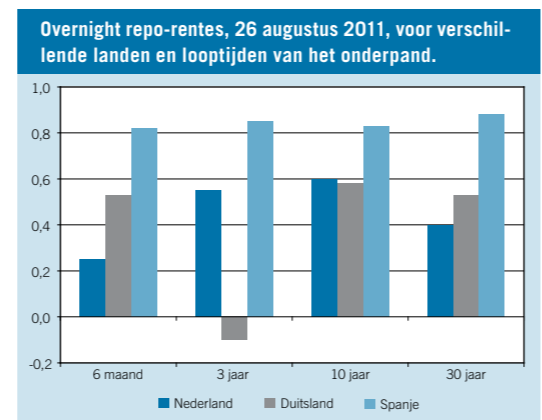


### Shortselling op obligatiemarkten

Shortselling wordt vaak als mogelijk versterkend effect van koersdalingen genoemd. De discussie richt zich hierbij vooral op aandelenmarkten en minder op obligatiemarkten. Shortselling vindt plaats op twee manieren. Bij ongedekte shortselling worden stukken verkocht zonder deze eerst te lenen. Gangbaarder is gedekte shortselling, waarbij obligaties tijdelijk worden gekocht op de repo-markt, onder de verplichting deze aan het einde van de looptijd terug te verkopen. Er is dus eigenlijk sprake van het uitlenen van geld tegen onderpand. De geldgever (koper van de obligatie) ontvangt een vergoeding (repo-rente). Een waardevol onderpand impliceert een lagere repo-rente. De figuur laat zien dat de gemiddelde repo-rente van Duits en Nederlands papier vergelijkbaar is, terwijl Spaans papier vaak een hogere vergoeding vereist aangezien de kredietwaardigheid lager wordt ingeschat. Omdat transacties veelal voor korte periodes worden aangegaan, heeft de looptijd van het onderpand weinig invloed op de rente. Voor specifieke obligaties kan de repo-rente echter afwijken. Een lage rente geeft hierbij aan dat een obligatie moeilijk te krijgen is. Zo geldt voor Nederland dat de repo-rente op zesmaandspapier erg laag is. Voor Duitsland is de repo-rente op obligaties met een resterende looptijd van 3 jaar zelfs negatief, wat betekent dat de liquiditeit in de betreffende obligatie beperkt is. Om dit te voorkomen kent Nederland een faciliteit waaronder banken staatsobligaties tijdelijk kunnen lenen bij het Agentschap van het Ministerie van Financiën. Om overmatig gebruik te voorkomen ontvangen banken dan een repo-rente die lager is dan die op de markt. Op obligatiemarkten is shortselling essentieel voor een goed functionerende markt. Om liquiditeit in obligaties te waarborgen maken veel landen

MATHIJS NAHUIS (MINISTERIE VAN FINANCIËN)

gebruik van quoteringsverplichtingen. Banken geven hierbij voortdurend prijzen af waartegen zij bereid zijn obligaties te kopen en verkopen. De mogelijkheid short te gaan maakt quoteringsverplichtingen effectiever, aangezien banken ook obligaties kunnen verkopen die ze niet bezitten. Tevens kunnen banken voorafgaand aan emissies al obligaties verkopen. Voor uitgevers van obligaties is dit aantrekkelijk omdat dit vraag naar de obligaties creëert.



Bron: BrokerTec

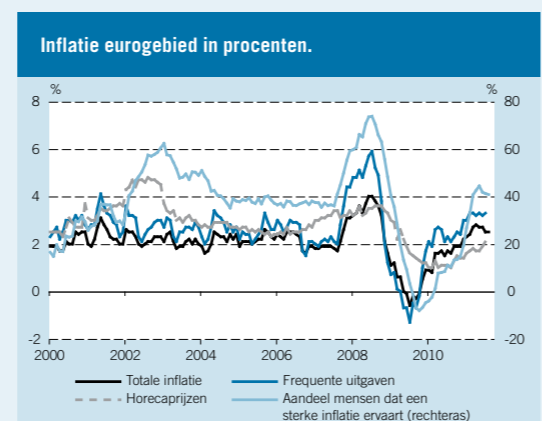
## Monetaire zaken

### Inflatie al langer voelbaar voor consumenten in het eurogebied

De inflatie in het eurogebied was afgelopen augustus 2,5 procent op jaarbasis. Consumenten ervaren echter al langer dat boodschappen duurder worden. De prijzen aan de benzinepomp, in de supermarkt en ook in de restaurants stijgen al sinds september 2009 sneller dan de totale inflatie-index. Ook eerder stegen deze prijzen vaak sneller dan de gemiddelde prijzen. Eurostat heeft daarom een speciale maatstaf ontworpen: de frequente-uitgavenindex. Deze meet de prijzen van producten die ten minste eens per maand worden aangeschaft. Automatische betalingsopdrachten worden in deze index niet meegerekend. Het betreft circa 46 procent van alle consumentenbestedingen. Op basis van deze index is de inflatie in het eurogebied opgelopen tot 3,3 procent in juli 2011. De grootste aanjager van deze inflatiestijging zijn de sterk gestegen prijzen van grondstoffen zoals olie en graan. Dit komt omdat de vraag naar deze goederen in vooral de opkomende economieën stijgt. Maar ook misoogsten en de onrust in de olieproducerende landen drijven deze prijzen op.

De uitgaven voor dagelijkse boodschappen worden vaker gedaan dan voor duurzame aankopen, waardoor consumenten direct de gevolgen van een prijsverhoging merken. Daarom bepalen prijsstijgingen van frequente aankopen sterk de inflatieperceptie van consumenten. Deze perceptie wordt gemeten door middel van een enquête van de Europese Commissie. Daarin wordt gevraagd of men denkt dat de inflatie de afgelopen maanden veel of weinig is gestegen, gelijk is gebleven of is gedaald. Omdat de consument de inflatie van frequente uitgaven zo sterk ervaart, neemt de gepercipieerde inflatie – ook wel gevoelsinflatie – sterk toe (figuur). Ook in 2008 was er sprake van hoge olie- en voedselprijzen. Toen liep de inflatie op frequente uitgaven op tot bijna 6 procent en vond 74 procent van de ondervraagden dat de inflatie sterk was gestegen. Nu, in augustus

MARTIN ADMIRAAL (DNB)



Bron: Eurostat; Europese Commissie

2011 is dat 40 procent. Ook na de introductie van de euro op 1 januari 2002 werd een sterke inflatie ervaren. Zo gaf eind 2002 ruim 60 procent van de ondervraagden aan dat de inflatie sterk was gestegen. Vooral door forse prijsstijgingen in de horeca ontstond de illusie dat alle prijzen sterk toenamen. De prijs van dagelijkse boodschappen steeg in 2002 echter gemiddeld 0,6 procent sneller dan de gemiddelde prijzen.

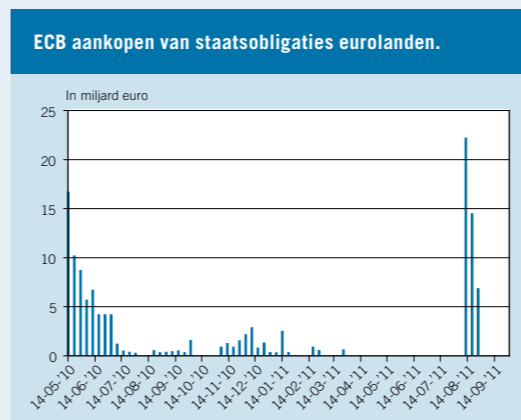
SINDS 1916

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

ALLARD BRUINSHOOFD (RABOBANK)

### Europese Centrale Bank koopt weer staatsobligaties

De spanning op de Europese markten voor staatsobligaties liep deze zomer weer stevig op. Dat was bijvoorbeeld af te lezen van de rente op Spaanse en Italiaanse tienjaars-staatsobligaties. Voor Spaans papier liep deze op van rond 5,5 procent in het voorjaar tot boven de 6 procent in de eerste week van augustus. Voor Italiaans papier was de stijging van



Bron: Reuters EcoWin; Rabobank

LUCY KOK EN CAROLINE BERDEN (SEO ECONOMISCH ONDERZOEK)

### Redenen voor waardeoverdracht door werknemers.

Wat is de belangrijkste reden waarom u een verzoek tot waardeoverdracht heeft gedaan?	n=329
Zo houd ik één partij waarvan ik pensioen moet krijgen	76%
Financieel beter af door overdragen	15%
Weet niet meer	2%
Overig	7%
Wat is de belangrijkste reden waarom u geen verzoek tot waardeoverdracht heeft gedaan?	n=448
Ben er niet mee bezig geweest/wist niet dat het kon	58%
Financieel slechter af door overdragen	13%
Weet niet meer	13%
Overig	16%

Bron: SEO rapport, 2010(52)

### Waardeoverdracht bij pensioen

Om pensioenverlies tegen te gaan, bestaat sinds 1994 het wettelijk recht om bij verandering van werkgever de opgebouwde pensioenrechten bij de pensioenuitvoerder van de oude werkgever mee te nemen en in te brengen in de pensioenregeling van de nieuwe werkgever. Het risico van pensioenverlies is vooral groot als pensioen wordt opgebouwd via een eindloonregeling. De hoogte van het pensioen is bij deze regeling gebaseerd op het salaris dat de werknemer verdient op de pensioendatum of het

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

rond 4,75 procent tot eveneens boven de 6 procent zelfs nog fors. De Europese regeringsleiders hadden kort daarvoor (op 21 juli) afgesproken dat het Europese vangnet European Financial Stability Facility extra bevoegdheden gaat krijgen, zodat het ook staatspapier in secundaire markten kan gaan opkopen wanneer de rentevoeten ongewenst scherp oplopen. Aangezien de effectuering hiervan door ratificatie in de deelnemende landen pas in de loop van het najaar te verwachten is, was het weer aan de Europese Centrale Bank (ECB) om de obligatiemarkten enigszins tot rust te brengen. Op 8 augustus hervatte de ECB haar aankopen van staatsobligaties uit de eurozone onder het Securities Market Programme. In de drie weken erna werd voor achtereenvolgens 22 miljard, 14 miljard en 7 miljard euro aan staatsobligaties opgekocht (figuur). De ECB maakt de samenstelling van haar aankopen nooit bekend, maar vanwege de onzekerheid over Spanje en Italië gaat het waarschijnlijk vooral om Spaans en Italiaans papier. Hoewel de bedragen in absolute zin groot zijn, passen er drie nuanceringen. Ten eerste zijn de aankopen uitgedrukt als fractie van de uitstaande Spaanse en Italiaanse staatsschuld, van gezamenlijk ongeveer 2500 miljard euro, gering. Toen in mei 2010 in drie weken tijd voor 35 miljard euro aan voornamelijk Grieks papier werd gekocht, ging het om een aanzienlijk groter deel van de uitstaande Griekse schuld. Ten tweede lijken de markten nu sneller gekalmeerd te zijn dan destijds. De aankopen in de derde interventieweek bedroegen deze keer zo'n 30 procent van de interventieomvang in de eerste week, waar dat percentage vorig jaar mei nog op ruim 50 procent lag. Ten derde wordt het geld dat de ECB met de aankopen in de markt brengt ook weer onttrokken door het uitgeven van termijndeposito's. Er vindt dus per saldo geen geldschepping plaats en de opkopen vormen in die zin geen inflatierisico op termijn.

## Economie en samenleving

moment van uitdiensttreding. Een salarisverhoging telt bij de eindloonregeling mee over alle verstreken jaren. Vertrek uit een eindloonregeling is dus nadelig als pensioenrechten niet mogen worden meegenomen, omdat toekomstige salarisstijgingen in dat geval niet meer meetellen bij de pensioenberekening in de oude eindloonregeling. Bij de middelloonregeling is geen sprake van een dergelijk pensioenverlies, omdat de hoogte van het ouderdomspensioen daarbij alleen afhangt van toekomstige salarisontwikkelingen. Pensioenverlies, maar ook pensioenwinst, kan optreden afhankelijk van de indexering van actieve rechten en slapersrechten in de oude en de nieuwe regeling. Slapersrechten zijn de aanspraken die zijn opgebouwd in een oude regeling. Voor werknemers is moeilijk te beoordelen hoe groot het risico is op pensioenverlies bij het laten staan van het pensioen. In 1994 had driekwart van de actieve deelnemers in een pensioenfonds een eindloonregeling. Anno 2009 is dat nog maar 1 procent. Pensioenbreuk is dus voor de meeste baanwisselaars niet meer aan de orde. Het oorspronkelijke doel van de wet is daarmee vervallen. Toch is waardeoverdracht populair: 42 procent van de werknemers die pensioen kunnen overdragen dient daartoe een verzoek in en 39 procent draagt daadwerkelijk over. In een enquête onder baanwisselaars is respondenten gevraagd waarom ze al dan niet hebben gekozen voor waardeoverdracht. Uit de enquête blijkt dat pensioenbreuk inderdaad voor de meeste overdragers niet meer het belangrijkste argument is om over te dragen. De belangrijkste reden was om alle pensioen bij één uitvoerder te hebben. Dat geldt voor 76 procent van de respondenten die een verzoek hebben ingediend (tabel). Slechts 15 procent heeft een verzoek ingediend vanwege de financiële consequenties van waardeoverdracht. Van de deelnemers die geen waardeoverdracht hebben aangevraagd heeft een meerderheid dat gedaan omdat men niet wist dat het kon of omdat men er zich niet mee bezig heeft gehouden.