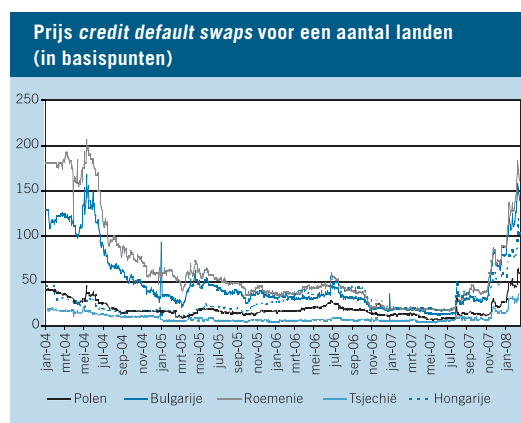


Oplopende risicowaardering in opkomend Europa

Er bestaat een grote en groeiende markt voor kredietderivaten. Zo kan een institutionele investeerder die belegt in obligaties van overheden uit opkomende markten zich indekken tegen het kredietrisico door het kopen van een zogenaamde *credit default swap* (CDS). Dit werkt als volgt, de institutionele investeerder A belooft ieder jaar een premie van x basispunten te betalen aan marktpartij B zolang de overheid O de rente op de obligatie aan de institutionele investeerder A betaalt. Tegenover deze premie staat de verplichting van marktpartij B om bij *default* van de overheid O de volledige som te betalen aan de institutionele investeerder A.

De prijs (in basispunten) die de investeerder betaalt om zich in te dekken tegen dit default-risico is een goede indicatie van het kredietrisico. De figuur geeft voor een klein aantal nieuwe EU-lidstaten de prijs van CDS-contracten over de periode van januari 2004 tot en met januari 2008. Er wordt een opvallend patroon waargenomen. Sinds 2004 is de premie op het Bulgaarse en Roemeense kredietrisico pijlsnel afgenomen tot een niveau nagenoeg gelijk aan dat van grotere of meer ontwikkelde economieën als die van Polen, Tsjechië of Hongarije. Sinds eind 2007 het vertrouwen op de financiële markten is afgenomen door de *subprime*-crisis, wordt er in Oost-Europa een toenemende risicopremie waargenomen. De prijs van het Bulgaarse en Roemeense risico is snel weer gestegen naar het niveau van 2004. Maar niet alleen de risico's van deze markten worden hoger gewaardeerd, ook de prijs van het Poolse, Hongaarse en Tsjechische risico is weer terug op of boven het niveau waar deze begin 2004 lag. De conclusie is evenwel dat financiële markten nu weer nadrukkelijk

onderscheid naar debiteur maken. In deze onzekere dagen zal de nabije toekomst uitwijzen of de markt hier nu de juiste prijs heeft gevonden, dan wel of er op dit moment sprake is van een over- of onderwaardering van het kredietrisico in opkomend Europa.



Bron: Thomson Datastream

Monetaire Zaken

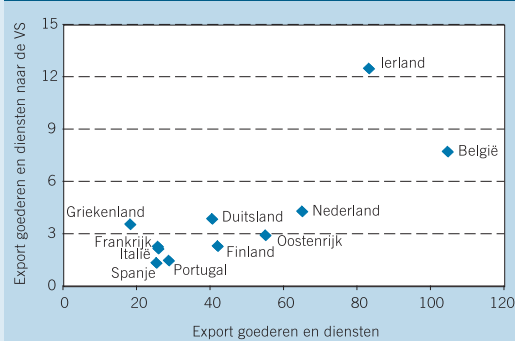
STEVEN JONK (DNB)

Nederlandse export onder druk door groeivertraging VS

De economische groei in de Verenigde Staten is in de afgelopen maanden sterk teruggefallen. Er zijn verschillende kanalen waarlangs dit de Nederlandse economie kan beïnvloeden, zoals het financiële kanaal, het vertrouwenskanaal en de activiteiten van multinationals. Hier wordt gekeken naar de invloed op de Nederlandse export, het zogenoemde handelskanaal. De figuur geeft een maatstaf voor de omvang van het handelskanaal, waarbij de export is uitgedrukt als percentage van het bbp. In de figuur is te zien dat de export naar de Verenigde Staten in Nederland als percentage van het bbp ongeveer even groot is als in bijvoorbeeld Duitsland. De directe invloed van een lagere importvraag van de Verenigde Staten zal voor beide landen dus ongeveer gelijk zijn. De waarde van de totale export als percentage van het bbp is voor Nederland echter veel groter dan voor Duitsland. Het indirecte effect via het handelskanaal van een terugval in de Amerikaanse economische groei zal hierdoor voor Nederland veel sterker zijn.

Het indirecte handelskanaal loopt via de invloed die de terugval in de Amerikaanse groei heeft op de economische groei in de rest van de wereld. De Amerikaanse consument neemt een substantieel deel van de mondiale consumptie voor zijn rekening. Een terugval in de groei zal leiden tot lagere consumptie in de Verenigde Staten en dus ook tot lagere importen. Via het directe handelskanaal drukt dit de economische groei in de rest van de wereld. Een lagere groei in alle andere landen zal ertoe leiden dat de vraag naar Nederlandse goederen ook in deze landen afneemt. Naast de export naar de Verenigde Staten zal dus ook de Nederlandse export naar de rest van de wereld afnemen. Door het grote aandeel van de export in het bbp zal dit effect voor Nederland groter zijn dan voor de meeste andere Europese landen.

Grootte (in-)directe handelskanaal in 2005 (in % bbp)

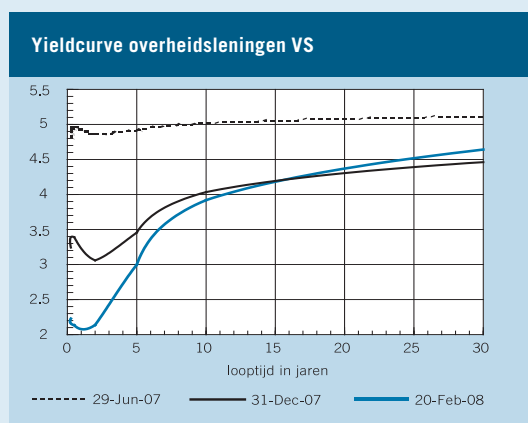


Bron: OESO

De gevoeligheid van de Nederlandse economie voor de invloed van de internationale conjunctuur blijkt ook uit de correlatie tussen de wereldhandel en het Nederlandse bbp. Over de periode 1980–2006 bedraagt deze 0,62. Voor Frankrijk bedraagt deze correlatie bijvoorbeeld slechts 0,39 en voor Portugal zelfs slechts 0,06.

Steilere yieldcurven

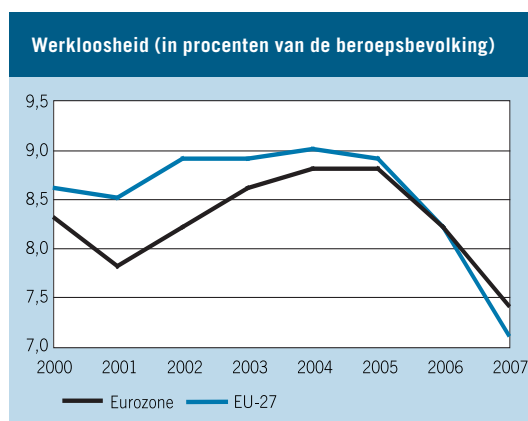
Financiële markten zijn in het afgelopen halfjaar in een crisis beland, die zich weliswaar in eerste instantie concentreert in de bankensector, maar vrijwel alle geledingen van de financiële markten beroert. Jaren van uitbundige Amerikaanse kredietgroei (met name hypotheke) en een explosie in de creatie van complexe financiële producten om financiering van de Amerikaanse schuldexplosie (het tekort op de lopende rekening) te faciliteren, heb-



Bron: FDA

ben evenwel het zicht op de risico's van deze financiering en van deze producten vertroebeld. Momenteel vindt een brede herwaardering van risico plaats, die zich niet alleen beperkt tot markten voor dergelijke exotisch gestructureerde financiële producten en derivaten (zoals de inmiddels beruchte *Collateralized Debt Obligations* – CDO's), maar ook simpele aandelen van simpele, solide bedrijven buiten de financiële sector.

Ook obligatiemarkten zijn flink in beroering geraakt. De nevenstaande figuur toont de yieldcurve van overheidsleningen, die de marktrentes van leningen met een verschillende looptijd op een bepaald moment in kaart brengt. De versteiling van de yieldcurve, waarbij de rentes op leningen met kortere looptijden sterker zijn gedaald dan die met langere looptijden, mag zeker spectaculair te noemen zijn, met name in de Verenigde Staten. In de eerste plaats is dat een weerspiegeling van paniek op financiële markten, die vooral in januari duidelijk intensiverde. Een vlucht naar zekerheid door beleggers vergrootte de belangstelling voor overheidsleningen, vooral in het uitermate liquide en minder risicovolle kortere segment van het looptijdspectrum, wat de rente omlaag duwde. Voor de Verenigde Staten werd dat nog eens versterkt door een stevige verlaging van de officiële rentetarieven door de *Federal Reserve*, terwijl daarbij ook de anticipatie op een verdere monetaire versoepeling een rol speelt. In de eurozone is dat duidelijk in mindere mate het geval. Niettemin spreekt ook uit de rentestructuur in de eurozone de verwachting van een bescheiden verlaging van de rente door de Europese Centrale Bank.



Bron: Eurostat

Werkloosheid in eurozone hoger dan in EU

In de 27 landen van de Europese Unie (EU) waren in 2007 bijna 17 miljoen personen op zoek naar werk. Dit kwam overeen met 7,1% van de beroepsbevolking. De werkloosheid in de EU-landen bereikte in 2004 haar top met 9%. In de vijftien EU-landen waar de euro als munteenheid is ingevoerd, de eurozone, was de werkloosheid in 2007 met 7,4% iets hoger dan in de totale EU-27. In de periode 2000-2006 kende de eurozone juist een

lager werkloosheidspercentage dan de totale EU. Van de landen in de eurozone zijn er zes waar de werkloosheid hoger is dan het EU-gemiddelde. De hoogste werkloosheid in de eurozone heeft Duitsland, waar 8,4% van de beroepsbevolking werk zoekt. Ook in België, Frankrijk, Griekenland, Spanje en Portugal ligt het werkloosheidspercentage boven het EU-gemiddelde. De drie landen die recent de euro hebben ingevoerd, Slovenië (2007), Cyprus en Malta (2008) hebben allen een lager dan gemiddeld werkloosheidspercentage. Nederland heeft in 2007, met 3,2%, het laagste werkloosheidspercentage van de gehele EU. In 2001 was de werkloosheid in Nederland nog 2,2% en liep in de jaren daarna op en bereikte in 2005 haar top met 4,7%.

Tot 2004 bestond de EU uit vijftien landen. Sindsdien is de EU met twaalf landen uitgebreid. In 2007 hadden slechts drie van de twaalf landen die sinds 2004 tot de EU zijn toegetreden een hoger werkloosheidspercentage dan het EU-gemiddelde. Binnen de groep van nieuwe lidstaten werd de hoogste werkloosheid gemeten in Slowakije (11,3%) gevolgd door Polen met 9,6% en Hongarije met 7,2%. Met 3,9% was het werkloosheidspercentage in deze groep het laagst in Cyprus.

Onder jongeren tot 25 jaar bedroeg de werkloosheid in 2007 in de EU 15,4%, 3 procentpunten lager dan in 2004. In totaal hebben dertien landen een percentage dat hoger is dan het EU-gemiddelde. Polen en Slowakije hebben zelfs een percentage dat hoger is dan 20%. Nederland kent onder de jeugd de laagste werkloosheid met 5,9%. De werkloosheid onder personen van 25 jaar en ouder was in de EU 6,1%. In Nederland was ook bij de personen van 25 jaar en ouder de werkloosheid met 2,6% het laagst. Dit is nog altijd 0,9 procentpunt hoger dan in 2001 toen de laagste werkloosheid van deze eeuw gemeten werd.