

Mutaties EMU-schuld

EU-lidstaten notificeren tweemaal per jaar hun begrotingstekort en schuld cijfers aan Eurostat. De jaarlijkse verandering van de EMU-schuld is echter niet precies gelijk aan het gerapporteerde EMU-tekort of -overschot: dit verschil staat bekend als *Stock Flow Adjustments* (SFA's). Een positieve SFA betekent dat de EMU-schuld met meer is toegenomen dan kon worden verwacht op basis van de EMU-tekortcijfers. Er zijn grofweg drie oorzaken voor het bestaan van SFA's. Ten eerste worden de uitgaven bijgehouden op transactiebasis, terwijl de EMU-schuld wordt bijgehouden op kasbasis. Ten tweede zorgen financiële transacties voor SFA. Dit komt omdat financiële transacties zoals de aan- en verkoop van vermogenstitels in de regel niet relevant zijn voor het EMU-tekort, maar wel de EMU-schuld beïnvloeden. Tot slot zijn er waarderingseffecten die zorgen voor SFA's, bijvoorbeeld wisselkoersschommelingen die de hoogte van de EMU-schuld in buitenlandse valuta kunnen beïnvloeden, terwijl zij het EMU-tekort ongemoeid laten. De tabel laat zien dat de SFA's vooral in 2009 een forse bijdrage hebben geleverd aan de toename van de overheidsschuld in de eurozone. De reden hiervoor is het overheidsingrijpen in de financiële sector. Echter, ook buiten crisistijden kunnen SFA's substantieel zijn. Hoewel hiervoor veelal legitieme redenen bestaan, is het belangrijk om zich ook te realiseren dat het Verdrag van Lissabon lidstaten aanspoort om schuld boven de 60% van het bbp in een verantwoord tempo af te bouwen. Substantiële en langdurig positieve SFA's in een lidstaat zijn vanuit dat oogpunt ongewenst. De lidstaten hebben op de Europese Raad van 24-25 maart jongstleden afgesproken om de Verdragseis te kwantificeren. Dit biedt de mogelijkheid om meer grip te krijgen op SFA's, en te kijken

JURGEN BROEKHUIS (MINISTERIE VAN FINANCIËN)

in hoeverre van lidstaten gevraagd kan worden om positieve SFA's te compenseren door het nemen van additionele saldo- en schuldverbeterende maatregelen. Hierbij dient rekening gehouden te worden met het feit dat Eurostat recentelijk heeft bepaald dat leningen aan eurolanden in nood vanuit de tijdelijke noodfaciliteit de *European Financial Stability Facility* (EFSF) schuldrevelant zijn voor de lidstaten die voor EFSF garant staan.

Verskil tussen EMU-saldo en EMU-schuldmutatie in procenten.

Lidstaat	2007	2008	2009	Lidstaat	2007	2008	2009
Eurozone	0,48	3,21	0,86	Cyprus	2,95	-4,38	2,76
België	0,18	6,49	-0,95	Luxemburg	4,33	10,28	-0,37
Duitsland	0,56	2,74	1,83	Malta	0,02	-0,46	1,80
Estland	2,55	-1,91	0,07	Nederland	0,72	15,34	-5,31
Ierland	1,79	10,73	1,14	Oostenrijk	0,23	5,03	-0,49
Griekenland	-0,04	0,19	0,21	Portugal	-0,74	0,85	-0,09
Spanje	1,06	0,66	0,98	Slovenië	-0,59	-0,97	5,85
Frankrijk	0,40	2,13	1,58	Slowakije	0,46	-1,45	-2,05
Italië	-0,36	1,38	1,07	Finland	3,81	4,10	4,56

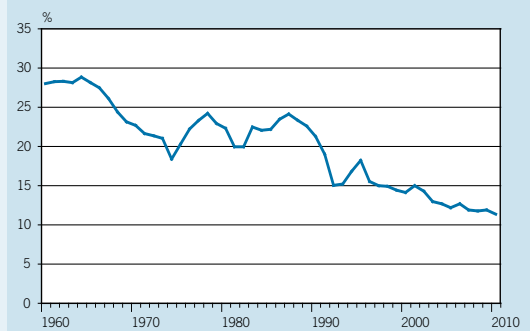
Monetaire zaken

Prijzverschillen nemen af tijdens recessies

Engel en Rogers toonden in 1996 in het artikel *How wide is the border* aan dat landsgrenzen een belangrijke bron van prijsverschillen zijn tussen landen. In Europa heeft het slechten van handelsbarrières zoals invoertarieven, en het inperken van wisselkoersonzekerheid, er de afgelopen halve eeuw in belangrijke mate aan bijgedragen dat prijsverschillen tussen landen flink zijn geslonken (figuur). De spreiding van prijzen in een jaar is berekend aan de hand van de standaarddeviatie van de absolute consumptieprijsniveaus van de 11 oorspronkelijke EMU-landen, uitgedrukt als percentage van het gemiddelde prijsniveau. In 1960 beliep de prijs-spreiding voor deze groep landen 28%, 50 jaar later 11%. In recent onderzoek van De Nederlandsche Bank is nagegaan in hoeverre economische omstandigheden op de korte termijn van invloed zijn op de hoogte van prijs-spreiding. In het bijzonder is daarbij gekeken naar de betekenis van de conjunctuur. Twee onderzoeksnetwerken van het eurosysteem van centrale banken brachten op basis van grootschalige enquêtes onder Europese bedrijven aan het licht dat prijzen in Europa op korte termijn weinig flexibel zijn, zeker in vergelijking tot de Verenigde Staten, maar dat vraaguitval voor een onderneming een belangrijke reden is om haar productprijzen aan te passen. Afnemers worden prijsbewuster ten tijde van economische achteruitgang, waardoor markten competitiever worden en prijsverschillen kleiner. De vraag is of dit ook op macroniveau tot uitdrukking komt in een kleinere spreiding van prijsniveaus tussen landen. De empirische analyse laat zien dat recessies in Europa de afgelopen 50 jaar een significant neerwaarts effect hebben gehad op de spreiding van prijsniveaus binnen het eurogebied. Dit effect is weliswaar tijdelijk, maar wel 5 keer zo groot als de gemiddelde jaarlijkse daling met 0,3 procentpunt op de lange termijn. Het model biedt een goede beschrijving van de slinkende prijsverschillen aan het begin van de jaren '70, '80 en '90.

MARCO HOEBERICHTS EN AD STOKMAN (DNB)

Prijz-spreiding in de EMU-11 in procenten.

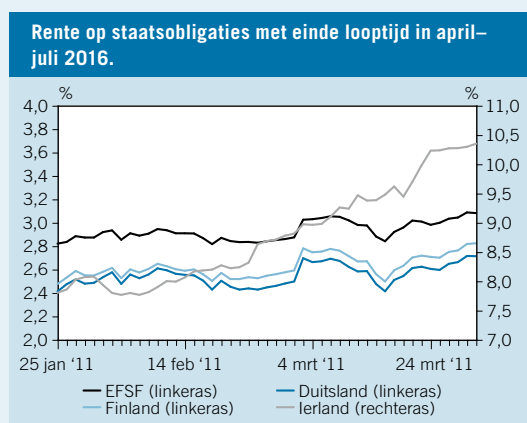


Bron: DNB Working Paper, 285

Maar ook het uitblijven hiervan gedurende de kredietcrisis wordt door het model adequaat beschreven. Het drukkende effect dat uitgaat van de conjuncturele inzinking door de crisis wordt geneutraliseerd door de opwaartse invloed van het gelijktijdig scherp inzakken van de internationale handel. Conjunctuurafhankelijke intensiteit van competitie en flexibiliteit van prijzen is een zeer relevant gegeven voor monetaire beleidsmakers. Het is een uitdaging om deze mechanismen in te bouwen in de macro-economische modellen die bij de beleidsvoorbereiding worden gebruikt.

De AAA-status van het Europese noodfonds

Op 25 januari 2011 zag de eerste obligatie van de *European Financial Stability Facility* (EFSF) het licht. Ten behoeve van het eerste deel van een lening aan Ierland werd voor 5 miljard euro aan obligaties met een looptijd tot 18 juli 2016 verkocht. De totale vraag van beleggers was met 44,5 miljard euro aanmerkelijk hoger dan het uitgegeven bedrag.

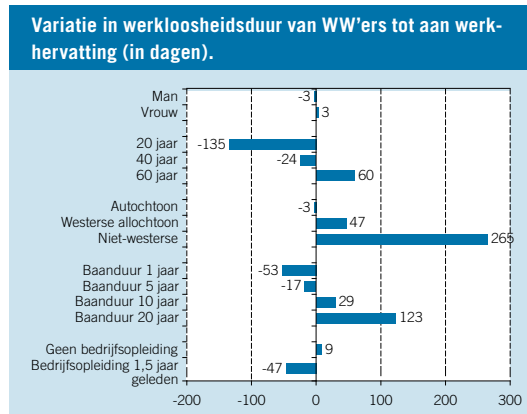


Bron: Bloomberg

De uitgifteprijs was zodanig dat de effectieve rentekosten 2,89% op jaarbasis bedragen. EFSF-obligaties worden uitgegeven met een garantie van de lidstaten uit de eurozone, exclusief Ierland, Griekenland en Estland. Doordat een deel van het door het fonds geleende geld bovendien als reserve aan wordt gehouden – van de geleende 5 miljard euro is 3,6 miljard euro aan Ierland uitgeleend – heeft het fonds van de grote kredietbeoordelaars de hoogste AAA-kredietbeoordeling gekregen. Toch is de EFSF-rente aanmerkelijk hoger dan het rendement op staatsobligaties met een vergelijkbare resterende looptijd van individuele overheden met een AAA-status, zoals Duitsland en Finland. Dat is deels te verklaren door het verschil in liquiditeit van de markten voor de verschillende obligaties. De Finse markt is ongeveer 14 keer zo groot als de EFSF-obligatie en de Duitse markt zo'n 15 keer groter dan de Finse. Toch is het verschil tussen de Finse en Duitse staatsrente een stuk kleiner dan het renteverskil tussen Finland en de EFSF. Naast de geringe liquiditeit van de EFSF-obligatie lijken beleggers dus ook onderscheid te maken tussen de kredietwaardigheid van individuele AAA-landen en de AAA-rating van het Europese steunfonds. De toegenomen onzekerheid over de financiële situatie in Ierland, die zich voor dat land in een oplopende rente heeft vertaald, heeft de rente op de EFSF-obligatie niet mee omhoog getrokken. De toegenomen zorg over de terugbetalingscapaciteit van Ierland vertaalt zich dus niet in grotere twijfel over de kredietwaardigheid van de EFSF. In welke mate de lagere liquiditeit of de in de optiek van beleggers lagere kredietwaardigheid van het fonds bepalend is voor het renteverskil met Europese AAA-landen zal in de loop van het jaar, met het groeien van het uitstaande bedrag aan EFSF-obligaties, duidelijker worden.

ARJAN HEYMA (SEO ECONOMISCH ONDERZOEK)

Economie en samenleving



Bron: CBS Microdatabestanden

Werkloosheidsduur korter na bedrijfsopleiding

Werknemers die werkloos worden en een beroep doen op een werkloosheidsuitkering zijn gemiddeld 316 dagen werkloos voordat ze het werk hervatten. Dat blijkt uit een analyse van werkloosheidsduren van alle Nederlanders met een werkloosheidsuitkering in de periode 2000–2008. Het gemiddelde van ruim 10 maanden wordt sterk beïnvloed door een relatief beperkt aantal lange werkloosheidsduren. Bijna de helft van alle mensen met een uitkering

is slechts 6 maanden werkloos voordat ze het werk hervatten, zo blijkt uit de mediaan van 192 dagen. De sterke variatie in werkloosheidsduur wordt verklaard uit kenmerken van de werknemer en van de laatste baan. De figuur laat de variatie in werkloosheidsduren zien voor een aantal kenmerken ten opzichte van de gemiddelde werkloosheidsduur van 316 dagen, waarbij is gecorrigeerd voor andere kenmerken.

Tussen mannen en vrouwen is er nauwelijks verschil in de gemiddelde werkloosheidsduur. Mannen zitten met 313 dagen drie dagen onder het gemiddelde en vrouwen met 319 drie dagen erboven. Relatief grote verschillen bestaan er naar leeftijd, etniciteit en duur van de laatste baan. Jongeren van 20 jaar zijn na instroom in de WW gemiddeld 181 dagen werkloos voordat ze weer aan het werk gaan en ouderen van 60 jaar gemiddeld 376 dagen. Allochtone Nederlanders met een WW-uitkering doen er gemiddeld langer over dan autochtone Nederlanders. Westerse allochtonen zijn gemiddeld 47 dagen langer werkloos dan gemiddeld, niet-westerse allochtonen bijna 9 maanden langer.

Naarmate werknemers langer een baan uitoefenen blijven ze na instroom in de WW langer werkloos. Na een baan van een jaar blijft een WW'er gemiddeld 263 dagen werkloos, na een baanduur van 20 jaar is de werkloosheidsduur gemiddeld 439 dagen. De gemiddelde werkloosheidsduur wordt verkort als de werknemer recentelijk een bedrijfsopleiding heeft gevolgd. Die verkorting kan oplopen tot 56 dagen ten opzichte van iemand die geen bedrijfsopleiding heeft gevolgd. Kennelijk zorgt een bedrijfsopleiding voor een verhoging van de inzetbaarheid van de werknemer, ook als het gaat om het vinden van een nieuwe baan.