

Onevenwichtigheden in het eurogebied

De Europese schulden crisis heeft aangetoond dat het huidige Stabi- liteits- en Groeipact niet voldoende is geweest om een financieel-economische crisis in het eurogebied te voorkomen. Om die reden is er onder leiding van Herman van Rompuy, voorzitter van de Europese Raad, in mei 2010 een werkgroep in het leven geroepen die in oktober advies heeft uitgebracht om economische beleids- coördinatie binnen Europa te versterken, waaronder een procedure om schade- lijke macro-economische onevenwichtigheden binnen het eurogebied tegen te gaan. De Europese Commissie heeft een voorstel gedaan voor een mechanisme dat naar verwachting begin 2012 in werking zal treden. Dit mechanisme heeft een preventieve en een correctieve arm. Het preventieve gedeelte bestaat uit een scoreboard van indicatoren met bijbehorende grenswaarden waarop alle lidstaten jaarlijks zullen worden beoordeeld. De tabel laat zien welke eurolidstaten in 2007 niet voldeden aan de grenswaarden, als deze zouden worden gebaseerd op een normale statistische verdeling met een 5% onder- en bovengrens. Hieruit blijkt duidelijk dat voor lidstaten als Portugal, Spanje, Griekenland en Ierland toen al waarschuwingssignalen zichtbaar waren. Al deze lidstaten hadden een tekort op de lopende rekening, een verlies aan concurrentiekracht op basis van de loonkosten per eenheid product en een te hoge private schuld. Ook hadden deze lidstaten, op Ierland na, te kampen met een sterke stijging van de hui- zenprijzen en een hoge publieke schuld. De volgende stap in de voorgestelde procedure is het uitvoeren van een diepteonderzoek waaruit moet blijken of er daadwerkelijk schadelijke onevenwichtigheden zijn voor het functioneren van de monetaire unie. Als dit het geval is, worden er beleidsaanbevelingen gedaan

en zullen deze beleidsaanpassingen nauwlettend worden gemonitord. Voor eurolanden die zich er herhaaldelijk niet aan houden, heeft de Europese Commissie financiële sancties voorgesteld. Dit mechanisme biedt geen garantie voor het voorkomen van een toekomstige crisis, maar verbreedt wel het instrumentarium om tijdig effectieve actie af te dwingen.

Indicatoren voor eurolanden in 2007.

	Lopende rekening ¹	Netto buiten- landse bezit- tingen ¹	Reële effectieve wisselkoers (loonkosten)	Toegevoegde waarde	Private krediet- groei	Schuld private sector ¹	Publieke schuld ¹
Grenswaarden	+/-4%	-45%	+/-4%	4%	5%	180%	60%
Belgie	3,5	33,2	3,7	4,7	4,0	212,0	84,0
Duitsland	6,5	18,1	-8,9	-1,9	-0,3	151,0	65,0
Ierland	-4,1	-20,9	16,1	5,3	-22,5	268,0	25,0
Griekenland	-13,1	-108,0	8,0	7,2	-	-	96,0
Spanje	-8,8	-78,9	10,6	4,1	-14,1	282,0	36,0
Frankrijk	-1,9	14,3	3,5	3,1	-0,9	203,0	64,0
Italië	-1,7	0,7	9,3	1,5	3,5	166,0	103,0
Nederland	8,3	45,3	4,4	3,7	-5,2	240,0	45,0
Oostenrijk	3,2	-9,0	-3,6	2,5	2,5	142,0	59,0
Portugal	-10,4	-87,0	6,4	-1,2	13,2	310,0	61,0
Finland	4,1	-28,6	-0,9	3,8	0,7	182,0	35,0

¹ In procenten van het bbp.

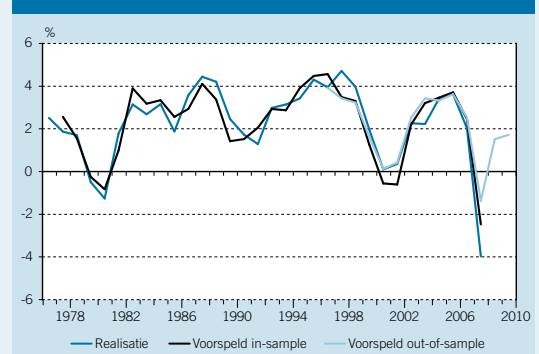
Bron: Eurostat

Monetaire zaken

Groeiprognoses op basis van marktinformatie

In tijden van economische crisis vormen indicatoren op basis van marktinfor- matie een waardevolle aanvulling op de voorspellingen met macro-economische modellen. Een groeiraming kan worden gegeven voor het Nederlandse bbp- volume voor 2010 en 2011, waarbij uitsluitend gebruik wordt gemaakt van beschikbare prijsinformatie op de consumentenmarkt en de financiële markten. Het indicatormodel voorspelt de groei in jaar $t+1$ op basis van jaarcijfers tot en met jaar t met betrekking tot, ten eerste, de Nederlandse inflatie, ten tweede, de rentespread tussen de Nederlandse kapitaalmarktrente en geldmarktrente, ten derde, de stijging van de Nederlandse aandelenkoers, en ten vierde, de rentespread tussen Amerikaanse BAA-bedrijfsobligaties en overheidsobligaties. De laatste deelindicator is indicatief voor de mate van risico op de wereldwijde kredietmarkt. Deze maatstaf blijkt een significante bijdrage te leveren aan de voorspelkracht van de indicator, ook in jaren voorafgaand aan de kredietcrisis. Dit geldt ook voor de andere deelindicatoren. Bovendien hebben de deelindica- toren plausibele tekens. Zo draagt een 1 procentpunt hogere inflatie bij tot een 0,6 procentpunt lagere groeivoorspelling het jaar daarop en een 1 procentpunt hoger kredietrisico tot een 1 procentpunt lagere groeiprognose. Een monetaire verkrapping met 1 procentpunt draagt voor 0,25 procentpunt bij aan een lagere bbp-groei. Andere prijzen, zoals de huizenprijs, zijn niet significant. Met een gemiddelde absolute voorspelfout van 0,6 procentpunt voor de jaren 1999 tot en met 2009 doet het indicatormodel het goed. Hierin is telkens een groeiprognose voor het jaar $t+1$ gemaakt op basis van een vergelijking geschat over de jaren 1979 tot en met het jaar t . Eind 2008 zou ook het indicatormodel een te posi- tieve groeiprognose over 2009 hebben afgegeven, zij het met een groeiprognose van -1,4% beter dan in de meeste andere projecties. Voor een deel is dit wijs-

Indicator bbp-groei Nederland (in procenten).



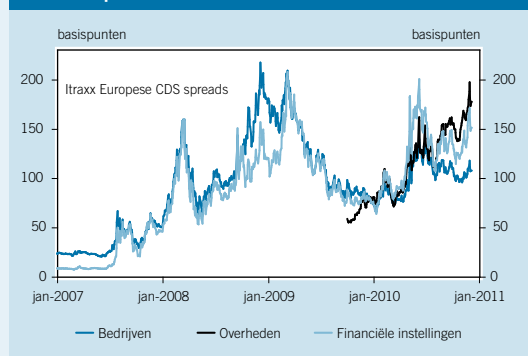
Bron: DNB

heid achteraf, wat niet wegneemt dat meer risico- gebaseerde indicatoren waardevol kunnen zijn bij groeiramingen op korte termijn. Voor 2010 en 2011 voorziet de indicator een reële groei van het bbp van 1,5% en 1,7% respectievelijk. Dit ligt in de buurt van de 3 december jongstleden verschenen officiële DNB-raming op basis van haar macro-economisch model voor Nederland, met 1,7 respectievelijk 1,6%. Op grond van de historische absolute voorspelfout zou de groei in 2011 volgens de indicator tussen 1,1 en 2,3% uitkomen. 916

Het beloop van kredietverzekeringspremies
Het beloop van de verzekeringspremies voor het afdekken van het risico op wanbetaling door bedrijven, financiële instellingen en overheden geeft een treffend beeld van de ontwikkeling in de financiële crisis en de recessie van de afgelopen jaren. Een *credit default swap* (CDS) is een derivaat waarbij de houder van een obligatie bij wanbetaling de hoofdsom terugkrijgt van de tegenpartij in het contract en

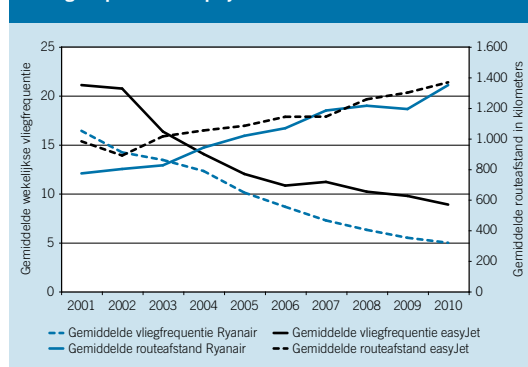
in ruil daarvoor een premie betaalt. De hoogte van de premie is de CDS-spread. Hoe hoger het door beleggers ingeschatte risico dat de uitgever van de obligatie niet aan de betalingsverplichting kan voldoen, hoe hoger de CDS-spread. Door te kijken naar samengestelde bundels van CDS-spreads voor grote Europese bedrijven, financiële instellingen en overheden kan een beeld worden gevormd van het door beleggers ingeschatte risico op wanbetaling door deze verschillende groepen. Vóór de financiële crisis werd het risico op wanbetaling door Europese financiële instellingen als lager beoordeeld dan het risico bij grote Europese bedrijven, zoals te zien is aan de lagere CDS-spread voor financiële instellingen in de eerste helft van 2007. Hoewel de data voor overheden niet zo ver terug strekken, kan er op basis van de lagere rente op staatsobligaties van uit worden gegaan dat de CDS-spread voor overheden nog onder die van de financiële instellingen lag, zoals dit ook in oktober 2009 nog het geval was. Sinds een aantal maanden is het beeld van de relatieve risico's volledig omgekeerd en is de CDS-spread voor de groep van Europese overheden hoger dan die voor financiële instellingen, terwijl de risicopremie voor bedrijven nog weer lager is dan die van financiële instellingen. Overheden hebben financiële instellingen ondersteund door middel van garanties en kapitaalinjecties en bedrijven ondersteund door de recessie te keren via automatische stabilisatoren en actief begrotingsbeleid. Als keerzijde van deze hulp zijn overheidsschulden snel gestegen en zijn er hoge begrotingstekorten. Wat als een private schulden crisis begon, is zo verworpen tot een publieke schulden crisis.

Europese CDS-spreads naar type uitgever van obligaties (in basispunten).



Bron: Bloomberg

Vliegfrequentie van prijsvechters.



Bron: Official Airline Guide

De groei van prijsvechters

Prijsvechters als Ryanair en easyJet hebben de laatste decennia een enorme groei doorgemaakt. Door het aanbieden van vliegtrips tegen veel lagere prijzen dan netwerkmaatschappijen, wisten zij in deze periode een fors marktaandeel op de intra-Europese markt te verkrijgen. Op de markt voor prijsvechters lijkt nu echter ook verzadiging op te treden. Een aanwijzing hiervoor is de sterke afname van de gemiddelde wekelijkse vliegfrequentie van beide maatschappijen. Tien jaar geleden vlogen

Ryanair en easyJet voornamelijk nog tussen grote Europese steden. Op deze markten is de vraag groot, hetgeen een hoge vliegfrequentie rechtvaardigt. De groeimogelijkheden op de grote intra-Europese luchtvaartmarkten zijn nu echter grotendeels verdwenen. Dit betekent dat maatschappijen als Ryanair en easyJet zich tegenwoordig noodgedwongen richten op kleine markten als Maastricht – Porto. De vraag op dit soort markten is zo beperkt dat de prijsvechters de route slechts twee of drie keer per week bedienen. Een tweede aanwijzing voor de steeds groter wordende verzadiging van de intra-Europese luchtvaartmarkt is de toename van de gemiddelde routeafstand. Prijsvechters nemen in hun zoektocht naar nieuwe markten bestemmingen in hun routenetwerk op die voorheen buiten hun bedieningsgebied lagen. Zo vliegt Ryanair tegenwoordig veelvuldig naar Marokko en bedient easyJet markten als Turkije en Egypte. Ondanks de forse groei die prijsvechters in Europa het laatste decennium hebben doorgemaakt, noopt de verzadiging van de intra-Europese luchtvaartmarkt deze luchtvaartmaatschappijen andere marktstrategieën aan te nemen om de groei te continueren. In Noord-Amerika zijn er voorbeelden van prijsvechters die samenwerkingsverbanden aangaan met netwerkmaatschappijen. Bovendien biedt de grootste Noord-Amerikaanse prijsvechter passagiers tegenwoordig de mogelijkheid om over te stappen van de ene op de andere vlucht. Door vliegtuigen te vullen met overstappassagiers kunnen prijsvechters ook routes met een bescheiden lokale markt bedienen. Een kostbare strategie die netwerkmaatschappijen groot heeft gemaakt, maar die prijsvechters tot voor kort nooit volgden. Ook in Europa zijn er signalen die duiden op strategieverschuivingen onder prijsvechters. Zo kondigde Air Berlin onlangs aan dat het voornemens is om in 2012 toe te treden tot de wereldwijde luchtvaartalliantie oneworld, terwijl Ryanair van plan is om in de toekomst meer vanaf primaire Europese luchthavens te gaan opereren.