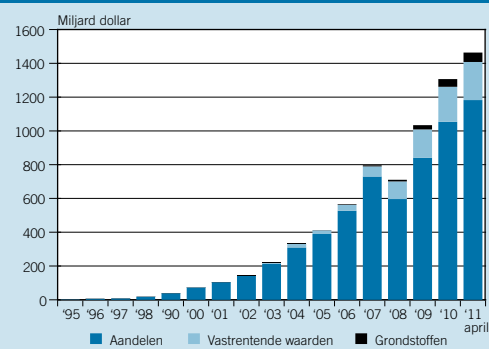


Risicovolle groei ETF's

Recentelijk hebben het Internationaal Monetair Fonds (IMF) en het Financial Stability Board (FSB) in het kader van hun toezicht op het internationale financiële systeem de aandacht gevestigd op *exchange-traded funds* (ETF's). Deze zijn populair geworden als financieel instrument, vanwege de lage directe kosten die aan het product verbonden zijn en vanwege de hoge verhandelbaarheid. Normaal gesproken zijn ETF's substituten voor beleggingsfondsen, aangezien de manager van een ETF de opdracht heeft om de onderliggende financiële instrumenten zo goed mogelijk na te bootsen. Zolang de manager strikt een-op-een belegt in de onderliggende waarden, zijn systeemrisico's als gevolg van ETF's beperkt. De enorme groei van belegde middelen in ETF's (figuur) heeft er echter toe geleid dat managers van deze producten steeds meer de toevlucht nemen tot financiële innovatie. In Europa staat regelgeving toe dat ETF's ook kunnen beleggen in instrumenten die niet bestaan uit de onderliggende vermogenstitels, maar direct of indirect hieraan zijn gerelateerd. Zo maken synthetische ETF's gebruik van *over-the-counter*-contracten, die het probleem van de soms gebrekkige liquiditeit van het onderliggende instrument omzeilen. Zolang financiële markten goed functioneren zijn er waarschijnlijk geen systeemrisico's verbonden aan ETF's als beleggingsinstrument. Er zijn alleen een aantal factoren die een probleemloze replicatie van indices van financiële instrumenten via ETF's bemoeilijken, zoals de beheersvergoeding van enkele tientallen basispunten en bijvoorbeeld belastingen. Het belangrijkste risico is het tegenpartijrisico, en verwant hieraan is het liquiditeitsrisico. Een ander risico zijn problemen die kunnen ontstaan als de marktwaarde in ETF's de marktkapitalisatie van het onderliggende instrument overstijgt. Zodra er spanningen ontstaan

in financiële markten zouden marktpartijen daarom problemen kunnen ondervinden met het liquideren van hun posities in ETF's. Er zijn dus argumenten om te stellen dat ETF's een risicovol financieel instrument zijn dat alleen goed functioneert in een gunstig beleggingsklimaat. Het is daarom niet verbazingwekkend dat De Nederlandsche Bank recentelijk in een pensioennieuwsbrief de waarschuwingen van het IMF en de FSB heeft benadrukt.

Waarde activa ETF's in miljard dollar.



Bron: Financial Stability Board

Monetaire zaken

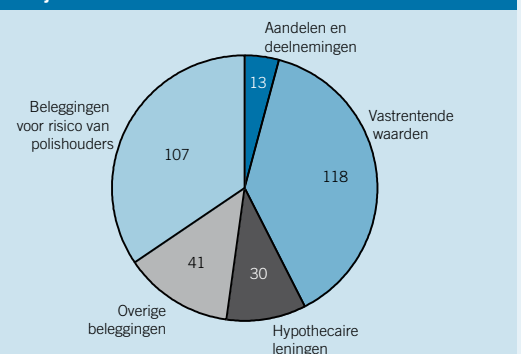
Beleggingsrendement levensverzekeraars in de min

In het vierde kwartaal van 2010 hebben levensverzekeraars op de beleggingsportefeuille die ze voor eigen risico aanhouden, een negatief rendement van 2,4% geboekt. In het voorgaande kwartaal was het rendement 3,7% positief. Op de aandelenbeleggingen was dankzij goed gestemde beurzen in de periode september tot december nog sprake van een rendement van 5,3%. Dit resultaat werd echter overschaduwed door een rendement op de obligatieportefeuille van -4,4%. Het negatieve rendement op deze portefeuille hing samen met een stijging van de tienjaars eurorente met 0,6 procentpunt tot 4,1% per ultimo december 2010. Een stijgende marktrente heeft een negatief effect op de prijs van vastrentende waarden.

De beleggingen van levensverzekeraars bedragen per eind 2010 309 miljard euro (figuur). Hiervan lopen de verzekeraars voor 202 miljard zelf risico en is 107 miljard euro belegd in het kader van beleggingsverzekeringen voor risico van de polishouder. Binnen de portefeuille voor eigen risico vormen de beleggingen in vastrentende waarden veruit de grootste categorie met een totaal van 118 miljard euro. Hierbij gaat het voor meer dan 60% om staatsobligaties en voor het overige deel met name om bedrijfsobligaties. De gewogen gemiddelde looptijd van de vastrentende beleggingen bedraagt 11 respectievelijk 6 jaar.

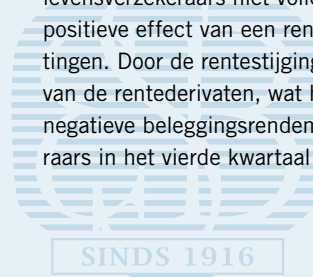
De verplichtingen op de balans van levensverzekeraars hebben een grotere omvang en langere looptijd dan deze vastrentende activa. Hierdoor leidt een rentedaling tot een grotere stijging van de verplichtingen dan van de vastrentende activa. Om de rentegevoeligheid van de activa meer in overeenstemming te brengen met die van de verplichtingen, sluiten levensverzekeraars rentederivaten af. Door gebruik te maken van *swaptions* (opties op swaps) en renteswaps hebben verzekeraars de gewogen gemiddelde looptijd van hun beleggingen

Beleggingen levensverzekeraars per ultimo 2010 in miljard euro.



Bron: DNB

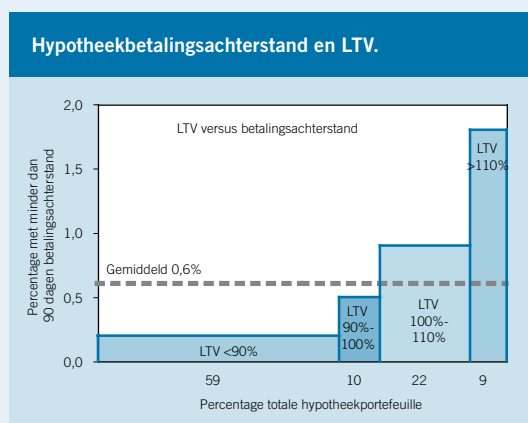
verlengd, waarmee zij zich deels tegen een rentedaling hebben ingedekt. De keerzijde hiervan is dat levensverzekeraars niet volledig profiteren van het positieve effect van een rentestijging op de verplichtingen. Door de rentestijging daalt immers de waarde van de rentederivaten, wat heeft bijgedragen aan het negatieve beleggingsrendement van levensverzekeraars in het vierde kwartaal van 2010.



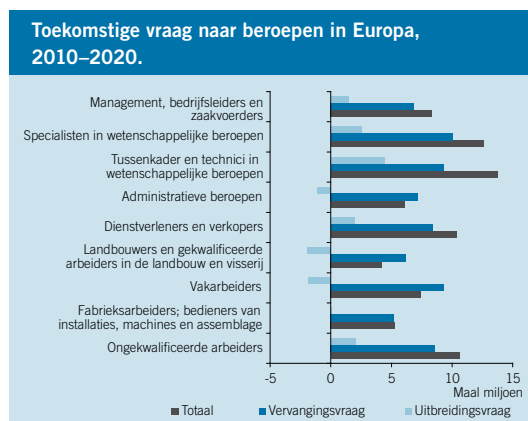
Betalingsachterstanden bij hypotheek

Van 353.000 hypotheekleningen die tussen 2008 en 2010 door de grote vier banken verstrekt zijn, heeft gemiddeld 0,6% van de huishoudens een betalingsachterstand van meer dan 90 dagen (figuur). Bij een op de twaalf huishoudens met een dergelijke betalingsachterstand leidt dit uiteindelijk tot onvrijwillige verkoop van het huis door een veiling. Uit het *Global financial stability report* van IMF blijkt dat

het gemiddelde van 0,6% huishoudens met een betalingsachterstand in internationaal perspectief laag is, vergelijkbaar met Australië en Canada. Voor Spanje en het Verenigd Koninkrijk lag in 2010 het aantal huishoudens met een betalingsachterstand tussen de 2% en 3%. In de Verenigde Staten had begin 2010 bijna 9% van de hypotheekbezitters een betalingsachterstand van meer dan drie maanden. Voor sommige subgroepen is het deel met een betalingsachterstand hoger. Hypotheekleningen met een *loan-to-value-ratio* (LTV), dus met een verhouding tussen hypotheeksom en aankoopwaarde, van meer dan 110%, hebben in Nederland in 1,8% van de gevallen een betalingsachterstand. Huishoudens met een hypotheek met een hoge LTV hebben dus drie keer vaker een betalingsachterstand dan gemiddeld. De figuur laat zien dat minder dan een op de tien van alle hypotheekleningen een LTV van meer dan 110% heeft. Nieuwe hypotheekleningen door oversluiting of voor een verbouwing, goed voor ruim 40% van alle nieuw afgesloten hypotheekleningen, zijn zelden hoger dan de waarde van het huis. Ongeveer drie op de tien nieuwe hypotheekleningen is voor een starter op de koopwoningmarkt. Uit de AFM Consumentenmonitor van de tweede helft van 2009 blijkt dat 42% van de starters een LTV van meer dan 110% had. In 2010 is dat gedaald naar 35%. Doorstromers zijn consumenten die van een koophuis naar een koophuis zijn verhuisd. Deze groep is goed voor ongeveer een kwart van de nieuwe hypotheekleningen. In 2009 had 19% van de doorstromers een LTV van meer dan 110%, vergelijkbaar met 2010. Voor de totale hypotheekportefeuille is het aandeel wanbetalers laag. Starters en doorstromers, die relatief vaak een hogere hypotheekschuld hebben dan de waarde van hun huis, lopen wel een verhoogd risico.



Bron: SEO-rapport, 2011(19)



Bron: Cedefop, 2011

De Europese arbeidsmarktprognose tot 2020

Veel Europese landen maken een eigen prognose van de toekomstige behoefte aan arbeidskrachten naar opleiding en beroep. Sinds enkele jaren is er ook op Europees niveau een prognosemodel dat voor elk van de 27 lidstaten, samen met Noorwegen en Zwitserland, de langetermijnontwikkeling van de arbeidsmarktprognose en het aanbod laat zien. De crisis van 2008 met de veranderende vooruitzichten versterkt de behoefte aan goede informatie over de

aansluiting tussen opleiding en beroep. De EU-arbeidsmarktprognose van 2010 geeft een actueel beeld over de vooruitzichten van de Europese arbeidsmarkten voor de periode tot 2020.

Voor de meest recente versie van de Europese arbeidsmarktprognose wordt uitgegaan van een lange periode van gematigde economische groei, zodat de totale werkgelegenheid in de prognoseperiode licht zal toenemen. De figuur geeft voor de verschillende beroepsgroepen op basis van de ISCO-classificatie op 1 digit de totale werkgelegenheidsontwikkeling weer van 2010 tot 2020 voor het totaal van alle EU-landen plus Noorwegen en Zwitserland. De toename in de werkgelegenheid, weergegeven door de uitbreidingsvraag, concentreert zich in hogere beroepen voor managers, specialisten en hoger geschoolde technici. Meer dan 8 miljoen nieuwe banen worden tot 2020 in deze beroepen verwacht. De verschuiving van de werkgelegenheid richting hogere beroepen is in sommige landen al eerder ingezet, terwijl andere Europese landen hier nog een inhaalslag moeten maken. In de dienstverlenende beroepen wordt ook een behoorlijke toename verwacht van circa 2 miljoen nieuwe banen. Andere beroepsgroepen krimpen daarentegen; zij hebben een negatieve uitbreidingsvraag. Door vervangingsvraag zullen er echter in de komende jaren baanopeningen zijn in alle beroepsgroepen. De vervangingsvraag ontstaat vooral doordat mensen met pensioen gaan of een baan in ander beroep krijgen. Uit de figuur is af te leiden dat het gros van de baanopeningen op de Europese arbeidsmarkt door vervangingsvraag ontstaat.