

## Reële investeringsquote na bankencrises

INTERNATIONAAL

De investeringsquote in ontwikkelde economieën ligt op een lager niveau dan voor de crisis. In beleidsdiscussies wordt de vraag gesteld of de investeringsquote ongewoon laag is en of hiervoor een structurele oorzaak aan te wijzen is. Uit de figuur volgt echter dat de huidige lage investeringsquote niet ongewoon is in vergelijking met de investeringsquote in de nasleep van voorgaande bankencrises.

De figuur vergelijkt de recente ontwikkeling van bedrijfsinvesteringen met de ervaring na de *big five* van eerdere naoorlogse bankencrises zoals Reinhart en Rogoff die identificeren: Spanje (1977), Noorwegen (1987), Zweden (1991), Finland (1991) en Japan (1992). Zij beargumenteren dat bankencrises vaak resulteren in een lange periode van schuldafbouw en lage groei. Voor zover groei en schuldafbouw gecorreleerd zijn met investeringen, kan verwacht worden dat bankencrises tevens tot een lange periode van lage investeringen leiden.

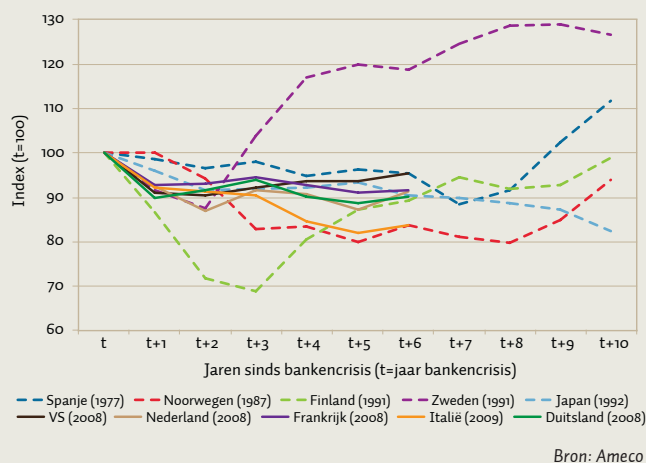
De figuur laat zien dat de reële bedrijfsinvesteringsquote in constante prijzen voor vier van deze *big five* in het decennium na de bankencrisis op een lager niveau lag dan in het jaar waarin de bankencrisis aanving. De figuur is gecorrigeerd voor investeringen in de woningbouwsector omdat deze een beperkt structureel effect op het bbp hebben. Dat verklaart het sterke herstel in Zweden. Wanneer de woningbouwsector wordt meegenomen, ligt ook de Zweedse investeringsquote in de negen jaar na de crisis op een lager niveau dan in 1991. Voor Spanje trad acht jaar na de crisis een herstel van investeringen in, samenvallend met de Spaanse toetreding tot de Europese Unie in 1986.

Uit de figuur volgt dat de ontwikkeling van reële investeringsquotes

sinds 2008 in lijn is met de ervaringen na de *big five*. Tussen landen is wel enig verschil zichtbaar. Ten opzichte van de *big five* verloopt het herstel relatief snel in de Verenigde Staten en relatief langzaam in Italië. De ontwikkeling van de reële investeringsquote in Nederland, Duitsland en Frankrijk ligt historisch gezien echter niet op een ongewoon laag niveau.

• **JORIS VAN DIJK EN JESPER HANSON** (MINISTERIE VAN FINANCIËN)

### Reële investeringsquotes ten opzichte van het pre-crisis niveau



Bron: Ameco

## De ontwikkeling van pensioenfondsbegleggingen in aandelen

MONETAIR

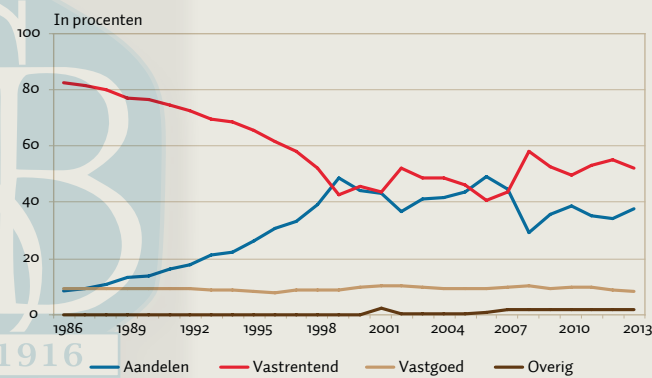
De laatste twintig jaar is het gemeengoed geworden dat aandelen een belangrijk deel van de beleggingsmix van pensioenfondsen uitmaken. Pensioenfondsen beleggen voor de lange termijn. Aandelen openen op de lange termijn in beginsel de mogelijkheid op een hoger rendement dan doorgaans op vastrentende waarden mogelijk is. Hoger rendement is belangrijk omdat pensioenfondsen hieruit de voorwaardelijke indexatie van pensioenaanspraken en -uitkeringen financieren. Vanaf 2009 schommelt de allocatie naar aandelen rond de 35 procent van hun activa.

Een substantiële allocatie van de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen naar aandelen is niet altijd vanzelfsprekend geweest. Meer dan 25 jaar geleden bedroeg het gewicht van aandelen nog slechts 8,5 procent. In die tijd lag het zwaartepunt in de beleggingsmix op vastrentende waarden. Ruim 82 procent van hun activa allocerden de pensioenfondsen in 1986 hiernaar. Dit betrof destijds vooral kredieten aan de Nederlandse overheid in de vorm van onderhandse leningen; schuldpapier vormde een minderheid. Deze allocatie is in de loop van de jaren negentig sterk gewijzigd. Door het opheffen van beperkingen op beleggingen in het buitenland en in aandelen, de integratie van financiële markten en de verzelfstandiging van het ABP zijn de fondsen meer in aandelen gaan beleggen. De hogere streefpercentages voor aandelen in beleggingsplannen van pensioenfondsen zijn daarnaast het gevolg van gestegen aandelenkoersen. Zo was de waarde van iedere in 1986 belegde 100 euro in aandelen aan het eind van 2013 380 euro waard (MSCI-index). Sinds de eeuwwisseling weerspiegelt het aandelenpercentage ook de verschillende

financiële crises, zoals het uiteenspaten van de internetluchtbel in 2000 en het uitbreken van de kredietcrisis in 2008.

Pensioenfondsen hebben hun aandelenbeleggingen meer en meer geografisch gespreid. Zo is vanaf 2006 het belang van aandelenbeleggingen buiten het eurogebied toegenomen van 57 procent tot ruim 78 procent. Dit betreft met name aandelen uit Noord-Amerika, het Verenigd Koninkrijk en Japan. Bij vastrentende waarden overheersen daarentegen beleggingen in schuldpapier uitgegeven door emittenten uit het eurogebied, met name overheden. • **DIRK VAN DER WAL** (DNB)

### Beleggingen pensioenfondsen naar klasse



Bron: DNB

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

## De Beveridgecurve voor Nederland en de VS

ARBEIDSMARKT

Reeds geruime tijd publiceert het CBS de zogenaamde Spanningsmeter Arbeidsmarkt. Dit is een grafische weergave van de spanning op de arbeidsmarkt en een variant op de veelgebruikte Beveridgecurve. De Beveridgecurve geeft het verband weer tussen het aantal werklozen en het aantal vacatures, beide gerelateerd aan de omvang van de beroepsbevolking. In de Verenigde Staten vormen maandelijkse waarnemingen een curve die convex naar de oorsprong toebuigt. De laatste tijd lijkt deze curve voor de VS zich te verplaatsen en verder van de oorsprong te liggen. Bij eenzelfde aantal vacatures is daar nu het

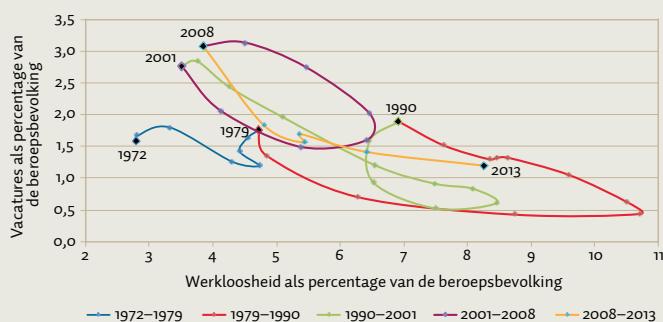
aantal werklozen groter dan voorheen. De vraag is of dat blijvend zal zijn. Een mogelijke oorzaak hiervan zou kunnen zijn dat de mismatch tussen vraag en aanbod op de arbeidsmarkt is toegenomen.

De figuur toont de Beveridgecurve voor Nederland vanaf 1972. In tegenstelling tot voor de VS is de curve voor ons land niet een gelijkmatige, bijna gladde lijn, maar beweegt deze zich in cirkels, en wel tegen de klok in. Dit komt omdat na perioden met een ruime arbeidsmarkt, dus met relatief veel werklozen en weinig vacatures, het aantal vacatures enige tijd sterker toeneemt dan dat het aantal werklozen afneemt. En na perioden met een krappe arbeidsmarkt geldt het omgekeerde. Blijkbaar werkt de arbeidsmarkt in Nederland anders dan die in de VS.

Sinds 1972 kunnen in Nederland vier volledige cycli worden onderscheiden. Elke cyclus begint en eindigt steeds in een relatief gespannen arbeidsmarkt. De term 'relatief' wordt gebruikt omdat sinds 1972 het aantal werklozen altijd groter is geweest dan het aantal vacatures.

Opvallend is dat na drie van de vier cycli de werkloosheid aan het einde van de cyclus groter is dan aan het begin ervan. Dit is een aanwijzing dat ook in Nederland de Beveridgecurve aan het verschuiven is en dat de mismatch op de arbeidsmarkt, zij het wat wisselend, toeneemt. ■ **BRUGT KAZEMIER (CBS)**

### Beveridgecurve voor Nederland, 1972–2013



Bron: CBS

## Effecten van de museumkaart

ECONOMIE EN SAMENLEVING

De museumkaart geeft gratis toegang tot de vaste collecties van circa 400 deelnemende musea. Deze musea ontvangen per bezoek van een kaarthouder een vergoeding die in 2012 65 procent van de normale toegangsprijs was. Dit betekent dat de museumkaart alleen financieel gunstig is voor musea als het aantal bezoekers door de kaart flink stijgt.

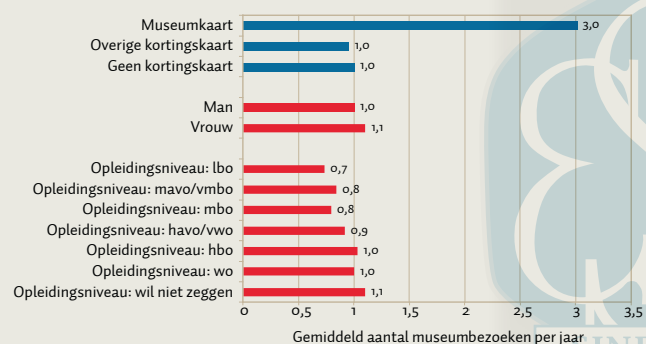
Uit een enquête blijkt dat museumkaartbezitters bijna vijf maal zo vaak een museum bezoeken als museumbezoekers zonder kaart. Museum-

kaartbezitters hebben echter waarschijnlijk sowieso een grotere geneigdheid om naar musea te gaan dan anderen. Daarom is een regressieanalyse van het bezit van de museumkaart en het aantal bezoeken uitgevoerd. Daarin zijn naast museumkaartbezit (en de duur daarvan) leeftijd, geslacht, samenstelling huishouden, woonregio, eigen opleiding, opleiding ouders, inkomen en bezit van andere kortingskaarten meegenomen. Op deze wijze wordt bijvoorbeeld gecorrigeerd voor het feit dat museumkaarthouders relatief vaak in Amsterdam wonen, waar ook het grootste aanbod van musea is.

De figuur laat het geschatte netto-effect van de museumkaart en van geslacht en opleiding zien. Kaarthouders bezoeken drie keer zo vaak een museum als zij zonder museumkaart zouden hebben gedaan. Vrouwen gaan vaker naar een museum dan mannen en hoogopgeleiden vaker dan laagopgeleiden, maar de invloed van de museumkaart is veel groter. Andere kortingskaarten zoals een CJP-pas of een stadspas hebben geen significante invloed op het museumbezoek.

Door de museumkaart hebben kaarthouders in 2012 naar schatting 3,4 miljoen extra bezoeken aan deelnemende musea gebracht. In totaal brachten zij 5,0 miljoen bezoeken aan de deelnemende musea. Hierdoor verdienen deze musea in 2012 per saldo 27 miljoen euro, deels uit vergoedingen voor museumkaartbezoekers, maar ook uit horeca en museumwinkels. De extra inkomsten slaan voornamelijk neer bij grote musea: 11 miljoen is verdiend door de 10 musea met de meeste museumkaartbezoekers. ■ **CARL KOOPMANS EN SIEMEN VAN DER WERFF (SEO ECONOMISCH ONDERZOEK)**

### Museumbezoekfrequentie naar verschillende kenmerken



Bron: SEO Economisch Onderzoek

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.