

Institutionele beleggingen en stabiliteit aandelenprijzen

Institutionele beleggers nemen wereldwijd op de aandelenmarkten een dominante positie in. Dat roept de vraag op in hoeverre hun aandelentransacties de prijzen van aandelen beïnvloeden. Grote negatieve prijseffecten zouden een ongunstige invloed hebben op (onder meer) de vermogenspositie van de betrokken instellingen. Dit zou in het bijzonder riskant kunnen zijn als de aandelenverkoop gedreven zouden zijn door dalende aandelenkoersen en slinkende buffers. De negatieve effecten zouden elkaar dan immers versterken. Dergelijke procycliciteit zou de financiële stabiliteit kunnen bedreigen en de macro-economische ontwikkelingen mogelijk ongunstig beïnvloeden. De in dit artikel gevonden prijseffecten van aandelentransacties van Nederlandse pensioenfondsen blijken echter bescheiden te zijn en lijken te klein om de aandelenkoersen wezenlijk te beïnvloeden, althans zolang andere institutionele beleggers niet tegelijkertijd ook dezelfde transacties zouden uitvoeren. Daarnaast is in de afgelopen jaren met turbulente bewegingen in de aandelenkoersen op macro-niveau niets gebleken van grootschalige verkopen van aandelen door pensioenfondsen en levensverzekeraars. Integendeel, bij de aanhoudende beursdaling van de afgelopen jaren hebben de pensioenfondsen en levensverzekeraars in Nederland per saldo fors bijgekocht. Hierdoor heeft het beleggingsgedrag van de pensioenfondsen en levensverzekeraars veeleer een stabiliserende dan verstorende invloed gehad op de aandelenprijzen. Dit artikel gaat niet in op de vraag waardoor grotere aandelenbewegingen dan wel worden veroorzaakt.

Inleiding

De wereldwijde koersdaling op de aandelenbeurzen in 2001 en 2002 heeft ertoe geleid dat de eens zo hoge buffers van de Nederlandse pensioenfondsen en levensverzekeraars de afgelopen jaren sterk zijn gedaald. Deze instellingen houden buffers aan om onverwachte risico's op te vangen, zodat zij ook onder ongunstige omstandigheden aan de pensioen- en andere verplichtingen kunnen voldoen. De omvang van de vereiste buffer hangt samen met de samenstelling van de beleggingsportefeuille, de structuur van de verplichtingen en de samenhang tussen beide. Als de aanwezige buffers onvoldoende blijken ten opzichte van de risico's, moeten pensioenfondsen en verzekeraars stappen ondernemen om de buffers geleidelijk te herstellen. Pensioenfondsen kunnen dit doen door verhoging van de pensioenpremies, (deels) af te zien van indexering van de pensioenuitkeringen aan de prijs- of looninflatie en aanpassing van het beleggingsbeleid. Zo zouden instellingen met onvoldoende buffers zich op grond van gezond risicobeheer in tijden van sterke koersdalingen genoodzaakt kunnen voelen om aandelen te verkopen, juist wanneer aandelen toch al lijden onder neerwaartse prijsdruk. Op hun beurt zouden deze verkopen de daling van de aandelenkoersen weer kunnen versterken. Het bewaken van de solvabiliteitspositie van individuele pensioenfondsen en levensverzekeraars zou aldus mogelijk procyclische effecten op de aandelenkoersen kunnen hebben. Niet alleen in Nederland maar ook wereldwijd hebben institutionele beleggers zich ontwikkeld tot beheerders van omvangrijke vermogens, die vooral zijn belegd in aandelen en obligaties. Met hun beleggingen domineren ze de financiële markten, zowel nationaal als wereldwijd. Effecten op de aandelenprijzen door verkopen van institutionele beleggers zouden van invloed zijn op de financiële stabiliteit en de macro-economische ontwikkeling. Om die redenen gaat dit artikel in op de vraag in hoeverre verkopen van institutionele beleggers de prijzen van aandelen beïnvloeden en of er eventuele risico's zijn voor financiële instabiliteit.

De economische literatuur bevat veel studies naar de prijseffecten van aandelentransacties door institutionele beleggers. Meestal wordt onderscheid gemaakt tussen tijdelijke prijseffecten, bestaande uit liquiditeitseffecten, voorraadeffecten en imperfecte substitutie, en blijvende prijseffecten, die de informatie weerspiegelen welke in een transactie vervat is. Bestaande studies hebben alle betrekking op institutionele beleggers buiten Nederland. Dit artikel presenteert onderzoek naar prijs-

effecten, waarbij gebruik kon worden gemaakt van gegevens die een belangrijk deel van de transacties van Nederlandse pensioenfondsen dekken. Het is – zowel binnen als buiten Nederland – het eerste onderzoek naar prijseffecten tengevolge van aandelenhandel door pensioenfondsen.

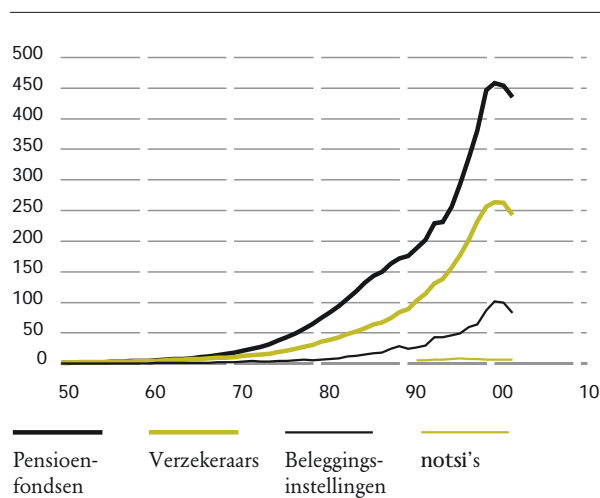
Dit artikel schetst eerst hoe institutionele beleggers de kapitaalmarkten domineren en beschrijft daarna de ontwikkelingen van de pensioenfondsen en levensverzekeraars in Nederland. Vervolgens wordt ingegaan op het schatten van de prijseffecten van institutionele transacties in aandelen. Tenslotte komt de rol van de zogenoemde rebalancing, het aanpassen van de samenstelling van de beleggingsportefeuille aan de marktontwikkelingen, aan bod en haar invloed op financiële stabiliteit.

Institutionele beleggers

Institutionele beleggers bestaan hoofdzakelijk uit pensioenfondsen, verzekeraars en beleggingsinstellingen. Daarnaast is er in Nederland een kleine restpost: de niet onder toezicht staande instellingen (notsi's). Van alle institutionele beleggers in Nederland vormen de pensioenfondsen de grootste groep met in 2002 een aandeel van 57%, gemeten naar de omvang van de beleggingen. Zij worden gevolgd door verzekeraars (32%), beleggingsinstellingen (11%) en notsi's (1%). Grafiek 1 geeft

Grafiek 1 Beleggingen van Nederlandse institutionele beleggers naar categorieën (1950-2002)

In miljarden euro's



Bron: cbs.

voor de vier groepen de ontwikkeling weer van de beleggingen tegen marktprijzen gedurende de jaren 1950-2002. De geleidelijke groei over de afgelopen decennia en de ombuiging in recente jaren zijn duidelijk te herkennen. Omdat de verplichtingen wel blijven groeien, is het effect op de dekkingsgraad overigens (nog) groter. Dit artikel richt zich voornamelijk op de pensioenfondsen en de levensverzekeraars, die samen bijna 90% van de beleggingen van institutionele beleggers beheren en waarvan het beleggingsgedrag veel gemeenschappelijke karakteristieken heeft.

Wereldwijd beheerden institutionele beleggers in 2001 een vermogen van ruim usd 34 duizend miljard, vrijwel gelijk verdeeld over verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsfondsen, met een heel klein aandeel van overige instellingen (oeso, 2004). Buiten Nederland is de positie van pensioenfondsen niet zo dominant, terwijl beleggingsfondsen een veel grotere rol spelen. Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars beheerden de afgelopen jaren rond de eur 800 miljard, 4% van het wereldtotaal van pensioenfondsen en verzekeraars, belegd in zakelijke en vastrentende waarden in binnen- en buitenland. De Nederlandse institutionele beleggingen zijn zeer omvangrijk, uitgedrukt als percentage van het bruto binnenlands product, daarin alleen overtroffen door Luxemburg (waar het vooral buitenlands vermogen betreft) en het Verenigd Koninkrijk.

Voor Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars geeft tabel 1 voor 1998 en 2002 de omvang van de totale beleggingen en aandelen weer, evenals het aandeel daarin van buitenlandse beleggingen. Opvallend is hoe sterk de pensioenfondsen over de betrokken jaren hun buitenlandse beleggingen hebben uitgebreid (van 41% naar 70%), ten kosten van de Nederlandse. Deze ontwikkeling wordt zowel bij aandelen als obligaties waargenomen. Ook bij verzekeraars zijn deze trends waar te nemen, maar de internationalisering van de beleggings-

portefeuille is daar nog minder ver doorgevoerd. Een ander opvallend verschijnsel is de toename van het aandelenbezit van pensioenfondsen, die heeft plaatsgevonden ondanks de sterke beurscorrecties. Dit ligt anders bij de verzekeraars waar het percentage van beleggingen in aandelen wat is afgenomen.

Internationaal gezien domineren institutionele beleggers de vraag naar en het aanbod van aandelen. In 2001 bedroeg het balansaandeel van aandelen 43%, een bedrag ter grootte van usd 13.700 miljard; door de aandelenkoersdalingen wat lager dan in de jaren daarvoor. De totale kapitalisatie van alle aandelenmarkten bedroeg in 2001 naar schatting ruim usd 26 duizend miljard (vervolgens in 2002 door de koersdaling gedaald naar ruim usd 19 duizend miljard).¹ De institutionele beleggers hebben dus het merendeel van de aandelen in handen. Schwartz and Shapiro (1992) constateerden dat institutionele beleggers in 1989 circa 70% van het totale transactievolume op de New York Stock Exchange (nyse) voor hun rekening namen. Kennelijk zijn de institutionele beleggers ook het meest *actief* op de aandelenmarkt, zodat hun aan- en verkoopacties wereldwijd een groot stempel op de prijsbewegingen van aandelen kunnen drukken.

Institutionele beleggers en stabiliteit aandelenprijzen

In Nederland hebben pensioenfondsen de afgelopen jaren steeds meer in zakelijke waarden belegd om in te spelen op de hogere verwachte lange-termijn rendementen. Levensverzekeraars belegden reeds langer in aandelen, maar inmiddels in mindere mate dan pensioenfondsen. Na jarenlang geprofitteerd te hebben van stijgende koersen, werden de institutionele beleggers in de jaren 2000-2002 geconfronteerd met fors negatieve

Tabel 1 Beleggingen van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars, 1998 en 2002

		Beleggingen	Percentage buitenland	Aandelen	Percentage aandelen	Percentage aandelen buitenland
Pensioenfondsen	1998	381	41	152	40	60
	2002	435	70	186	43	81
Verzekeraars	1998	232	17	63	27	26
	2002	242	31	60	25	38

Toelichting: De bedragen zijn in miljarden euro's.
Bron: cbs.

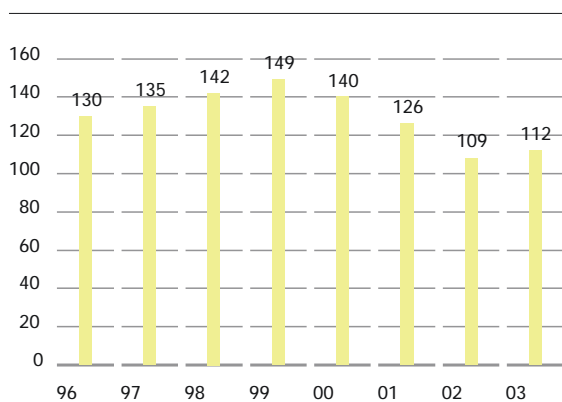
rendementen. Sindsdien zijn de koersen slechts gedeeltelijk hersteld. Als gevolg hiervan is de gemiddelde dekkinggraad van de pensioenfondsen (de verhouding tussen bezittingen en verplichtingen) gedaald van 149% in 1999 naar 109% in 2002 (grafiek 2). In 2003 volgde naar voorlopige raming een klein herstel tot 112%. Hierbij zijn de pensioenverplichtingen gewaardeerd op een rekenrente van 4%. De vermogenspositie van levensverzekeraars heeft een soortgelijke ontwikkeling doorgeemaakt. Lage dekkinggraden zouden pensioenfondsen en verzekeraars in een situatie kunnen brengen dat ze zich verplicht voelen om aandelen te verkopen, ten einde de betrokken buffers (neerwaarts) aan te passen.

De dekkinggraad van pensioenfondsen varieert overigens sterk van fonds tot fonds. Een aantal fondsen had de afgelopen jaren een dekking van minder dan 100% (grafiek 3). Volgens de eerste schattingen heeft er in 2003 ook in dat opzicht een licht herstel plaatsgevonden. De definitieve cijfers zullen dit beeld echter nog moeten bevestigen.

Het streven naar goed risicobeheer met voldoende buffers in relatie tot de risico's en in het verlengde daarvan het voldoen aan de wettelijke solvabiliteitseisen zou vooral onder ongunstige marktomstandigheden een procyclisch effect kunnen hebben door een bepaalde interactie met de financiële markten. Dat wordt veroorzaakt doordat dalende aandelenkoersen er voor zorgen dat pensioenfondsen op hun buffers interen. In sommige omstandigheden zouden zij zich genoodzaakt kunnen zien om meer aandelen te verkopen – om hun risicoprofiel in overeenstemming te brengen met de nog beschikbare buffers – juist op het moment dat de aandelenkoersen toch al onder druk staan. Als pen-

Grafiek 2 Gemiddelde dekkinggraad Nederlandse pensioenfondsen, 1996-2003

Procenten



Bron: pvk jaarverslagen (1996-2002) en eigen raming (2003).

sioenfondsen en levensverzekeraars² massaal de noodzaak voelen om in een dergelijke situatie aandelen te verkopen, kan dit leiden tot een verdere daling van de aandelenkoersen met nieuwe gedwongen verkopen als gevolg. De volgende paragraaf gaat na in hoeverre een dergelijke verstoring een serieus probleem kan zijn.

Prijseffecten van institutionele transacties

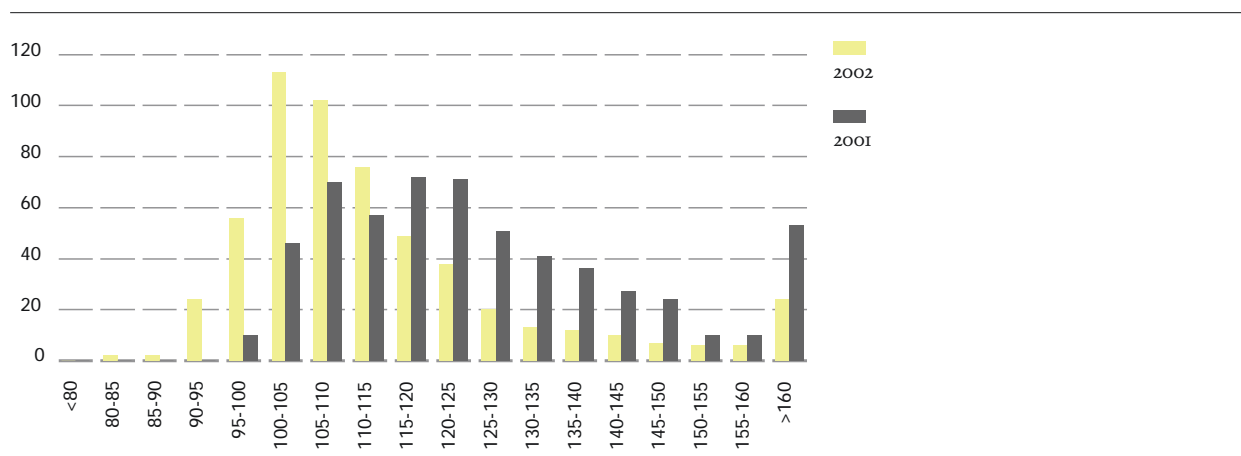
Om meer zicht te krijgen op de invloed van institutionele beleggers op de aandelenprijzen zijn de prijseffecten geanalyseerd van een verzameling gegevens, die een belangrijk deel van de transacties van Nederlandse pensioenfondsen dekt (meer uitgebreid beschreven in Bikker *et al.*, 2004). De verzameling gegevens bevat de koop- en verkooptransacties van het door pensioenfondsen zelf beheerde deel van hun aandelen. De transacties hebben plaatsgevonden gedurende het eerste kwartaal van 2002 op markten in onder meer Europa, Noord-Amerika en Japan. De prijseffecten zijn gedefinieerd exclusief provisies, kosten van afhandeling en belasting en zijn gecorrigeerd voor de algemene koersontwikkeling van aandelen per sector. Deze correctie houdt in dat van het in een zekere periode waargenomen prijseffect de in die periode optredende verandering in de sectorindex is afgetrokken. Deze correctie is gebaseerd op de aanname dat het transactiemotief van de onderzochte pensioenfondsen niet samenvalt met het motief van de andere beleggers op de markt. Deze laatste reageren – zo is verondersteld – op nieuws over de betrokken sector, terwijl de onderzochte pensioenfondsen handelen vanuit rebalancing motieven, die verderop aan de orde komen. Een ander argument voor de correctie is dat het prijseffect alleen de onvermijdbare kosten weergeeft. Tegen bewegingen van de beursindex van de sector kan men zich immers indekken. Tenslotte zij opgemerkt dat de prijseffecten en de correcties ongecorrigeerd blijken te zijn.

Het gaat in het eerste kwartaal van 2002 om bijna 4.000 transacties ter waarde van in totaal eur 5,7 miljard, ruim 28% van het door pensioenfondsen zelf beheerde deel van de aandelenportefeuille.³ Deze hoge 'omzetsnelheid' van aandelen is niet ongewoon. Gemiddeld hebben pensioenfondsen en verzekeraars over 1999-2003 per kwartaal tussen de 20% en 25% van hun portefeuille verhandeld (tabel 2).

De prijs bij verkoop blijkt gemiddelde 26 basispunten lager te zijn dan normaal en bij aankoop is deze gemiddeld 20 basispunten hoger dan normaal. Hierbij wordt onder normaal de koers van het betrokken fonds ver-

Grafiek 3 Spreiding van de dekkingsgraad over pensioenfondsen (2001-2002)

Aantallen fondsen



Bron: pvk.

staan, na correctie voor de algemene ontwikkeling van de sectorindex. De verschuldigde provisies en dergelijke voegen nog eens circa 7 basispunten aan het verlies toe. Omdat deze kosten bij alle transacties optreden (ook die van niet-institutionele beleggers), zijn ze geen onderdeel van de bestudeerde prijseffecten. Volgens de economische theorie zijn er tenminste twee oorzaken van de prijseffecten. De eerste is de informatiewaarde van de transactie, die het gevolg is van het feit dat de markt aanneemt dat de handelende partij (mogelijk) over meer informatie beschikt. De tweede is het liquiditeitseffect, ofwel de premie die nodig is om een tegenpartij tot een transactie over te halen. Andere nauw met liquiditeit verwante factoren zoals imperfecte substitutie hebben een vergelijkbaar effect op de prijzen. Het informatie-effect wordt geacht blijvend te zijn, terwijl het liquiditeitseffect tijdelijk is. Het blijvende effect van aankopen blijkt iets meer dan de helft van het prijseffect te zijn (namelijk 12 basispunten) en dat van verkopen is iets minder dan de helft (11 basispunten). De waargenomen prijseffecten liggen in de orde van grootte, die ook door andere onderzoekers zijn gevonden bij transacties van institutionele beleggers uit andere landen. De prijseffecten lijken klein, maar bedroegen voor de betrokken pensioenfondsen in het eerste kwartaal van 2002 eur 13 miljoen (inclusief provisies en dergelijke eur 17 miljoen). Dergelijke prijseffecten zijn in principe groot genoeg om van invloed te zijn op de beleggingsstrategieën van de institutionele beleggers, maar anderzijds te klein om effecten op de financiële stabiliteit of de macro-economische ontwikkeling te kunnen verwachten. Natuurlijk zou deze conclusie heel anders kunnen luiden, indien andere institutionele beleggers gelijktijdig dezelfde

aandelentransacties zouden uitvoeren. Dit is voor de onderhavige rebalance activiteiten echter niet waarschijnlijk.

Nadere analyse van de prijseffecten van transacties laat zien dat deze mede worden bepaald door de omvang van de aandelentransactie en marktkapitalisatie, dat is de totale waarde van alle uitstaande aandelen van een fonds. Deze uitkomst is in overeenstemming met de verwachting en spoort met wetenschappelijke literatuur hierover. Andere verklarende factoren, zoals het type beleggingstrategie, de soort transactie, het 'momentum' (de stemming) op de markt, de prijsvolatiliteit van een aandeel en de markt waar de transactie plaatsvindt, blijken echter nog belangrijkere determinanten van de prijseffecten te zijn. Beleggingstrategieën, die zich richten op het profiteren van korte-termijn koersbewegingen ('trading'), leiden – zo blijkt uit het hier gepresenteerde onderzoek – tot grotere prijseffecten dan strategieën met een langere-termijn horizon, die gebaseerd zijn op fundamentele economische beschouwingen. Transacties waarbij de aandelenmakelaar slechts een bemiddelende rol heeft, veroorzaken meer prijseffecten dan transacties waarbij de makelaar zelf als tegenpartij in de transactie deelneemt. De prijseffecten zijn groter voor aandelen, waarvan de prijzen in ieder geval beweeglijker zijn. Dit effect is extra groot in perioden met een voor de koper of verkoper ongunstig momentum. Ook de markt of het land, waar een transactie plaats vindt, heeft significante invloed op het prijseffect, wat verklaarbaar is uit onderlinge verschillen in marktliquiditeit en -efficiëntie. Zo blijken prijseffecten in New York geringer te zijn dan elders.

Hoewel de gevonden prijsbewegingen van aan- en verkoop niet verwaarloosbaar zijn vanuit het oogpunt van transactiekosten, lijken de effecten op de algemene aandelenprijzen toch heel gering. Meer inzicht in de invloed van institutionele beleggers op de aandelenprijzen en in de motieven voor hun aankoop- en verkooptransacties kan worden verkregen door bepaalde aspecten van hun beleggingsgedrag nader te analyseren (zie volgende paragraaf). Daarbij wordt weer onderscheid gemaakt tussen pensioenfondsen en verzekeraars enerzijds en beleggingsfondsen (waaronder hedge funds) anderzijds, vanwege hun veelal uiteenlopend beleid ten aanzien van beleggingen, en beschouwen alleen de eerste twee categorieën.

Nu de prijseffecten van aandelentransacties van Nederlandse pensioenfondsen gering blijken, zoals in de literatuur ook gevonden is voor de transacties van andere institutionele beleggingen, rijst de vraag waardoor de grotere aandelenbewegingen dan wel worden veroorzaakt. Mogelijk reageren andere institutionele beleggers sneller en meer simultaan op nieuwe informatie (zie bijvoorbeeld Sias, 2004). Dit artikel gaat daar niet verder op in.

Rebalancing

Veel pensioenfondsen en levensverzekeraars passen de samenstelling van de beleggingsportefeuille periodiek aan volgens een vast stramien (de strategische asset allocatie) dat wordt aangeduid met *rebalancing*. De reguliere koersbewegingen beïnvloeden immers het relatieve gewicht van aandelen en obligaties in de totale beleggingsportefeuille. In de eenvoudigste vorm van rebalancing worden de gewichten van vastrentende en zakelijke waarden in de portefeuille regelmatig door aan- en verkoop aangepast aan optimaal geachte verhoudingsgetallen. Veelal worden ook de gewichten van de nader onderscheiden aandelen- en obligatiecategorieën, bijvoorbeeld naar sector of regio, door transacties weer op hun streefniveau gebracht. Rebalancing van dit type is anti-cyclisch: als de aandelenkoersen relatief meer dalen, kopen de institutionele beleggers aandelen bij, terwijl zij zullen verkopen, zodra de koersen relatief stijgen. Er zijn uiteraard ook andere motieven voor institutionele beleggers om aandelen te kopen of te verkopen. Indien institutionele beleggers op korte termijn een koersverandering verwachten en hierop anticiperen door te handelen, gaat het om tactische redenen. De institutionele beleggers verkopen (of kopen) ook aandelen vanwege behoefte (of overschot) aan liquide middelen.

Tabel 2 presenteert voor de jaren 1999-2003 cijfers van aan- en verkopen van aandelen van pensioenfondsen en verzekeraars, evenals van herwaardering door koersmutaties. De gegevens bevestigen het beeld dat er per saldo meer aandelen worden bijgekocht in perioden met dalende aandelenkoersen en omgekeerd. Het saldo van aan- en verkopen en de herwaarderingen blijken inderdaad negatief gecorreleerd te zijn, wat duidt op extra aankopen bij koersdalingen. De negatieve correlaties zijn groter voor de verzekeringsportefeuilles (-0,53) dan voor de pensioenbeleggingen (-0,33) en zijn bovendien significant (bij een 5% significantieniveau). Ook de procentuele verandering in de aandelenbelegging door aan- en verkopen en de procentuele verandering in de waarde van de aandelen door koersmutaties blijken negatief gecorreleerd te zijn. Deze uitkomsten tonen aan dat pensioenfondsen en verzekeraars, onder meer door rebalancing een anti-cyclisch beleggingsbeleid hebben gevoerd. Overigens zij opgemerkt dat gezien de waargenomen geringe prijseffecten van aandelentransacties van institutionele beleggers, ook het anti-cyclische effect van balancing bescheiden is.

Het niveau van simultane aan- en verkopen door pensioenfondsen en verzekeraars is relatief (alook absoluut) hoog: de som van aan- en verkopen per kwartaal bedraagt maar liefst circa 25% van de aandelenportefeuille. Dit hoge niveau en ook het verloop van het saldo van aan- en verkopen, suggereert dat er naast het aanpassen aan optimale verhoudingen meer motieven zijn voor aandelentransacties door pensioenfondsen en verzekeraars.

Conclusies

Dit artikel belicht de dominante positie van institutionele beleggers op de nationale en wereldwijde aandelenmarkten. Daarbij is nader ingegaan op de omvang en oorzaken van prijseffecten van aandelentransacties van pensioenfondsen en levensverzekeraars. Deze prijseffecten gaan gepaard met onzekerheden, die een onvermijdbaar risico vormen van grootschalige aandelenbeleggingen. Pensioenfondsen en levensverzekeraars dienen hierin het kader van goed risicobeheer rekening mee te houden. Grote prijseffecten zouden een ongunstige invloed hebben op de vermogenspositie van de betrokken instelling. Als aandelenverkoop gedreven zouden zijn door dalende koersen en slinkende buffers, zou dit riskant kunnen zijn, omdat de negatieve effecten elkaar dan kunnen versterken. De gevonden prijseffecten van rebalance transacties blijken echter bescheiden te zijn. Ze zijn groot genoeg om de beleg-

Tabel 2 Aan- en verkopen van aandelen door Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars (1999-2003)

Jaar, kwartaal	Pensioenfondsen				Verzekeraars			
	Stand begin kwartaal	Aan-kopen	Ver-kopen	Herwaar-dering	Stand begin kwartaal	Aan-kopen	Ver-kopen	Herwaar-dering
99:1	150	17	17	10	62	9	7	2
99:2	159	23	17	14	65	10	8	3
99:3	179	27	24	-6	70	5	4	-1
99:4	177	27	23	41	70	6	7	10
00:1	221	26	30	13	79	14	13	3
00:2	230	31	32	-5	82	16	13	-2
00:3	224	24	23	6	83	15	14	5
00:4	231	30	26	-22	89	11	11	-10
01:1	213	35	20	-14	79	11	8	-6
01:2	214	32	27	4	75	8	7	3
01:3	223	31	23	-40	80	11	7	-12
01:4	192	24	18	18	72	10	12	7
02:1	225	37	29	3	96	8	6	2
02:2	237	35	28	-38	100	8	8	-12
02:3	204	28	23	-31	88	9	6	-12
02:4	176	28	29	3	78	15	14	2
03:1	184	32	25	-15	80	7	7	-6
03:2	175	33	26	18	75	7	6	5
03:3	199	31	28	8	81	5	4	0
03:4	210	33	27	12	81	10	9	4

Toelichting: De bedragen zijn in miljarden euro's. Tot 2002 zijn alle beleggingen in aandelen exclusief deelnemingen, daarna inclusief. Tot 2002 omvat herwaardering ook aansluitingsverschillen met het voorgaande kwartaal.

Bron: cbs.

gingstrategieën van de institutionele beleggers te beïnvloeden, maar waarschijnlijk te klein om de aandelenkoersen wezenlijk te beïnvloeden, aannemend dat de transacties niet samen vallen met die van andere institutionele beleggers. Daarnaast is in de afgelopen jaren met turbulente bewegingen in de aandelenkoersen op macroniveau niets gebleken van grootschalige verkopen van aandelen door pensioenfondsen en verzekeraars. Bij de aanboudende beursdaling van de afgelopen jaren hebben de pensioenfondsen en verzekeraars in Nederland per saldo fors bijgekocht. Dit is mede het gevolg van hun op rebalancing gebaseerde beleggingstrategie, waarbij aandelen bij koersdaling worden aangekocht om het percentage vermogen in aandelen in de portefeuille op peil te houden, en omgekeerd. Hierdoor heeft het beleggingsgedrag van de pensioenfondsen en levensverzekeraars een (enigszins) stabiliserende invloed gehad op de aandelenprijzen.

Geraadpleegde literatuur

Bikker, J.A., H. Hu (2002), Conjunctuur in winst, voorzieningen en krediet van banken en procycliciteit van nieuwe Bazelse kapitaaleisen, Maandschrift Economie 66, 146-169.

Bikker, J.A., L. Spierdijk, P.J. van der Sluis (2004), Market impact costs of institutional equity trades, dnb Working Papers nr. 1, De Nederlandsche Bank.

oeso (2004), Statistics on institutional investors, www.oecd.org.

Schwartz, R., J. Shapiro (1992), The challenge of institutionalization for equity markets; in A. Saunders (ed.), Recent developments in finance, Business One Irwin, Homewood, Illinois, usa.

Sias, R.W. (2004), Institutional herding, Review of Financial Studies, 156-206.

- ¹ Bron: oeso (2004). Ook volgens het nyse Fact Book 2001 (www.nyse.com) hadden de institutionele beleggers in de vs in 2001 meer dan 50% van de Amerikaanse aandelen in handen.
- ² Ook verzekeraars moeten bepaalde buffers hebben om verliezen op aandelen op te vangen. De ongunstige macro-economische effecten van hogere (verplichte) pensioenpremies spelen hier niet. Wel kunnen verliezen van financiële conglomeraten door lagere aandelenkoersen in principe onder bepaalde omstandigheden negatieve effecten hebben op de macro-economie, zie Bikker en Hu (2002).
- ³ De totale aandelenportefeuilles bedroeg in het betrokken kwartaal circa eur 50 miljard, waarvan ongeveer 40% in eigen beheer.