

Internationaal

De vlucht naar zekerheid

Met de toegenomen volatiliteit op de financiële markten steeg in het eerste kwartaal de risicoafkeer bij beleggers. Een crash op de Chinese beurs veroorzaakte grote beroering. Aandelenmarkten daalden, speculatieve geldstromen (bekend als carry trades) verlegden geleidelijk hun koers en beleggers vluchtten in veilige activa. Hierna kwamen berichten uit de VS dat een aantal hypotheekbanken was omgevallen door een verslechterde leningenportefeuille. Zo lijkt het thema dat de markten beheerste in 2006 – de zoektocht naar rendement – plotsklaps ingevuld voor de nieuwe thema's van zekerheid, liquiditeit en voorspelbaarheid.

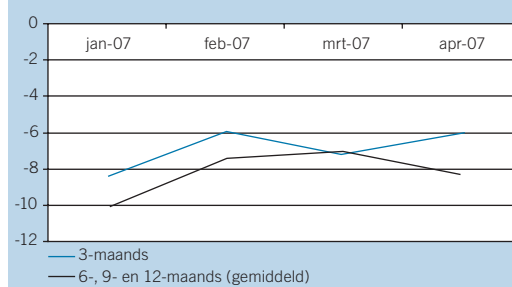
De vlucht in veilige activa heeft ertoe geleid dat prijzen van overheidsobligaties in de periode februari–maart sterk zijn gestegen en effectieve rendementen op dat papier daalden. Echter, naast zekerheid is tevens gekozen voor maximaal liquide papier. Het valt op dat alle AAA-staatsobligaties (waaronder die van Nederland) ten opzichte van de zeer liquide Duitse Bund in koers zijn gedaald. Het renteverskil met Duitsland (spread) liep op ondanks dat de Nederlandse Staat door velen als kredietwaardiger wordt gezien dan de Duitse; dit is bijvoorbeeld af te lezen aan de ranglijst van meest kredietwaardige landen waar Nederland steeg naar een vierde plaats (zie de Institutional Investor van maart 2007).

De vlucht naar zekerheid zien we niet direct terug op de geldmarkt. De spreads van Nederlands schatkistpapier ten opzichte van de swaprente op de geldmarkt (het tarief waartegen Europese banken onderling geld uitlenen) zijn in februari en maart afgenomen in vergelijking met januari; zie figuur. De eerder genoemde turbulentie op financiële markten in de tweede helft van het eerste kwartaal

STEEF AKERBOOM (MINISTERIE VAN FINANCIËN)

leidde tot een verhoogde onzekerheid over de economische vooruitzichten. Hierdoor is tevens de al bestaande onzekerheid over de omvang en timing van rentestappen door de ECB vergroot. Met de meeste onzekerheid aan de korte kant lijken beleggers eerder te kiezen voor langere looptijden. Een vlucht naar zekerheid leidt dus niet altijd tot betere prijzen voor veilige producten.

Spreads op 3-maands schatkistpapier en het gemiddelde van 6-, 9- en 12-maands papier, in basispunten op het moment van uitgifte.



Bron: Het Agentschap van het ministerie van Financiën

Monetaire Zaken

Oplopende inflatie bij hoogconjunctuur

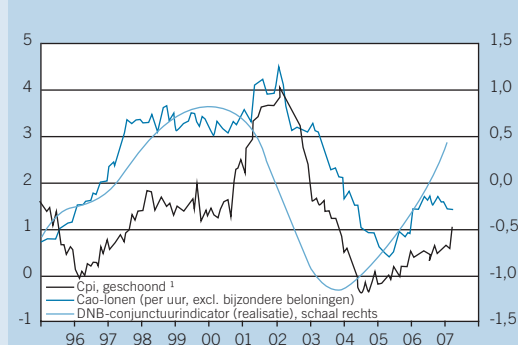
De inflatie in Nederland heeft de afgelopen tien jaar sterk gereageerd op conjuncturele ontwikkelingen (grafiek). Hierbij volgde de inflatie de conjuncturele situatie met een vertraging van ongeveer een jaar. Tijdens de vorige hoogconjunctuur liep de inflatie snel op van twee procent aan het begin van 2000 tot 4,5 procent in medio 2001. Vervolgens daalde de inflatie binnen drie jaar tot iets boven de een procent in 2004. Zo veranderde Nederland van één van de landen met de hoogste inflatie in één van de landen met de laagste inflatie in het eurogebied. Nu de fase van hoogconjunctuur is aangebroken, is het de vraag of de inflatie in Nederland de komende tijd weer sterk gaat oplopen.

De belangrijkste reden dat de inflatie tijdens een hoogconjunctuur stijgt, zijn de oplopende loonkosten als gevolg van toenemende krapte op de arbeidsmarkt. Volgens schattingen van het Centraal Planbureau droegen hogere arbeidskosten tijdens de inflatiepiek van de vorige conjunctuurcyclus (inflatie van 4,5 procent in 2001) maar liefst 2,1 procentpunt bij aan de inflatie. Zowel de contractlonen als de incidentele component liepen destijds sterk op door toenemende spanningen op de arbeidsmarkt. Hoewel de werkloosheid momenteel nog wat hoger ligt, bevindt de vacaturegraad zich inmiddels op een vergelijkbaar niveau als in de jaren 1999–2001, toen de krapte zeer nijpend was. De vraag is nu hoe de lonen op deze situatie zullen gaan reageren.

De lonen reageren doorgaans met een vertraging van een à twee jaar op ontwikkelingen op de arbeidsmarkt. Dit komt doordat contractlonen vaak voor een looptijd van meer dan een jaar worden afgesloten. De loonontwikkeling zal dit jaar dan ook nog gedrukt worden door cao's die zijn afgesloten in 2005, toen de economische vooruitzichten nog onzeker waren. Deze maken maar liefst zestig procent uit van de cao's die op dit moment geldig zijn. Het grootste deel van

GUIDO SCHOTTEN (DNB)

Lonen, inflatie en DNB-conjunctuurindicator. Procentuele mutaties en genormaliseerde afwijking van de trend



¹ Inflatie op basis van de cpi exclusief het effect van indirecte en consumptiegebonden belastingen en exclusief overheidsdiensten, huur, energie, groente en fruit en consumptie in het buitenland

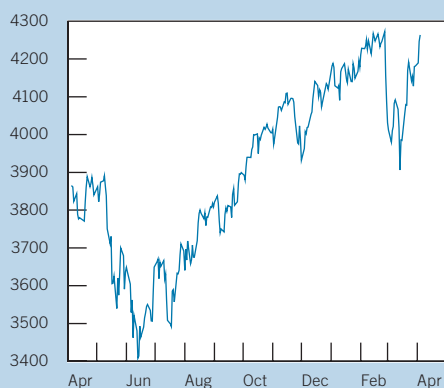
Bron: CBS, DNB

deze cao's zal echter in de tweede helft van dit jaar aflopen. De verwachting is dan ook dat de contractloonstijging binnenkort gaat oplopen. Gezien de krappe arbeidsmarkt zou de incidentele looncomponent dit jaar al kunnen stijgen. Onder de veronderstelling van een constante groei van de arbeidsproductiviteit, zullen de arbeidskosten en de inflatie dan ook toenemen.

Aandelenhectiek en renterust

De financiële markten blijken over een enorme veerkracht te beschikken. De koersdaling van aandelen, die eind februari inzette, is binnen enkele weken meer dan ongedaan gemaakt. Een bijdrage aan het herstel leverde de steeds nadrukkelijker aandacht voor overnames, fusies en opsplitsingen van bedrijven. Private

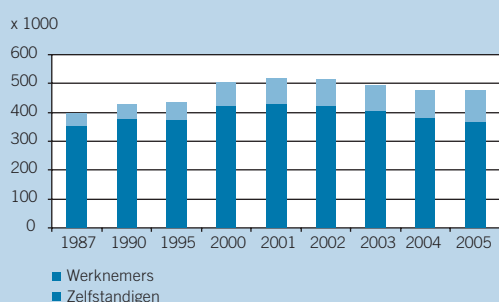
Aandelenkoersen - DJ Eurostoxx 50



Bron: FDA

equity en hedgefondsen zijn actiever dan ooit in hun jacht op verborgen waarde binnen al dan niet beursgenoteerde ondernemingen. De aanval op ABN-Amro is het meest sprekende voorbeeld in dit opzicht, maar ook telecombedrijven (KPN) en detailhandelsondernemingen (Ahold) zijn hun zelfstandige beursleven niet zeker. Om zich te wapenen tegenover dit financiële geweld van het flitskapitaal zoeken bedrijven elkaar op en beginnen onderhandelingen over samenwerking, fusie of een vriendschappelijke overname. Het eind van de hectiek lijkt niet in zicht, zeker zolang de rente op een relatief laag niveau blijft. De lage rente is één van de verklarende factoren van de steeds toenemende activiteit van het durfkapitaal. De afgelopen weken liep de rente iets op, na gedurende de aandelencorrectie (de aandelenkoersen daalden in februari–maart ruim acht procent) juist wat te zijn gedaald. Per saldo is er weinig verandering in het niveau van de lange rente. Het ziet er niet naar uit dat deze situatie snel zal veranderen. Met een verzwakkende Amerikaanse economie en een inflatie die onder controle komt, heeft de Fed nog dit jaar ruimte de korte rente te verlagen. Of dat tot een (evenredige) daling van de lange rente leidt is de vraag. Er zijn meer factoren die daarop invloed hebben, zoals mogelijk toenemende inflatieverwachtingen bij een ruimer monetair beleid. In Europa zal de korte rente nog een aantal keer worden verhoogd, zonder negatief gevolg voor de lange rente. Net als bij de verhogingen van de korte rente in de VS de afgelopen jaren zien beleggers een stijging van de korte rente als signaal dat inflatiebestrijding topprioriteit is. Aangevuld met vraag naar obligaties door de naar verwachting sterker wordende euro zal de Europese lange rente naar alle waarschijnlijkheid zelfs iets kunnen dalen. Kortom, er is rust op de rentemarkt, waardoor hedgefondsen alle ruimte behouden voor hun koersopdrijvende activiteiten.

Banen in de bouwnijverheid



Bron: CBS

Zelfstandigen rukken op in de bouw

In de periode 1987–2005 is het aantal banen van werkzame personen in de bouwnijverheid met 76 duizend toegenomen tot 476 duizend. Het aantal banen van zelfstandigen steeg in deze periode met 63 duizend tot 107 duizend. Hiermee namen zelfstandigen ruim tachtig procent van de banengroei in de bouw voor hun rekening. Zelfstandigen vormen inmiddels twintig procent van de werkgelegenheid in de bouw.

In de bouwnijverheid heeft het zelfstandige ondernemerschap een hoge vlucht genomen. In de grond-, water- en wegenbouw verdubbelde het aandeel zelfstandigen naar tien procent. Koplopers zijn de bedrijfsklassen burgerlijke en utiliteitsbouw en overige bouwnijverheid (bouwinstallatie, het afwerken van gebouwen, zoals schilderen, stuken) waar in 2005 één op de vier banen werd uitgeoefend door een zelfstandige. In 1987 was dit respectievelijk nog één op de tien en één op de acht.

Vanaf 2001 is de populariteit van het ondernemerschap in de bouwnijverheid sterk toegenomen. In dat jaar bereikte het aantal banen van werknemers een recordhoogte. In de jaren daarna daalde dit aantal, maar het aantal banen van zelfstandigen groeide door. Deze groei hangt samen met de opkomst van nieuwe vormen van ondernemerschap. De bouw kende als eerste de zogenoemde zelfstandigen zonder personeel (zzp'ers). Dit zijn vaak voormalig werknemers die aan meerdere opdrachtgevers diensten aanbieden en opdrachten uitvoeren voor eigen rekening en risico. Het inschakelen van zzp'ers voor metsel-, stukadoors- en tegelzetwerkzaamheden is vandaag de dag niet meer weg te denken uit de bouw.

Niet alleen zijn er in de bouwnijverheid meer zelfstandigen werkzaam dan twintig jaar geleden, er werken nu ook uitzendkrachten. Tot mei 1997 was het in de bouwsector niet toegestaan om personeel via een uitzendbureau in te zetten. In het vierde kwartaal van 2005 liepen er in de bouw ruim zestien duizend uitzendkrachten rond. Door de opkomst van uitzendkrachten en zzp'ers kan de factor arbeid in de bouw veel flexibeler worden ingezet.