



**De Nederlandse economie**

# **Groei netto extern vermogen grotendeels door toename pensioenvermogen**

**2016 | 01**

**Wouter Jonkers**

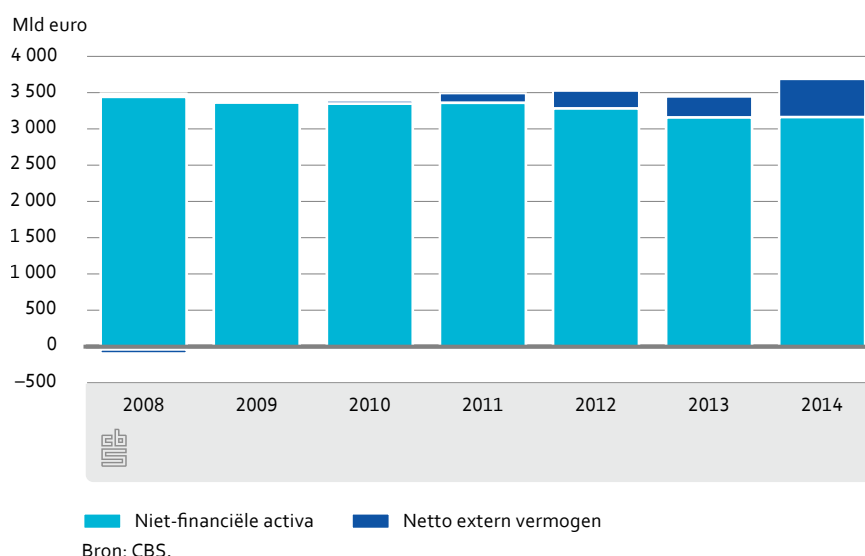
Het netto extern vermogen van Nederland is het hoogst van Europa. Geen enkel ander land heeft, in verhouding tot de grootte van de economie, een hoger saldo aan financiële bezittingen. De meeste andere landen kennen zelfs een negatief saldo. Ook Nederland kende tot de kredietcrisis een negatief saldo, ondanks een structureel jaarlijks overschot op de lopende rekening. Dat het Nederlands netto extern vermogen na 2008 zo hard is gegroeid kwam in eerste instantie door hoge investeringen in het buitenland en na 2011 vooral door een grote toename van de pensioenvermogens.

## 1. Inleiding

De financiële crisis was aanleiding tot het initiëren van verbeteringen op het terrein van economische en financiële statistieken. Een belangrijke ontwikkeling in dit opzicht is het zogenaamde 'G20 Data Gaps Initiative' waarin de ministers van financiën en centrale bankdirecteuren via het IMF aandroegen op het opvullen van bestaande lacunes in economische en financiële statistieken. Zo was er behoefte aan meer inzicht in de financiële verwevenheid van binnenlandse sectoren onderling en met het buitenland.

Als antwoord op deze behoefte heeft CBS op 24 februari 2016 de matrices van de financiële rekeningen en balansen (*the flow of funds tables*) gepubliceerd. Hiermee kan per activum worden bepaald hoeveel vorderingen (en schulden) een bepaalde sector heeft op een andere sector of het buitenland. Er is bijvoorbeeld in terug te vinden voor welk bedrag pensioenfondsen aan schuldbewijzen (zoals obligaties en geldmarktpapier) uitgegeven door Nederlandse bedrijven, de Nederlandse overheid en buitenlandse partijen bezitten. Met deze zogenaamde van-wie-aan-wie matrices is CBS in staat vanuit meerdere invalshoeken de ontwikkelingen van het nationaal vermogen te belichten.

### 1.1 Het nationaal vermogen van Nederland



Het netto nationaal vermogen is tussen 2008 en 2014 met 292 miljard euro toegenomen. Met andere woorden, het gemiddelde netto vermogen per inwoner is in deze periode met ruim 12 duizend euro toegenomen. Dit netto vermogen bestaat uit niet-financiële bezittingen (activa) en het saldo van financiële vorderingen en schulden ten opzichte van het buitenland, oftewel het netto extern vermogen. De toename van het netto nationaal vermogen komt in de periode 2008–2014 volledig voor rekening van de veranderingen in het extern vermogen, aangezien de waarde van niet-financiële bezittingen tussen 2008 en 2014 juist is afgenomen door dalende onroerendgoedprijzen, de misère op de woningmarkt en terugvallende investeringen. In dezelfde periode is het netto extern vermogen met maar liefst 571 miljard euro toegenomen. Eind 2008 was dit vermogen nog negatief (–48 miljard euro), terwijl eind 2014 netto voor ruim 523 miljard euro op de balans stond. Dit nam in de eerste drie kwartalen van 2015 verder toe naar 568 miljard euro.

In de volgende paragraaf van dit artikel wordt kort teruggeblikt op eerdere discussies over het Nederlandse spaaroverschot en de invloed daarvan op het extern vermogen. Vervolgens wordt een korte toelichting gegeven op de van-wie-aan-wie matrices en wordt ingegaan op de nieuwe inzichten in de ontwikkeling van het netto extern vermogen die deze matrices bieden. Ten slotte wordt ingezoomd op de invloed van de pensioenopbouw op het Nederlandse netto externe vermogen, waarna het artikel wordt afgesloten met een internationale vergelijking.

---

## De betekenis van het netto extern vermogen

Het netto extern vermogen staat gelijk aan de waarde van de financiële bezittingen en vorderingen van Nederlandse burgers, bedrijven en overheid in/op het buitenland verminderd met de financiële bezittingen en vorderingen van buitenlanders in/op Nederland. Bij financiële bezittingen en schulden moet bijvoorbeeld gedacht worden aan leningen, aandelen en obligaties.

Het netto extern vermogen geeft inzicht in de totale vermogenspositie van een land. Als het externe vermogen sterk negatief is, dan is een land vaak kwetsbaar. Landen met een sterk negatief extern vermogen worden immers geconfronteerd met langdurige rentebetalingen, aflossingen en/of winstuitkeringen aan het buitenland. Dit kan een negatief effect hebben op de binnenlandse economie omdat minder bronnen beschikbaar zijn voor investeringen en andere bestedingen. De Europese Commissie heeft het netto extern vermogen daarom opgenomen in het macro-economisch scorebord dat wordt gebruikt om te beoordelen of er in een land sprake is van macro-economische onevenwichtigheden. De Commissie hanteert voor het netto extern vermogen als ondergrens –35 procent van het bbp.<sup>1)</sup> Komt een land onder deze grens, dan kan het worden verplicht maatregelen te nemen. Er wordt voor het netto extern vermogen geen bovengrens gehanteerd. Nederland kent op dit moment een hoog extern vermogen. Maar wat zegt dit eigenlijk over de staat van de Nederlandse economie?

<sup>1)</sup> De Europese Commissie kijkt naar het saldo op de lopende rekening en het netto extern vermogen uit de betalingsbalansstatistieken van De Nederlandsche Bank. Dit cijfer wijkt af van het netto extern vermogen in de nationale rekeningen van het CBS door methodologische verschillen, verschillende revisiemomenten en het gebruik van ander bronmateriaal. Recentelijk is de samenwerking tussen het CBS en De Nederlandsche Bank geïntensiveerd met als doel volledig geharmoniseerde nationale rekeningen en betalingsbalans. Volgens beide statistieken is er sprake van een flinke toename van het netto extern vermogen sinds 2008.

Een hoog extern vermogen moet allereerst niet worden verward met de 'rijkdom' van een land. Het gaat namelijk puur om de financiële positie van een land ten opzichte van het buitenland, waarbij geen rekening wordt gehouden met binnenlands opgebouwd vermogen. Zo telt het door huishoudens opgebouwde pensioenvermogen dat pensioenfondsen in Nederland beleggen niet mee in het netto extern vermogen, omdat hierbij geen sprake is van grensoverschrijdende vorderingen of schulden. Daarnaast heeft een goed presterende Nederlandse aandelenbeurs een negatief effect op het netto extern vermogen. Dit komt doordat Nederlandse aandelen in handen van buitenlanders als Nederlandse schuld aan het buitenland worden gezien. Hoe hoger de AEX, hoe groter de schuld van Nederlandse bedrijven aan het buitenland. Ook hier geldt: aandelen van Nederlandse bedrijven in handen van Nederlands ingezetenen tellen niet mee bij de berekening van het netto extern vermogen. Maar aangezien bij aandelen het risico ligt bij de eigenaar en niet zozeer bij degenen die aandelen uitgeeft, is het de vraag of Nederland wel slechter wordt van een goed presterende Nederlandse aandelenbeurs.

Bovenstaande voorbeelden tonen aan dat het weinig zin heeft om alleen naar de hoogte van het extern vermogen te kijken zonder een uitgebreide analyse van de onderliggende oorzaken. In dit artikel wordt gepoogd deze analyse te geven met behulp van de nieuwe door CBS uitgebrachte van-wie-aan-wie matrices.

---

## 2. Het saldo op de lopende rekening en het netto extern vermogen

Het saldo op de lopende rekening geeft de inkomsten van een land uit het buitenland weer in een bepaalde periode, minus de bestedingen die gedaan worden in het buitenland in diezelfde periode. Een positief saldo op de lopende rekening betekent dat een land meer verdient dan het besteedt en heeft logischerwijs een gunstige invloed op de hoogte van het extern vermogen. Nederland heeft al decennialang een overschot op de lopende rekening; Nederlandse burgers, bedrijven en de Nederlandse overheid samen besteden dus minder in het buitenland dan ze aan inkomsten uit het buitenland krijgen. Het overschot is ook hoger dan de bovengrens van 6 procent van het bbp die de Europese Commissie heeft gesteld in het kader van de macro-economische onevenwichtighedenprocedure.

Het hoge en aanhoudende Nederlandse overschot op de lopende rekening is in de afgelopen jaren door diverse auteurs onderzocht. Kieft (2010) concludeerde dat het overschot op de lopende rekening voor een groot deel te danken is aan besparingen van het bedrijfsleven: de niet-financiële vennootschappen kenden fors meer inkomsten uit het buitenland dan

uitgaven.<sup>2)</sup> Volgens Leering en Schotten (2012) wordt dit spaaroverschot veroorzaakt door enerzijds hoge besparingen en anderzijds lage binnenlandse investeringen. De hoge besparingen komen volgens hen ten eerste doordat de dividenden en ingehouden winsten die bedrijven ontvangen uit dochterondernemingen en deelnemingen in het buitenland sinds begin jaren negentig structureel zijn toegenomen. Met de internationalisering van het bedrijfsleven hebben relatief veel multinationals zich in Nederland gevestigd, vaak met hun hoofdkantoor. Winsten van dochterondernemingen kunnen als dividend worden overgemaakt aan de Nederlandse moederonderneming of als ingehouden winsten worden geboekt. In beide gevallen voegt dit besparingen toe. Ten tweede zijn de besparingen gestegen door lagere belastingen en sociale premies na de eeuwwisseling. En tot slot zouden ook de lagere netto rentebetalingen na de eeuwwisseling bijgedragen hebben aan de stijgende besparingen.<sup>3)</sup>

Ook Eggelte, Hillebrand, Kooiman en Schotten (2014) hebben uitvoerig onderzoek verricht naar het spaaroverschot, onder meer door te kijken naar de rol van multinationals.<sup>4)</sup> Zij kwamen tot de conclusie dat het overschot op de lopende rekening niet eenvoudigweg kan worden gezien als een weerspiegeling van onderbesteding. Multinationals spelen immers een steeds grotere rol bij de besparingen van bedrijven. Overigens signaleerden Eggelte, Hillebrand, Kooiman en Schotten ook dat het spaarsaldo van de huishoudens na de kredietcrisis is toegenomen, wat onder meer samenhangt met de afname van de investeringen in woningen.

De groei van het netto extern vermogen wordt echter niet alleen veroorzaakt door het positieve saldo op de lopende rekening. Behalve het saldo op de lopende rekening hebben vooral valutaschommelingen en koersveranderingen van financiële instrumenten als aandelen, obligaties en deelnemingen invloed op de hoogte van het netto externe vermogen. Zo had Nederland in 2008, ondanks decennia van overschotten op de lopende rekening, nog een negatief netto extern vermogen. Volgens Boonstra (2008) kwam dit voor een belangrijk deel door wisselkoersontwikkelingen. De gulden was in de aanloop naar de invoering van de euro een sterke munt en ook de euro apprecieerde vanaf de introductie in 1999 tot de uitbraak van de kredietcrisis ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Dit had een negatief effect op de waarde van het bezit in het buitenland, uitgedrukt in euro's. Daarnaast speelde het zogenaamde 'prestatie-effect' volgens Boonstra een rol: buitenlandse beleggers haalden hogere rendementen op beleggingen in Nederland dan Nederlandse beleggers op buitenlandse effecten. De AEX presteerde namelijk beter dan de meeste buitenlandse beurzen. Op deze manier kon het netto extern vermogen negatief zijn terwijl het saldo op de lopende rekening al decennialang positief was.

---

## Voorbeeld van de wisselwerking tussen het saldo op de lopende rekening en het netto extern vermogen

Een Nederlands bedrijf voert voor 100 miljoen euro goederen in en voert deze, na een kleine kosteloze bewerking, voor 200 miljoen weer uit. Op dat moment wordt er op de lopende rekening een plus van 100 miljoen geregistreerd. Het verschil van 100 miljoen belegt het

<sup>2)</sup> Kieft (2010).

<sup>3)</sup> Leering en Schotten (2012).

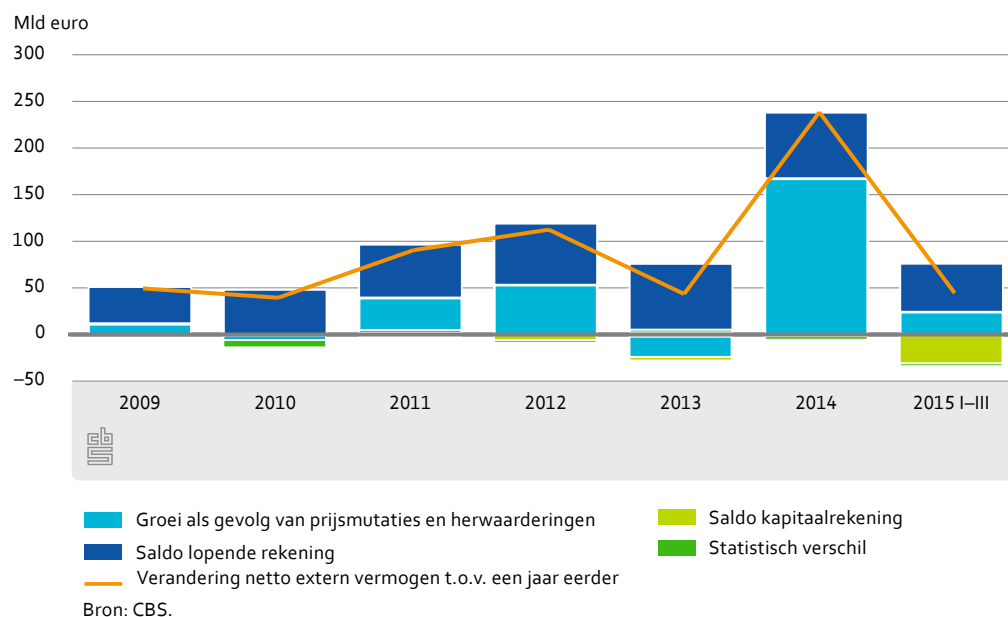
<sup>4)</sup> Eggelte, Hillebrand, Kooiman en Schotten (2014).

bedrijf in buitenlandse aandelen, waardoor het netto extern vermogen met 100 miljoen toeneemt. Een jaar later zijn de aandelen die het bedrijf gekocht heeft 200 miljoen euro waard. Het bedrijf besluit de helft te verkopen voor 100 miljoen en dat geld te gebruiken om goederen in te voeren. Op de lopende rekening van de betalingsbalans verschijnt nu een min van 100 miljoen. Over twee jaar bekeken is het saldo op de lopende rekening nul, maar heeft het bedrijf wel een extern vermogen opgebouwd van 100 miljoen euro, in de vorm van buitenlandse aandelen.

De verschillende factoren voor de groei van het netto extern vermogen na 2008 worden gekwantificeerd in figuur 2.1. Hieruit blijkt dat naast het overschot op de lopende rekening ook prijsmutaties en herwaarderingen een rol hebben gespeeld bij de toename van het netto extern vermogen, vooral in 2012 en 2014. Deels komt dit door het zogenaamde valuta-effect. Sinds het begin van de kredietcrisis deprecieerde de euro ten opzichte van de meeste andere valuta's. Zo was in juli 2008 een Amerikaanse dollar 0,63 euro waard, tegen 0,89 euro eind september 2015. Hierdoor steeg de waarde in euro's van Nederlandse bezittingen in het buitenland. Daarnaast speelde tussen 2012 en eind 2014 de koersontwikkeling van onder meer aandelen een rol: de MSCI World Index deed het in die periode gemiddeld iets beter dan de AEX. De waarde van buitenlandse activa in Nederlandse handen nam hierdoor sneller toe dan die van Nederlandse activa in buitenlandse handen.

Met behulp van de nieuwe door het CBS gepubliceerde van wie-aan-wie matrices kan worden bepaald welke Nederlandse sectoren koerswinsten hebben behaald. Dat blijkt vooral te gaan om verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsinstellingen. Een nadere analyse volgt in de hierop volgende paragrafen.

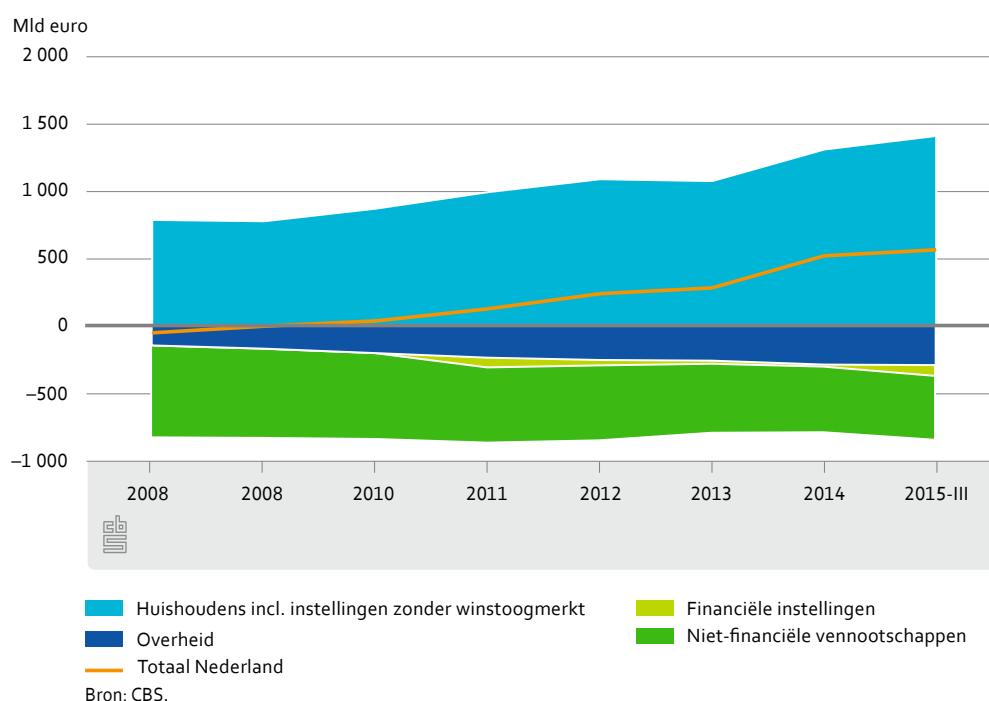
## 2.1 Groei netto extern vermogen



### 3. Het financieel vermogen per sector

Het netto extern vermogen kan worden opgesplitst in financiële vermogenssaldi per sector. Hierdoor wordt het netto vermogen van elke sector ten opzichte van de overige sectoren en het buitenland inzichtelijk. De groei van het netto extern vermogen is vooral terug te vinden bij de niet-financiële vennootschappen en de huishoudens. De toename van het financieel vermogenssaldo van de niet-financiële vennootschappen komt vooral door de eerder genoemde besparingen van het bedrijfsleven.

#### 3.1 Het financieel vermogenssaldo per sector

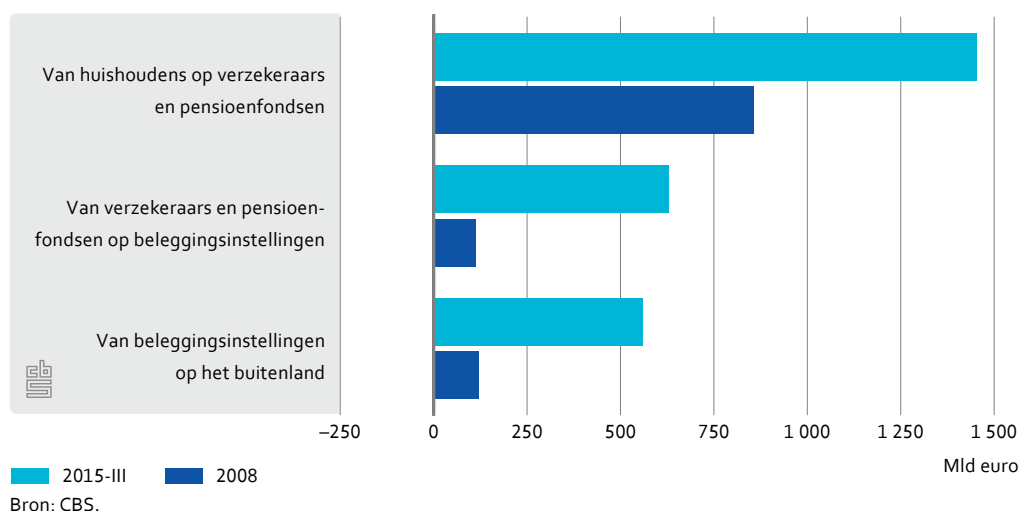


Om de groei van het financieel vermogenssaldo van de huishoudens beter te duiden, is het zinvol om de verandering van balansposities tussen de verschillende sectoren in kaart te brengen. In grafiek 3.2 zijn de grootste veranderingen in netto posities (m.a.w. de activa minus de passiva) in de periode van eind 2008 tot eind september 2015 weergegeven. De huishoudens hebben vooral hun aanspraken op verzekeraars en pensioenfondsen zien toenemen. Dit komt vooral door de sterk gedaalde kapitaalmarktrente en de hieraan gekoppelde rekenrente die voor pensioenfondsen geldt. Hoe lager de rente, hoe kleiner de disconteringsvoet en hoe hoger de huidige waarde van de pensioenaanspraken.

Verzekeraars en pensioenfondsen hebben op hun beurt hun aanspraken op beleggingsinstellingen zien groeien. Van de beleggingsinstellingen namen de aanspraken op het buitenland weer fors toe. Overigens zijn de directe beleggingen van pensioenfondsen in het buitenland ook toegenomen. Op deze ontwikkelingen wordt nader ingegaan in paragraaf 4,

waarbij de relaties van de verschillende Nederlandse sectoren met het buitenland centraal staan.

### 3.2 Enkele netto vorderingen van de ene sector op de andere



## 4. Ontwikkeling financiële activa en passiva: van wie naar wie?

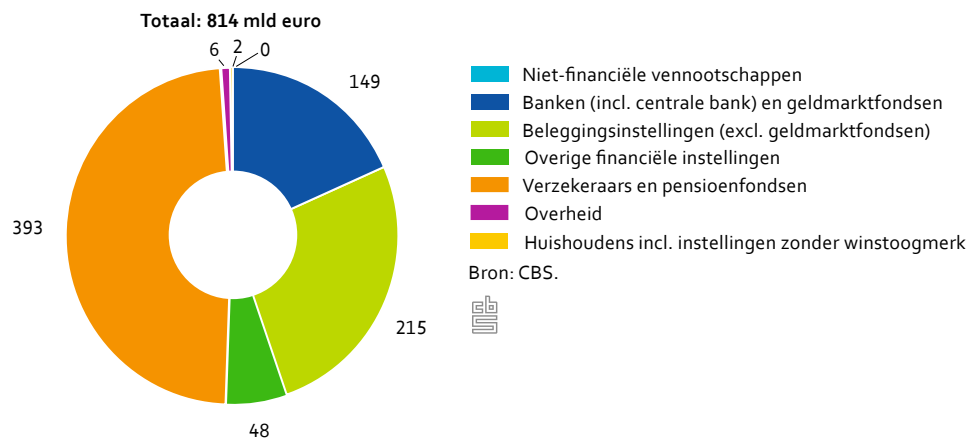
Om een beter inzicht te geven in de groei van de aanspraken van verzekeraars en pensioenfondsen op beleggingsinstellingen en die van de aanspraken van beleggingsinstellingen op het buitenland, worden in deze paragraaf de matrices van de belangrijkste financiële activa in bezit van deze sectoren tegen het licht gehouden. Het gaat om de schuldbewijzen, de beursgenoteerde aandelen en de participaties in beleggingsfondsen. In deze paragraaf wordt per activum bekeken hoe bezittingen en schulden van de Nederlandse sectoren zich verhouden tot het buitenland.

### 4.1 Schuldbewijzen

Buitenlandse partijen bezaten eind september 2015 voor 1 396 miljard euro aan Nederlandse schuldbewijzen, zoals obligaties, schatkistpapier en pandbrieven. De Nederlandse sectoren hadden toen tezamen voor 814 miljard euro aan buitenlandse schuldbewijzen in bezit. Hiervan was het grootste deel in handen van verzekeraars en pensioenfondsen (samen 393 miljard euro), beleggingsinstellingen (215 miljard) en banken (149 miljard). In vergelijking met andere Europese landen is vooral het obligatiebezit van pensioenfondsen erg hoog. Dit komt doordat de aanvullende pensioenen in Nederland gebaseerd zijn op een kapitaaldekkingsstelsel, wat betekent dat de tijdens de werkzame periode betaalde pensioenpremies worden belegd en dat na pensionering het pensioeninkomen wordt betaald uit de belegde middelen. In de meeste andere Europese landen is het pensioenstelsel in grote



#### 4.1.1 Buitenlandse schuldbewijzen in handen van Nederlandse sectoren, eind september 2015, mld euro



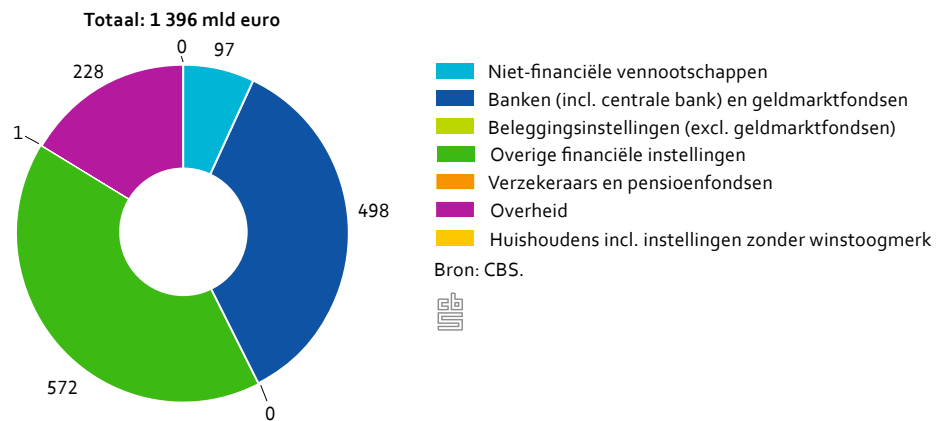
mate gebaseerd op omslag waarbij de premieontvangsten in een jaar dienen ter financiering van de pensioenuitkeringen in datzelfde jaar. Als gevolg van het kapitaaldeckingsstelsel is er in Nederland een groot pensioenvermogen opgebouwd, dat onder meer in schuldbewijzen en aandelen is belegd. Ook het bezit van beleggingsinstellingen hangt hier voor een belangrijk deel mee samen; pensioenfondsen investeren namelijk een aanzienlijk deel van hun geld in beleggingsinstellingen, die op hun beurt weer in schuldbewijzen of aandelen beleggen.

Ondanks het aanzienlijke buitenlandse pensioenvermogen bezit het buitenland meer Nederlands schuld papier dan andersom. Dit komt niet alleen doordat buitenlandse partijen een aanzienlijk deel (228 miljard euro) van de Nederlandse staatsobligaties in handen hebben, maar ook doordat ze voor nog grotere bedragen aan schuldbewijzen uitgegeven door Nederlandse financiële instellingen bezitten. Eind september 2015 ging het om bijna 1,1 biljoen euro, voornamelijk uitgegeven door Nederlandse banken en overige financiële instellingen.<sup>5)</sup>

Het grote bedrag dat buitenlandse partijen aan schuldbewijzen van overige financiële instellingen bezitten, betreft grotendeels obligaties uitgegeven door de zogenaamde bijzondere financiële instellingen (onder meer brievenbusmaatschappijen) en special purpose vehicles. Deze instellingen hebben soms als taak om voor een moederonderneming geld aan te trekken op de kapitaalmarkt. Hierdoor hebben deze instellingen grote bedragen aan obligaties aan de passivakant van hun balans staan. Daarnaast hebben deze instellingen overigens grote bedragen aan leningen en niet-beursgenoteerde aandelen aan de passivakant, en aan de activakant vooral leningen aan moederbedrijven en niet-beursgenoteerde aandelen. Zowel het aantal bijzondere financiële instellingen als de omvang van hun balansen zijn sinds de eeuwwisseling gegroeid. Omdat bijzondere financiële instellingen veel meer schuldbewijzen aan de passiefkant van hun balans hebben staan dan aan de actiefkant, heeft deze groei een neerwaarts effect gehad op het saldo schuldbewijzen.

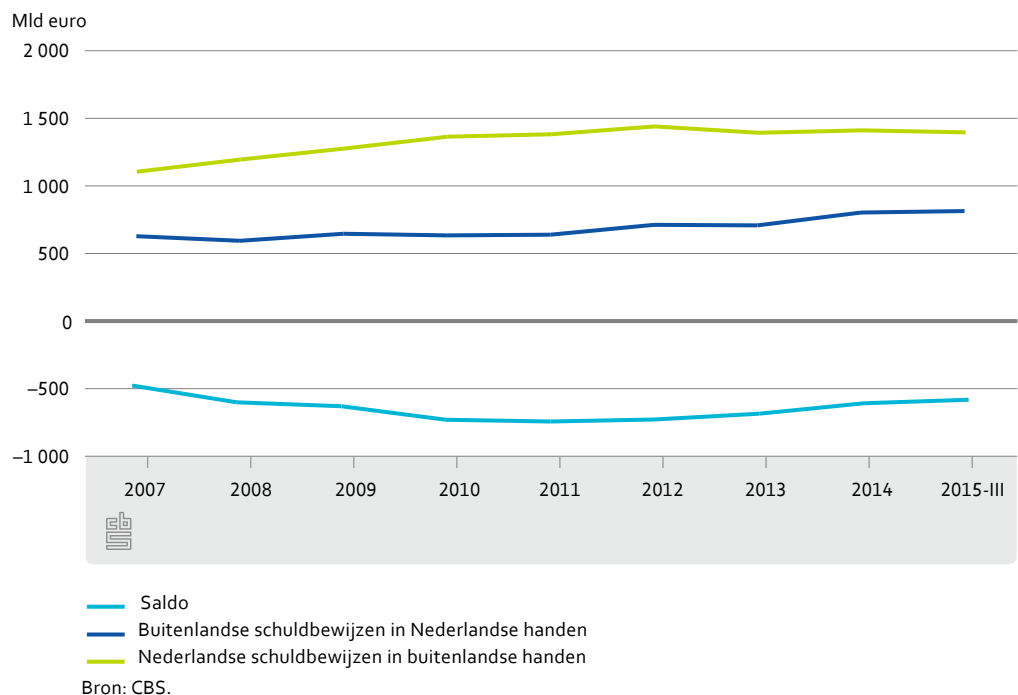
<sup>5)</sup> Naast bijzondere financiële instellingen zijn ook onder meer special purpose vehicles, creditcardorganisaties, assurantietussenpersonen, een deel van de waarborgfondsen, pensioenadviesbureaus, bedrijven op het gebied van krediet- en hypotheekbemiddeling, en andere financiële intermediairs dan verzekeraars en pensioenfondsen opgenomen onder de overige financiële instellingen.

#### 4.1.2 Nederlandse schuldbewijzen per sector, in buitenlandse handen, eind september 2015, mld euro



Vanaf het moment dat de kredietcrisis uitbrak is de kapitaalmarktrente vrijwel onafgebroken gedaald, waardoor de koersen van obligaties stegen. Verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsinstellingen boekten samen in de gehele periode van eind 2008 tot eind september 2015 voor bijna 114 miljard aan koerswinst op hun schuldbewijzen. De koersstijgingen van door Nederlandse sectoren uitgegeven schuldbewijzen zorgden ervoor dat de koersstijgingen een beperkt positief effect hadden op het saldo schuldbewijzen.

#### 4.1.3 Schuldbewijzen

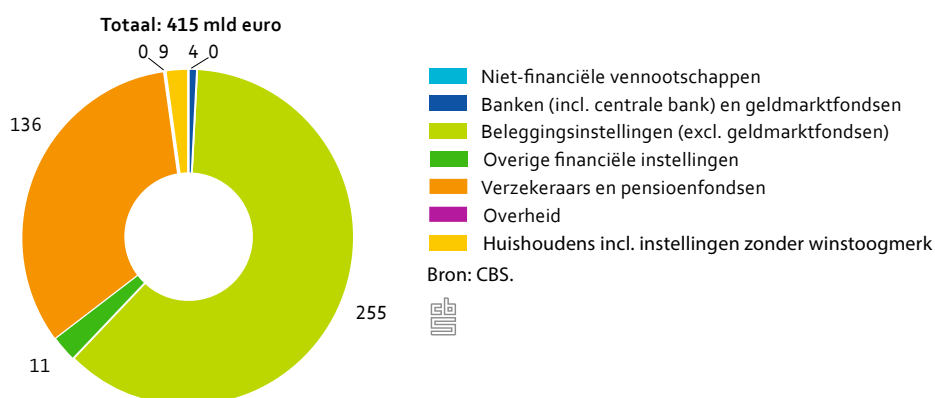


Behalve koersveranderingen hebben ook transacties invloed op het saldo schuldbewijzen. Nederlandse partijen hebben sinds eind 2008 per saldo voor 114 miljard aan buitenlandse schuldbewijzen gekocht en buitenlandse partijen voor 108 miljard aan Nederlandse. De aankopen door Nederlandse partijen werden vooral gedaan door pensioenfondsen, verzekeraars en beleggingsinstellingen. Door de rentedalingen namen de pensioenverplichtingen van levensverzekeraars en pensioenfondsen toe, waardoor deze instellingen grotere pensioenvermogens moesten opbouwen. Dit deden zij bijvoorbeeld door premies te verhogen of uitkeringen te verlagen of te bevriezen. Een deel van de extra investeringen werd gedaan in schuldbewijzen. In de jaren 2009, 2010 en 2011 verkochten verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsinstellingen per saldo nog voor 11 miljard euro aan buitenlandse schuldbewijzen. Tussen 2012 en eind september 2015 werd er per saldo voor ruim 120 miljard euro aan buitenlandse schuldbewijzen aangeschaft.

## 4.2 Beursgenoteerde aandelen

Nederlandse partijen hadden eind september 2015 voor 415 miljard euro aan buitenlandse beursgenoteerde aandelen in bezit en buitenlandse partijen voor 436 miljard euro aan Nederlandse aandelen. Vooral beleggingsinstellingen, verzekeraars en pensioenfondsen bezitten buitenlandse beursgenoteerde aandelen. Na een forse afname in 2008 tijdens de kredietcrisis is de waarde van dit aandelenbezit fors toegenomen. Vooral de waarde van aandelen in bezit van beleggingsinstellingen is veel hoger dan eind 2008. Dit komt grotendeels doordat enkele grote pensioenfondsen in 2009 beleggingsinstellingen hebben opgericht, en via die beleggingsinstellingen zijn gaan beleggen. Daarnaast nam in dezelfde periode ook de waarde van beursgenoteerde aandelen in handen van pensioenfondsen zelf toe. De aandelen van pensioenfondsen in beleggingsfondsen worden overigens niet onder de post 'beursgenoteerde aandelen' geregistreerd, maar onder de post 'participaties in beleggingsinstellingen', zie volgende paragraaf.

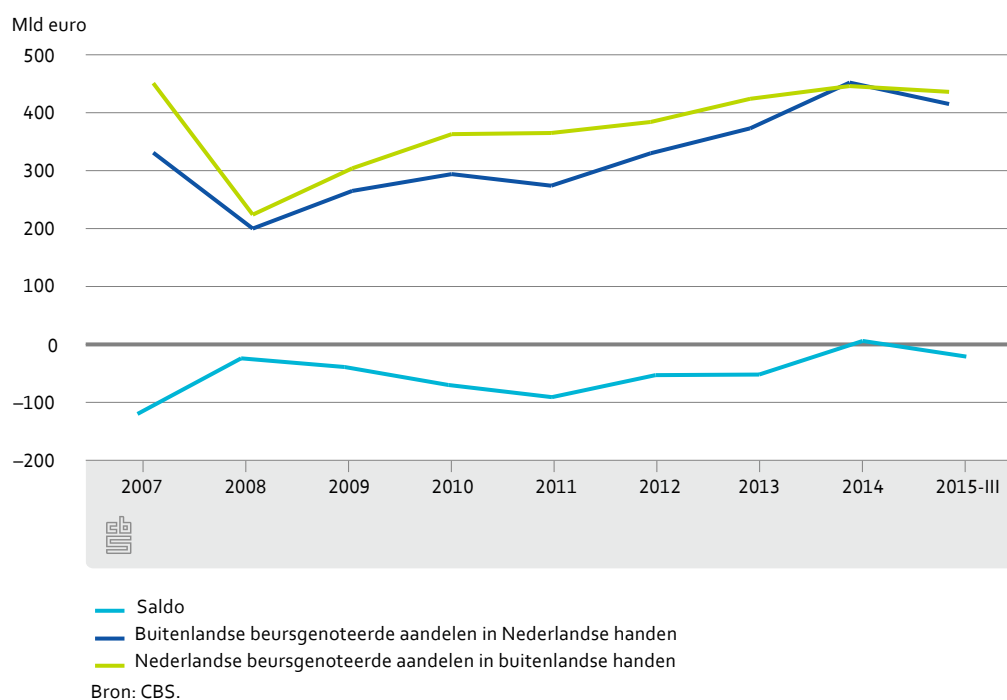
### 4.2.1 Buitenlandse beursgenoteerde aandelen in Nederlandse handen, eind september 2015, mld euro



Buitenlandse partijen bezitten vrijwel uitsluitend aandelen in Nederlandse niet-financiële vennootschappen en overige financiële instellingen. Eind september 2015 ging het om 226 respectievelijk 210 miljard euro.

Ten opzichte van eind 2008 is de toename van de Nederlandse beursgenoteerde aandelen in buitenlandse handen ongeveer even groot als die van buitenlandse beursgenoteerde aandelen in Nederlandse handen. Het saldo is dus weinig veranderd. In 2009, 2010 en 2011 werd het saldo steeds negatiever, maar van 2012 tot en met 2014 nam de waarde van de buitenlandse aandelen in Nederlandse handen sneller toe dan die van de Nederlandse aandelen in buitenlandse handen. In tegenstelling tot bij de schuldbewijzen komt deze toename nauwelijks door een positief saldo van aan- en verkopen van verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsinstellingen; vanaf 2012 kochten deze sectoren voor slechts 7 miljard euro meer aan buitenlandse beursgenoteerde aandelen dan zij verkochten. De toename kan daarom vooral worden toegeschreven aan de gestegen buitenlandse beurskoersen en de depreciatie van de euro. Overigens nam de waarde van buitenlandse aandelen in Nederlandse handen in de eerste drie kwartalen van 2015 weer iets af, deels door verkopen en deels door koersverliezen.

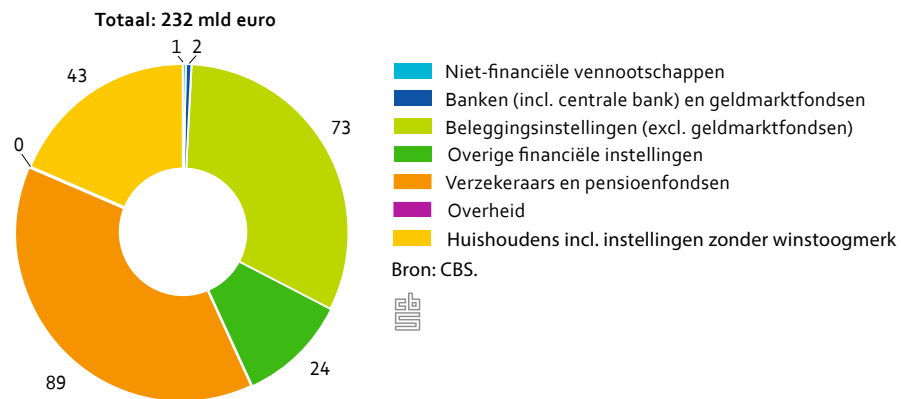
#### 4.2.2 Beursgenoteerde aandelen



#### 4.3 Participaties in beleggingsinstellingen

Buitenlandse partijen bezaten eind september 2015 voor 14 miljard euro aan aandelen in Nederlandse beleggingsinstellingen. Dat is veel minder dan de bijna 232 miljard euro aan aandelen in buitenlandse beleggingsinstellingen die de Nederlandse sectoren samen in bezit hadden. Verzekeraars, pensioenfondsen en Nederlandse beleggingsinstellingen bezitten de grootste bedragen aan participaties in buitenlandse beleggingsinstellingen.

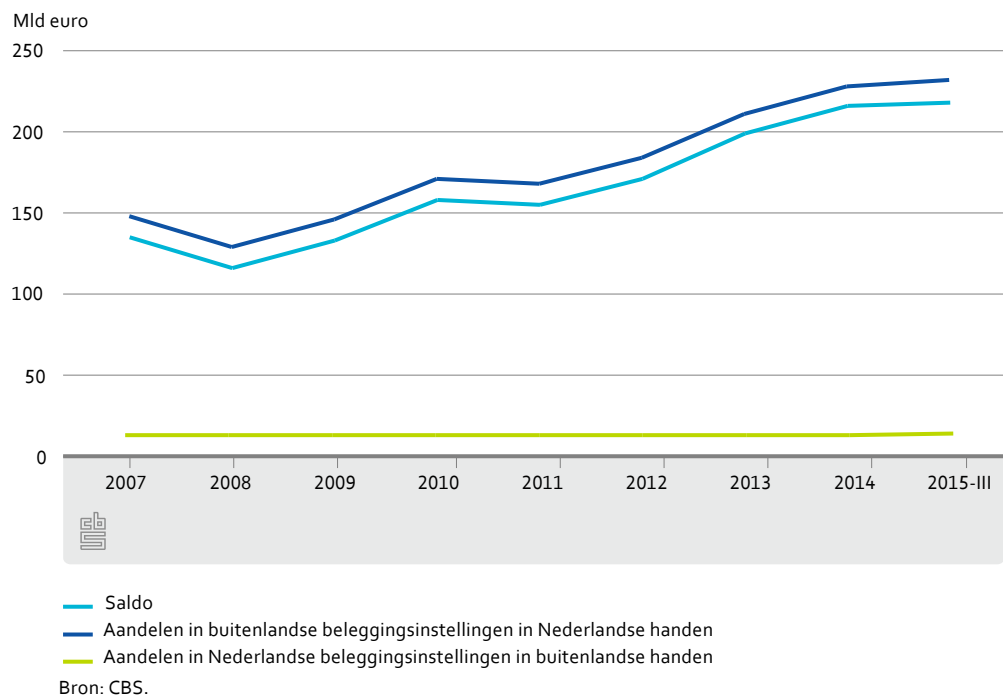
### 4.3.1 Aandelen in buitenlandse beleggingsinstellingen in handen van Nederlandse sectoren, eind september 2015, mld euro



Met name Nederlandse beleggingsinstellingen bezitten veel meer participaties in buitenlandse beleggingsinstellingen dan eind 2008. Dat komt, net als bij de beursgenoteerde aandelen, grotendeels doordat pensioenfondsen meer via deze instellingen zijn gaan beleggen. Ook de waarde van aandelen van huishoudens in buitenlandse beleggingsinstellingen is aanzienlijk toegenomen. Dit kan bijvoorbeeld via een beleggingsrekening bij een Nederlandse bank.

De toename van het bezit van Nederlandse ingezetenen in participaties in buitenlandse beleggingsinstellingen komt grotendeels door koerswinsten (80 miljard) en voor een klein deel door een positief saldo van aan- en verkopen (23 miljard). Deze stijging heeft duidelijk bijgedragen aan de toename van het netto extern vermogen.

### 4.3.2 Aandelen in beleggingsinstellingen

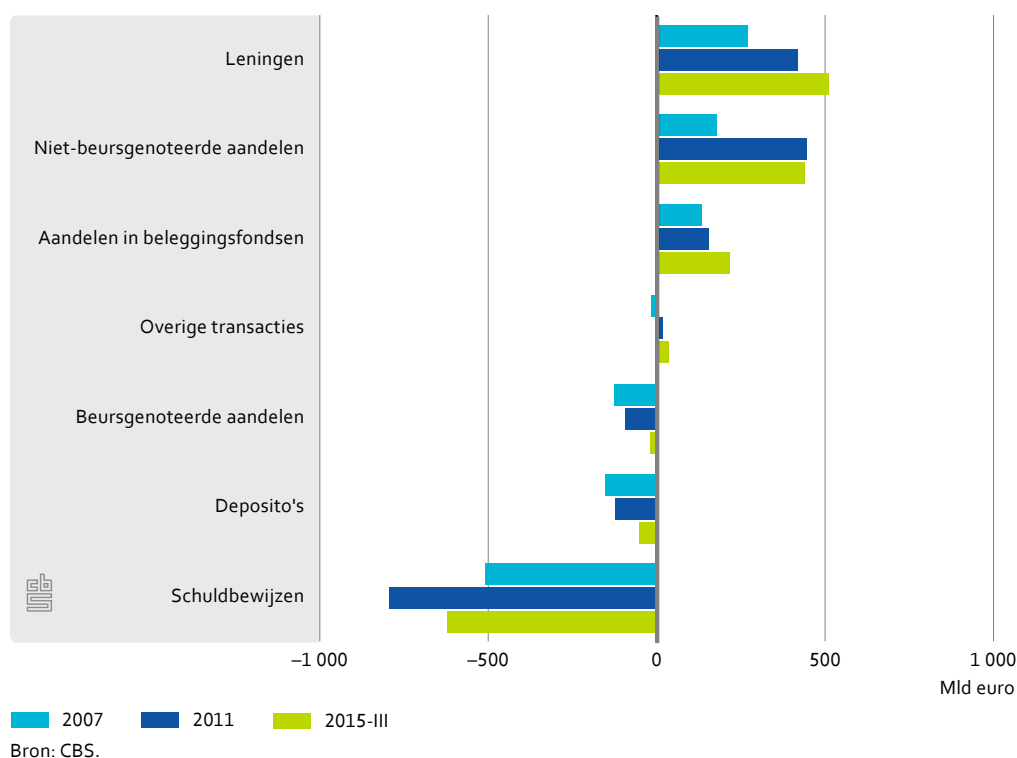


## 4.4 Overzicht saldi van alle financiële balansposten

Als we in grafiek 4.4.1 kijken naar de saldi van de andere financiële balansposten, zien we dat tussen 2007 en 2011 de niet-beursgenoteerde aandelen sterk positief hebben bijgedragen aan de groei van het netto extern vermogen.<sup>6)</sup> De groei van het saldo niet-beursgenoteerde aandelen hangt vooral samen met de besparingen van het bedrijfsleven. Deze werden onder andere gebruikt voor directe investeringen in het buitenland. Na 2011 veranderde dit saldo echter nauwelijks meer.

Gedurende de hele periode 2007–2015 is het saldo van de leningen sterk toegenomen. Dit kan deels worden toegeschreven aan de banken, maar vooral ook aan de overige financiële instellingen. Tegenover deze toename van het saldo leningen bij de overige financiële instellingen staat echter ook een verslechterd saldo schuldbewijzen bij deze sector. Hierdoor heeft deze sector per saldo geen invloed gehad op de toename van het netto extern vermogen. Dat het saldo schuldbewijzen na 2011 tóch verbeterde, komt door de aankopen en koerswinsten van verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsinstellingen. De saldi van aandelen in beleggingsfondsen en beursgenoteerde aandelen zijn vooral na 2011 toegenomen. Deze toename komt, zoals reeds besproken, grotendeels op het conto van beleggingsinstellingen, verzekeraars en pensioenfondsen.

### 4.4.1 Financiële balanssaldi Nederland

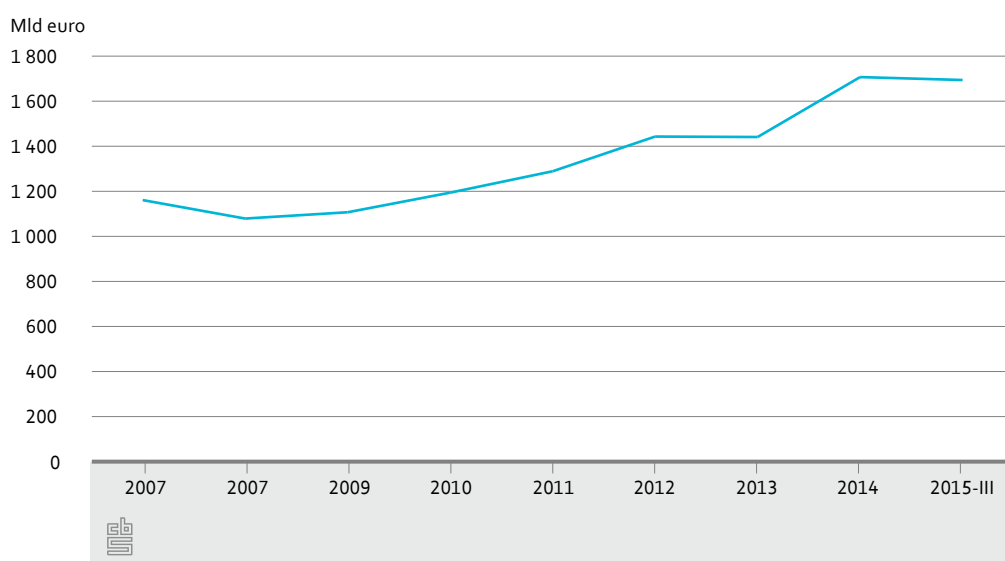


<sup>6)</sup> De post 'overige transacties' in grafiek 4.4.1 betreft het monetair goud, de bijzondere trekkingsrechten, het chartaal geld, de overige deelnemingen, de financiële derivaten, de verzekeringstechnische voorzieningen, de handelskredieten en de overige transitorische posten.

## 5. Het pensioensysteem en het netto extern vermogen

Uit de voorgaande paragraaf blijkt dat de waarde van aandelen in buitenlandse beleggingsinstellingen, de waarde van buitenlandse schuldbewijzen en de waarde van buitenlandse beursgenoteerde aandelen in Nederlandse handen fors zijn toegenomen. Deze buitenlandse financiële activa zijn grotendeels in het bezit van verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsinstellingen. De participaties in Nederlandse beleggingsinstellingen zijn daarnaast grotendeels in bezit van verzekeraars en pensioenfondsen. Hierdoor kan worden geconcludeerd dat de toename van het pensioenvermogen een belangrijke oorzaak is van de groei van het netto extern vermogen sinds eind 2008. De totale waarde van de financiële bezittingen van verzekeraars en pensioenfondsen was eind september 2015 ruim 615 miljard euro hoger dan eind 2008. Dit is inclusief de binnenlandse financiële bezittingen.

### 5.1 Totale financiële activa verzekeraars en pensioenfondsen



Bron: CBS.

Voor pensioenvoorzieningen op basis van kapitaaldekking en Defined Benefit<sup>7)</sup> geldt dat toekomstige verplichtingen (pensioenuitkeringen) van pensioenfondsen aan hun deelnemers worden geschat op basis van onder meer de gemiddelde levensverwachting.

<sup>7)</sup> Pensioenen gebaseerd op kapitaaldekking kunnen opgesplitst worden in Defined Benefit- en Defined Contribution-regelingen. Defined Benefit-regelingen zijn pensioenregelingen waarbij de uitkering van tevoren vastligt. Aan de andere kant van het spectrum bevinden zich de Defined Contribution-regelingen, waarbij de uitkering afhankelijk is van het rendement op de beleggingen. In Nederland is slechts een klein deel van de pensioenregelingen een Defined Contribution-regeling. Verschillende tussenvormen zijn in opkomst.

Om vervolgens te bepalen hoeveel vermogen pensioenfondsen nu moeten aanhouden om aan de toekomstige verplichtingen te kunnen voldoen, wordt onder meer gebruik gemaakt van rekenrentevoeten. Hoe lager deze rentevoet, hoe hoger het huidige pensioenvermogen moet zijn om aan de toekomstige verplichtingen te kunnen voldoen.

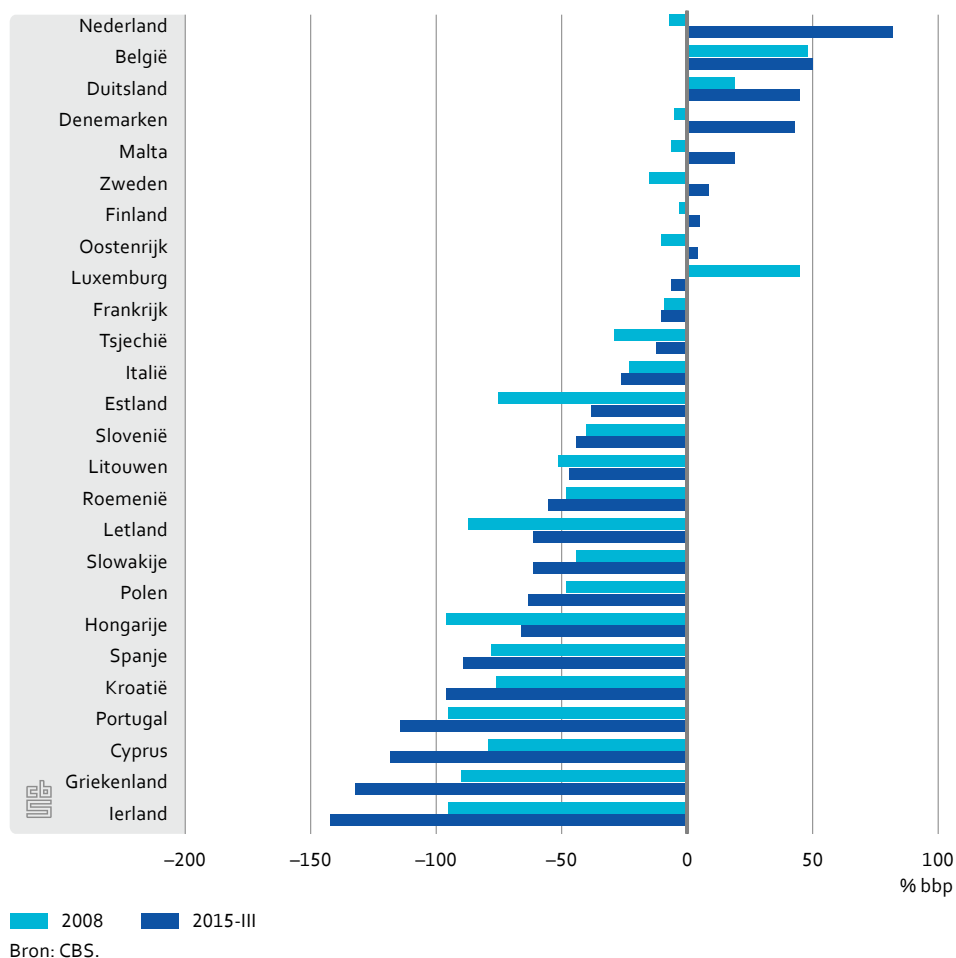
Sinds de uitbraak van de kredietcrisis is de marktrente en daarmee de wettelijk verplichte rekenrente van de fondsen vrijwel onafgebroken gedaald. Om aan de toekomstige verplichtingen te kunnen blijven voldoen, moesten pensioenfondsen hier steeds grotere vermogens tegenover stellen. Voor een groot deel kon dit worden bereikt doordat door de gedaalde rente de obligatiekoersen stegen, doordat door het depreciëren van de euro buitenlandse beleggingen meer waard werden, en, tot slot, doordat de aandelenkoersen van het voorjaar van 2009 tot 2015 per saldo stegen. Daarnaast werden pensioenpremies verhoogd en stegen de uitkeringen niet mee met de inflatie of werden ze zelfs gekort. Omdat pensioenfondsen een aanzienlijk deel van hun kapitaal in het buitenland beleggen en zij nauwelijks financiële verplichtingen aan het buitenland hebben, had deze groei van het pensioenvermogen een duidelijk positief effect op het netto extern vermogen.

## 6. Internationale vergelijking

Medio 2015 had Nederland met ruim 82 procent het hoogste netto extern vermogen als percentage van het bbp van de Europese Unie. Het is ook een van de weinige landen dat een negatief netto extern vermogen na 2008 wist om te buigen naar een sterk positief vermogen. Alleen de ontwikkeling van het Deens netto extern vermogen vertoont nog enige gelijkenissen met dat van Nederland. Ook daar werd een negatief extern vermogen omgebogen naar een sterk positief vermogen. Ook in Denemarken worden de aanvullende werknemerspensioenen via een kapitaaldeckingsstelsel gefinancierd. Wel betreft het in Denemarken veelal Defined Contribution-regelingen. Daarnaast heeft Denemarken weliswaar de Deense kroon als betaalmiddel, maar is deze wel gekoppeld aan de euro. De daling van de euro-dollar koers had de laatste jaren in Denemarken dus net als in Nederland ook een opwaarts effect op het netto extern vermogen.



## 6.1 Netto extern vermogen



## 7. Conclusies

Sinds de uitbraak van de kredietcrisis is het nationaal vermogen toegenomen, wat geheel op het conto komt van het netto extern vermogen. De groei van het netto extern vermogen komt deels door een overschot op de lopende rekening, maar ook deels door koersmutaties.

Het verhaal achter de ontwikkeling van het netto extern vermogen is een ingewikkelde puzzel, waarbij het saldo op de lopende rekening, wisselkoersen, aandelenkoersen, rentestanden en de toename van het pensioenvermogen een rol spelen. De van-wie-aan-wie matrices uit de sectorrekeningen helpen om meer inzicht te krijgen in deze puzzel.

In de jaren pal na de kredietcrisis kwam de toename van het netto extern vermogen vooral door het overschot op de lopende rekening, dat vooral samenhangt met besparingen van het bedrijfsleven. Daarna is de groei van het externe vermogen van pensioenfondsen, verzekeraars en beleggingsinstellingen steeds belangrijker geworden. Eind september 2015 was de waarde van de beursgenoteerde aandelen, de aandelen in beleggingsinstellingen en de schuldbewijzen in het buitenland van verzekeraars, pensioenfondsen en beleggings-

instellingen tezamen 482 miljard euro hoger dan eind 2008. Het netto extern vermogen nam in dezelfde periode toe met 616 miljard euro. De toename van de waarde van deze buitenlandse financiële activa van verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsinstellingen komt voor ongeveer drie kwart door koersmutaties als gevolg van de gedaalde euro-dollar koers en de gestegen aandelen- en obligatiekoersen, en voor ongeveer een kwart door een positief saldo van aan- en verkopen.

De nieuwe van-wie-aan-wie matrices maken al met al duidelijk dat behalve de bedrijfsbesparingen ook de inrichting van het Nederlandse pensioenstelsel een grote rol heeft gespeeld bij de groei van het netto extern vermogen sinds eind 2008.

## Literatuur

Boonstra, W.C. (2008), *De betalingsbalans en de externe vermogenspositie, over zwarte gaten, zwarte materie en goede statistieken*.

Eggelte, J., Hillebrand, R., Kooiman, T., en Schotten, G. (2014). *Het nationaal spaaroverschot ontleed*.

Kieft, J. (2010), *Nederlandse bedrijven bouwen aan financieel vermogen*. Economisch Statistische Berichten, nr. 4584.

Leering en Schotten (2012). *De puzzel van het Nederlandse spaaroverschot*. Blog op [www.mejudice.nl](http://www.mejudice.nl).

## Verklaring van tekens

Niets (blanco)	Een cijfer kan op logische gronden niet voorkomen
.	Het cijfer is onbekend, onvoldoende betrouwbaar of geheim
*	Voorlopige cijfers
**	Nader voorlopige cijfers
2015–2016	2015 tot en met 2016
2015/2016	Het gemiddelde over de jaren 2015 tot en met 2016
2015/'16	Oogstjaar, boekjaar, schooljaar enz., beginnend in 2015 en eindigend in 2016
2013/'14–2015/'16	Oogstjaar, boekjaar, enz., 2013/'14 tot en met 2015/'16

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](http://www.cbs.nl)

*Prepress*  
Studio BCO, Den Haag

*Ontwerp*  
Edenspiekermann

*Inlichtingen*  
Tel. 088 570 7070  
Via contactformulier: [www.cbs.nl/infoservice](http://www.cbs.nl/infoservice)

© Centraal Bureau voor de Statistiek, Den Haag/Heerlen/Bonaire, 2016.  
Verveelvoudigen is toegestaan, mits CBS als bron wordt vermeld.