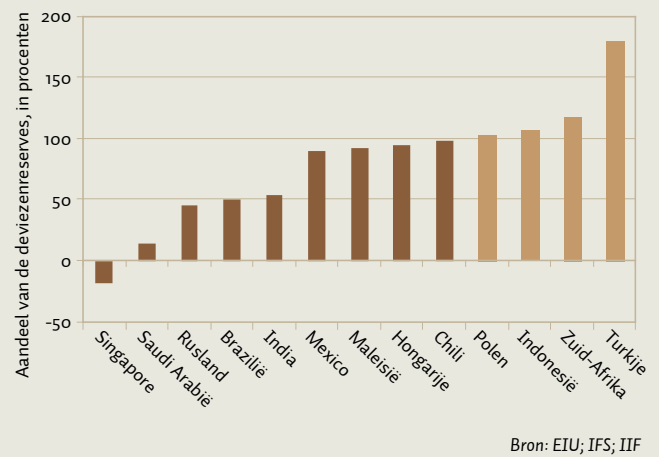


Een maatstaf voor kwetsbaarheid opkomende economieën INTERNATIONAAL

In augustus 2013 werd de financiële wereld verrast door de zogenaamde *taper turbulence*. De onverwachte aankondiging van de afbouw van het opkoopprogramma door de Amerikaanse Federal Reserve – in de pers *tapering* genoemd – resulteerde in een plotselinge verkoop van financiële activa van opkomende markten. Beleggen in de VS werd immers naar verwachting relatief aantrekkelijker als gevolg van de stijgende lange rente. Een aantal opkomende economieën zagen hun valuta's in korte tijd scherp depreciëren. Wanneer de Fed later dit jaar mogelijk de rente zal verhogen kan een dergelijk effect opnieuw optreden. Welke markten zullen deze keer het meest kwetsbaar zijn? Een goede indicator voor de kwetsbaarheid van een veranderend marktsentiment is de externe financieringsbehoefte van economieën. Traditioneel werd hiervoor de som genomen van het saldo lopende rekening en de langlopende schuldendienst. Tijdens de kredietcrisis werd het echter evident dat ook kortlopend krediet – zoals handelskrediet – onder moeilijke omstandigheden soms niet kan worden doorgerold. Dit maakt het zinvol om de kortlopende schulden ook bij de externe financieringsbehoefte te rekenen. De officiële deviezenreserves fungeren als buffer wanneer de toegang tot de internationale financiële markten verslechtert. De ratio waarbij de externe financieringsbehoefte wordt gedeeld door de reserves is daarom een goede indicator voor de kwetsbaarheid op de korte termijn voor een wijzigend marktsentiment. Wanneer deze beneden de 100 procent is, kan een land in ieder geval nog 12 maanden aan al zijn externe financiële verplichtingen voldoen. De figuur toont aan dat de opkomende markten Turkije, Zuid-Afrika, Indonesië en Polen op basis

van deze indicator relatief kwetsbaar zijn. Het is echter niet zo dat deze landen met zekerheid een depreciatie kunnen verwachten. Een renteverhoging wordt nu al enige tijd door de markten geanticiperd. Bovendien werkt het verruimende monetaire beleid in de Eurozone compenserend: de overliquiditeit in de Eurozone kan zijn weg mogelijk weer vinden naar opkomende markten. ■ **MARIJN KASTELEIN** (ATRADIUS)

Externe financieringsbehoefte opkomende economieën



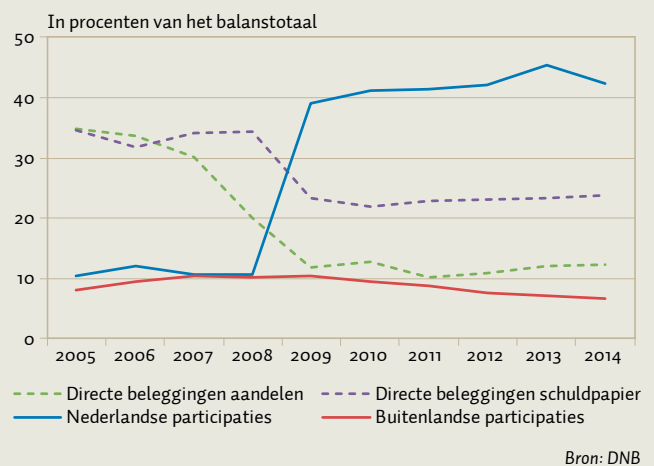
Grote pensioenfondsen beleggen vooral via participaties MONETAIR

Door de toegenomen risico's en innovaties op de financiële markten vereist het beheer van het pensioenvermogen van ruim 1.250 miljard euro steeds meer deskundigheid. In reactie hierop hebben diverse pensioenfondsen hun beleggingen uitbesteed aan gespecialiseerde vermogensbeheerders en hun vermogensbeheer op afstand geplaatst in door hen zelf opgerichte uitvoeringsorganisaties – zogenaamde fondsen voor gemene rekening, die participaties uitgeven. Deze fondsen beheren specifieke activaportefeuilles met aandelen, obligaties of grondstoffen en staan ook open voor andere institutionele beleggers om schaalvergroting en daarmee kostenvoordelen bij het beleggen te behalen. Een gevolg hiervan is dat grote pensioenfondsen de laatste jaren vooral beleggen via participaties in Nederlandse beleggingsinstellingen (figuur). Participaties in binnenlandse beleggingsfondsen domineren terwijl het gewicht van buitenlandse participaties de laatste jaren iets afneemt. Uitbesteding van het vermogensbeheer en de hiermee gepaard gaande indirecte beleggingen via participaties, heeft geleid tot een lager gewicht van directe effectenbeleggingen – aandelen 12 procent en schuldpapier 24 procent. Uiteraard dragen pensioenfondsen ook bij participaties alsnog de beleggingsrisico's. Toch blijven er ook fondsen die weinig vermogen via participaties laten beheren. Zo beleggen van de bijna 50 grootste pensioenfondsen er bijna 40 hoofdzakelijk niet via participaties. Dit betreft dan vooral de middelgrote pensioenfondsen; de allergrootste fondsen beleggen bij uitstek indirect. Met name beleggingen in aandelen vinden plaats via participaties in beleggingsfondsen: ongeveer 66 procent, ten opzichte van 40 procent voor schuldpapier. Als we

niet naar de participaties kijken maar alleen naar de onderliggende beleggingsinstrumenten, dan blijkt de verdeling van de beleggingen van pensioenfondsen de afgelopen jaren redelijk stabiel. Zij beleggen thans in totaal voor 49 procent in vastrentende waarden en voor 37 procent in aandelen. De overige 14 procent is belegd in voornamelijk vastgoed en derivaten.

■ **DIRK VAN DER WAL** (DNB)

Belang participaties en directe beleggingen

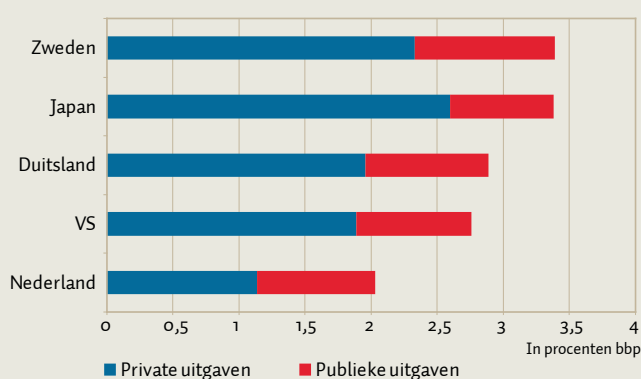


Nederland innovatief ondanks lage O&O

Op het gebied van onderzoek en ontwikkeling (O&O) doet Nederland onder voor de VS, Japan, Duitsland en Zweden. De figuur toont de OESO-cijfers over O&O uitgaven als percentage van het bbp door zowel de private als publieke sector in 2011. In Nederland schommelen de uitgaven aan O&O in de periode 2002–2012 rond 2,0 procent van het bbp. Dat is relatief minder dan Zweden met 3,4 procent, Japan met 3,4 procent, Duitsland met 2,9 procent en

de VS 2,8 procent in dezelfde periode. Dat maakt Nederland echter niet een minder innovatief land. De lage private O&O-bestedingen komen deels door de Nederlandse sectorstructuur. In vrijwel alle OESO-landen is O&O sterk geconcentreerd in enkele hightechsectoren. Private O&O-investeringen worden voor het merendeel gedaan door de industrie (circa 60 procent). Hieronder vallen bijvoorbeeld de farmaceutische industrie, de elektronica, vervaardiging van computers en kantoorapparaten en de lucht- en ruimtevaartindustrie. Deze sectoren nemen in Nederland een relatief klein aandeel van de totale economie in beslag. Nederland is namelijk in bepaalde branches, zoals de transportindustrie, wel degelijk leidend als het gaat om O&O-inspanningen. Bijna zeven van de tien bedrijven in deze sector hebben in de periode 2010–2012 een technologische innovatie gedaan of waren er mee bezig. Daarnaast vertellen O&O-investeringen niet het hele verhaal. Andere variabelen zijn ook van belang voor innovatie. Dit is terug te zien in de Global Innovation Index, die van 143 landen niet alleen O&O-investeringen meet, maar ook menselijk kapitaal, ICT-penetratie, patentaanvragen, aanwezige infrastructuur en het ondernemersklimaat. In de Index van 2011 neemt Nederland een negende positie in, achter Zweden (2) en de VS (7), maar vóór Japan (20) en Duitsland (12). Nederland scoort volgens deze alternatieve maatstaf hoog op factoren als kwaliteit van instituties en infrastructuur. ■ **NORA NEUTEBOOM** (CPB)

Uitgaven onderzoek & ontwikkeling (O&O)



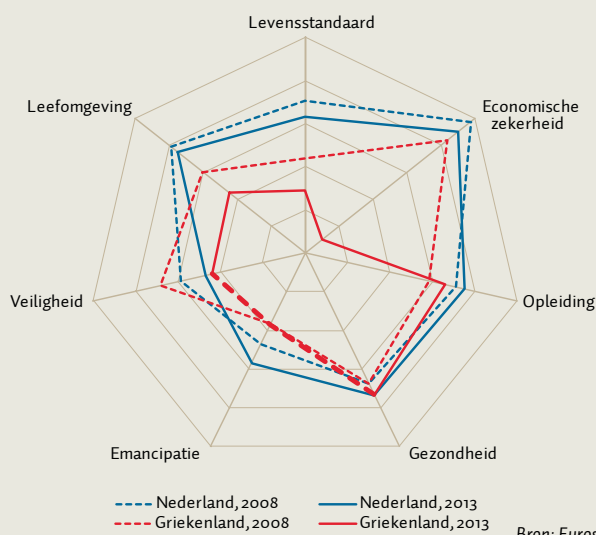
Bron: OESO

De levenskwaliteit na de crisis

Internationaal is men het erover eens dat het nationaal inkomen een te beperkte indicator is om de mate van welvaart en welzijn te bepalen. Al in de jaren zeventig presenteerden Nordhaus en Tobin al een alternatieve maatstaf voor economische welvaart, die het traditionele nationale inkomen aanpaste voor bijvoorbeeld onbetaald huishoud-

delijk werk en gevolgen van urbanisatie. Van meer recente datum zijn het Duurzaam Nationaal Inkomen en het Groen Nationaal Inkomen, die corrigeren voor milieuschade en het verlies van natuurlijke hulpbronnen. Een recente publicatie van Eurostat – geïnspireerd door het Stiglitz-rapport – onderscheidt acht dimensies van levenskwaliteit en de variabele 'tevredenheid met het leven'. De figuur beschrijft aan de hand van zeven van deze dimensies de levenskwaliteit in Nederland en Griekenland in 2008 en 2013. Voor ieder dimensie is één representatieve variabele uit de Eurostatgegevens gekozen. De waarden van deze variabelen zijn lineair geschaald tussen 1 en 10, waarbij 1 de laagste score in Europa representeert in 2008 of 2013, en 10 de hoogste. Voor Nederland blijkt de kwaliteit van het leven tussen 2008 en 2013 niet veel veranderd. Wel zijn er accentverschillen. Als het gaat om materiële zaken hebben we het in Nederland minder goed gekregen, maar gaat het om immateriële zaken als opleiding, gezondheid en emancipatie, dan was het in 2013 beter dan in 2008. De economische crisis is bij vrijwel alle eurolanden zichtbaar. Behalve in Duitsland is overal de langdurige werkloosheid toegenomen, en daarmee de economische zekerheid afgenomen. Dit geldt vooral voor Griekenland, waar in 2013 circa 18,5 procent van de beroepsbevolking een jaar of langer werkloos was tegen 3,8 procent in 2008. Maar de crisis laat zich in Griekenland ook op andere dimensies gelden. Naast de economische zekerheid zijn de levensstandaard, de leefomgeving en de veiligheid in Griekenland in 2013 fors minder dan in 2008. Per saldo mag worden geconcludeerd dat de kwaliteit van leven in Griekenland duidelijk is verslechterd. ■ **BRUGT KAZEMIER** (CBS)

De levenskwaliteit in Nederland en Griekenland



Bron: Eurostat