

Internationaal

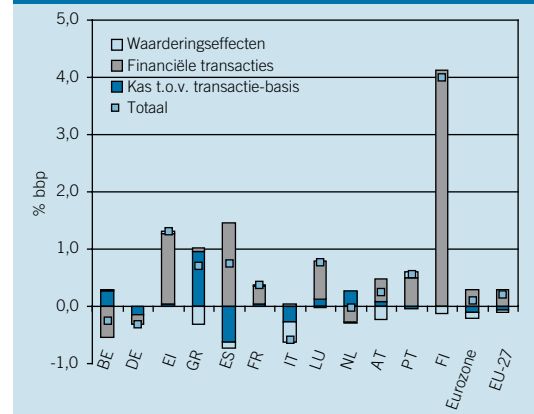
Het gat tussen EMU-tekort en EMU-schuldontwikkeling

Jaarlijks notificeren EU-lidstaten hun begrotingstekort en schuld cijfers aan Eurostat. De jaarlijkse verandering van de EMU-schuld is echter niet precies gelijk aan het gerapporteerde EMU-tekort of -overschot; dit verschil staat bekend als *Stock Flow Adjustments* (SFA) of omvangstrooiaanpassingen. Een positieve SFA betekent dat de EMU-schuld met meer is toegenomen dan kon worden verwacht op basis van de feitelijke EMU-tekortcijfers. Er zijn grofweg drie oorzaken voor het bestaan van SFA's. Ten eerste worden de uitgaven bijgehouden op transactiebasis, terwijl de EMU-schuld wordt bijgehouden op kasbasis. Voor Griekenland zijn de kastransactiecorrecties in de periode 2002-2006 gemiddeld aanzienlijk. Ten tweede zorgen financiële transacties voor SFA. Dit komt omdat financiële transacties (zoals de aan- en verkoop van vermogenstitels) in de regel niet relevant zijn voor het EMU-tekort, maar wel de EMU-schuld beïnvloeden. Tot slot zijn er waarderingseffecten die zorgen voor SFA's, bijvoorbeeld wisselkoersschommelingen die de hoogte van de EMU-schuld (in buitenlandse valuta) kunnen beïnvloeden, terwijl zij het EMU-tekort ongemoeid laten. SFA's kunnen in de praktijk aanzienlijk zijn. Het bestaan van SFA's is op zich geen reden tot zorg, de bovengenoemde oorzaken voor hun bestaan kunnen allemaal legitiem zijn. De hoge gemiddelde SFA van Finland komt bijvoorbeeld voort uit het feit dat dit land de overschotten niet heeft gebruikt om de EMU-schuld te verlagen maar om financiële titels aan te kopen, ter dekking van de vergrijzingslasten. Kortom, men zou een schuld daling verwachten in verband met de overschotten, maar die treedt niet op omdat de EMU-schuld een brutobegrip is (activa als aangekochte financiële titels mag je niet in mindering brengen op de schuld). Om te kunnen beoordelen of het EMU-saldo juist is gerapporteerd dient de omvang van de SFA

JONATHAN VAN DER HEIJDEN EN ANDOR VAN DONGEN (MINISTERIE VAN FINANCIËN)

grondig geanalyseerd te worden. Daarbij is het niet voldoende om te kijken naar de absolute grootte van de SFA. Het is immers goed mogelijk dat in een EU-lidstaat de onderliggende componenten elkaar opheffen en de lidstaat een gemiddelde SFA van nul heeft. De ene component zou dan legitiem kunnen zijn terwijl bij de andere component de SFA misschien te hoog is gerapporteerd.

SFA als percentage bbp: 2002-2006 gemiddelde



Bron: Eigen berekening op basis van gegevens Eurostat

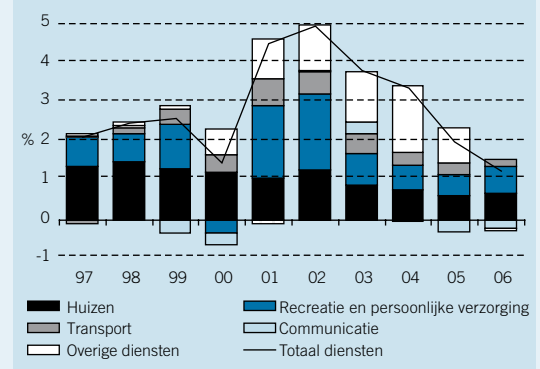
Monetaire Zaken

Prijzen van diensten belangrijk voor inflatieontwikkeling

Diensten zijn een belangrijke component van de Nederlandse inflatie, met een gewicht van meer dan 40% in het (hicc-)inflatiemandje. De lage inflatie van diensten in de afgelopen twee jaar is een belangrijke reden dat de totale inflatie in 2005 en 2006 relatief laag uitkwam. De bijdrage van diensten aan de inflatie is gedaald van gemiddeld 1,7% in de periode 2001-2004 tot 0,7% in de periode 2005-2006. Hieronder wordt ingegaan op de belangrijkste oorzaken. Een aantal componenten van de diensteninflatie staat weergegeven in de grafiek. Woondiensten, met name de huur, maken ongeveer een kwart uit van het dienstenmandje. De afgelopen jaren waren huurstijgingen wat minder sterk dan rond de eeuwwisseling. De inflatie van recreatie en persoonlijke verzorging ligt sinds 2003 een stuk lager dan voorheen, waarschijnlijk als gevolg van dalende loonkosten. De prijzen van communicatie zijn de afgelopen twee jaar gedaald, wat samenhangt met de concurrentieslag op het gebied van telefonie en internet. De inflatie van overige diensten is gedaald van 3,25% in 2005 naar een prijsdaling van 0,25% in 2006. Hierbij speelt mee dat de prijzen van financiële diensten in 2006 gedaald zijn, dankzij een prijzenslag voor internetbankieren en verzekeringen. De prijsdaling van overige diensten is echter voor het grootste deel het gevolg van overheidsmaatregelen: het afschaffen van schoolgeld voor kinderen vanaf 16 jaar en de hogere overheidsbijdrage voor kinderopvang. Vanaf 1 januari 2007 is de bijdrage voor kinderopvang nog verder verhoogd, wat de diensteninflatie dit jaar met ongeveer 0,35 procentpunt zal drukken. Belangrijke reden dat de inflatie van diensten de afgelopen jaren lager uitkwam, is de daling van de loonkosten. Met het oplopen van de loonkosten zullen de prijzen van diensten naar verwachting op termijn ook weer sterker toenemen. Uit empirische analyse blijkt dat de prijzen van diensten sterker reageren op veran-

GUIDO SCHOTTEN (DNB)

Bijdragen verschillende componenten diensteninflatie
Procentuele mutaties en procentpunten



Bron: Eurostat

deringen in loonkosten dan de prijzen van goederen. Dit is logisch, omdat de productie van diensten relatief arbeidsintensief is. Tevens blijkt dat prijzen van diensten relatief laat reageren op veranderingen in de loonkosten. Een mogelijke verklaring hiervoor is de mindere mate van concurrentie op de dienstemarkten, met name door een geringere penetratie van buitenlandse aanbieders. Ook bestaat de dienstensector voor een groter deel uit gereguleerde prijzen, waardoor deze zich minder snel kunnen aanpassen.

Rentestijging niet structureel

De lange rente is in de afgelopen maanden flink opgelopen, zowel in de VS als in de Eurozone. Duitse Bunds bereikten het hoogste effectief rendement in meer dan vijf jaar. Als aanleiding voor de scherpe rentestijging werd vooral gewezen op gunstige economische ontwikkelingen (in de Eurozone), dan

Lange rente (10-jaars overheid) en inflatieverwachting* in de VS

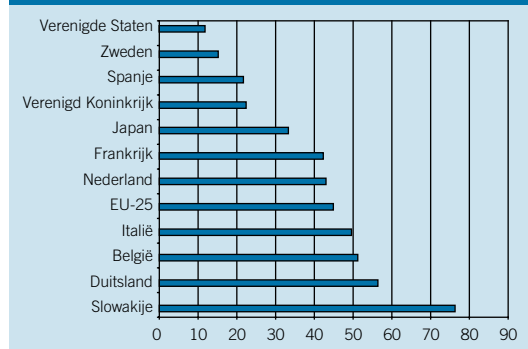


* Inflatieverwachting o.b.v. break-even-inflatie. Dit is het verschil tussen het effectief rendement op index-leningen en het effectief rendement op 'gewone' nominale leningen.

Bron: FDA

wel een minder sombere inschatting van de conjunctuur (in de VS). De gunstigere economische verwachtingen werden in de berichtgevingen vaak in verband gebracht met een grotere angst voor een versnelling van de inflatie, waarbij dit samenviel met verdere stijgingen van olieprijs, prijzen voor voedingsmiddelen en andere grondstoffen. Toch is de constatering dat inflatieangst de drijvende kracht was achter de rentestijging niet geheel een bevredigende verklaring. Een dergelijke verklaring wordt immers niet gestaafd met indicaties over inflatieverwachtingen die kunnen worden ontleend aan de ontwikkeling van zogenaamde index-leningen, die een bescherming bieden tegen inflatiestijging. Hieruit blijkt dat de impliciete inflatieverwachting in de Eurozone de laatste maanden (sinds begin april) min of meer stabiel is en in de VS zelfs is gedaald (zie grafiek). Er is derhalve sprake geweest van een stijging van de reële rente, de nominale rente gecorrigeerd voor inflatie(verwachting). De vraag is of dit structureel is. Een belangrijke verklaring van de lage reële rente in de afgelopen jaren – die inmiddels nu zeker niet meer zo laag is als circa twee jaar geleden – zijn de mondiaal overvloedige besparingen. Dit impliceert een ruime beschikbaarheid van te beleggen middelen, die uiteindelijk (deels) hun weg vinden naar solide beleggingen van overheden van industrielanden (met name de VS). Vooral in landen als China, Japan en in het Midden-Oosten zijn extreme besparingsoverschotten. Ondanks de vrij gunstige vooruitzichten voor de mondiale economie ligt een spoedige teruggang van deze besparingsoverschotten niet direct voor de hand. Integendeel, instellingen als de OESO en het IMF voorzien voorsnog een verdere toename van deze overschotten. Tegen deze achtergrond is het dan ook niet waarschijnlijk om uit te gaan van een substantiële stijging van de reële rente. Met andere woorden, de recente stijging is hoogst waarschijnlijk van tijdelijke aard.

Percentage werklozen dat langer dan een jaar werkloos is, 2006



Bron: Eurostat

Laagste werkloosheid van Europa

Nederlanders zijn relatief massaal aan het werk. Nederland had in 2006 samen met Denemarken de laagste werkloosheid van alle landen van de Europese Unie. Gemeten volgens de geharmoniseerde Europese methode was in ons land eind 2006 3,5% van de actieve beroepsbevolking (15–74 jaar) werkloos. Het gemiddelde in de 27 landen van de Europese Unie was 7,5%. De positie van Frankrijk blijft opvallend: met een werkloosheid van ruim 9% hield het eind 2006 alleen Polen en

Slowakije achter zich. Deze trend is doorgetrokken in 2007. Eind mei lag het werkloosheidspercentage in Nederland met 3,2% nog eens 0,3 procentpunt lager dan in december 2006. Hiermee had Nederland de laagste werkloosheid van de Europese Unie. In Denemarken zat op dat moment slechts 3,3% van de beroepsbevolking zonder baan. Het Europees gemiddelde nam in mei af tot 7.1%.

Europeanen zijn relatief lang werkloos. In 2006 was bijna de helft van alle werklozen in de Europese Unie langer dan een jaar werkloos. Van de Nederlandse werklozen zat in 2006 gemiddeld ruim 43% al langer dan een jaar zonder baan. Dat is net iets onder het Europese gemiddelde (45%). Ter vergelijking: in de Verenigde Staten lag dit percentage langdurig werklozen in 2005 gemiddeld op slechts 12%, in Japan op 33%. Zweden had in 2006 de meest dynamische arbeidsmarkt van Europa, slechts 16% van de Zweedse werklozen had al langer dan een jaar geen betaald werk.

De langdurige werkloosheid onder mannen is in Nederland bijna net zo groot als onder vrouwen. In 2006 was bijna 46% van de werkloze mannen langer dan een jaar niet werkzaam, tegen ruim 40% van de vrouwelijke werklozen. In de periode waarin de werkloosheid in Nederland hard steeg, tussen 2002 en 2005, nam het percentage langdurig werklozen eveneens sterk toe. In 2002 had ruim 26% van de Nederlandse werklozen langer dan een jaar geen baan, eind 2005 was dit gestegen tot 40%. Het Europese gemiddelde bleef in deze periode vrijwel constant.