

HICP of bbp-deflator?

INTERNATIONAAL

Naar aanleiding van de dalende grondstofprijzen sinds 2014 is een discussie opgeleaid over inflatiemeting. De discussie betreft de vraag of kerninflatie, die energie en voedselprijzen buiten beschouwing laat, een betere maatstaf is dan de reguliere consumentenprijsindex, de HICP. Ook wordt er nu gesproken over het gebruik van de bbp-deflator, die alleen prijsveranderingen van binnenlandse productie meet.

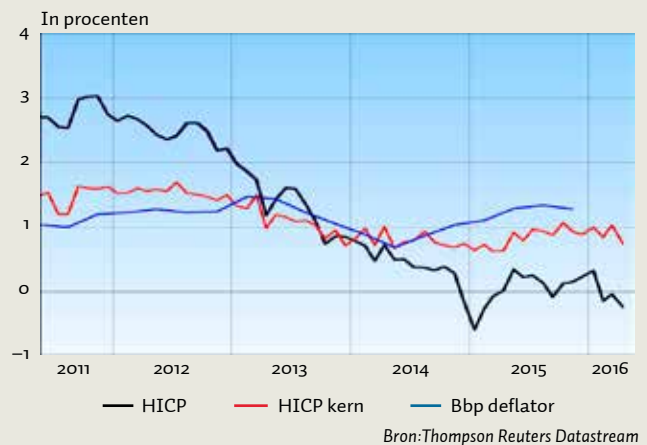
In normale tijden zouden verschillen tussen deze bbp-deflator en de HICP klein moeten zijn. Omdat de eurozone een netto-importeur van grondstoffen is, zijn in de laatste twee jaar de HICP en de bbp-deflator echter uiteen gaan lopen: waar de HICP in december 2015 op jaarbasis rond de 0 procent lag, kwam de bbp-deflator in uit op 1,3 procent (figuur).

Wat zijn redenen om de bbp-deflator te gebruiken? Ten eerste geeft deze deflator een beter beeld van prijsdruk en vraaginflatie in de onderliggende binnenlandse economie, omdat hij is geschoond van ruis van externe prijsontwikkelingen. Dit is belangrijk, gelet op de exogene prijsschok die we sinds 2014 hebben gezien.

Ten tweede ontstaat meer zicht op het gevaar van een 'deflatiespiraal': een vicieuze cirkel van dalende prijzen en lonen als gevolg van uitgestelde bestedingen en investeringen. De bbp-deflator geeft een vollediger beeld van dit gevaar omdat hij negatieve prijsdruk op zowel consumenten- als producentenprijzen meet, waarbij met name dalende producentenprijzen vanuit deflatie-oogpunt ongewenst zijn. Deze prijsdruk komt in de bbp-deflator direct naar voren, terwijl dit bij HICP slechts indirect het geval is, namelijk via het effect op consumentenprijzen. Dit deflatiege-

vaar komt tevens terug in de discussie over de houdbaarheid van publieke schulden. Door deflatie neemt de schuldratio toe en kan de schuldhoudbaarheid van een land onder druk komen te staan. De bbp-deflator geeft hiervan een beter beeld omdat hij, in tegenstelling tot HICP, direct gereleerd is aan een nominaal bbp en dus direct de nominale terugbetaalcapaciteit van de economie meet. Door de bbp-deflator te gebruiken naast HICP, wordt het huidige negatieve beeld omtrent deflatiegevaar genuanceerd. ■ **COEN TER WAL EN MAARTEN POSTMA** (MINISTERIE VAN FINANCIËN)

Verschillende inflatiecijfers eurozone



Het gebruik van kredietderivaten in Nederland

FINANCIËLE MARKTEN

Kredietderivaten hebben een slechte reputatie sinds de financiële crisis. Het belangrijkste product in dit segment is de Credit Default Swap (CDS). De partij die een CDS koopt, beschermt zich tegen het faillissement of de verslechtering van de kredietwaardigheid van een bepaalde instelling of mandje van instellingen. Hiervoor betaalt zij een premie aan de verkoper van de CDS.

Tot voor kort was de markt voor kredietderivaten niet waarneembaar voor toezichthouders, maar op initiatief van de G20 is daar verandering in gekomen. De tabel geeft een overzicht van het gebruik van kredietderivaten door Nederlandse ondernemingen per 31 maart 2016.

Met een uitstaande hoofdsom van 128 miljard euro is de Nederlandse markt voor kredietderivaten relatief klein. Volgens de Bank of International Settlements betreft de uitstaande hoofdsom wereldwijd 12.294 miljard US-dollar per ultimo 2015.

Het valt op dat de meeste contracten uitstaan bij niet-financiële instellingen. Dit zijn voornamelijk zogenaamde *Special Purpose Vehicles* van grote internationale financiële instellingen.

Het grootste gedeelte van de contracten die bij banken uitstaan, komt voort uit de intermediaire functie die banken in deze markt op zich nemen. Zij kopen en verkopen kredietderivaten maar gebruiken deze instrumenten slechts in beperkte mate om hun kredietrisico's te beheersen. Pensioenfondsen gebruiken de kredietderivaten zowel om risico's af te dekken als om risico's aan te gaan. Vooral dit laatste heeft de aandacht van toezichthouders. Zo moest in 2008 de Amerikaanse verzekeraar AIG gered worden na grote verliezen als gevolg van het verkopen van kredietderivaten.

In essentie zijn kredietderivaten nuttige financiële instrumenten die het mogelijk maken kredietrisico's te beheersen en efficiënt over te dragen naar partijen die het risico willen dragen. Het blijft echter belangrijk om te beseffen dat deze instrumenten de leverage en verbondenheid in het systeem kunnen vergroten en deze kwetsbaar kunnen maken voor bepaalde gebeurtenissen. Daarnaast gaat het vaak om uiterst complexe producten. Daarom is het belangrijk dat toezichthouders het gebruik van deze instrumenten nauwlettend volgen. ■ **JOCHEM KIMMAN** (AFM)

Uitstaande kredietderivaten van Nederlandse ondernemingen per 31-3-2016

| Type onderneming | Koper/ verkoper | Notionaal milj. euro | Aantal uitstaande contracten |
|-------------------|--------------------|-------------------------|---------------------------------|
| Bank | K | 20,0 | 1.689 |
| Bank | V | 22,8 | 2.314 |
| Verzekering | K | 1,4 | 38 |
| Verzekering | V | 4,0 | 186 |
| Investeringsfonds | K | 5,0 | 277 |
| Investeringsfonds | V | 0,2 | 28 |
| Pensioen | K | 31,8 | 1.080 |
| Pensioen | V | 16,6 | 1.582 |
| Niet-financieel | K | 23,3 | 5.518 |
| Niet-financieel | V | 2,6 | 1.027 |
| Totaal NL | | 127,7 | 13.739 |

Bron: AFM

Steeds meer studieschulden

ONDERWIJS & WETENSCHAP

De totale Nederlandse studieschuld stond begin 2014 op 8,3 miljard euro. Begin 2011 was dat nog 6 miljard euro. Studieschulden die nog in opbouw zijn, worden buiten beschouwing gelaten. Het aantal Nederlanders met een studieschuld neemt toe; niet alleen het aantal personen dat een schuld heeft, maar ook de gemiddelde schuld per persoon nam toe in de periode 2011–2014 (figuur).

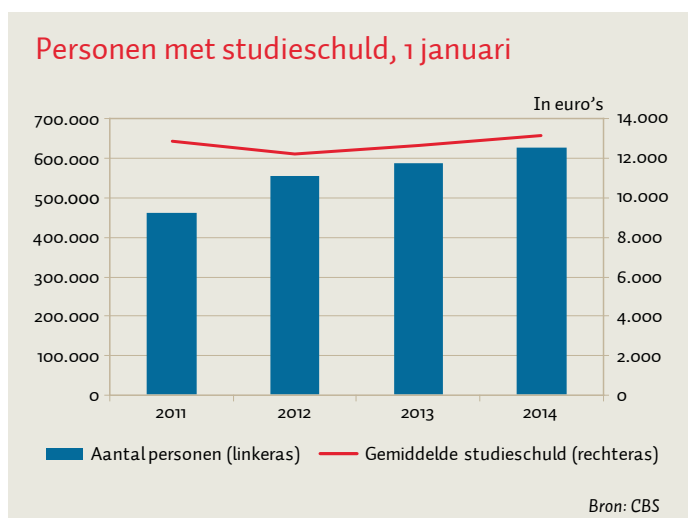
De toegenomen schuld is mede het gevolg van gaandeweg verscherpte regelgeving. Zo zijn de basisbeurs en de inkomensafhankelijke aanvulling

vanaf 1996 een prestatiebeurs. Alleen als de student voldoende presteert, wordt de lening omgezet in een gift, anders moet alles worden terugbetaald. Begin 2011 hadden 464.000 ex-studenten een gemiddelde studieschuld van 12.900 euro. Begin 2014 hadden er meer personen, namelijk 628.000 een gemiddelde studieschuld van 13.200 euro. Het valt te verwachten dat het aantal mensen met studieschulden en de hoogte van de schuld de komende jaren alleen maar zal toenemen door de invoering van het nieuwe studieleenstelsel.

Er bestaan grote verschillen tussen personen in de omvang van de studieschuld. Bijna 40 procent van de ex-studenten had een studieschuld lager dan 5.000 euro, terwijl 17 procent een studieschuld had van meer dan 25.000 euro. Ruim 23.000 ex-studenten (4 procent) hadden zelfs een schuld van meer dan 50.000 euro.

De hoogste studieschulden zijn te vinden in de leeftijdsgroep 30 tot 35 jaar. Zij hadden begin 2014 een gemiddelde studieschuld van 17.500 euro. In de leeftijdsgroepen tot 45 jaar daalt de studieschuld. Oudere ex-studenten hebben veelal betaald werk en zijn al een poos bezig hun schulden af te lossen waardoor hun studieschulden ook lager zijn. Vanaf 45 jaar bedroeg de gemiddelde studieschuld 9.000 euro. Maar in deze groep is van een studieschuld vrijwel geen sprake meer: slechts 1 procent van de mensen met een studieschuld is 45 jaar of ouder.

Er zijn iets meer mannen dan vrouwen met een studieschuld: 53 tegen 47 procent. Begin 2014 bedroeg de gemiddelde studieschuld van mannen 13.500 euro. Met 12.800 euro lag dit bij vrouwen iets lager. ■ **NOORTJE POWELS-URLINGS** (CBS)



Hoe overleeft KLM zonder binnenlandse markt?

ECONOMIE EN SAMENLEVING

Het luchtvaartnetwerk dat KLM op Schiphol aanbiedt, is voor een belangrijk deel gericht op het efficiënt verbinden van aankomende en vertrekkende vluchten. Immers, een groot deel van zowel het intercontinentale als het Europese netwerk kan niet winstgevend uitgevoerd worden zonder overstappassagiers. Voor sommige bestemmingen is dat zelfs meer dan 80 procent van de passagiers. In de praktijk bestaan de zogenaamde hubconnecties van KLM voor een groot deel uit verbindingen tussen een Europese vlucht en een intercon-

continentale vlucht. Vaak wordt daarbij vermeld dat KLM een concurrentieachterstand heeft, omdat ze niet beschikt over een binnenlands luchtvaartnetwerk om de intercontinentale vluchten te 'voeden'. Air France, Lufthansa en British Airways beschikken hier wel over. Het Europese netwerk van met name Air France en Lufthansa richt zich dan ook voor een belangrijk deel op binnenlandse verbindingen. De veronderstelling is dat er in veel landen een zekere loyaliteit jegens de thuisluchtvaartmaatschappij bestaat waarmee het beschikken over een binnenlands luchtvaartnetwerk een sterke basis vormt voor de 'voeding' van het intercontinentale netwerk.

Daaruit volgt de vraag hoe KLM haar Europese netwerk vormgeeft. De figuur laat zien dat KLM haar pijlen vooral richt op de Britse en Scandinavische markt: ze voert in juni bijna 2000 vluchten uit naar het Verenigd Koninkrijk en bijna 1700 naar bestemmingen in Scandinavië. Dat komt overeen met respectievelijk 23 en 19 procent van het totale aantal vertrekkende Europese KLM-vluchten. De figuur laat tegelijkertijd zien dat het Air Francenetwerk voor een belangrijk deel is gefocust op Frankrijk (21 procent) en het Lufthansanetwerk sterk is geconcentreerd in Duitsland (26 procent). British Airways is in mindere mate afhankelijk van overstappassagiers, gezien de relatief grote lokale Londense markt. Het Europese netwerk van British Airways is daarom minder ontwikkeld dan dat van de andere luchtvaartmaatschappijen. Ook voor British Airways geldt echter dat, met ruim 18 procent, een groot deel van haar Europese netwerk binnenlandse vluchten betreft. ■ **JOOST ZUIDBERG EN THIJS BOONEKAMP** (SEO ECONOMISCH ONDERZOEK)

