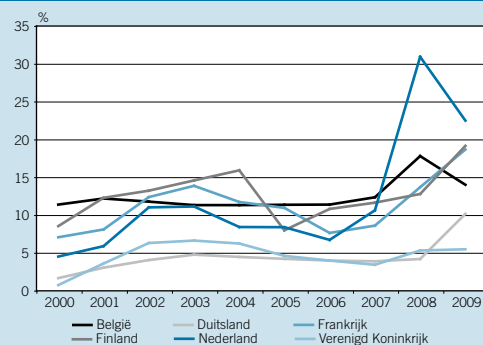


Financiering van staatsschuld op de geldmarkt

Overheden financieren hun tekorten door uitgifte van schuld papier op de geld- en kapitaalmarkt. Op de geldmarkt wordt schuld papier uitgegeven en verhandeld met een looptijd tot een jaar, en op de kapitaalmarkt gaat het om schuld papier met een looptijd langer dan een jaar. Financiering op de geldmarkt geeft bij een normale stijgende rentecurve lagere rentekosten. Tegenover de lagere rentekosten staat een hoger risico voor de overheid, omdat de rente-uitgaven sneller veranderen, het zogenaamde renterisico. Daarnaast is er bij financiering op de geldmarkt een groter herfinancieringsrisico, omdat frequenter afgelost moet worden. Het renterisico kan verminderd worden door het afsluiten van renteswaps. Hierbij worden twee rentebetalingen tegen elkaar geruild. Zo kan een kort rentetarief geruild worden tegen een lang rentetarief. Dit zorgt voor meer stabiliteit in de rente-uitgaven. De figuur laat zien dat gemiddeld over de periode 2000–2009 het aandeel van de korte schuld relatief laag is in Duitsland en in het Verenigd Koninkrijk: deze is 4 tot 5%. De andere vier landen, waaronder Nederland, financieren relatief meer op de geldmarkt, met gemiddeld 11 tot 13%. De Nederlandse overheid gebruikt korte financiering om onverwachte schommelingen in de begroting op te vangen. In het najaar van 2008 was onverwacht veel financiering nodig ter ondersteuning van de financiële sector. In 2008 is daarom relatief veel via de geldmarkt gefinancierd. Het aandeel van de korte schuld kwam hierdoor eind 2008 uit op 31%. Door de uitgifte van meer lang schuld papier in de vorm van staatsobligaties is dit aandeel in 2009 teruggebracht tot 22%. Het Agentschap van het Ministerie van Financiën, dat verantwoordelijk is voor de staatsschuld, streeft ernaar het aandeel van de korte schuld verder terug

te brengen. Het gestegen aandeel op de geldmarkt leidt voor Nederland niet tot evenredig grotere renterisico's. De Nederlandse overheid gebruikt renteswaps om het renterisico van uitgegeven schuld papier naar een looptijd van gemiddeld 7 jaar te brengen. Tegelijkertijd is het herfinancieringsrisico voor Nederland zeer beperkt, omdat de Nederlandse Staat tot een van de meest kredietwaardige partijen op de Europese geldmarkt behoort.

Aandeel korte openbare schuld in totale openbare schuld.



Bron: OESO; Nationale Treasury Bureaus

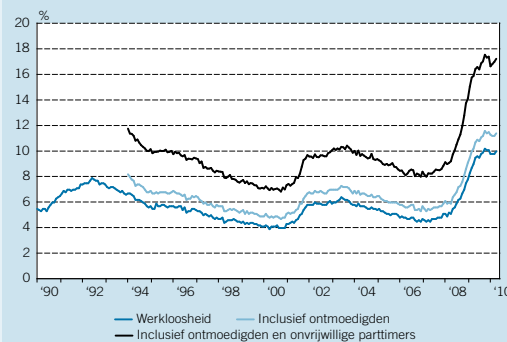
Monetaire zaken

MARTIN ADMIRAAL (DNB)

De Amerikaanse werkloosheidscijfers

De teller van het aantal Amerikaanse werklozen staat eind april 2010 op 15,3 miljoen personen en dat is 9,9% van de beschikbare beroepsbevolking. Sinds mei 2007, het moment dat de werkloosheid ging stijgen, tot en met maart 2010 zijn er ruim 8,4 miljoen werklozen bijgekomen. In de categorie jongeren, 16- tot 24-jarigen, is de werkloosheid in deze periode verdubbeld tot ongeveer 20%. Als deze cijfers worden vergeleken met eerdere recessies sinds de Tweede Wereldoorlog, is deze snelle toename ongekend en een gevolg van de gelijktijdige eveneens zeer scherpe terugval van de economische groei. Alle bovengenoemde cijfers zijn volgens de officiële definitie, die werkloosheid omschrijft als iemand die geen werk heeft, wel beschikbaar is en actief zoekt naar werk. Deze officiële cijfers zijn echter niet volledig. Om een meer volledig inzicht te krijgen in werkzoekenden die niet onder deze definitie vallen, publiceert het Bureau of Labor Statistics alternatieve werkloosheidscijfers. De eerste van de alternatieve indicatoren houdt naast de geregistreerde werklozen ook rekening met personen die zich ontmoedigd laten uitschrijven als werkzoekend. En met diegenen die aangeven wel een baan te willen maar zich om uiteenlopende redenen niet willen laten registreren en daarmee buiten zowel de werklozenregistratie als de beroepsbevolking vallen. In de jaren voor het begin van deze recessie bleef de omvang van deze groep relatief constant maar sinds eind 2008 is er een duidelijke toename waar te nemen waardoor deze indicator sneller stijgt dan het officiële cijfer. Als deze categorieën worden samengeteld bij de geregistreerde werklozen neemt het werkloosheidspercentage toe van de eerder genoemde 9,9% naar ruim 11% van de beroepsbevolking in april 2010. Naast deze alternatieve indicator is er nog een ruimere omschrijving van werkloosheid. Dan gaat het om personen die wel werken maar tegen hun zin een parttimebaan hebben geaccepteerd. Deze

Amerikaanse werkloosheidscijfers (in procenten van de beroepsbevolking).

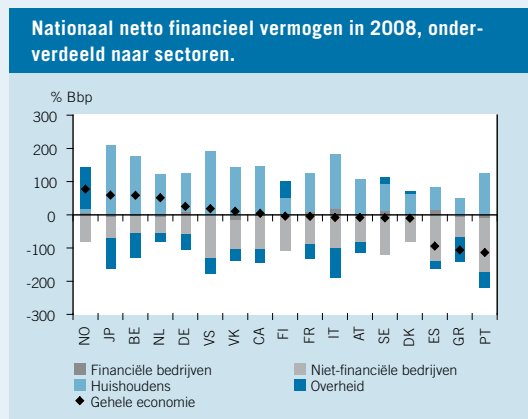


Bron: Bureau of Labor Statistics

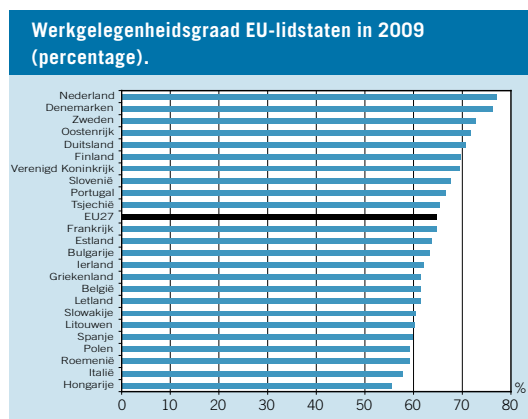
groep die om economische redenen minder werkt en als onvolledig werkzaam wordt betiteld, stijgt in perioden van recessie doorgaans sterk omdat werkgevers hun mensen liever parttime in dienst houden dan ze geheel te ontslaan. Zo worden ervaren werknemers behouden en kan snel weer worden ingespeeld op productieherstel. De onvrijwillige parttimers brengen, samen met de eerder genoemde groep van ontmoedigde werkzoekenden en de officiële werklozen, het werkloosheidspercentage in april 2010 op 17,1% van de beroepsbevolking.

Iberisch schiereiland zwaar in de schulden
Recent kregen na Griekenland ook Portugal en Spanje te maken met sterk stijgende risicopremies op hun staatsobligaties. Gelet op de netto publieke schuldratio lijkt dit vreemd, aangezien deze eind 2009 voor zowel Portugal, met 55%, als Spanje, met 33%, substantieel lager was dan voor Griekenland, waar deze 86% was. Dit in tegenstelling tot bijvoorbeeld België, met een schuld van

81% en Italië met 97%. OESO-cijfers over de financiële balansen in 2008 laten echter zien dat de netto vermogenspositie op nationaal niveau wel degelijk aanleiding geeft om Spanje en Portugal met Griekenland te associëren. In alle OESO-landen is het netto financieel vermogen van financiële bedrijven gering. Dit is een logisch gevolg van het feit dat financiële bedrijven aan beide zijden van de balans financiële producten hebben staan. Niet-financiële bedrijven daarentegen hebben fysieke kapitaalgoederen als belangrijke vermogenscategorie op de debetzijde van de balans. Deze zijn overwegend gefinancierd met leningen of obligaties waardoor het netto financiële vermogen automatisch negatief uitvalt. Huishoudens hebben overal een positief netto financieel vermogen maar er zijn flinke schaalverschillen. Japan, de Verenigde Staten en Italië hebben relatief vermogende huishoudens terwijl huishoudens in Noorwegen, Finland en Griekenland over aanzienlijk kleinere reserves beschikken. In Noorwegen en Finland wordt dit echter ruimschoots gecompenseerd door substantiële overheidsfondsen. Ten opzichte van Portugal en Spanje zijn de netto schulden van Griekse bedrijven heel bescheiden. Het lagere netto vermogen van huishoudens en de hogere netto overheidsschuld in Griekenland zorgen er echter voor dat de negatieve nationale netto financiële vermogens in procenten van het bbp in Spanje met 79%, Griekenland met 88% en Portugal met 95% elkaar weinig ontlopen. Deze drie landen vormen samen een staartgroep waarbij het verschil tussen Spanje en Denemarken, de hekkensluiter in de middenmoot, met 70 procentpunt enorm is. Het buitenland had dus al in 2008 een vordering op deze drie landen die ruim driekwart van het jaarlijkse bbp bedroeg. Het is in dat licht niet vreemd dat beleggers onrustig zijn over juist deze drie landen.



Bron: OESO via Reuters EcoWin, Rabobank



Bron: Eurostat, 2009

De werkgelegenheidsstrategie van Lissabon

Een van de arbeidsmarkt doelstellingen van de Lissabon-strategie is een werkgelegenheidsgraad van 70% voor alle EU-lidstaten. De werkgelegenheidsgraad is de werkende bevolking gedeeld door de bevolking in de arbeidleeftijd tussen 15 en 65 jaar. Er is afgesproken dat deze doelstelling in 2010 zal zijn bereikt. Zoals blijkt uit de figuur halen slechts zeven van de 27 EU-landen deze doelstelling in 2009: Duitsland, Oostenrijk, het Verenigd

Koninkrijk, Finland, Denemarken, Zweden en Nederland. Nederland scoort daarbij het hoogst, maar ons totaal bestaat voor bijna de helft uit deeltijdwerkers. Slovenië zit tegen de doelstelling aan. Hongarije en Italië scoren het laagst. De gemiddelde werkgelegenheidsgraad van de EU-27 is 65%. De Zuid- en Oost-Europese landen zitten niet alleen onder de doelstelling van 70% maar, op Tsjechië en Portugal na, ook allemaal onder het EU-gemiddelde. Een aantal landen had de doelstelling van 70% al gehaald op het moment dat de Lissabon-strategie werd afgesproken in 2000. Dat zijn Denemarken, Zweden, het Verenigd Koninkrijk en Nederland. De enige landen waar tijdens de looptijd van de Lissabon-strategie de werkgelegenheidsgraad gestegen is van onder de 70% naar een niveau daarboven zijn Duitsland, Oostenrijk en Finland. Volledigheidshalve moet ook Cyprus daaraan worden toegevoegd, maar dit land wordt niet in de figuur vermeld. Uiteindelijk heeft de Lissabon-werkgelegenheidsstrategie dus gewerkt voor vier van de 27 EU-landen. Aan het eind van de jaren tachtig van de vorige eeuw lag de Nederlandse werkgelegenheidsgraad nog onder het Europese gemiddelde. Maar tussen 1990 en 2000 is hij gestegen van 61% naar 73%, daarna nog verder naar 77% in 2009. Nederland heeft de grote inhaalslag wat betreft werk al in de jaren negentig verwezenlijkt. Tussen 2008 en 2009, het eerste jaar van de huidige crisis, is in elk van de EU-lidstaten de werkgelegenheidsgraad teruggelopen, op een enkele uitzondering na, zoals Duitsland. In een aantal landen, zoals Spanje, Ierland en de Baltische landen, loopt de werkgelegenheid zelfs met 4 tot 6 procentpunten terug. Tussen 2009 en 2010, met de economische crisis in haar tweede jaar, mag niet worden verwacht dat de werkgelegenheidsgraad nog zal stijgen. Er valt dan ook niet te ontkomen aan de conclusie dat de arbeidsmarkt doelstelling niet is gehaald. Kortom, de Lissabon-werkgelegenheidsstrategie is mislukt.