

## Internationaal

### Nederland relatief goedkoper uit

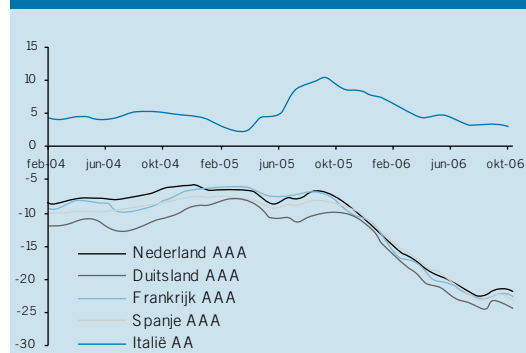
Op obligatiemarkten is de swapsread de leidende variabele waaraan relatieve prestaties van obligaties worden afgemeten. De swapsread is het verschil tussen het rendement van de staatsobligatie en de swaprente, gemakswijze de rente waartegen een gemiddelde AA financiële instelling kan lenen. De staatsobligaties van de AAA landen hebben vanwege de hoge kredietwaardigheid een rendement dat lager is dan de swaprente. De swapsreads van de AAA staatsobligaties in de eurozone zijn vanaf oktober 2005 beduidend breder geworden met name in het tienjaarssegment, waar bijvoorbeeld de Nederlandse swapsread verbeterde van -7 basispunten (bp) in oktober 2005 naar -22 bp in oktober 2006. Eén van de belangrijkste redenen achter deze ontwikkeling van de spreads is de herstellende economie in de eurozone. Lagere begrotingstekorten of zelfs overschotten vertalen zich via twee kanalen in een lager rendement. Aan de ene kant stijgt de kredietwaardigheid van landen. Aan de andere kant hebben landen minder financieringsbehoefte en dat verlaagt het aanbod van staatsobligaties. In 2007 wordt in de eurozone de laagste netto staatsobligatie-uitgifte sinds 1999 verwacht. Het rendement op staatsobligaties van AAA landen daalde sterker ten opzichte van de swaprente dan in landen met een lagere rating. Dit kan waarschijnlijk verklaard worden door de relatieve onderwaardering van de AAA landen in de afgelopen jaren. De lage rente heeft ervoor gezorgd dat beleggers minder risico-avers zijn geworden om hogere rendementen te kunnen bereiken. Hierdoor weerspiegelen de verschillen in rendement tussen AAA landen en landen met lagere rating onvoldoende de verschillen in onderliggende economische indicatoren. Doordat de rente in de eurozone is gestegen, is de vraag naar AAA staatsobliga-

ZDENKA VAN SCHAİK (MINISTERIE VAN FINANCIËN)

ties weer toegenomen en dat corrigeert de relatieve onderwaardering.

Tussen oktober 2005 en oktober 2006 is de tienjaars swaprente gestegen met ongeveer 75 bp. Voor Nederland betekent deze rentestijging echter niet een gelijkwaardige toename van de rentelasten. Het rendement op staatsobligaties steeg slechts met 60 bp in dezelfde periode.

Swap spread tienjaarsobligaties in basispunten



Bron: Bloomberg

## Monetaire Zaken

### Nederlandse hoogconjunctuur nader beschouwd

De Nederlandse economie bevindt zich volgens de DNB-conjunctuurindicator (Den Reijer, 2005), welke is weergegeven in de rubriek ESB Kompas, in de fase van hoogconjunctuur. De thermometerafbeelding slaat positief uit voor de realisatie van de huidige toestand van de conjunctuur. De uitslag van de thermometer is nog positiever voor de komende zes maanden. De economie zal de komende tijd dus nog verder boven haar trendmatige niveau uitstijgen. Uit de conjunctuurindicator vloeien technische groeiramingen voort voor de jaar-op-jaar volumegroei van het bbp van 3,2 procent voor het vierde kwartaal en 3,1 procent voor de eerste drie kwartalen van 2007. De elf onderliggende variabelen, die de samengestelde voorlopende indicator vormen, zijn weergegeven in tabel 1 en geven in meerderheid een positief signaal af. Alleen de yieldcurve, de korte rente en de voorlopende indicator van de OESO voor de Verenigde Staten (VS) doen dat niet. De yieldcurve, gedefinieerd als het verschil tussen tienjaars kapitaalmarktrente op Nederlandse overheidsobligaties en de driemaands geldmarktrente in het eurogebied, bedraagt momenteel een schamele 0,08 procentpunt. Dit is het laagste niveau sinds de inverse rente-termijnstructuur in 1993. De Amerikaanse yieldcurve is overigens al enige tijd negatief. De huidige vervlaking lijkt deze keer echter geen voorbode voor een recessie, maar door incidentele factoren bepaald. Institutionele beleggers kopen, onder meer ingegeven door nieuwe regelgeving, vooral lange obligaties. Daarnaast vloeit rijkelijk kapitaal uit het Midden-Oosten (olie) en China naar het westen.

Een belangrijker risico voor de conjunctuur lijkt het negatieve signaal van de voorlopende indicator voor de VS. Deze weerspiegelt de vertraging van de Amerikaanse economie onder invloed van de afkoeling in de huizenmarkt. De bijdrage van de woninginvesteringen aan de Amerikaanse bbp-groei bedroeg -1,2 procentpunt in

ARD DEN REIJER (DNB)

tabel 1

Samenstelling van de voorlopende index

Signaal

Samenstelling van de voorlopende index	Signaal
IFO-indicator Duitsland	+
Verwachte Bedrijvigheid	+
Driemaands euro-guldenrente	-
Nederlandse yieldcurve	-
Voorraden gereed product	=
Feitelijke orderontvangst	+
Consumentenvertrouwen	+
Aandelenkoers (AEX)	+
Geregistreerde motorvoertuigen	+
Reële huizenprijs	+
OESO's voorlopende indicator voor de V.S.	-

Bron: DNB

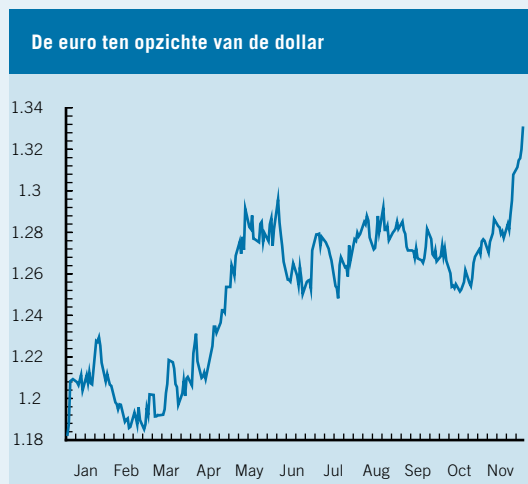
het derde kwartaal. Daarnaast daalde de industriële productie in oktober en liep de bezettingsgraad terug naar 80,7 (historische gemiddelde is 81,7). Volgens de inkoopmanagers zette de daling zich voort in november. Het consumentenvertrouwen blijft vooralsnog robuust door de krappe arbeidsmarkt, hoewel de detailhandelsverkoop in oktober licht daalden.

#### LITERATUUR

Reijer, A.H.J. den (2005) *The Dutch business cycle; which indicators should we monitor?*, DNB Working Paper nr 100.

### Dollardepreciatie vooralsnog geen probleem

De Amerikaanse dollar is sinds begin november fors verzwakt. De greenback verloor veel terrein ten opzichte van de euro, maar ook tegenover het pond sterling zakte de dollar weg tot het laagste niveau sinds 1992. Een geografische verschuiving van de mondiale groei van de VS richting Europa speelt hierbij een rol. De groeivertraging in de VS zal ertoe

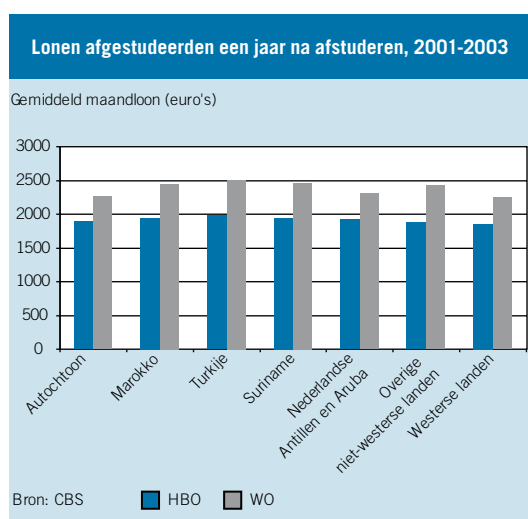


leiden dat de Federal Reserve geen verdere renteverhogingen meer zal doorvoeren, terwijl de meer robuuste expansie in de Eurozone aanleiding zal geven tot een verdere afbouw van het accommoderende beleid van de Europese Centrale Bank. De korte-rentever verschillen tussen de VS en de Eurozone verkleinen hierdoor, wat de ondersteuning aan de dollar vermindert. De OESO gaf onlangs aan dat de recente kracht van de euro feitelijk niets meer is dan een gerechtvaardigde weerspiegeling van de verbeterde economische fundamenten van de Eurozone.

Amerikaanse (monetaire) beleidsmakers zullen in principe niet wakker liggen van de depreciatie van de dollar ("our currency is their problem"). Een verhoging van de rente ter ondersteuning van de valuta is dan ook niet aan de orde.

Voor de rest van de wereld ligt dat iets anders. Vanuit politieke hoek kan worden verwacht dat de druk op de Europese Centrale Bank zal toenemen om de rente niet verder te verhogen, aangezien de sterkere euro de concurrentiepositie van het Europese bedrijfsleven treft. Ook de Europese monetaire beleidsmakers zullen zich echter vooralsnog niet veel aantrekken van de sterkere euro. In zeker opzicht komt het zelfs gelegen aangezien een sterkere euro op zichzelf helpt de inflatie te beteugelen.

Ten aanzien van de positie van het bedrijfsleven bestaat tot dusver niet de indruk dat de valutaontwikkeling als problematisch wordt ervaren. Bedacht dient te worden dat in de afgelopen jaren in het Europese bedrijfsleven een zeer scherpe saneringsslag heeft plaatsgevonden (en nog steeds plaatsvindt), met een flinke daling van de loonkosten per eenheid product, een forse winstverbetering en een sterke balans tot gevolg. De 'pijngrens' van de dollar is daardoor flink opgeschoven.



Bron: CBS

### Allochtone hbo'ers: minder vaak werk, minstens even hoge lonen

In de onderwijsloopbaan vallen allochtonen bij iedere belangrijke overgang vaker af dan autochtonen. Allochtonen met een diploma hoger onderwijs komen ook minder vaak snel aan een baan. Het gaat hierbij om personen met een eindexamen hoger beroeps-

onderwijs (niveau: bachelor) of wetenschappelijk onderwijs (niveau: bachelor, masters, doctoraal of postdoctoraal).

Het aandeel werkenden in 2001-2003 onder allochtonen die een jaar eerder een hbo- of universitair diploma hadden behaald, was lager dan onder autochtone afgestudeerden. Ook wanneer rekening wordt gehouden met verschillen in leeftijd en studierichting lag de arbeidsdeelname van de allochtone groepen lager dan van autochtonen.

Hoewel allochtone afgestudeerden minder vaak werk hadden, lagen hun lonen een jaar na afstuderen even hoog of hoger dan van autochtone afgestudeerden. Uitzonderingen waren westerse en 'overige niet-westerse' allochtone hbo'ers. Gemeten is het gemiddelde fiscale maandloon van een persoon die eind september van het peiljaar werkzaam was als werknemer. Zelfstandigen zijn buiten beschouwing gelaten.

Voor de hogere lonen van allochtone afgestudeerden zijn drie verklaringen. Ten eerste zijn allochtone afgestudeerden gemiddeld ouder dan autochtone afgestudeerden, en oudere afgestudeerden verdienen over het algemeen meer. Ten tweede kozen niet-westerse allochtonen vaak voor studierichtingen die resulteren in goed-betalende banen, zoals de economische en de juridische sector. Ten slotte werkten Marokkaanse, Turkse en Surinaamse universitair afgestudeerden gemiddeld meer uren per week. Als met deze factoren rekening wordt gehouden, verdwijnen de loonverschillen bij universitair afgestudeerden nagenoeg. Antilliaanse/Arubaanse afgestudeerden verdienen zelfs minder. Bij hbo'ers lag dat anders. Marokkaanse, Turkse en Surinaamse hbo'ers verdienden na correctie voor verschillen in groepssamenstelling, studierichting en arbeidsduur nog steeds twee à drie procent meer dan autochtone hbo'ers. Alleen de overige niet-westerse hbo'ers verdienden minder dan autochtonen.