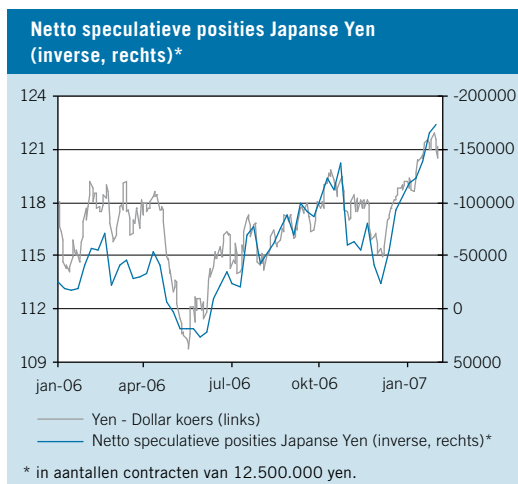


Yen gaat gebukt onder carry trade

Eind januari daalde de Japanse yen vis-à-vis de Amerikaanse dollar naar het laagste niveau in meer dan vier jaar tijd. Ten opzichte van de euro bereikte de yen het laagste niveau sinds de introductie van de euro in 1999. De zwakte van de yen is het gevolg van de lage rente in Japan. Twee factoren zijn hierbij van belang. Ten eerste maakt de lage rente de yen minder aantrekkelijk als beleggingsinstrument voor financiële marktpartijen, waaronder centrale banken. Het belang van de yen in de wereldwijde valutaserves is dan ook geleidelijk afgenomen van 4,4 procent eind 2002 naar 3,2 procent in september 2006. Het belang van het Engelse pond daarentegen, een munt met een hogere rente, steeg in deze periode van 2,8 procent naar 4,3 procent. Ten tweede is vanwege het grote renteverskil van Japan met de VS de yen aantrekkelijk als *funding currency* voor zogenoemde *carry trades*. In een *carry trade* bouwen speculatief ingestelde financiële marktpartijen posities op door geld in yens te lenen om deze vervolgens te beleggen in hoger renderende valuta's en effecten. Doordat de geleende yens op de valutamarkt worden aangeboden, staat de yen onder neerwaartse druk. Naast het te incasseren renteverskil kan zo ook een valutawinst worden behaald. Bovendien is de lage impliciete volatiliteit op de valutamarkt van de afgelopen jaren bevorderlijk geweest voor de opbouw van *carry trades*. De lage volatiliteit heeft namelijk tot gevolg dat speculatieve beleggers de kans op een grote appreciatie van de yen kleiner inschatten, waardoor zij grotere *carry trade* posities durven in te nemen. Als gevolg van de gestage opbouw van netto *short* posities in de yen door speculatieve beleggers op de Amerikaanse termijnmarkt bestaat de indruk dat de omvang van de *carry trade* de laatste maanden is toegenomen (zie figuur 1). Dit komt onder andere doordat financiële marktpartijen

verwachten dat de *Bank of Japan* de beleidsrente in 2007 slechts in beperkte mate zal verhogen, waardoor *carry trades* relatief aantrekkelijk zouden kunnen blijven.



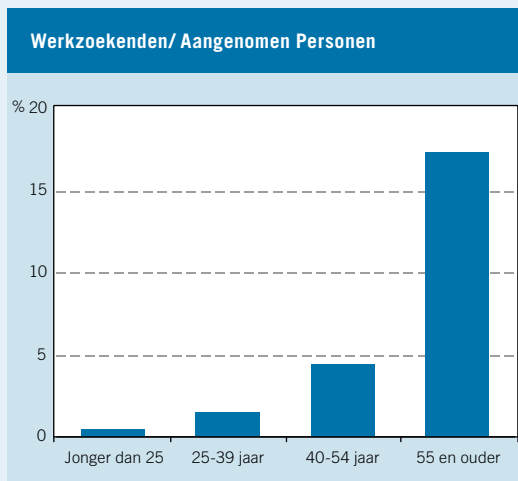
Bron: CFTC en Datastream

Monetaire Zaken

Spanning op de arbeidsmarkt ondanks relatief hoge werkloosheid

Door de aantrekkende economie is de situatie op de arbeidsmarkt het afgelopen jaar sterk verbeterd. Het aantal vacatures aan het einde van het derde kwartaal komt na seizoenscorrectie uit op 219 duizend banen, het hoogste cijfer ooit gemeten door het CBS. Met een vacaturegraad van 29 vacatures per duizend banen is de spanning op de arbeidsmarkt momenteel vergelijkbaar met de jaren 1999-2001. Belangrijk verschil is echter dat de werkloosheid momenteel relatief hoog is voor het aantal openstaande banen. Ten opzichte van 1998 is de werkloosheid van vorig jaar licht hoger, terwijl de vacaturegraad naar verwachting bijna 25 procent hoger ligt.

Mogelijke oorzaak hiervan is het feit dat het aantal werkzoekende ouderen de laatste tijd sterk is toegenomen. Zo is het aandeel van 55-plussers in de beroepsbevolking opgelopen van 7,7 procent in 2000 tot 11,4 procent in 2006. Een hoge leeftijd blijkt momenteel een grote belemmering om een baan te vinden. Personen van 40 jaar en ouder maakten vorig jaar 60 procent uit van de niet-werkende werkzoekenden, terwijl ze slechts tot 16 procent van de aangenomen personen behoorden. Voor 55-plussers is dit beeld nog scherper: zij vormen 21 procent van de niet-werkende werkzoekenden en slechts 1 procent van de aangenomen personen. De verhouding werkzoekenden ten opzichte van het aantal aangenomen personen neemt dan ook exponentieel toe met de leeftijd (grafiek). De hoge werkloosheid onder ouderen is zorgwekkend, omdat het aandeel van ouderen in de beroepsbevolking de komende jaren sterk zal toenemen door de vergrijzing. Over tien jaar zal het aandeel van 55-plussers volgens schattingen van het Centraal Planbureau zijn opgelopen tot 15 procent van de beroepsbevolking. Tegelijkertijd neemt het aantal werkzoekende ouderen toe, omdat



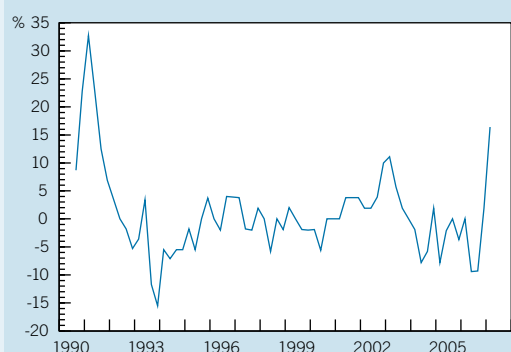
Bron: Centrum voor Werk en Inkomen (CWI)

tegenwoordig minder makkelijk gebruik gemaakt kan worden van uittreedroutes via de vut of de wao. Maatregelen om de problemen van vergrijzing op te vangen, zullen dan ook mede gericht moeten zijn op het vergroten van de aantrekkelijkheid van ouderen op de arbeidsmarkt. Dit vermindert de spanning op de arbeidsmarkt en daarmee het risico van oplopende loonkosten.

Aanscherping hypotheekvoorwaarden VS

Zorgen over een te sterke afzwakking van de Amerikaanse economie zijn recentelijk naar de achtergrond verdwenen, zeker na de publicatie van de eerste schatting van de Amerikaanse economische groei in het laatste kwartaal van vorig jaar (3,5 procent op jaarbasis). Financiële markten hebben meer vertrouwen gekregen in de visie van Fed-voorzitter Ben Bernanke dat de Amerikaanse

Saldo verscherping kredietvoorwaarden woninghypotheek door Amerikaanse banken (+ = verscherping)

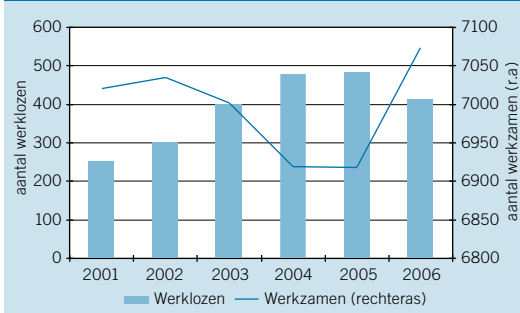


Bron: US Federal Reserve, Senior Loan Officers Survey

economie een zachte landing doormaakt. De twijfel die een jaar geleden ontstond met de opvolging van Alan Greenspan als belangrijkste centrale bankier ter wereld is aan het afkalven. Dit toegenomen vertrouwen is gunstig voor de (prijsontwikkeling op de) financiële markten. Aangezien de loonontwikkeling in de VS duidelijk achterbleef, zeker in reële termen, bestond eerder de vrees dat er met een afkoeling van de huizenmarkt een flinke druk zou ontstaan op de consumptieve bestedingen. De consumptiegroei bedroeg in de laatste drie maanden van 2006 evenwel een forse 4,4 procent op jaarbasis, een duidelijke versnelling ten opzichte van de 2,8 procent in het voorgaande kwartaal. Daarnaast gaven enkele (voormalige) beleidsmakers aan dat de huizenmarkt het dieptepunt reeds is gepasseerd, waarbij onder andere werd gewezen op het herstel van het aantal verkochte (nieuwe en bestaande) woningen in de afgelopen maanden.

De Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices, die vier maal per jaar door de Federal Reserve wordt gepubliceerd, schetst mogelijkserwijs een ander beeld over de toekomstige ontwikkeling van de huizenmarkt. Deze enquête geeft de veranderingen weer in zowel de vraag naar als het aanbod van bankleningen in de afgelopen drie maanden. Uit de meest recente publicatie (januari) blijkt onder andere dat veel van de in Amerika actieve banken de kredietvoorwaarden voor hypotheekleningen hebben verscherpt. Per saldo (zie grafiek) gaf ongeveer 16 procent van de banken aan, de kredietvoorwaarden voor woninghypotheekleningen te hebben aangescherpt. Dit is het hoogste percentage sinds het begin van de jaren negentig en een duidelijke omslag vergeleken met de eerste helft van 2006. Dit terwijl de vraag naar hypothecair krediet bovendien opnieuw duidelijk verzwakte. De ontwikkeling van de huizenmarkt blijft zo bezien hoogst onzeker.

Werkloze en werkzame beroepsbevolking, jaargemiddelde (x 1000)



Bron: CBS

Werkloosheid afgenomen met 70 duizend in 2006

In 2006 waren er gemiddeld 413 duizend personen werkloos, een afname van 70 duizend ten opzichte van 2005. Het was voor het eerst sinds 2001 dat er sprake was van een sterke daling van de werkloosheid. In 2001 waren gemiddeld 252 duizend personen werkloos. Dit aantal liep op tot 479 duizend in 2004. In 2005 bleef het aantal werklozen vrijwel gelijk.

De werkloosheid daalde in 2006 in alle leeftijdscategorieën, maar het sterkst onder jongeren (15-24 jaar). In deze leeftijdsgroep nam het werkloosheidspercentage af met 2,4 procentpunt tot 10,7 procent. Bij de 25-44-jarigen daalde de werkloosheid met 1,1 procentpunt tot 4,8 procent. Onder 45-plussers bedroeg de afname slechts 0,4 procentpunt.

De werkzame beroepsbevolking, personen die 12 uur of meer per week werken, nam in 2006 met 156 duizend personen toe tot meer dan 7 miljoen. De werkzame beroepsbevolking nam voor het laatst toe in 2002, maar de toename was toen met 15 duizend personen veel minder fors. Tussen 2002-2004 daalde het jaargemiddelde van de werkzame beroepsbevolking. Het aantal werkzamen bleef in 2005 vrijwel gelijk.

De toename kwam voor meer dan driekwart voor rekening van de 45-plussers. In deze oudste leeftijdscategorie steeg het aantal met 120 duizend. Bij de jongeren en 25-44-jarigen bedroeg de toename respectievelijk 16 duizend en 20 duizend. Vooral vrouwen hebben in 2006 bijgedragen aan de groei van het aantal werkzame personen. Hun aantal steeg met 97 duizend tot iets meer dan 3 miljoen. De netto arbeidsparticipatiegraad onder vrouwen, het aandeel van de seizoen gecorrigeerde werkzame beroepsbevolking in de vrouwelijke bevolking van 15-64 jaar, vertoont al sinds 2001 een stijgende lijn. De arbeidsdeelname van vrouwen bedroeg in 2001 gemiddeld 53,2 procent. In 2006 was dit gestegen tot 55,8 procent. Bij mannen is de participatiegraad juist afgenomen ten opzichte van 2001. De participatiegraad daalde van 76,5 procent in 2001 tot 73,1 procent in 2006.