

Monetaire verruiming eurozone weinig effectief

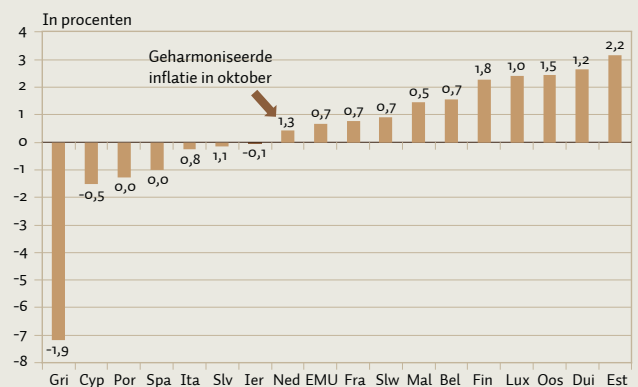
INTERNATIONAAL

De Europese Centrale Bank (ECB) heeft recentelijk besloten de basisherfinancieringsrente met 25 basispunten te verlagen naar 0,25 procent, de laagste stand ooit. De reden voor deze verrassende beslissing was dat de inflatie in het eurogebied sneller daalde dan eerder voorzien. In de monetaire unie als geheel daalde de geharmoniseerde consumentenprijsinflatie van 1,1 procent in september naar 0,7 procent in oktober. De verschillen tussen de individuele landen zijn echter groot. Aan de ene zijde van het spectrum zijn er Finland en Oostenrijk, waar de inflatie iets beneden maar dicht bij de 2 procent ligt. Aan de andere kant is de inflatie in Griekenland, Cyprus en Ierland in de negatieve cijfers gedoken. De verschillen in inflatie weerspiegelen de uiteenlopende macro-economische omstandigheden binnen de eurozone. In vergelijking met de stabielere economieën worden landen met veel overcapaciteit en tegelijkertijd een zwakke binnenlandse vraag geconfronteerd met een significante deflationaire druk.

Gegeven de grote verschillen in inflatie en outputgap is de modelmatig gezien optimale beleidsrente voor sommige landen substantieel anders dan de herfinancieringsrente van de ECB. Om een beeld te krijgen van deze verschillen, kunnen we een eenvoudige Taylor-regel gebruiken. Deze geeft een indruk van hoe hoog de beleidsrente zou moeten zijn, gegeven de combinatie van inflatie en outputgap van een land. De berekende optimale beleidsrente moet niet te strikt worden genomen, maar geeft wel een idee of het monetair beleid te krap of te ruim is voor de individuele landen. In de landen die volgens de Taylor-regel een negatieve beleidsrente zouden moeten hebben, worden de huishoudens en bedrij-

ven tevens geconfronteerd met hogere langetermijnrentes en striktere kredietcondities dan in de sterkere landen. Kortom, ook de historisch lage beleidsrente is voor een aantal landen nog te hoog en werkt bovendien juist in door de crisis getroffen landen minder sterk door in lagere rentes voor huishoudens en bedrijven. ■ **SHAHIN KAMALODIN** (RABOBANK)

Resultaten volgens Taylor-regel



Bron: Reuters EcoWin; Rabobank

Liefhebbers van beursgenoteerde hefboomproducten

MONETAIR

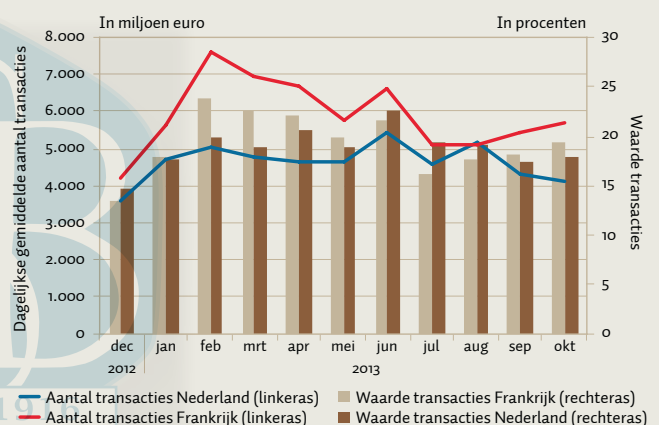
Hefboomproducten zijn beleggingsproducten waarbij de belegger maar een deel van de totale investering inlegt. Het restant wordt door de aanbieder van het product bijgelegd, maar de belegger moet over dit gedeelte wel rente betalen. In Nederland is deze beleggingscategorie erg populair: er wordt in absolute aantallen bijna net zoveel in deze producten via de beurs gehandeld als in Frankrijk. Dit is opvallend, met name omdat de investeerdersbasis in Frankrijk aanzienlijk groter is dan in Nederland. Ook in Duitsland bestaat er een grote markt voor verschillende soorten hefboomproducten, zoals mini futures, maar deze worden veelal niet via de openbare beurs verhandeld. Elk land heeft eigen specifieke producten waarin (retail-)beleggers graag beleggen, in Nederland zijn dat vooral opties. Een van de ontwikkelingen die in Nederland speelt is dat hefboomproducten steeds vaker niet meer op de openbare beurs worden verhandeld maar op andere handelsplatformen, net als in Duitsland. Op deze platformen handelen niet meerdere partijen tegelijk, maar gaat de transactie een-op-een: de belegger handelt alleen nog met de aanbieder van het product.

Hefboomproducten staan in Nederland ook wel bekend onder de naam Turbo, Speeder of Sprinter. De getallen laten wel zien dat, na een sterke groei sinds de introductie van deze producten rond 2004, in 2012 er een forse afname is geweest van de handel in deze producten. Dit heeft waarschijnlijk te maken met de hoge volatiliteit van de financiële markten en dat investeerders daarbij niet bereid zijn het risico nog extra te verhogen door te werken met een hefboom. Bij een Turbo, Speeder of Sprinter is er namelijk niet alleen sprake van een hefboom, maar ook van

een knock-out. Dit betekent dat wanneer de markt niet doet waarop de belegger speculeert (de markt daalt terwijl de belegger speculeerde op een stijging) het product bij bepaalde drempelwaarden wordt afgewikkeld en de belegger een deel van zijn inleg terugkrijgt. Het vertrouwen in de financiële markten lijkt echter weer toe te nemen, waardoor de handel in hefboomproducten waarschijnlijk ook weer aan gaat trekken.

■ **KRIS MARX** (AFM)

Vergelijking Frankrijk en Nederland



Bron: Euronext

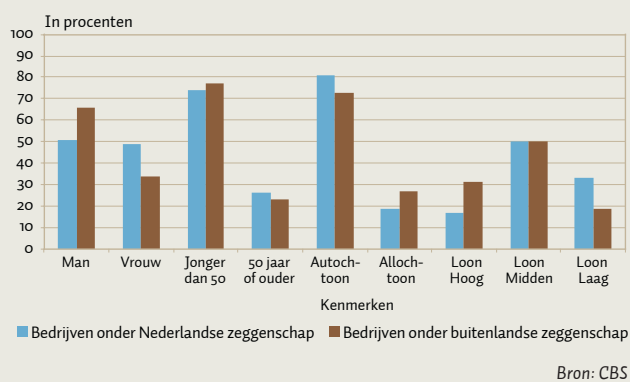
De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

Werkgelegenheid bij buitenlandse bedrijven

Uit Europees vergelijkend onderzoek is bekend dat buitenlandse bedrijven doorgaans een positieve bijdrage leveren aan de werkgelegenheid. Een bedrijf is in buitenlandse handen als het hoofdkantoor van het moederbedrijf buiten Nederland gevestigd is. In 2010 waren er 6,8 miljoen banen bij bedrijven onder Nederlandse zeggenschap tegenover ruim 930.000 bij bedrijven in buitenlandse handen. Twee jaar eerder, vóór het begin van de economische crisis, lagen de aantallen nog iets hoger. Het aandeel banen bij buitenlandse bedrijven in Nederland is in die jaren wel stabiel gebleven, rond de 14 procent. Met name in de industrie zijn buitenlandse bedrijven sterk vertegenwoor-

digd. Tussen buitenlandse en Nederlandse bedrijven bestaan verschillen in personeelsopbouw (figuur). Het aandeel mannelijke werknemers in dienst bij buitenlandse bedrijven is een stuk groter dan bij bedrijven onder Nederlandse zeggenschap: 66 versus 51 procent. De internationale oriëntatie van buitenlandse bedrijven wordt bovendien gereflecteerd in de herkomst van de werknemers: ruim een kwart is allochtoon. Bij Nederlandse bedrijven is dat nog niet een op de vijf. Wat betreft het aandeel vijftigplussers zijn er geen noemenswaardige verschillen tussen buitenlandse en Nederlandse bedrijven. De jaarsalarissen van werknemers in dienst bij buitenlandse bedrijven liggen gemiddeld hoger dan bij werknemers in Nederlandse bedrijven. Het aandeel laagbetaald personeel is er ook relatief klein. In 2010 was 19 procent van de werknemers in dienst bij buitenlandse bedrijven werkzaam in een baan die behoort tot de 30 procent laagstbetaalde banen. Van de werknemers bij Nederlandse bedrijven was een derde laagbetaald. Het beloningsverschil kan deels worden toegeschreven aan andere kenmerken waarin Nederlandse en buitenlandse bedrijven verschillen zoals bedrijfsgrootte, bedrijfstak en de personeelsopbouw naar geslacht, herkomst en onderwijsniveau. Ten slotte is er nog een verschil in baandynamiek. Buitenlandse bedrijven hebben een geringere instroom van personeel dan bedrijven onder Nederlandse zeggenschap. In 2010 was 17 procent van het personeel in buitenlandse bedrijven een jaar eerder nog niet of bij een ander bedrijf werkzaam. Bij Nederlandse bedrijven was dat een op de vijf. ■ **MARJOLEIN KORVORST** (CBS)

Banen bij binnen- en buitenlandse bedrijven



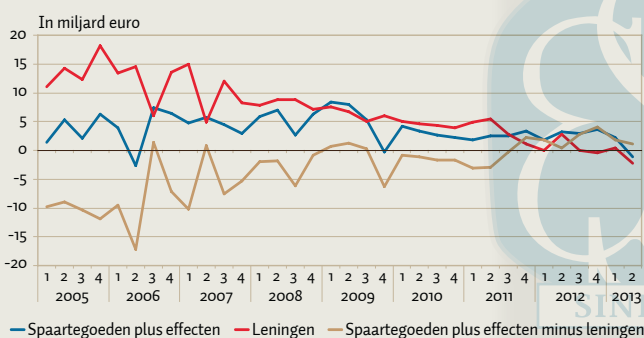
Financiële transacties van huishoudens

Al sinds 2003 zijn de individuele vrije besparingen – ofwel het saldo van inkomens en consumptieve bestedingen van huishoudens opgemaakt uit spaartegoeden plus effecten – van huishoudens in Nederland negatief. Deze besparingen zijn een belangrijke factor achter mutaties van spaartegoeden en effecten. Tegelijk zijn de financiële vermogens van huishoudens de afgelopen jaren verminderd. Om meer inzicht te krijgen in de relatie tussen deze twee ontwikkelingen zijn de gegevens van het CBS over de financiële transacties van huishoudens informatief.

De mutaties van spaartegoeden en effecten zijn vanaf het derde kwartaal van 2006 tot het eerste kwartaal van 2013 positief (figuur), wat inhoudt dat huishoudens per saldo geld opzij zetten op spaarrekeningen of meer effecten kopen dan ze verkopen. Vanaf eind 2009 zit er wel een neerwaartse trend in deze transacties en in het tweede kwartaal van 2013 wordt de reeks voor het eerst sinds het tweede kwartaal van 2006 licht negatief. Dit wordt mogelijk veroorzaakt doordat huishoudens, ondanks afnemende consumptieve bestedingen, minder geld overhouden om te sparen of effecten van te kopen. Maar het kan ook zijn dat huishoudens ervoor kiezen om een groter deel van hun openstaande leningen af te lossen.

De leningen van huishoudens bestaan voor het grootste deel uit woning-hypotheken. De afgelopen jaren is het bedrag dat huishoudens netto extra lenen gestaag gedaald (figuur). Dit betekent dat er steeds minder extra wordt geleend of dat er meer wordt afgelost. De nog steeds stijgende woningvoorraad leidt op zich tot een toename van het aantal nieuwe en vernieuwde leningen. Vanaf het derde kwartaal van 2012 is de toename van het geleende bedrag echter nihil of zelfs licht negatief. In het tweede kwartaal van 2013 is er een afname van 2 miljard euro. Blijkbaar lossen huishoudens in toenemende mate lopende hypotheken af en is dat ook een belangrijke factor waarom er niet langer sprake is van een toename van spaargelden en effecten. De hoge brutoschuld maakt Nederlandse huishoudens kwetsbaar voor rentestijgingen en inkomensdalingen. De nettoaflossing van leningen vermindert deze kwetsbaarheid. ■ **LAURA OUDMAN** (CPB)

Financiële transacties van huishoudens per kwartaal, seizoensgecorrigeerd



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.

Commercial paper nuttig voor de staat

INTERNATIONAAL

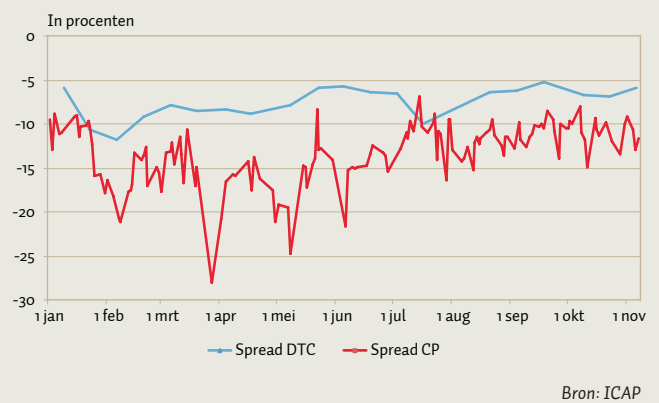
Ca. 10 procent van de staatsschuld wordt gefinancierd op de geldmarkt. Voor de geldmarkt gebruikt de staat schatkistpapier (DTC's, Dutch Treasury Certificates), commercial paper (CP) en deposito's. Schatkistpapier heeft vaste looptijden van drie tot twaalf maanden en wordt op vaste momenten uitgegeven (elke eerste en derde maandag van de maand). Deposito's en CP zijn flexibeler. Zij kunnen op ieder moment worden uitgegeven in iedere gewenste looptijd. Deze flexibiliteit is nodig om goed in te kunnen spelen op de dagelijks fluctuerende financieringsbehoefte. Voor de flexibiliteit hoeft niet per se een prijs te worden betaald. CP's worden afgesloten tegen voor de staat relatief gunstige tarieven.

Er zijn verschillende redenen voor de gunstige rentetarieven van CP's. Op de eerste plaats blijkt de flexibiliteit ook een voordeel voor de tegenpartij te zijn. De staat kan immers maatwerk leveren, zowel wat betreft moment van uitgifte, looptijd als valuta. De mogelijkheid om in verschillende valuta's uit te geven is ook op zichzelf van belang. Markten werken niet altijd perfect, waardoor het voordelig kan zijn om in een vreemde valuta te lenen. Overigens sluit de staat altijd gelijktijdig met de uitgifte van bijvoorbeeld CP in dollars een valutaswaps af zodat effectief alle kasstromen in euro's plaatsvinden. De staat loopt dus geen valutarisico. Bijkomend voordeel van de uitgifte in andere valuta's dan de euro is dat het ook nog de investeerdersbasis verbreedt, wat ook weer goed is voor de te betalen rente.

In de figuur zijn de spreads van DTP's en CP's met de eoniaswaprente weergegeven. Een coniaswap is een contract waarbij het overnight-ren-

tetarief (eonia-tarief) geruild wordt tegen een ander langer tarief van bijvoorbeeld een of meerdere maanden (de eoniaswaprente). De spread is gelijk aan het verschil tussen de rente op DTC (of CP) en de eoniaswaprente met vergelijkbare duur. Een negatieve spread duidt op een rentevoordeel voor de staat. De figuur laat zien dat de spreads voor CP's meestal negatiever zijn dan voor DTC's. Effectief zijn de rentetarieven voor CP's hiermee lager dan voor DTC's, terwijl tegelijkertijd CP's meer flexibiliteit bieden. ■ HENRY NIEUWENHUIJSEN (MINISTERIE VAN FINANCIËN)

Spread DTC en CP met eoniaswaprente



Banken lossen schuld papier af

MONETAIR

In de eerste drie kwartalen van 2013 hebben in Nederland gevestigde banken voor bijna 30 miljard euro meer schuld papier afgelost dan uitgegeven. Daardoor daalde de waarde van het uitstaande schuld papier van banken tot net boven de 500 miljard euro. Over heel 2012 waren de aflossingen al hoger dan de emissies, hoewel er in dat jaar door de banken per saldo voor het nog relatief kleine bedrag van 3 miljard euro werd afgelost. Sinds 2012 krompen de balansen van de banken terwijl de omvang van de bij de banken aangehouden rekeningen en deposito's vrijwel constant blijven. Banken hebben daardoor minder aanvullende financiering via de uitgifte van schuld papier nodig. Ook tijdens het crisisjaar 2008 losten banken schuld papier af, toen het voor hen moeilijk was om aan externe financiering te komen.

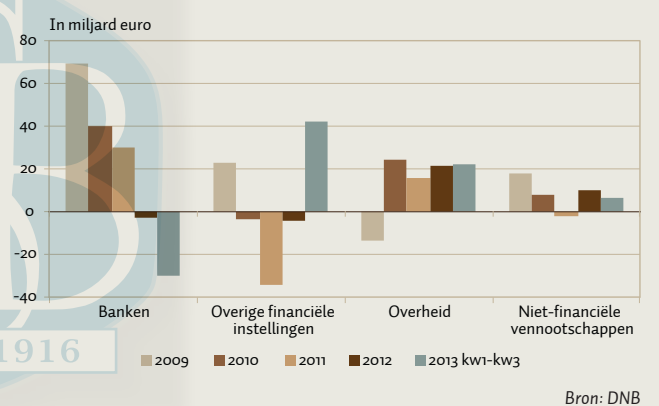
De markt voor schuld papier uitgegeven door overige financiële instellingen trekt sinds eind 2012 juist weer aan, met 42 miljard euro aan netto-emissies in 2013. Deze sector bestaat voornamelijk uit *special purpose vehicles* (speciaal opgerichte eenheden voor de securitisatie van bijvoorbeeld hypotheek) en in Nederland gevestigde holdings van buitenlandse multinationals. In de voorgaande drie jaren werd er door deze sector juist meer schuld afgelost dan uitgegeven.

Het beroep van de overheid op de kapitaal- en geldmarkt is de laatste jaren redelijk stabiel. De overheid heeft de afgelopen jaren per saldo tussen de 16 en de 24 miljard euro aan verhandelbaar schuld papier uitgegeven. In 2009 was het beroep van de overheid op de kapitaal- en geldmarkt incidenteel negatief. Dit werd veroorzaakt door de aflossingen op de korte financiering voor de steun die door de overheid werd verschaft

aan een aantal financiële instellingen tijdens de crisis in 2008.

Hoewel de Nederlandse markt voor schuld papier – gemeten naar uitstaande waarde – wordt gedomineerd door financiële instellingen en de overheid, geven niet-financiële vennootschappen de afgelopen jaren ook steeds meer schuld papier uit. Na grote emissies in 2009, 2010 en 2012, heeft de uitstaande schuld per eind 2012 een niveau van boven de 100 miljard euro bereikt. In 2013 zet deze trend zich voort, met netto-emissies in de eerste drie kwartalen van 6,5 miljard euro. ■ RAYMOND CHAUDRON (DNB)

Netto-emissies schuld papier naar sector



Vruchtbaarheid daalt voor derde jaar op rij

ECONOMIE & SAMENLEVING

Het aantal levendgeborenen in de eerste negen maanden van 2013 is, in vergelijking met dezelfde periode vorig jaar, met bijna 4.000 gedaald naar 129.000. Het totale vruchtbaarheidscijfer daalt al vanaf 2011. De daling van de vruchtbaarheid hangt niet samen met een daling van het aantal vruchtbare vrouwen: de om-

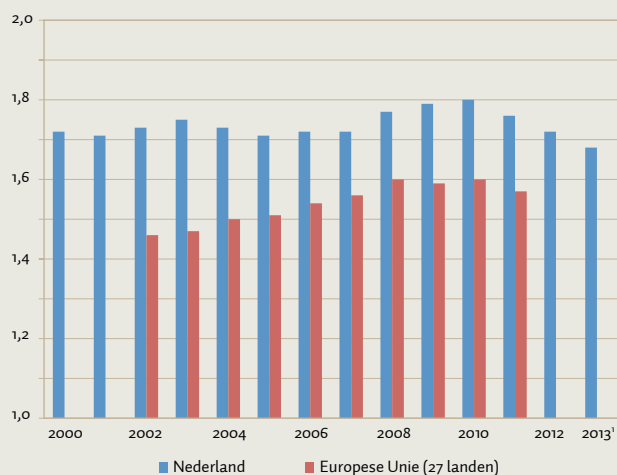
vang van deze groep is de laatste jaren nagenoeg gelijk gebleven.

De afname lijkt samen te hangen met de economische crisis waarin Nederland al enkele jaren verkeert. Deze leidt tot uitstel of afstel van het krijgen van kinderen. Uit onderzoek blijkt dat de vruchtbaarheid met een vertraging van ongeveer twee jaar reageert op schommelingen in de conjunctuur (CBS Bevolkingstrends, 12 november).

De afname van het aantal geboorten is het grootst bij vrouwen rond de 30 jaar. Relatief is de afname het sterkst bij vrouwen van begin 20. Onder vrouwen die achter in de 30 zijn is het aantal geboorten nagenoeg niet afgenomen: gezien hun leeftijd kunnen ze het krijgen van kinderen niet langer uitstellen. De afname is sterker voor eerstgeborenen dan voor tweede kinderen. Voor derde en latere kinderen is de afname nog wat sterker dan voor eerstgeborenen.

Onder de aanname dat de gemeten leeftijdsspecifieke vruchtbaarheid constant blijft, is tussen 2010 en 2011 het gemiddelde kindertal van de lidstaten van de Europese Unie gedaald van 1,60 naar 1,57 (figuur). In Nederland daalde het geboortecijfer van 1,80 naar 1,76, in Duitsland ging het van 1,39 naar 1,36. In Spanje is de daling van het geboortecijfer reeds in 2009 begonnen en in Griekenland in 2010. In Zweden daalde het gemiddelde kindertal in 2011 nadat het de afgelopen jaren sterk was toegenomen. Het gemiddelde geboortecijfer van Nederland ligt nog steeds boven het EU-gemiddelde. ■ **CAREL HARMSSEN EN SUZANNE LOOZEN** (CBS)

Gemiddeld kindertal per vrouw, 2000–2013



¹ Op basis van de eerste drie kwartalen van 2013.

Bron: CBS

De suiker wordt duur betaald

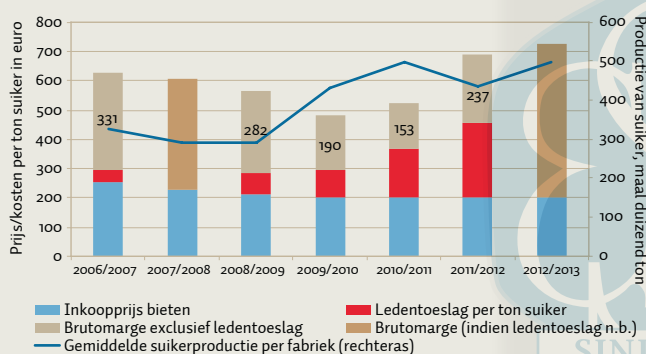
ECONOMIE EN SAMENLEVING

De Europese suikerprijs is sinds 2010 met circa 50 procent gestegen, terwijl de wereldsuikerprijs in dezelfde periode juist gedaald is. Het quotasyteem van het Europese suikerbeleid is een belangrijke verklaring voor deze ontwikkeling. Daarnaast speelt de structuur van de suikermarkt een rol met dominante nationale producenten en een gebrek aan concurrentie tussen de lidstaten. De Europese Commissie is mede op grond hiervan een onderzoek gestart naar een mogelijke overtreding van het kartelverbod in de Europese suikerindustrie.

De kostenstructuur van de suikerproductie biedt mogelijk informatie over de winstmarge en dominantie van de enige Nederlandse suikerproducent, Royal Cosun. De bietenprijs is de belangrijkste inkoopcomponent van de suikerproductie. De inkoopprijs van bieten (per ton suiker) ligt in de periode van 2006/2007 tot en met 2012/2013 rond de 200 euro (figuur). Het verschil tussen de verkoopprijs van suiker en de inkoopprijs van bieten is de brutomarge. De brutomarge dekt de overige operationele kosten en de kapitaalkosten en omvat de operationele winst. Royal Cosun biedt informatie over de ledentoeslag die het bedrijf als coöperatie uitkeert aan de deelnemende boeren, maar de operationele winst van de suikerproductie is niet bekend.

Een schatting van de kostprijs van suiker laat zien dat de winstmarge in lijn met de ontwikkeling van de Europese suikerprijs is gestegen. De laagste brutomarge minus ledentoeslag minus de inkoopprijs van bieten was in het campagnejaar 2010/2011 355 euro per ton suiker. Stel dat Royal Cosun in andere jaren net zo efficiënt produceert als in het campagnejaar 2010/2011. Dan ligt de marge van het bedrijf in de periode 2006/2007 tot en met 2012/2013 tussen de 26 en 51 procent. Vanaf 2009/2010 is de marge gestegen tot 51 procent. Hierin zit zowel de winstuitkering in de vorm van de ledentoeslag als overige winst die niet wordt uitgekeerd. Het lijkt waarschijnlijk dat de operationele winst van de suikerproductie in lijn met de ledenuitkering de laatste jaren is gestegen. Hogere kosten kunnen daarmee worden geschraapt als verklaring voor de dure Europese suiker. ■ **BERT TIEBEN EN NICOLE ROSENBOOM** (SEO ECONOMISCH ONDERZOEK)

De prijsopbouw en productie van suiker



Bron: SEO-rapport, 2013(28)

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.