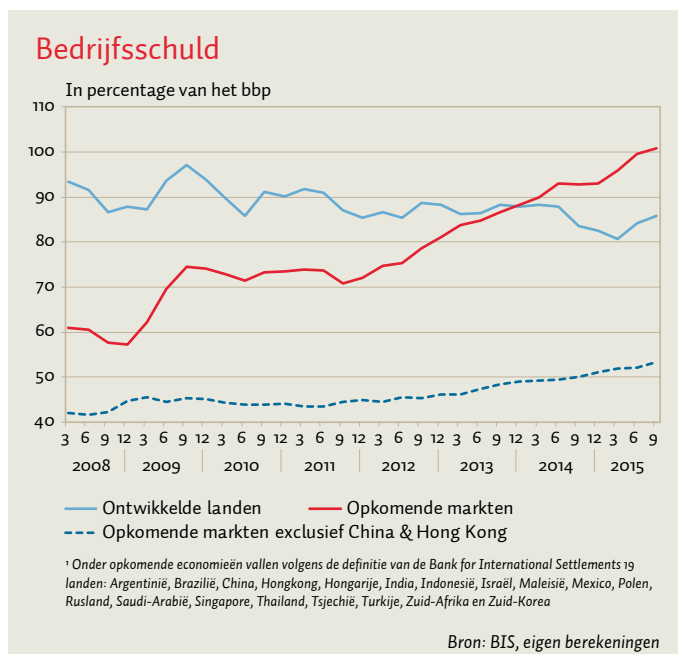


China drijft bedrijfsschuld-ratio opkomende landen sterk INTERNATIONAAL

De schuld van bedrijven in de opkomende economieën is sinds de mondiale crisis en het daarop volgende ruime monetaire beleid fors gestegen. In 2008 lag de bedrijfsschuld als aandeel in het bbp er op 61 procent, in 2015 was dat 101 procent (figuur). Sinds eind 2013 beweegt de schuldratio van de opkomende economieën zich zelfs boven die van de ontwikkelde landen. De multilaterale instellingen, vooral de BIS en het IMF, maken zich hierover in toenemende mate zorgen. Die zorgen zijn terecht, maar verdienen wel enige nuancering. Immers, de belangrijkste reden voor de sterke stijging van de bedrijfsschuld in de opkomende economieën is de ontwikkeling in China, de tweede economie ter wereld en kampioen bedrijfslenen.

De Chinese bedrijfsschuld is geëxplodeerd sinds de mondiale crisis. De schuldratio als percentage van het bbp is met 68 procentpunt bbp gestegen naar 166% bbp. Dit is het hoogste cijfer ter wereld, na Nieuw-Zeeland en de offshore-centra Luxemburg, Hongkong en Ierland. De Chinese bedrijfsschuld is vooral binnenslands gefinancierd in eigen munt (95 procent). Dit maakt Chinese bedrijven minder kwetsbaar voor een verandering in het marktsentiment. Maar de snelle stijging en het niveau van de schuld vergroten tegelijkertijd wel de kans dat de schuld een remmende werking op de economische groei gaat hebben. En die kans neemt alleen maar toe nu de Chinese centrale bank het kredietpedaal weer verder heeft ingetrappt. Als we de data van de opkomende economieën voor de ontwikkeling in China corrigeren, is het beeld van de schuldratio een stuk gematigder. Die bedraagt 53 procent van het bbp in het derde kwartaal van 2015, een relatief bescheiden stijging van 12 procentpunt sinds het uit-

breken van de crisis in 2008. ■ GREETJE FRANKENA EN JOHN LORIÉ (ATRADIUS)



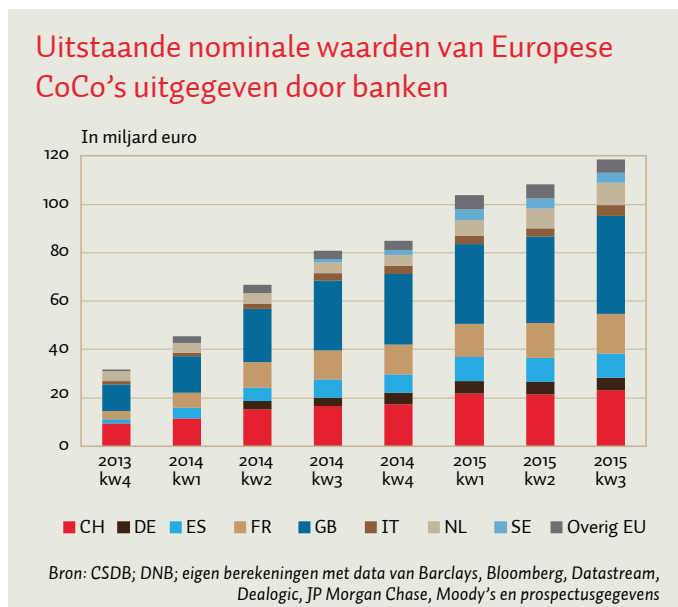
Groeiende uitgiftes CoCo's

MONETAIRE ZAKEN

CoCo's (contingent convertible obligaties) zijn een recente financiële innovatie die sinds de financiële crisis snel aan populariteit heeft gewonnen. CoCo's zijn obligaties die voorwaardelijk omzetbaar zijn naar aandelen of (geheel) kunnen worden afgeschreven in een stressperiode. Ze zijn verliesabsorberend vanwege de automatische triggers die kunnen leiden tot aandelenconversie of afboeking van de schuld van de uitgevend partij, doorgaans Europese banken. Figuur 1 toont de groei van de CoCo's uitgegeven door Europese banken over de afgelopen jaren. Ultimo 2013 bedroeg de nominale waarde van het uitstaand kapitaal van CoCo's 31,9 miljard euro. In het derde kwartaal van 2015 was de nominale waarde gestegen tot 118,6 miljard euro; een stijging van ruim 270 procent sinds eind 2013. Ultimo 2013 was zo'n twee derde van de uitgegeven CoCo's geplaatst door Britse en Zwitserse banken (20,6 miljard). Terwijl hun uitgiften toenamen, nam het aandeel van Britse en Zwitserse banken af tot zo'n 50 procent (63,6 miljard) in het derde kwartaal van 2015, hoofdzakelijk door toetreding van nieuwe spelers. De grootste emittenten van CoCo's zijn Barclays, Credit Suisse, HSBC, Lloyds Banking Group en UBS. Naast Britse en Zwitserse banken hebben de laatste jaren met name Franse, Spaanse en Nederlandse banken CoCo's geplaatst. In totaal hebben 35 Europese banken CoCo's uitgegeven, waarvan drie Nederlandse banken. Dit betreft ABN Amro (1 miljard), ING (2 miljard) en Rabobank (6,4 miljard).

De toenemende uitgiften de afgelopen jaren worden mede verklaard door nieuwe regelgeving over de buffers van banken. Onder de Europese implementatie van Basel III, vastgelegd in de Kapitaal Vereisten Verorde-

ning (CRR), mag het bancaire kapitaal gedeeltelijk bestaan uit CoCo's. Deze obligaties kwalificeren veelal als aanvullend Tier 1-kapitaal. Ook de richtlijn aangaande bank-, herstel- en resolutiemaatregelen (BRRD) vereist dat banken een bail-in-laag creëren, waartoe de meeste CoCo's ook gerekend kunnen worden. ■ MARTIJN BOERMANS (DNB)



Waarom daalt de handel in China?

INTERNATIONAAL

Begin dit jaar berichtten de media dat niet alleen de Chinese economische groei in 2015 tegenviel met 6,9 procent, maar ook dat begin 2016 de Chinese importen en exporten naar beneden waren gedoken. Deels is dit te wijten aan tegenvallende groeicijfers: als de Chinese economie minder hard groeit, zal het ook minder importeren en exporteren. Maar er is meer aan de hand met de Chinese handel. Ook het aandeel

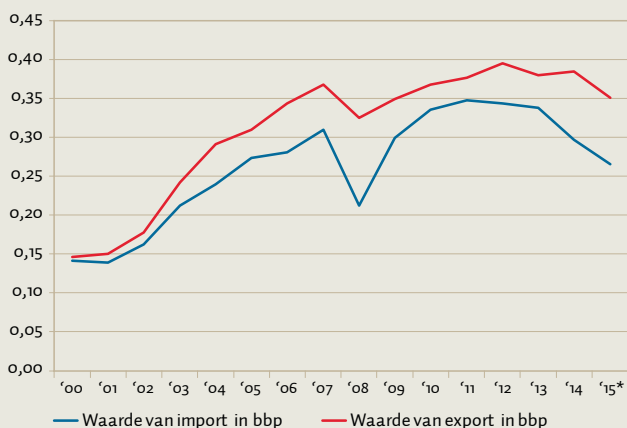
van import en export in het bbp loopt achteruit (figuur). Het bbp-aandeel van import is zelfs terug op het niveau van 2005. De oorzaak achter deze daling is de verschuivende oriëntatie in de Chinese economie van import en export naar productie voor de binnenlandse markt.

In de figuur is te zien dat tot 2008 China steeds meer importeerde (met name grondstoffen) en ook steeds meer exporteerde (met name goedkope producten en halffabrikaten). De lage lonen in China maakten het makkelijk om goedkoop te produceren en daarmee een concurrentiepositie in te nemen op de wereldmarkt. De financiële crisis veroorzaakte een flinke vraaguitval wereldwijd, waardoor de Chinese handel ook inzakte. Hoewel deze zich vrij snel herstelde, is het bbp-aandeel van import en export vanaf 2010 minder hard gegroeid en neemt in de afgelopen paar jaar zelfs af.

Na de financiële crisis is de Chinese overheid een beleid gaan voeren dat meer nadruk legt op het produceren van goederen en diensten voor de binnenlandse markt en minder op het produceren voor de wereldmarkt. Deze verschuiving van oriëntatie werd vergemakkelijkt doordat de lonen en inkomens van Chinezen stegen en daardoor de binnenlandse koopkracht steeg.

Of de afzwakkende economische groei in China conjunctureel of structureel is moet nog blijken. Maar de verschuiving van minder op handel gerichte industriële productie naar het produceren voor een groeiende binnenlandse markt lijkt wel structureel te zijn. De wereld moet daarom waarschijnlijk gaan wennen aan een wat kleinere rol van China in de wereldhandel. ■ **GERDIEN MEIJERINK** (CPB)

Aandeel van import en export in bbp van China daalt



Bronnen: WTM; Wereldbank; OESO

Zelfstandigen minder burn-out dan werknemers

ARBEIDSMARKT

Sinds 2003 zijn zelfstandigen een steeds groter deel van de werkzame beroepsbevolking gaan uitmaken, vooral door het toegenomen aantal zzp'ers. Deze ontwikkeling roept niet alleen de vraag op wat dit betekent voor de economie, maar ook voor de individuen die als zzp'er gaan werken. Over de duurzame inzetbaarheid van werknemers is al veel bekend uit de Nationale Enquête Arbeidsomstandigheden (NEA). De Zelfstandigen Enquête Arbeid (ZEA) geeft nu ook een actueel beeld van zelfstandig ondernemers. Op basis van beide onderzoeken

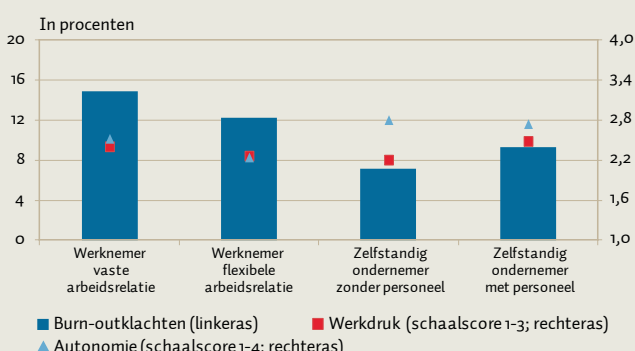
van TNO en CBS is een vergelijking gemaakt van de duurzame inzetbaarheid van zelfstandig ondernemers en werknemers.

Burn-outklachten zijn een belangrijke risicofactor voor duurzame inzetbaarheid. Dergelijke klachten uit zich in emotionele uitputting door het werk, zware vermoeidheid en frequente gevoelens van leegte. Zelfstandig ondernemers zonder personeel hebben minder burn-outklachten dan werknemers. Ruim 7 procent voelt zich opgebrand door het werk. Onder werknemers is dat ruim twee keer zo veel. Ook als rekening wordt gehouden met verschillen wat betreft leeftijd, geslacht, onderwijsniveau en bedrijfstak, hebben ondernemers zonder personeel minder burn-outklachten dan werknemers.

Van de werknemers zijn het vooral degenen met een vaste arbeidsrelatie die klachten hebben. Bij flexwerkers – die vaker in kleine deeltijdbanen werken – komen deze minder voor. Zelfstandig ondernemers met personeel nemen een middenpositie in tussen werknemers en ondernemers zonder personeel: ruim 9 procent heeft burn-outklachten.

Burn-outklachten hangen onder meer samen met een hoge werkdruk en weinig zelfstandigheid in het werk (autonomie). Ondernemers zonder personeel ervaren een lagere werkdruk dan werknemers en hun autonomie is groter. Dit gaat gepaard met relatief weinig burn-outklachten. Ondernemers met personeel hebben weliswaar een hogere werkdruk dan werknemers, maar zij hebben ook meer autonomie. Het laatste reduceert het risico op burn-outklachten. ■ **HENK-JAN DIRVEN** (CBS) EN **WOUTER VAN DER TORRE** (TNO)

Burn-outklachten, werkdruk en autonomie naar positie in de werkkring, werkenden 15–74 jaar



Bron: CBS; TNO (NEA 2014 en ZEA 2015)