosso modo geldt dat het rendement oploopt met de resterende looptijd. Dit is overeenkomstig de situatie bij leningen, waarbij geldt: hoe langer de looptijd, hoe hoger het risico en dus het door beleggers gewenste rendement. Als een obligatie aan het einde van zijn looptijd komt, zal de beurswaarde de nominale waarde naderen: er valt dan immers nog maar weinig couponrente te genieten en aan het einde van de looptijd zal alleen nog de nominale waarde worden uitgekeerd.

2.2.1 Voorbeelden schatkistpapier en staatsobligaties Nederlandse overheid, 29 november 2013¹⁾

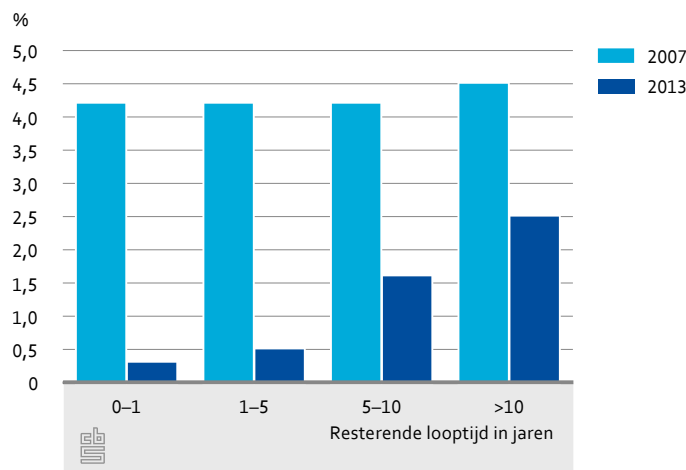
	Totale waarde bij uitgifte		Totale looptijd		Couponrente		Koers ²⁾		Resterende looptijd		Rendement	
	mld	jr	jr	%	t.o.v. nw	jr	%	jr	%			
Schatkistpapier												
NL0010556601	3,6	<1	<1	0	99,99	0,2	0,05					
NL0010605150	2,9	<1	<1	0	99,97	0,4	0,07					
NL0010558862	2,4	<1	<1	0	99,96	0,3	0,11					
NL0010524427	2,5	<1	<1	0	99,89	0,6	0,19					
Staatsobligaties												
NL0000102242	15,1	10	10	3,25	104,93	1,6	0,21					
NL0000102325	16,3	10	10	3,75	102,23	0,6	0,18					
NL0000102275	10,7	17	17	3,75	115,70	9,1	1,88					
NL0000102283	13,3	10	10	4,00	109,57	2,6	0,34					
NL0000102317	13,0	30	30	5,50	136,28	14,1	2,48					
NL0000102077	3,3	30	30	7,50	147,00	9,1	1,90					

Bron: CBS.

¹⁾ Het vertoonde identificatienummer is de zogeheten ISIN-code (International Securities Identification Number).

²⁾ De nominale waarde (nw) is op 100 gesteld.

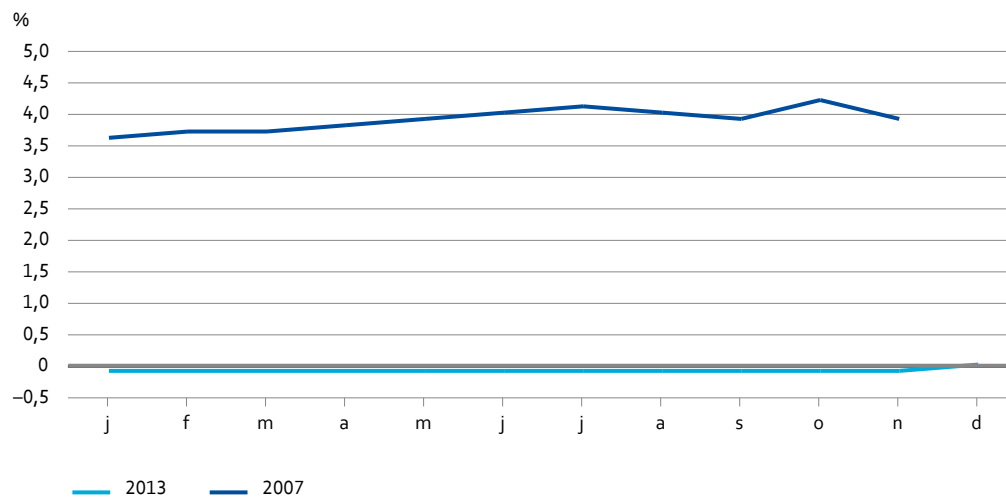
2.2.2 Gemiddeld jaarlijks rendement op Nederlandse staatsobligaties



Bron: CBS.

Het gemiddelde rendement op Nederlandse tienjaars staatsobligaties daalde gedurende de kredietcrisis van 4,3 procent in 2007 tot 2,0 procent in 2013 en 1,5 procent in 2014. In figuur 2.2.2 staan de rendementen in 2007 en 2013 uitgesplitst naar resterende looptijd. De afhankelijkheid daarvan was in 2013 veel sterker dan in 2007. Bij een resterende looptijd van minder dan een jaar was het rendement in 2013 gemiddeld maar 0,3 procent. Dit sluit aan op de trend bij schatkistpapier, waarop het rendement in 2013 gemiddeld genomen nihil was. Sommig schatkistpapier gaf in 2013 al een negatief rendement, terwijl dit bij staatsobligaties pas begin 2015 optrad. In 2007 lag het rendement op schatkistpapier nog tussen de 3,7 en de 4,3 procent.

2.2.3 Gemiddeld jaarlijks rendement op Nederlands schatkistpapier¹⁾²⁾



Bron: CBS.

¹⁾ Strikt genomen gaat het hier alleen om DTC's (Dutch Treasury Certificates). Daarnaast zijn er ECP's (European Commercial Papers).

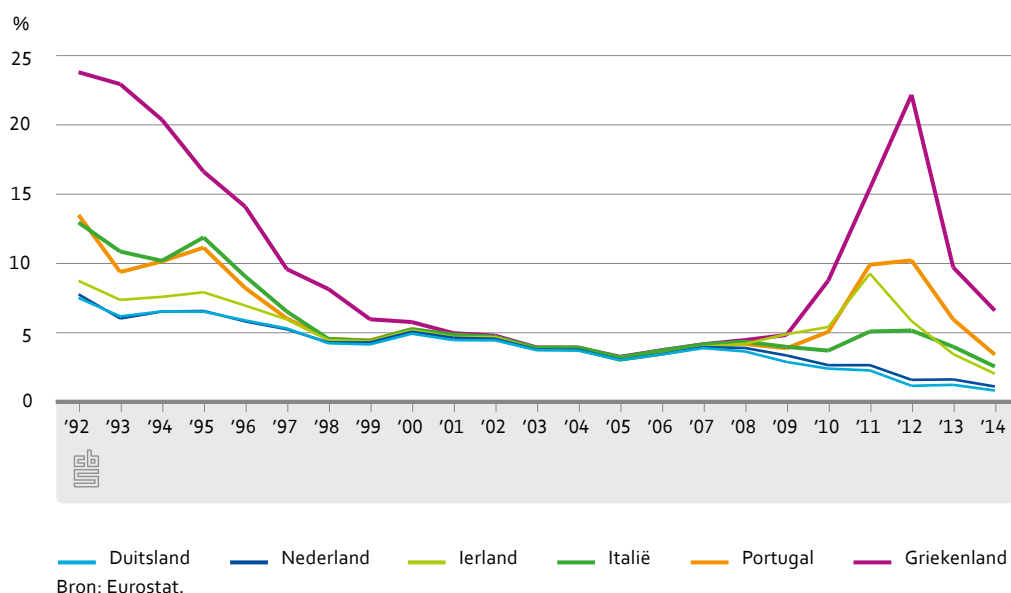
²⁾ In december 2007 werden geen DTC's uitgegeven.



2.3 De internationale ontwikkeling van het rendement op tienjaars staatsobligaties

Voordat we ingaan op de actuele internationale ontwikkeling van het rendement op staatsobligaties, eerst een terugblik op een bepalende gebeurtenis die zich ruim vijftien jaar geleden voltrok: de vorming van de euro. Bij de totstandkoming van de euro eind jaren negentig groeiden de rendementen op staatsobligaties uit de verschillende eurolanden naar elkaar toe. Dit had onder meer te maken met de in het Verdrag van Maastricht vastgelegde economische en monetaire eisen die bij de toetreding tot de euro werden gesteld. De financiële markten gingen alle landen die tot de eurozone toetraden in die tijd als (vrijwel) even betrouwbaar zien. Het verschil met Duitsland, van oudsher het Europese land met de meest gewilde obligaties en dus het laagste rendement, nam sterk af. Zoals aangehaald in de inleiding ontstond er na de val van Lehman Brothers echter paniek op de financiële markten. Beleggers gingen zich ineens afvragen of alle eurolanden wel even kredietwaardig waren: er waren nog altijd grote verschillen in bijvoorbeeld schuldquote en arbeidsproductiviteit, en er was soms onzekerheid omtrent de precieze omvang en dekking van de schulden. Beoordelingen van de Amerikaanse kredietbeoordelaars Standard & Poor's, Moody's en Fitch zetten de norm. Er tekende zich een tweedeling af: de ingeschatte kredietwaardigheid van de zuidelijke eurolanden en Ierland werd steeds lager. Deze landen moesten op de financiële markten dan ook steeds hogere rendementen gaan leveren om hun schuld te kunnen (her) financieren. Onder meer Duitsland en Nederland werden als veel kredietwaardiger gezien en kwamen veel goedkoper aan hun geld. Het tijt keerde in de zomer van 2012 na de al aangehaalde uitspraak van ECB-voorzitter Draghi. De rendementen op staatsobligaties uit de problemlanden daalden. Parallel hieraan bleven de rendementen op Nederlandse en Duitse staatsobligaties echter nog steeds verder dalen.

2.3.1 Gemiddeld jaarlijks rendement op tienjaars staatsobligaties, 1992-2014



Waar staan we nu? Binnen de eurozone lag eind 2014 alleen het rendement op staatsobligaties uit Griekenland en Cyprus nog boven de 4 procent. Bovendien vertoonden de meeste rendementen in 2014 een dalende trend. Alleen in Griekenland liep het rendement in 2014 weer wat op, onder meer wegens de politieke ontwikkelingen. Tot de landen met de laagste rendementen behoorden eind 2014 naast Nederland en kampioen Duitsland: Luxemburg, Finland en Oostenrijk. Ook in België en Frankrijk (waar een tijd lang zorgen om waren) was het verschil met Duitsland (de 'spread') eind 2014 minder dan een halve procentpunt. Buiten de eurozone is het rendement ook laag in Tsjechië, Denemarken en Zweden. In het Verenigd Koninkrijk ligt het met 1,7 procent een stuk hoger. Het rendement benadert dat van de Verenigde Staten (2,2 procent). In Japan is het rendement van oudsher heel laag, eind 2014 beneden de half procent. Opmerkelijk aan Japan is dat het lage rendement gepaard gaat met een hoge staatschuld (ruim 200 procent van het bbp). Hierbij speelt waarschijnlijk een rol dat deze schuld vooral uitstaat bij Japanse beleggers en dat Japan al heel lang een zeer lage inflatie kent, met tussendoor perioden van deflatie.

Rendement en inflatie

Hoe laag de rendementen op staatsobligaties zijn geworden, wordt nog duidelijker wanneer de inflatie ervan af wordt getrokken. De op deze wijze berekende reële rendementen op tienjaars staatsobligaties waren voor Duitsland en Nederland in de jaren 2012–2013 negatief. Overigens is voor een buitenlandse belegger in Nederlandse staatsobligaties niet zozeer de Nederlandse inflatie maar die in eigen land relevant. Opereert de belegger bovendien vanuit een land dat een andere munt voert, dan hebben ook valutaschommelingen effect op het ondervonden rendement. De recente daling van de euro ten opzichte van de dollar betekent bijvoorbeeld dat Amerikaanse handelaren die staatsobligaties uit de eurozone vasthouden steeds slechter uit zijn.

Een zeer kleine rendement of zelfs een negatief rendement is draaglijker voor de belegger naarmate de prijzen minder snel stijgen. Momenteel is de inflatie erg laag, zelfs zo laag (in Nederland 0,3 procent in 2014 volgens de HICP) dat wordt gesproken van het deflatiegevaar. De vraag is echter of dat zo blijft. Volgens een officiële raming van de EU verwachten experts dat de inflatie in de eurozone de komende vijf jaar niet boven de 2 procent zal uitkomen.³⁾ De huidige zeer lage inflatie hangt sterk samen met de scherpe daling van de olieprijs. Zo snel als deze is gedaald, zou zij echter weer kunnen stijgen, bijvoorbeeld wanneer OPEC-landen besluiten de productie af te remmen. Ook de recentelijk aangekondigde verruiming van de geldhoeveelheid door de ECB heeft naar verwachting een aanwakkerend effect op de inflatie. Hoofddoel van de ECB met die verruiming is immers om de inflatie in de eurozone weer terug te brengen tot onder maar dicht bij de 2 procent. Stijgt de inflatie, dan dreigen de reële rendementen verder te dalen.

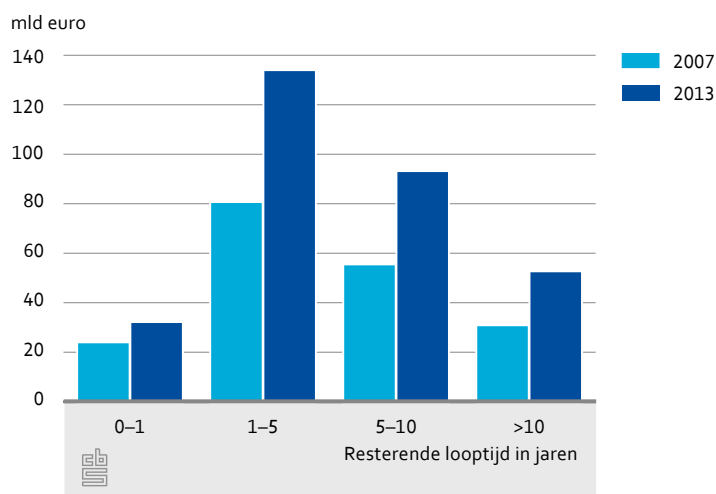
³⁾ Eurostat (2015).

3. De overheidsschuld

3.1 Obligaties en schuld van de Nederlandse overheid

Opmerkelijk aan de daling van het rendement op staatsobligaties is dat deze plaatsvond in een periode waarin de schuld sterk steeg. In 2007 bedroeg de Nederlandse overheidsschuld 260 miljard euro, in 2013 kwam zij uit op 441 miljard euro.⁴⁾ De daling van het rendement op staatsobligaties was echter dermate hoog dat de totale rentelasten van de overheid ondanks de stijging van de schuld zijn gedaald.⁵⁾ In 2013 betaalde de overheid 10,4 miljard euro aan rente, het laagste bedrag sinds 1983. Hoe is die schuld nu opgebouwd? Van de Nederlandse overheidsschuld vormen verhandelbare schuldbewijzen zoals staatsobligaties en schatkistpapier het leeuwendeel. In 2013 vormden staatsobligaties 70,4 procent van de totale overheidsschuld, en schatkistpapier 5,3 procent. Naast verhandelbare schuldbewijzen bestaat de overheidsschuld uit kort- en langlopende leningen, en deposito's. Het aandeel van leningen en deposito's is gedurende de periode van schuldtoename enigszins toegenomen. Het aandeel van de staatsobligaties liep ten opzichte van 2007 met enkele procentpunten terug, het aandeel van het schatkistpapier is in die periode vrijwel gehalveerd. Omdat het bij de ontwikkeling van het rendement op staatsobligaties alleen gaat om de verhandelbare schuldbewijzen blijven leningen en deposito's in dit artikel verder buiten beschouwing.

3.1.1 Omvang Nederlandse overheidsschuld in staatsobligaties¹⁾



Bron: CBS.

¹⁾ Nominale waarde.

In figuur 3.1.1 is voor de jaren 2007 en 2013 de totale schuld aan Nederlandse staatsobligaties uitgezet tegen de resterende looptijd. Elke kolom is dus opgebouwd uit titels met verschillende startmomenten en totale looptijden. De totale schuld aan staatsobligaties is in deze periode opgelopen van 189 tot 310 miljard euro. Dit is het sterkst te zien aan de schuldtitels met een resterende looptijd van één tot vijf jaar. De totale schuld aan schatkistpapier is tussen 2007 en 2013 gedaald van 27 tot 23 miljard euro.

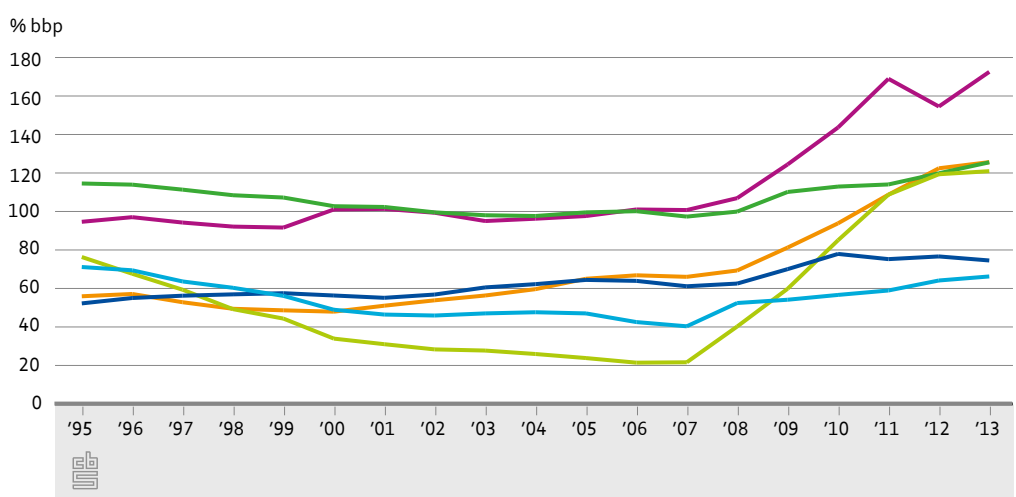
⁴⁾ Aan het einde van het derde kwartaal van 2014 kwam zij uit op 449 miljard euro. De overheidsschuld bevat overigens naast de staatsschuld ook de schuld van decentrale overheden en scholen.

⁵⁾ Jansen, Floris, en Arjan Neef (2014).

3.2 De overheidsschuld internationaal vergeleken

Niet alleen in Nederland is de overheidsschuld gedurende de kredietcrisis fors opgelopen, dit was in meer Europese en andere westerse landen het geval. Voor alle Europese landen geldt dat de schuldquote, de overheidsschuld als percentage van het bbp, nu veel hoger ligt dan in 2007, voordat de crisis uitbrak. Ook loopt de schuldquote in een groot aantal landen nog altijd op. In veel landen ligt zij inmiddels ruim boven de EMU-norm van maximaal 60 procent van het bbp en ook komt zij in een groot aantal landen boven de 75 procent uit. Dit geldt zelfs voor Duitsland, dat de schuldquote de laatste jaren iets terug wist te dringen. In Nederland lag de quote in 2013 iets onder de 70 procent. Uit de sterke toename van de overheidsschulden mogen we concluderen dat de vraag naar staatobligaties stijgt terwijl er al veel meer van in omloop zijn dan een aantal jaar geleden. In het verleden werd wel beweerd dat wanneer de overheidsschuld boven de 75 procent van het bbp uitsteeg, de langetermijnrente ging stijgen.⁶⁾ Duidelijk is dat dit nu in elk geval niet meer opgaat. Volgens recent onderzoek is naast de hoogte van de overheidsschuld vooral de algemene perceptie van risico's op de financiële markten van belang.⁷⁾ Op de vraag naar risicoarm waardepapier wordt ingegaan in paragraaf 6 waar de beleggers aan de orde komen. Hieraan voorafgaand wordt achtereenvolgens aandacht besteed aan de ontwikkeling van beleggingsvormen buiten staatsobligaties en aan de hoeveelheid geld die jaarlijks beschikbaar komt voor beleggingen.

3.2.1 EMU-schuld¹⁾



— Nederland — Duitsland — Ierland — Italië — Portugal — Griekenland²⁾

Bron: Eurostat.

¹⁾ Conform ESR 2010. Cijfers Griekenland vóór 2007 conform ESR 1995.

²⁾ In 2011 werd de schuld van de Griekse overheid aan de private sector voor de helft kwijtgescholden.

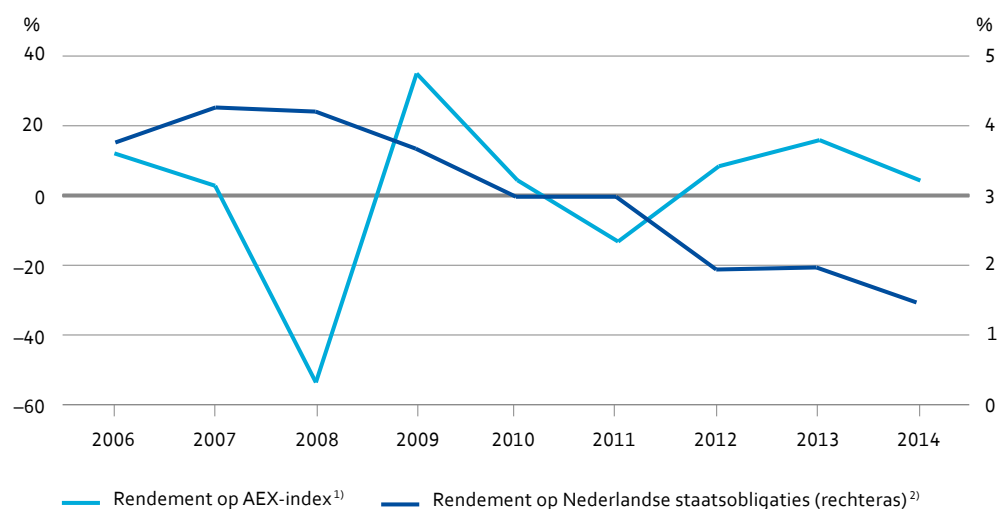
⁶⁾ Zie Egert (2010) en Laubach (2009).

⁷⁾ Zie Haugh et al. (2009) en Turner en Spinelli (2012).

4. Andere beleggingsvormen

Een eerste bepalende factor voor de vraag naar obligaties is de ontwikkeling van de vraag naar andere beleggingsvormen. Beleggers verdelen hun vermogen over verschillende categorieën om zo hun risico te spreiden en een optimaal rendement te behalen. Doorgaans wordt in de volgende categorieën belegd: spaargeld, obligaties, grondstoffen, vastgoed en aandelen. Tot de laagst renderende en veiligste stukken horen storting op een deposito- of een spaarrekening en obligaties. Vandaag de dag is niet alleen het rendement op staatsobligaties laag, ook de spaarrente is bijzonder laag. In de categorie veilige beleggingen hebben staatsobligaties (uit betrouwbaar geachte landen) op dit moment dus weinig concurrentie. Ook het rendement op grondstoffen en vastgoed, iets risicovollere beleggingsvormen, staat momenteel onder druk. Omdat het aanbod van met name aardolie niet wordt aangepast aan de verminderde vraag dalen de grondstoffenprijzen en in elk geval met Nederlands vastgoed gaat het al vanaf het begin van de kredietcrisis slecht: oorzaak hiervan is het vastlopen van de markt voor koopwoningen, leegstand in kantoren en winkelpanden, en grote verliezen op grootschalige bouwprojecten. Blijven over de aandelen. Hieruit spreekt wél een heel ander beeld. Vanaf 2011 lopen de aandelenrendementen op. Terwijl het rendement op Nederlandse staatsobligaties daalde, steeg dat op aandelen dus fors: op de AEX bijvoorbeeld werd tussen 2012 en 2014 bijna 25 procent rendement behaald. Maar de vraag naar staatsobligaties had hier schijnbaar niet onder te lijden.

4.1 AEX-index en rendement op Nederlandse staatsobligaties



Bron: DNB.

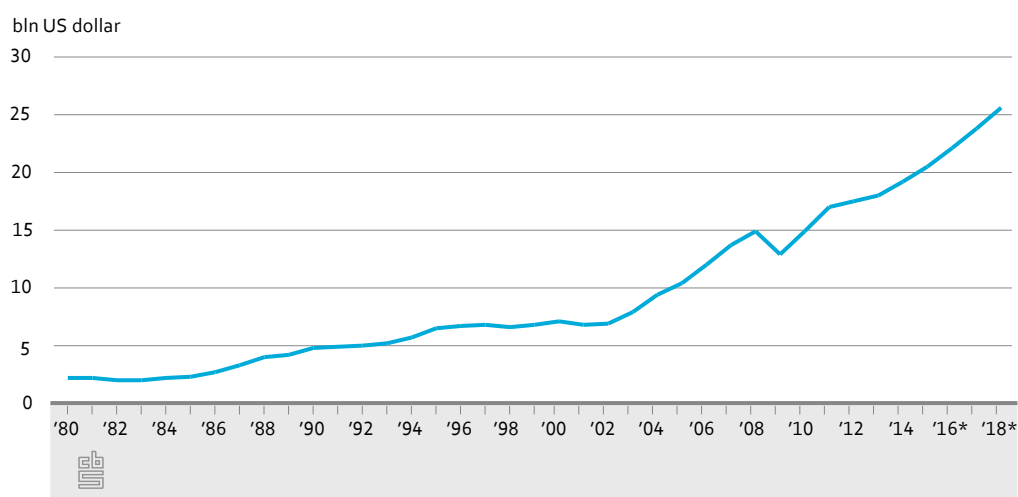
¹⁾ Ultimo-jaarstanden.

²⁾ Jaargemiddelden tienjaars obligaties.

5. Het beschikbare geld voor beleggingen

Een tweede bepalende factor voor de vraag naar staatsobligaties is de ontwikkeling van de hoeveelheid geld die jaarlijks beschikbaar komt om te beleggen. Een goede indicatie hiervoor geven de nationale besparingen. Deze weerspiegelen wat er van de inkomsten in een economie overblijft na aftrek van de (consumptieve) bestedingen. Wat hiervan vervolgens na aftrek van rente en aflossing nog overblijft, kan worden geïnvesteerd of worden belegd. De betekenis van ‘beleggen’ moet hier heel ruim genomen worden: ook geld dat per saldo toegevoegd wordt aan een rekening courant moet in deze context gezien worden als een belegging.

5.1 Wereldwijde besparingen¹⁾



Bron: IMF, World Economic Outlook Database, Oktober 2013.

¹⁾ Bruto nationale besparingen. Cijfers vanaf 2015 zijn ramingen.

De wereldwijde besparingen vielen in 2008 en 2009 terug tot 22,7 procent van het bbp en zijn sindsdien aan het stijgen. De terugval was een hapering in een stijgende trend die gaande is vanaf 2003. In 2014 kwamen de besparingen volgens een schatting van het Internationaal Monetair Fonds (IMF) uit op 25,5 procent, het hoogste niveau sinds het begin van de reeks in 1980.⁸⁾ De stijging van de wereldwijde besparingen is het gevolg van de voortdurende stijging van de besparingen van opkomende economieën als China en olie-exporterende landen. Ook de ontwikkelde economieën blijven besparen, al liggen de besparingen als percentage van het bbp hier op een constant niveau. De sterke absolute stijging van de wereldwijde besparingen is duidelijk te zien in figuur 5.1. Vooral de opkomst van China is hierbij de drijvende kracht. Dat land is inmiddels goed voor bijna een kwart van de wereldwijde besparingen. De VS en Japan zijn samen goed voor nog een kwart. Uiteraard worden niet alle besparingen belegd. In Nederland en veel andere Europese landen geldt dat de besparingen

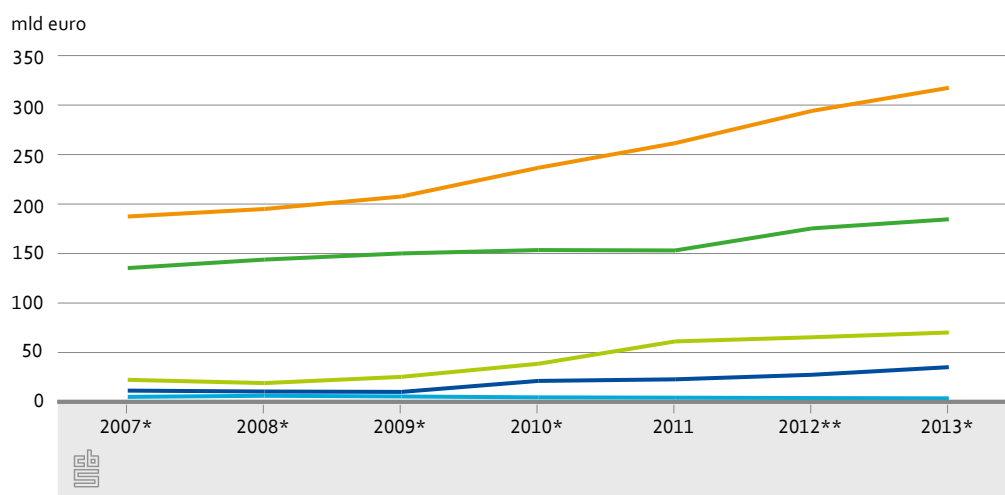
⁸⁾ IMF (2013).

voor een substantiële deel dan vóór de crisis worden aangewend voor schuldsanering. De investeringen liggen daarentegen op een laag peil, wat mede samenhangt met de huidige economische situatie. Ook de door de FED en de centrale bank van Japan gehanteerde en de door de ECB aangekondigde verruiming van de geldhoeveelheid door het opkopen van staatsobligaties draagt bij aan een verhoging van de vraag naar beleggingen.

6. De houders van staatsobligaties

De populariteit van de staatsobligaties lift dus mee met de algemene stijging van de hoeveelheid belegd geld. Maar gezien het veel beter renderen van aandelen ten opzichte van staatsobligaties in de voorbije paar jaar moet er ook sprake zijn van een toegenomen specifieke behoefte aan veilige beleggingen. Wie zijn nu eigenlijk de kopers van obligaties? In figuur 6.1 wordt het verloop geschetst van het bezit van Nederlandse staatsobligaties naar sector. Hieruit blijkt dat zowel Nederlandse pensioenfondsen, verzekeraars en banken als buitenlandse partijen de laatste jaren grote hoeveelheden Nederlandse staatsobligaties hebben aangeschaft. Huishoudens trekken zich uit deze markt terug, maar hun aandeel was al klein.⁹⁾ De groei van het obligatiebezit van Nederlandse pensioenfondsen, verzekeraars en banken was zelfs zo groot dat het aandeel buitenslands bezit is afgenomen van 74 procent in 2008 naar 59 procent in 2013. Het aandeel van Nederlandse pensioenfondsen steeg het sterkst: van 12 naar 23 procent. Ook het aandeel van Nederlandse banken steeg substantieel: van 8 naar 12 procent.

6.1 Bezit Nederlandse staatsobligaties naar eigenaar¹⁾



— Huishoudens
 — Banken
 — Pensioenfondsen en verzekeraars
 — Buitenland
 — Totaal langlopende schuldbewijzen

Bron: CBS.

¹⁾ Nominale waarde.

⁹⁾ Hierover publiceerde het CBS al eerder, zie CBS (2014).

We zien dus dat Nederlandse banken en vooral pensioenfondsen de laatste jaren veel extra staatsobligaties hebben aangekocht. De aantrekkelijkheid van staatsobligaties ligt voor hen in het lage risicoprofiel. Om hun risico binnen veilige en vastgestelde grenzen te houden, beleggen pensioenfondsen ongeveer een derde van hun vermogen in staatsobligaties. Ook banken streven naar meer zekerheid in hun beleggingen. Mede door toegenomen solvabiliteitseisen als reactie op de kredietcrisis streven ze naar een groter pakket aan veilige beleggingen, zie verder.

Over de buitenlandse partijen die Nederlandse staatsobligaties in bezit hebben, hebben wij geen nadere informatie. Voor de hand ligt echter te veronderstellen dat deze partijen veelal onder de financiële sector vallen. Wat de pensioenfondsen betreft, de meeste landen kennen geen vergelijkbaar pensioenstelsel als in Nederland, maar dit betekent niet dat er elders niet voor de oude dag wordt belegd, waarbij een bepaalde zekerheid wordt nagestreefd. Voor banken is de situatie helder. Alle banken in de westerse wereld zijn sinds het uitbreken van de kredietcrisis onderworpen aan strengere normen. In november 2011 conformeerden vertegenwoordigers van centrale banken en financiële toezichthouders van de 27 grootste economieën ter wereld zich namelijk aan het zogeheten Basel III-akkoord. Dit betekende onder meer dat banken een kleiner pakket aan risicovolle beleggingen en leningen uit mochten hebben staan. De conclusie dat met name dit heeft gezorgd voor een grotere vraag naar risicoarme staatsobligaties ligt voor de hand. Verder is onder meer China waarschijnlijk bezig een deel van de jaarlijks gerealiseerde besparingen waardevast te beleggen.

Zoals al een paar keer aangestipt staan we aan de vooravond van een groot opkoopprogramma. De ECB gaat in de periode maart 2015 tot en met september 2016 voor 1,14 biljoen euro aan staatsobligaties uit eurolanden kopen. Het eigendom van staatsobligaties in de eurozone zal als gevolg hiervan verplaatsen van banken en beleggers naar de ECB en nationale centrale banken. Dit zal een mogelijk inflatoir effect hebben en mogelijk de economie stimuleren. Het geldt dat bij de verkoop van de staatsobligaties vrijkomt zal immers elders worden belegd of uitgeleend en zo aangewend kunnen worden voor investeringen.

Voor de ontwikkeling van de rendementen kan het opkoopprogramma een keerpunt betekenen. Door een stijgende inflatie, een groeiende economie en niet in de laatste plaats een gestegen vertrouwen kunnen de financiële markten hogere rendementen gaan afdwingen. Hier staat tegenover dat de staatsobligaties door de opkoopacties van de ECB schaarser zullen worden, terwijl de externe vraag naar veilige beleggingen niet opeens is gezakt. Nederlandse banken hebben al verklaard hun staatsobligaties voorlopig niet te verkopen.¹⁰⁾ Daarbij komt ten slotte dat de aankondiging van de ECB van het opkoopprogramma op 22 januari jongstleden niet onverwacht kwam. Veel beleggers hebben hier waarschijnlijk al op geanticipeerd, al viel de omvang van het programma volgens de financiële pers groter uit dan verwacht. In de huidige rendementen zitten de verwachtingen van het opkoopprogramma waarschijnlijk voor een deel al verdisconteerd.

¹⁰⁾ Het Financieel Dagblad, *Nederlandse banken verkopen hun staatsobligaties nog niet*, 23 januari, 2015.

7. Conclusie

De Nederlandse staatsschuld is sinds het uitbreken van de kredietcrisis fors opgelopen, maar dit leidde niet tot een navenante stijging van de rentelasten van de Nederlandse overheid. Door de grote belangstelling voor Nederlandse (naast onder meer Duitse) staatsobligaties konden staatsobligaties worden uitgegeven tegen een steeds lagere couponrente en hogere uitgiftekoers. Hierdoor werd het rendement op Nederlandse staatsobligaties steeds lager. Leek de populariteit van staatsobligaties uit onder meer Nederland en Duitsland aanvankelijk hand in hand te gaan met de impopulariteit van die uit risicovol geachte landen als Griekenland en Portugal, de laatste jaren is duidelijk geworden dat er een structureel hogere behoefte is aan staatsobligaties in het algemeen, en die van landen als Nederland en Duitsland in het bijzonder.

Die hogere behoefte hangt allereerst samen met stijgende internationale besparingen: het besparende geld dat na rente en aflossing overblijft, moet ergens heen. Daarbij doen een aantal alternatieve beleggingen zoals spaardepots, grondstoffen en vastgoed het momenteel slecht. Aandelen doen het wel goed, maar er is naast aandelen veel behoefte aan meer risicoarme beleggingen. Dit enerzijds omdat alle beleggers een breed pakket aan beleggingen hanteren, en anderzijds omdat sommige groepen beleggers zoals banken en pensioenfondsen genoodzaakt zijn om de hoeveelheid risicovrije beleggingen op hun balans te vergroten. Het aangekondigde opkopen van staatsobligaties uit de eurozone door de ECB kan door het inflatoire effect en de mogelijke opleving van de economie een stuwend effect hebben op de rendementen. Zeker is dit niet, omdat de schaarste aan veilige staatsobligaties zal toenemen en de strengere normen voor met name banken zullen aanhouden. Daarbij was de afkondiging van het opkoopprogramma lang verwacht en heeft deze zijn schaduw over de financiële markten al vooruit geworpen.

Literatuur

CBS (2014), *Huishoudens trekken zich terug uit de obligatiemarkt*, CBS Webmagazine, 24 december 2014.

Eurostat (2015), *Survey of Professional Forecasters*, 2015-I.

Egert, B. (2010), *Fiscal policy reaction to the cycle in the OECD: Pro- or counter-cyclical?*, OECD Economics Department Working Papers, Nr. 763.

Haugh, D., P. Ollivaud en D. Turner (2009), *What drives sovereign risk premiums? An analysis of recent evidence from the euro area*, OECD Economics Department Working Papers, Nr. 718.

Jansen, Floris, en Arjan Neef (2014), *Historisch lage rentelasten voor de overheid in 2013*, CBS, Webmagazine, 14 mei 2014.

Laubach, T. (2009), *New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt*, Journal of the European Economic Association, Vol. 7.

Turner, David en Francesca Spinelli (2012), *Interest-rate-growth differentials and government debt dynamics*, OECD Journal: Economic Studies, Vol. 2012/1.

Verklaring van tekens

.	Gegevens ontbreken
*	Voorlopig cijfer
**	Nader voorlopig cijfer
x	Geheim
–	Nihil
–	(Indien voorkomend tussen twee getallen) tot en met
0 (0,0)	Het getal is kleiner dan de helft van de gekozen eenheid
Niets (blank)	Een cijfer kan op logische gronden niet voorkomen
2014–2015	2014 tot en met 2015
2014/2015	Het gemiddelde over de jaren 2014 tot en met 2015
2014/'15	Oogstjaar, boekjaar, schooljaar enz., beginnend in 2014 en eindigend in 2015
2012/'13–2014/'15	Oogstjaar, boekjaar, enz., 2012/'13 tot en met 2014/'15

In geval van afronding kan het voorkomen dat het weergegeven totaal niet overeenstemt met de som van de getallen.

Colofon

Uitgever

Centraal Bureau voor de Statistiek
Henri Faasdreef 312, 2492 JP Den Haag
www.cbs.nl

Prepress

Studio BCO, Den Haag

Ontwerp

Edenspiekermann

Inlichtingen

Tel. 088 570 70 70, fax 070 337 59 94
Via contactformulier: www.cbs.nl/infoservice

© Centraal Bureau voor de Statistiek, Den Haag/Heerlen, 2015.
Verveelvoudigen is toegestaan, mits het CBS als bron wordt vermeld.