

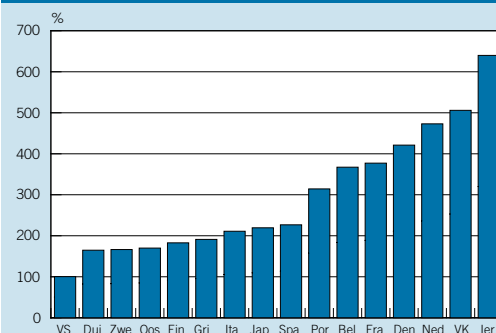
De risico's van systeembanken

Met het omvallen wereldwijd van verscheidene banken in 2008, en de dreiging daarvan, werd het probleem van systeemrelevante banken duidelijk onderstreept. Expliciete en impliciete garanties door de overheid verlagen de financieringskosten voor banken en vormen een aanmoediging voor het nemen van maatschappelijk ongewenste risico's die de soliditeit van financiële instellingen op lange termijn bedreigen. De verliezen van een systeembank komen immers uiteindelijk voor rekening van de staat. De risico's voor de overheid zijn dan ook in beginsel het grootst in landen waar de activa van banken ten opzichte van de economie aanzienlijk zijn (figuur) en waar het bankensysteem geconcentreerd is, zoals in Ierland en het Verenigd Koninkrijk, en relatief ook in Nederland.

De noodzaak tot het veiliger maken van het bancaire systeem is tot dusver vooral vertaald in maatregelen die zijn gericht op het creëren van een betere structuur om de juiste prikkels voor banken te waarborgen. Zo presenteerde de Britse Onafhankelijke Commissie voor het Banktoezicht onlangs in een interim-rapport een plan om de retail-activiteiten van banken in het Verenigd Koninkrijk af te bakenen van de overige activiteiten, die apart gekapitaliseerd zouden moeten worden. Op deze wijze bestaat er nog steeds de mogelijkheid om binnen de onderneming kapitaal te verplaatsen, op voorwaarde dat de kapitaalratio van de retail-activiteiten niet lager zijn dan een vereist minimum. Regels die zijn gericht op het corrigeren van maatschappelijk ongewenste prikkels zijn echter minder prominent. De meest vergaande maatregelen in dit opzicht komen uit de Verenigde Staten, waar de *Volcker-rule* werd geïntroduceerd. Deze stelt grenzen aan handel voor eigen rekening en beleggingen in hedgefondsen en private-

equityfondsen door depositobanken. De inherente conflicten tussen het eigen belang van de bank en dat van haar klanten die het gevolg zijn van het bundelen van deze activiteiten binnen één onderneming worden daarmee enigszins gereduceerd. De tot dusver aangekondigde maatregelen wijzen er echter op dat hervorming van de bancaire sector waarschijnlijk niet zo ver zal gaan dat deze zullen leiden tot het opbreken van banken.

Totale activa van de bancaire sector in 2009 in procenten van het bbp.



Bron: IMF Global Stability Report, april 2011

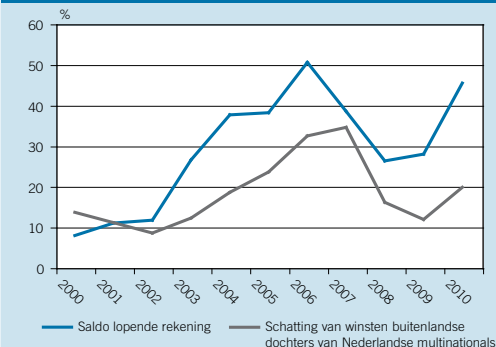
Monetaire zaken

Dividendbeleid multinationals van invloed op nationaal inkomen Nederland is een land dat veel hoofdzetels van multinationals huisvest met zowel dochters als aandeelhouders in het buitenland. De winsten van die dochters leveren vaak een grote bijdrage aan het bruto nationaal inkomen van Nederland, want van de winst wordt gewoonlijk slechts een deel als dividend uitgekeerd aan buitenlandse beleggers. Fluctuaties in de winst van buitenlandse dochters van Nederlandse multinationals hebben dan ook een aanzienlijke invloed op mutaties van het nationaal inkomen en het lopende rekeningoverschot (figuur).

Doordat dat overschot per definitie gelijk is aan het nationale spaaroverschot, zou de indruk kunnen bestaan dat Nederland rijker wordt van in het buitenland gemaakte winsten die Nederlandse multinationals niet aan het buitenland uitkeren. Dat is echter niet het geval, nog afgezien van winsten die concerns in het buitenland op hun beurt niet aan Nederlandse beleggers uitkeren.

Dividendbeleid heeft alleen op de lopende rekening effect, niet op het netto externe vermogen. Ook als winsten niet aan het buitenland worden uitgekeerd, blijven ze op het netto externe vermogen drukken, via hogere koersen van de aandelen van buitenlandse beleggers in Nederlandse multinationals. Dit illustreert nog eens dat lopende rekening en extern vermogen niet gelijk op hoeven gaan. Beide dienen in ogenschouw te worden genomen bij bijvoorbeeld het beoordelen van externe onevenwichtigheden. Lastig daarbij blijft wel dat het niet goed in te schatten is voor welk bedrag de lopende rekening jaarlijks per saldo beïnvloed wordt door het niet aan beleggers uitkeren van winst. Eind 2010 bezaten buitenlandse beleggers voor 340 miljard euro aan Nederlandse aandelen. Het Nederlandse bezit aan buitenlandse aandelen bedroeg 460 miljard euro. Afgaande op dat grotere bezit heeft Nederland waarschijnlijk meer winst niet ontvangen dan ingehouden. Het lopende rekeningoverschot kan de afgelopen jaren

Belang Nederlandse multinationals voor saldo lopende rekening.

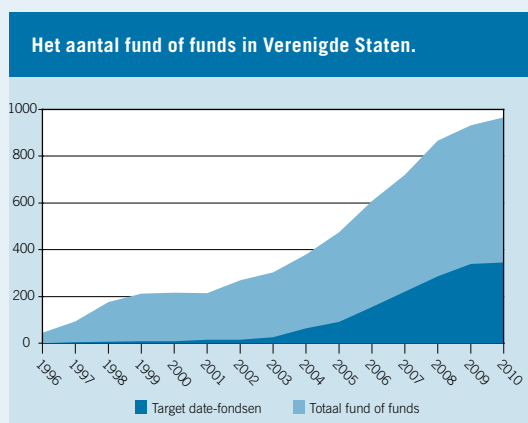


Bron: DNB

bovendien gedrukt zijn voor zover concerns in het buitenland waarin Nederlandse institutionele beleggers aandelen hebben, een groter deel van de winst niet hebben uitgekeerd. Een aanwijzing daarvoor is dat aandelen in die concerns vrijwel eenzelfde totaalrendement opleverden als Nederlandse aandelen, maar een soms maar half zo laag dividendrendement. Harde conclusies kunnen daaruit echter niet getrokken worden. Een complicerende factor vormen ook verkapte vormen van dividenduitkering zoals het inkopen van eigen aandelen door bedrijven.

Beleggingsfondsen die in beleggingsfondsen beleggen

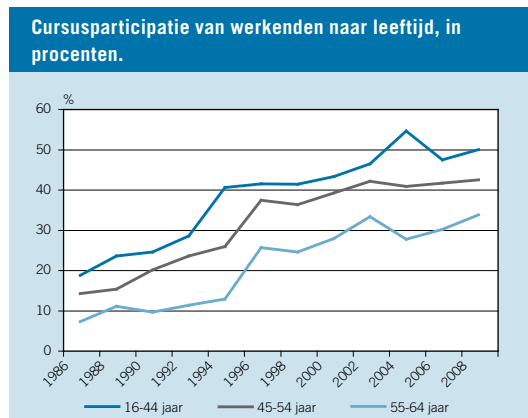
De figuur laat de toename van het aantal *fund of funds* en *target date*-fondsen zien in de Verenigde Staten over de afgelopen 15 jaar. In 2010 bestaan er in de Verenigde Staten 966 fund of funds, waarvan 345 target date-fondsen zijn. Ook in Nederland wordt volop gebruik gemaakt van dit soort fondsen, die een alternatief zijn voor traditionele



Bron: Investment Company Institute

beleggingsfondsen die rechtstreeks in aandelen of obligaties beleggen. Fund of funds beleggen niet rechtstreeks in effecten maar investeren in andere beleggingsfondsen. Het doel van beleggers hierbij is om een grotere diversificatie in de portefeuille en daarmee een grotere risicospreiding te bereiken terwijl er toch een goed rendement behaald wordt. Target date-fondsen, ook wel bekend als *lifecycle*-fondsen, zijn vaak een bijzondere variant van de fund of funds en ook deze fondsen zijn steeds meer in opkomst. Zij bouwen het risico steeds verder af door defensiever te gaan beleggen naarmate de einddatum van het fonds dichterbij komt. Bij het opbouwen van vermogen voor pensioendoelinden kan dit een beleggingsvorm zijn met een groot voordeel. Immers, een flinke waardedaling van het belegd vermogen op de pensioendatum kan langdurig vervelende gevolgen voor een belegger hebben.

Een belangrijk aandachtspunt bij beide beleggingsvormen zijn echter de kosten die in rekening worden gebracht aan de belegger. Zowel bij fund of funds als bij target date-fondsen kan de kostenstructuur substantieel hoger zijn dan bij traditionele beleggingsfondsen. De fondsen beleggen namelijk in andere fondsen waarin ook kosten in rekening worden gebracht. Dit kan het uiteindelijke rendement negatief beïnvloeden. De kosten van fund of funds zijn de afgelopen jaren wel gedaald, maar dit is voor een groot gedeelte toe te schrijven aan het feit dat de fondsen zelf zijn gaan beleggen in goedkopere fondsen, zoals indextrackers. Daarnaast zijn de beheerkosten ook enigszins verlaagd. Het blijft dus belangrijk voor beleggers om te beoordelen of de hogere kostenstructuur van een fund of fund opweegt tegen de kwaliteit die geboden wordt.



Bron: Arbeidsaanbodpanel 1986-2008

Trainingdeelname door ouderen

In de jaren negentig bereikte de arbeidsmarktparticipatie van ouderen in de leeftijdsgroep 55–64 jaar een dieptepunt. Zo bedroeg de bruto arbeidsparticipatie in 1996 28%. Tegen de achtergrond van hervormingen op het gebied van pensioenen is de arbeidsparticipatie in deze leeftijdsgroep in de afgelopen vijftien jaar flink toegenomen naar ongeveer 51% in 2010. Deze toename is gepaard gegaan met een stijging van de gemiddelde leeftijd bij uittreding. Deze ontwikkelingen doen vermoeden dat

oudere werknemers hun achterstand op het gebied van participatie in cursussen en trainingen ten opzichte van jongeren inhalen, omdat het werkzame leven waarin rendement behaald kan worden uit trainingsinvesteringen verlengd wordt. De figuur laat zien dat halverwege de jaren negentig het percentage werkenden dat in de afgelopen twee jaar een of meerdere cursussen of trainingen gevolgd heeft inderdaad gestaag is toegenomen in de leeftijdsgroep 55–64 jaar. Maar een vergelijkbare stijging heeft zich ook voorgedaan onder 16–44-jarigen en 45–55-jarigen, en de trend was niet significant verschillend. Dit betekent dat ondanks de toegenomen arbeidsparticipatie de achterstand van ouderen in termen van trainingparticipatie onveranderd is gebleven. Deze paradox kan worden verklaard door het feit dat de sterk toenemende arbeidsparticipatie in de leeftijdsgroep 55–64 jaar gepaard is gegaan met een sterke toename van het aandeel 60-plussers in de leeftijdsgroep 55–64 jaar: van ongeveer een op de vijf in de jaren 1986–1998 naar ongeveer een op de drie in 2008. Voor de 60-plussers is het einde van het werkzame leven nabij, waardoor prikkels om te investeren in het menselijk kapitaal gering zijn. De deelname aan cursussen en trainingen onder 60-plussers is inderdaad significant lager dan in de leeftijdsgroep 55–59 jaar. Ten slotte blijkt dat er geen significant verschil is in de kans dat de kosten van de cursus geheel of gedeeltelijk door de werkgever betaald worden tussen de leeftijdsgroepen 55–59 jaar en 45–54 jaar. Dit geeft aan dat de bereidheid van werkgevers om in het menselijk kapitaal van hun oudste werknemers te investeren niet minder is dan voor wat jongere werknemers.