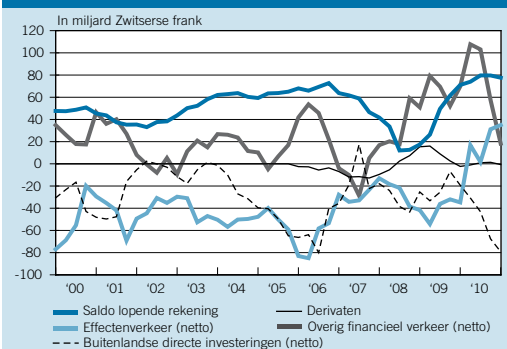


Onevenwichtigheden in Zwitserland

Zwitserland wordt dikwijls beschouwd als vluchthaven voor kapitaalverkeer. De vermeende stabiliteit van het financiële systeem, de relatief sterke valuta en de beperkte inflatie vormen aantrekkelijke elementen voor beleggers in tijden van onzekerheid. De betalingsbalans is echter minder evenwichtig. Het land heeft een structureel lopende-rekeningoverschot: over een periode van vijftien jaar werd alleen in het derde kwartaal van 2008 een tekort op de lopende rekening opgetekend. De kapitaalrekening toont dikwijls een tekort, in termen van zowel buitenlandse directe investeringen als het effectenverkeer (figuur). Het gecombineerde effect leidt ertoe dat de Zwitserse frank al enkele jaren apprecieert tegenover de Amerikaanse dollar en de laatste jaren ook tegenover de euro. Momenteel staat de frank onder additionele opwaartse druk, wat voortvloeit uit de volatiliteit op financiële markten. Dit uit zich in een grote kapitaalinstroom op basis van het effectenverkeer, terwijl het lopende-rekeningoverschot op een hoog niveau blijft. Bovendien zorgt het relatief kleine aandeel van de frank in het totale aantal valutatransacties ervoor dat de beweging van de valuta relatief sterk is. Deze effecten zijn momenteel duidelijk ontwrichtend. Het Zwitserse bedrijfsleven moet zich noodgedwongen aanpassen vanwege de sterke frank en het hoge tempo van appreciatie vergroot voorts het risico van een deflatoire ontwikkeling. Om de appreciatie van de frank te temperen, interenieert de Zwitserse centrale bank dan ook actief in de valutamarkt. Voorts heeft zij de bandbreedte voor de geldmarktrente verlaagd tot vrijwel 0% en wordt de liquiditeitsvoorziening aan banken vergroot. Het is echter de vraag of de genomen maatregelen voldoende zullen zijn om de appreciatie van de frank te keren. Additionele maatregelen,

waarbij ook wordt gedacht aan een tijdelijke koppeling van de frank aan de euro, kunnen noodzakelijk zijn voor een verbetering van de concurrentiepositie van het Zwitserse bedrijfsleven. Ondanks haar status van veilige haven, vormen de financieel-monetaire onevenwichtigheden een grote kwetsbaarheid voor de Zwitserse economie.

Betalingsbalans van Zwitserland in miljard Zwitserse frank. Per kwartaal, vier kwartalen cumulatief.



Bron: Swiss National Bank

Monetaire zaken

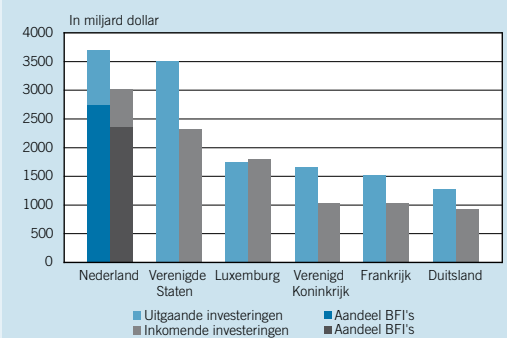
Nederland aantrekkelijk voor directe investeringen

De directe investeringen door buitenlandse bedrijven in Nederland en omgekeerd – in de vorm van aandelen in dochtermaatschappijen en intraconcernleningen – waren eind 2009 met een bedrag van 6700 miljard Amerikaanse dollar de hoogste ter wereld, zo blijkt uit een recente eerste internationale jaarenquête hiernaar door het Internationaal Monetair Fonds. Dat een relatief klein land als Nederland de koppositie bekleedt, komt in het bijzonder door het (ook fiscaal) gunstige vestigingsklimaat voor de talrijke bijzondere financiële instellingen (BFI's) die hier fungeren als financieel tussenstation voor investeringen door buitenlandse multinationals in andere landen. In belangrijke mate houden BFI's zich bezig met het ontvangen van middelen, veelal dividenden, royalty's en rente, en het doorbetalen daarvan aan buitenlandse ondernemingen.

Eind 2009 was Nederland goed voor een stand van 3700 miljard dollar aan directe investeringen in bedrijven in het buitenland. Omgekeerd bedroegen de buitenlandse directe investeringen in Nederland 3000 miljard dollar (figuur). Op de tweede plaats volgden de Verenigde Staten met opgeteld 5800 miljard dollar aan uitgaande en inkomende investeringen. Op de derde plaats stond met 3600 miljard dollar Luxemburg, eveneens een land dat veel BFI's herbergt. Bij dit soort vergelijkingen speelt ook de wisselkoers tussen de euro en de dollar een rol. De euro daalde in 2010 met 7% ten opzichte van de dollar, maar de standen van de Nederlandse directe investeringen handhaafden zich ultimo 2010 in dollars gemeten op ongeveer hetzelfde niveau.

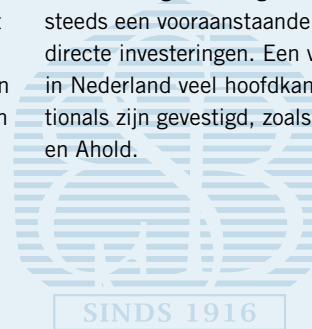
De BFI's dragen voor omstreeks driekwart bij aan het totaal van de Nederlandse inkomende en uitgaande directe investeringen (figuur). De invloed van dat deel op de Nederlandse economie is beperkt. Voor de meeste andere landen is de verdeling naar BFI's en niet-BFI's niet bekend. Als posities van BFI's buiten

Directe investeringen ultimo 2009.



Bron: DNB; IMF

beschouwing worden gelaten, speelt Nederland nog steeds een vooraanstaande rol op het gebied van directe investeringen. Een verklaring hiervoor is dat in Nederland veel hoofdkantoren van grote multinationals zijn gevestigd, zoals Shell, Unilever, Philips en Ahold.

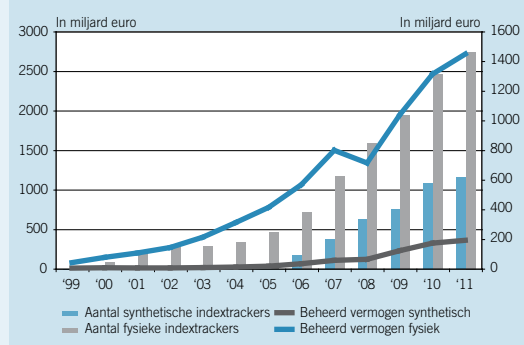


Synthetische ETF's in opkomst

Indextrackers zijn beleggingsfondsen die als enig doel hebben een bepaalde index te volgen. Oorspronkelijk doen zij dit door de aan die index genoteerde vermogenstitels in gelijke verhouding aan te kopen als de index. Er bestaan echter ook steeds meer varianten van indextrackers die wel een index volgen maar hiervan niet fysiek de stukken aankopen: het rendement van de index wordt door

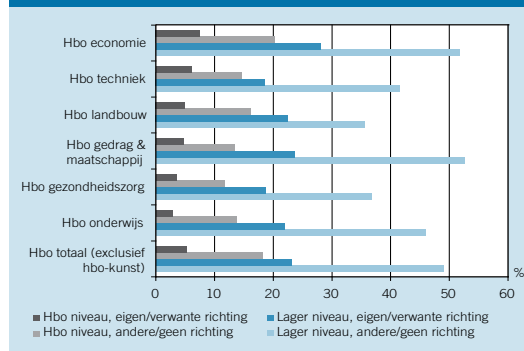
de indextracker aan de belegger gegarandeerd door een *swap* aan te gaan met andere tegenpartijen. Er zijn meerdere varianten van synthetische indextrackers mogelijk, maar over het algemeen werkt dit als volgt: de indextracker ontvangt van een belegger geld om in de AEX te beleggen. In plaats van de stukken uit de AEX aan te kopen wordt dit geld doorgestort naar de tegenpartijen en daarbij wordt de garantie verkregen dat het rendement van de AEX aan de indextracker wordt uitgekeerd. Om zekerder te zijn van het terugkrijgen van inleg bij financiële moeilijkheden van een tegenpartij, ontvangt een indextracker van alle tegenpartijen een pakket aandelen, obligaties of andere effecten als onderpand. Er zijn een aantal risico's verbonden aan synthetische indextrackers die bij fysieke indextrackers niet spelen. De belangrijkste hiervan is het tegenpartijrisico. De vraag is namelijk wat er gebeurt als een van de tegenpartijen die het rendement van de index aan de indextracker moet uitkeren failliet gaat. De indextracker heeft dan een probleem: het rendement van de AEX wordt niet ontvangen en de effecten die in onderpand waren gegeven moeten te gelde gemaakt worden. In gunstige gevallen is er voldoende vraag naar en is er sprake van *overcollateralization*, wat betekent dat effecten meer waard zijn dan het geld dat ontvangen is van de indextracker. In ongunstige gevallen zijn de ontvangen effecten echter minder waard dan de inleg van de indextracker of is er onvoldoende vraag. Het is in die gevallen onwaarschijnlijk dat de belegger dan terugontvangt wat is ingelegd. De figuur laat zien dat synthetische trackers ten opzichte van fysieke trackers wereldwijd sterk in opkomst zijn. In 2011 is bijna een derde van alle aangeboden indextrackers synthetisch terwijl het beheerde vermogen ten opzichte van het totaal nog wel beperkt maar sterk stijgend is, met ruim 11% per mei 2011.

Belegd vermogen in synthetische indextrackers.



Bron: Blackrock

Ervaren onderbenutting kennis en vaardigheden, naar niveau en richting van de huidige baan.



Bron: HBO-Monitor 2008-2010

Passend werk en benutting van vaardigheden van hbo'ers

In de periode 2000–2010 blijkt dat gemiddeld ruim een op de vijf betaald werkende hbo-afgestudeerden circa anderhalf jaar na het verlaten van de opleiding een baan bekleedt waarvoor de werkgever geen hbo-diploma verlangde. In bijna de helft van deze gevallen gaat het om werk waarvoor ook de eigen opleidingsrichting niet vereist was. Het gedwongen werken in een baan die niet bij de eigen opleiding past, wordt doorgaans als nadelig gezien, omdat

men dan niet in staat zou zijn om de in de hbo-opleiding opgedane kennis en vaardigheden ten volle te benutten. Om na te gaan in hoeverre dit het geval is, is in de afgestudeerdenvragenlijst van de jaarlijkse HBO-Monitor de vraag voorgelegd: "In welke mate worden uw capaciteiten in uw huidige functie benut?", met antwoordmogelijkheden op een vijfpuntsschaal variërend van 1 ("helemaal niet") tot 5 ("in sterke mate"). Er is sprake van onderbenutting als de afgestudeerden antwoord 1 of 2 opgeven, voor respectievelijk "helemaal niet" en "nauwelijks". De figuur toont de onderbenutting van kennis en vaardigheden naar niveau en richting van de huidige baan voor alle hbo-sectoren behalve kunst. Het blijkt inderdaad nadelig te zijn om te werken in een baan die niet goed aansluit bij de eigen opleiding, maar over de hele lijn blijkt dit pas een groot probleem te zijn wanneer men zowel onder het eigen niveau als buiten de eigen richting werkt. Bijna de helft van de groep kampt dus met ernstige onderbenutting van kennis en vaardigheden in het werk. Over de hele lijn blijkt het iets nadeliger te zijn om onder het eigen niveau te werken dan buiten de eigen richting: zo'n 23% van hbo'ers in banen waarvoor de eigen richting werd vereist maar op een lager niveau, vermeldt dat de eigen vaardigheden niet of nauwelijks worden benut, vergeleken met ongeveer 18% van hbo'ers in banen op eigen niveau waarvoor een andere richting werd vereist. Opvallend is dat een klein maar niet verwaarloosbaar deel van de hbo'ers met passend werk zowel qua niveau als richting (zo'n 5%) aangeeft dat in hun werk nauwelijks een beroep wordt gedaan op hun capaciteiten. Nadere analyses laten zien dat dit merkbare consequenties heeft in termen van beloning en werktevredenheid, en kan derhalve niet worden afgedaan als ruis.