

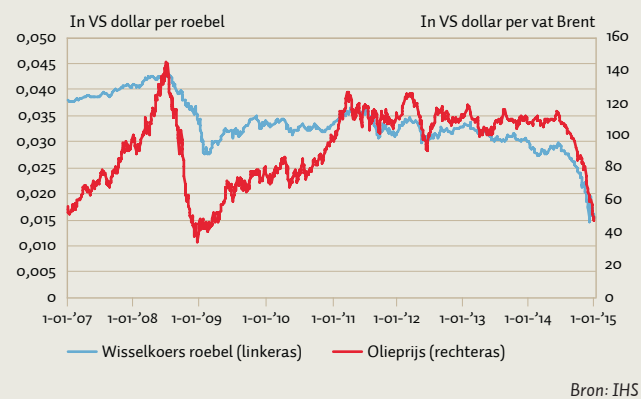
## Gevoeligheid roebelkoers voor olieprijs toegenomen

INTERNATIONAAL

De olieprijs is sinds begin juli 2014 met bijna 60 procent gedaald, van 112 dollar naar 47 dollar per vat Brent. In dezelfde periode is de roebelkoers met maar liefst 47 procent gedaald. De Russische export is voor 55 procent afhankelijk van olie, voor 70 procent van energie in het algemeen. Het ligt derhalve voor de hand dat de olieprijsdaling invloed heeft op de waarde van de roebel. Een daling van de roebelkoers is relevant omdat deze zich snel vertaalt in hogere inflatie via het importkanaal, terwijl de inflatie zich al op een relatief hoog niveau bevindt: 11 procent in december 2014. Dat zet niet alleen de koopkracht van de bevolking onder druk, maar ook de groei, want die wordt in Rusland in belangrijke mate bepaald door consumptieve bestedingen. De figuur laat zien dat de relatie tussen de olieprijs en roebelkoers niet perfect is, maar in de loop der jaren sterker is geworden. Nadat de olieprijs in 2008 na de financiële crisis snel wegzakte van 174 dollar naar 43 dollar, hebben de Russische autoriteiten door valuta-interventies de depreciatie van de roebel weten te beperken tot 27 procent. Daarmee was een bedrag van 199 miljard dollar gemoeid, 35 procent van de officiële reserves. Herstel was waarneembaar toen de olieprijs weer opliep in de loop van 2009. In de tweede helft van 2013 en in 2014 kwam de roebel opnieuw langzaam onder druk te staan. Dat was toe te schrijven aan het verslechterende investeringsklimaat, dat tot kapitaalvlucht aanzette. In de loop van 2014 kwamen daar de geopolitieke spanningen ten gevolge van het conflict in Oekraïne en de sancties van de VS en EU bij. Opnieuw intervenieerde de centrale bank om de druk van de roebelkoers te ondervangen. Toen de olieprijs begon te dalen, is de centrale

bank hiermee doorggegaan, tot het moment dat men er, in november 2014, plotseling mee stopte. Enerzijds werd de interventie hoe langer hoe meer onbetaalbaar: er was 99 miljard dollar besteed, 20 procent van de sinds 2008 geslonken reserves. Anderzijds was aanpassing via het wisselkoersmechanisme nodig om een dreigend tekort op de betalingsbalans op te vangen. Nu de interventies achterwege blijven, komt de aanpassing van olieprijsveranderingen volledig op de wisselkoers neer. De roebelkoers is daarmee veel afhankelijker geworden van de olieprijs. Met alle gevolgen voor de inflatie van dien. ■ **JOHN LORIE** (ATRADIUS)

### Olieprijs en roebel wisselkoers, 2007-2015



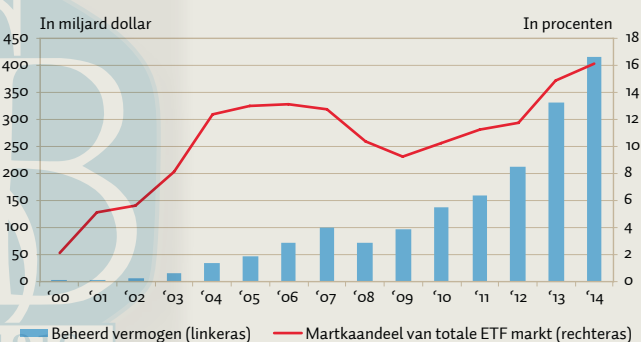
## De opkomst van smart-*bèta*-beleggen

FINANCIËLE MARKTEN

Individuele aandelen krijgen binnen conventionele indexfondsen een gewicht toegekend op basis van hun marktomvang. Maar in zogenaamde smart-*bèta*-indexfondsen worden aandelen gewogen op basis van een ander criterium of wordt in een specifiek segment van de markt belegd. Het doel van smart-*bèta*-beleggen is om een betere rendement/risico-verhouding te bereiken door in te spelen op bepaalde marktinefficiënties. Volgens cijfers van Morningstar is het wereldwijd beheerde vermogen in smart-*bèta* ETF's inmiddels gestegen tot boven de 400 miljard dollar en is het marktaandeel van deze ETF's daarmee toegenomen tot 16 procent (figuur). De meest populaire variant binnen smart *bèta* zijn *value*-strategieën, bijvoorbeeld fondsen die aandelen selecteren met een relatief hoge dividenduitbetaling of aandelen met een relatief hoge boekwaarde/marktwaarde-verhouding. De afgelopen 25 jaar zijn talloze academische studies verschenen die sterk empirisch bewijs vinden voor *value*-beleggen, en die mogelijke verklaringen aanreiken. Eén zo'n verklaring is dat beleggers systematische inschattingfouten maken, zoals het extrapoleren van historische groei. Ook andere vanuit de literatuur bekende marktinefficiënties worden door smart *bèta* eenvoudig toegankelijk gemaakt voor het grote publiek, zoals *low-volatility* waarbij aandelen met een laag risico, in tegenstelling tot de voorspelling van theoretische modellen, geen lager rendement behalen. Ook is er het *momentum*-fenomeen waarbij aandelen die recentelijk bovengemiddeld hebben gepresteerd dat in de daaropvolgende periode wederom doen. *Low-volatility*- en *momentum*-fondsen zijn vooralsnog lang niet zo populair als *value*, ondanks dat de wetenschappelijk onderbouwing

van deze effecten ook al tientallen jaren bekend is. Van sommige smart-*bèta*-fondsen blijft de wetenschappelijke onderbouwing twijfelachtig, als indexfondsen die identieke gewichten toekennen aan aandelen, in plaats van evenredig aan de marktomvang. Ook zijn er talloze fondsen die juist ingaan tegen de bevindingen in de literatuur, zoals *growth*- of *high-volatility*-fondsen die het tegenovergestelde doen van *value*- en *low-volatility*-fondsen. Het lijkt er dus op dat aanbieders van indexfondsen een vrij opportunistisch beleid hanteren, dat neerkomt op simpelweg alles aanbieden waar voldoende vraag naar is. ■ **DAVID BLITZ** (ROBECO)

### Beheerd vermogen smart-beta-ETF's



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.

## Stijging langdurig werklozen vooral sterk bij 45-plussers

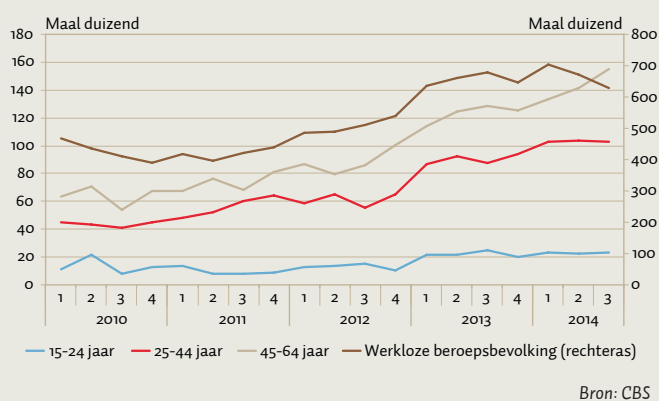
ARBEIDSMARKT

**G**edurende 2014 is het aantal langdurig werklozen toegenomen. Hiertoe wordt iedereen gerekend die twaalf maanden of meer werkloos is. De langdurige werkloosheid neemt nu al vijf jaar op rij toe (figuur). In het derde kwartaal van 2014 waren er 281.000 langdurig werklozen. Dat zijn er 178.000 meer dan vier jaar geleden. Tegelijkertijd is het totaal aantal werklozen gedaald. Het is niet ongebruikelijk dat de werkloosheid daalt en de langdurige werkloosheid nog stijgt. Dit komt doordat er werklozen zijn die mini-

maal een jaar geleden werkloos zijn geworden en nog steeds geen werk hebben gevonden. Als dit aantal groter is dan het aantal langdurig werklozen dat wel een baan heeft gevonden of is gestopt met zoeken naar werk dan neemt de langdurige werkloosheid toe. Omdat het aantal langdurig werklozen stijgt en de totale werkloosheid daalt, is het aandeel langdurig werklozen sterk toegenomen. In het derde kwartaal van 2014 waren er 630.000 werklozen. Van hen was 45 procent langdurig werkloos. Vier jaar eerder was dat nog 25 procent. Langdurige werkloosheid komt het vaakst voor onder 45-plussers. Ruim 60 procent van de 45-plussers zat in het derde kwartaal langer dan een jaar zonder werk. Onder 25- tot 45-jarigen was ruim 40 procent langdurig werkloos terwijl dat bij jongeren minder dan 20 procent was. De langdurige werkloosheid is in de afgelopen jaren ook het sterkst gestegen bij 45-plussers. Er waren 155.000 langdurig werkloze 45-plussers; ruim 100.000 meer dan in het derde kwartaal van 2010. Onder 25- tot 45-jarigen nam het aantal werklozen dat langer dan een jaar zonder werk zat met 62.000 toe. Bij jongeren steeg het aantal langdurig werklozen slechts licht met 15.000. De toename van de langdurige werkloosheid in 2014 komt zelfs volledig voor rekening van 45-plussers. In de andere leeftijdsgroepen bleef het aantal langdurig werklozen gedurende 2014 vrijwel gelijk.

■ **BOUKJE JANSSEN** (CBS)

### Aantal langdurig werklozen naar leeftijd en werkloze beroepsbevolking



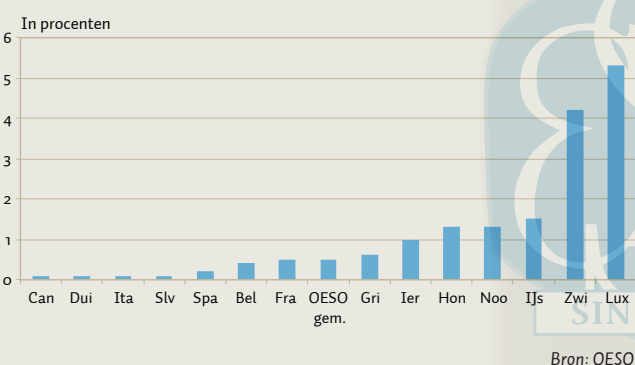
## Belastingen op financieel vermogen

OVERIG

**V**ermogensongelijkheid en de belastingen op vermogen staan erg in de belangstelling sinds de publicatie van Piketty's Kapitaal in de 21ste eeuw. Daarbij gaat het vaak om de jaarlijkse belasting op financieel vermogen. Voor onroerend goed, financiële transacties en erfenissen en schenkingen heffen veel landen specifieke belastingen. Veel OESO-landen, zoals Japan, de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, heffen geen vermogensbelasting. In de landen die wel financieel vermogen belasten, levert de heffing weinig op in termen van totale belasting en premie-inkomsten. Voor de OESO als geheel is dat 0,5

procent van de totale belastinginkomsten en als aandeel van bbp is dat ongeveer 0,2 procent (figuur). Dit gemiddelde is inclusief de OESO-landen die geen vermogensbelasting heffen. Voor de landen die wel een jaarlijkse belasting heffen, is de opbrengst gemiddeld 1 procent van de totale belastinginkomsten. Dit varieert van 0,1 procent in Canada, Duitsland en Italië tot 4,2 procent in Zwitserland en 5,3 procent in Luxemburg. De laatste twee zijn landen met een omvangrijke financiële sector waar relatief hoge vermogens, ook vaak van niet-ingezetenen, gestald zijn. In alle andere OESO-landen is de opbrengst meestal minder dan 1,5 procent. Ook in Frankrijk, waar veel discussie over deze belasting is gevoerd, is de opbrengst maar 0,5 procent. Nederland heeft formeel geen vermogensbelasting, maar economisch kan de vermogensrendementsheffing van 30 procent op een forfaitair rendement van 4 procent wel zo geïnterpreteerd worden. Dit is de facto een heffing van 1,2 procent op vermogens boven de heffingsvrije grens van ongeveer 21.000 euro. Deze heffing valt onder box 3 van de inkomstenbelasting en is om die reden in de OESO-statistieken geen vermogensbelasting. In 2011 was de opbrengst 3,8 miljard euro. Dat is iets minder dan 1 procent van de totale belasting en premie inkomsten. Naast deze belasting heffen veel landen ook belastingen op erfenissen en schenkingen en financiële vermogenstransacties. Die genereren gemiddeld in de OESO-landen 0,4 en 1,2 procent van de belastinginkomsten. De grootste klapper zijn de heffingen op onroerend goed. Die leveren gemiddeld 3,3 procent van de belastinginkomsten op, niet gecorrigeerd voor hypotheekrenteaftrek. ■ **ARJAN LEJOUR** (CPB)

### Aandeel vermogensbelasting in totale belastingopbrengst



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.