

### De zoektocht naar liquiditeit

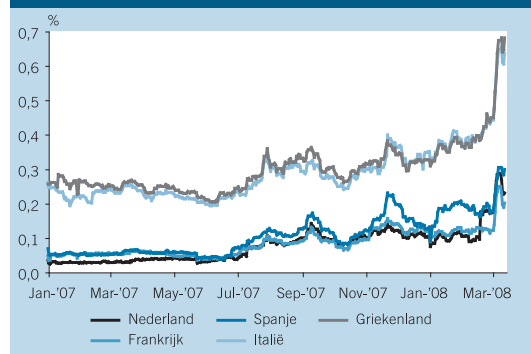
In tijden van onzekerheid zoeken beleggers op de geld- en kapitaalmarkten naar veilige investeringsmogelijkheden. Staatsobligaties hebben deze status. Binnen het eurogebied wordt de Duitse Bund gezien als veiligste obligatie. De Duitse obligatie is de benchmark in de markt. Dat wil zeggen dat het rendement op een (staats)lening wordt afgezet tegen die op een vergelijkbare Duitse lening. Afgezien van de uitstekende kredietwaardigheid komt dit voornamelijk vanwege de hoge verhandelbaarheid van de Duitse obligaties. Sinds het begin van de turbulentie op de financiële markten zijn de verschillen in prijzen tussen het Duitse papier en het papier van andere eurolanden flink toegenomen.

In tijden van onzekerheid zoeken beleggers naar kredietwaardige en vooral liquide segmenten om in te investeren. In de markt is deze tendens op dit ogenblik goed te zien. Voor minder kredietwaardige landen vereisen beleggers een kredietrisicopremie en voor minder liquide segmenten een liquiditeitspremie (in de rente).

De verschillen tussen de Duitse staatslening en staatsleningen van andere eurolanden tonen aan dat op dit ogenblik liquiditeit het sleutelwoord is. Hoewel Nederland, Frankrijk en Duitsland dezelfde kredietbeoordeling (AAA) krijgen van beoordelingsbureaus (S&P, Moody's en Fitch) vallen beleggers op dit ogenblik massaal terug op Duitse obligaties. Door de toegenomen vraag daalt het rendement op Duits papier harder dan het rendement op Nederlandse obligaties. De ontwikkeling van landenspreads ten opzichte van Duitsland illustreert het sentiment. Bij de veiling van de nieuwe 10-jaars staatsobligatie in juli 2007 werd het uitgifterendement op 6 basispunten boven de Duitse referentielening

vastgesteld. Bij de uitgifte in februari 2008 was dit verschil opgelopen tot 17 basispunten en medio maart, toen de turbulentie een hoogtepunt bereikte, beliep het verschil zelfs 30 basispunten. De spreads liepen ook op voor Spaanse, Franse, Belgische en vooral Griekse en Italiaanse staatsleningen. De cijfers laten duidelijk zien dat in de huidige markt liquiditeit een drijvende factor is, maar ook dat minder kredietwaardige landen (zoals Italië en Griekenland) relatief het hardst getroffen worden.

Rentverschillen ten opzichte van Duitsland bij 10-jaars staatsleningen.



Bron: Bloomberg

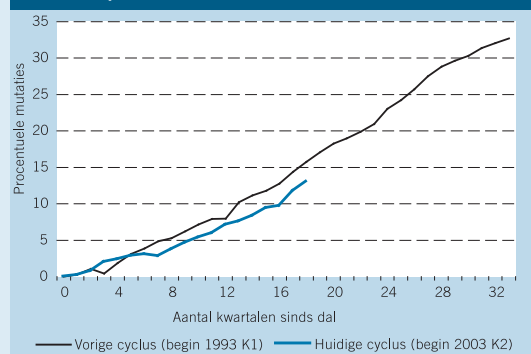
## Monetaire Zaken

### Minder uitbundige opgaande conjunctuur

Afgaande op de verslechterende mondiale groeivoorzichten en de recente financiële turbulentie is het goed mogelijk dat de top van de huidige conjunctuurcyclus in het laatste kwartaal van 2007 werd bereikt. Een indicatie daarvan is het recent bereikte omslagpunt van de DNB-conjunctuurindicator. De vraag is hoe de ontwikkelingen in de laatste opgaande fase van de conjunctuurcyclus zich verhouden met de vorige cyclus. Indien de top van de huidige cyclus inderdaad al achter ons ligt, is de laatste periode tussen dal en top met 18 kwartalen een stuk korter geweest dan in de vorige cyclus (recordlengte van 33 kwartalen). Daarnaast is de groei gedurende de opgaande conjunctuurfase achtergebleven bij de vorige cyclus. De cumulatieve groei over de eerste 18 kwartalen bedraagt in deze cyclus 13,0%, tegenover 15,8% in de vorige cyclus.

Dat de huidige cyclus minder sterk en van kortere duur is, heeft zowel structurele als incidentele oorzaken. Een structureel verschil is dat de huidige potentiële groei lager ligt. Volgens schattingen van het CPB ligt deze in de periode 2005–2009 ongeveer ¾ procentpunt lager dan in de vorige cyclus. Belangrijkste oorzaak hiervoor is de lagere structurele werkgelegenheidsgroei, wat deels het gevolg is van het gestegen aandeel van 50-64-jarigen in de beroepsbevolking (deze groep heeft een lagere arbeidsparticipatie) tegenover de sterke inhaalslag in de vorige cyclus van de participatie van vrouwen. Ondanks de participatieverhogende maatregelen in verband met de hervorming van de WAO en de verhoging van de pensioenleeftijd ligt de groei van het arbeidsaanbod per saldo in deze cyclus fors lager dan in de vorige. Naast de impuls van de hogere werkgelegenheidsgroei kregen de binnenlandse bestedingen in de tweede helft van de vorige cyclus een sterke impuls van de vermogensmarkten. In lijn met de forse groei van kredietverlening aan gezinnen namen de huizenprijzen eind jaren negentig explosief toe,

Gecumuleerde groei bbp (sinds dal, in procentuele mutaties).

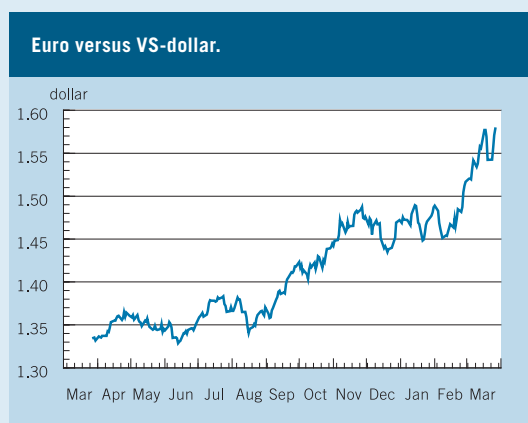


Bron: CBS

wat via overwaardeverzilvering bijdroeg aan hogere consumptieve bestedingen. Daarnaast leverden de sterk gestegen aandelenkoersen een impuls aan de binnenlandse bestedingen (zowel direct als via lagere pensioenpremies). In de huidige cyclus ontbreekt deze opwaartse invloed van de vermogensmarkten. De huizenprijssstijging is op een veel lager niveau gestabiliseerd, en de beurskoersen hebben momenteel sterk te leiden onder de financiële turbulentie. Een herhaling van de tweede helft van de vorige cyclus lijkt momenteel dan ook onwaarschijnlijk.

### Dollardepreciatie is nog niet ten einde

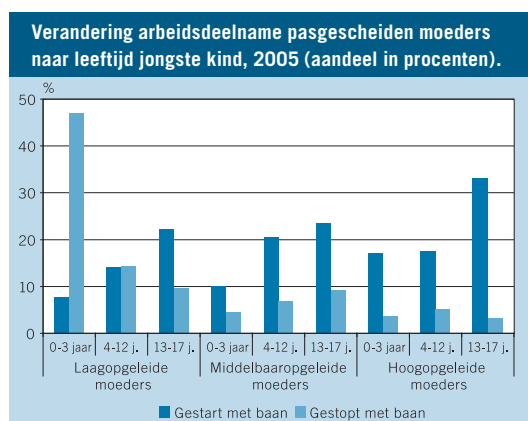
De verzwakking van de Amerikaanse economie, toenemend wantrouwen over de solvabiliteit van banken en verdere verlagingen van de Amerikaanse beleidsrente hebben ertoe geleid dat het financieren van het Amerikaanse tekort op de lopende rekening minder aantrekkelijk is geworden. Twijfel over de houdbaarheid van de financiering van deze structurele onevenwichtigheid speelt de Amerikaanse dollar reeds jaren parten, maar het tempo van de depreciatie



Bron: FDA

van de dollar is in de afgelopen weken duidelijk versneld. Een gestaag depreciërende dollar is evenwel een zegen voor Amerikaanse beleidsmakers omdat het helpt bij het stimuleren van de export, wat de aanpassing van de onevenwichtigheden bespoedigt. Ondanks de sterke-dollarretoriek van Amerikaanse politici, die aangeven dat een sterke dollar in het belang is van de Verenigde Staten, wordt een zwakkere dollar zelfs actief nagestreefd om de negatieve effecten van een vertraging van de binnenlandse vraag enigszins te kunnen verzachten.

De aanhoudende depreciatie van de dollar doet echter steeds meer pijn in economieën buiten de Verenigde Staten. Sommige landen die hun munt hebben gekoppeld aan de dollar ondervinden een sterke inflatoire druk, terwijl economieën met zwevende wisselkoersen hun exporten aangetast zien. In de eurozone gaven deze ontwikkelingen reeds een aanzet voor enkele politici om de Europese Centrale Bank op te roepen de schijnbaar eindeloze appreciatie van de euro te keren door de rente te verlagen. Tot dusver is de Europese Centrale Bank echter niet op deze oproepen ingegaan, met het argument dat zij slechts één mandaat heeft, gericht op prijsstabiliteit. Aangezien de huidige inflatie echter grotendeels is opgestuwd door een stijging van grondstoffen- en energieprijzen, die gedeeltelijk toch aan speculatieve en tijdelijke factoren kan worden toegeschreven, kan worden verwacht dat de Europese Centrale Bank op termijn wel overstag zal gaan. Niettemin zullen renteverlagingen in de eurozone beperkt zijn en verbleken in het licht van de Amerikaanse aanpassingen. De structurele onevenwichtigheden blijven daarbij voorlopig nog zeer groot en de tendens tot diversificatie van beleggingen door overschotlanden houdt aan. De structureel neerwaartse druk op de dollar blijft vooralsnog gehandhaafd.



Bron: CBS

### Vaak verandering arbeidsdeelname van moeders bij (echt)scheiding

Van ruim anderhalf miljoen moeders met kinderen onder de 17 jaar waren er eind 2005 ruim 30.000 korter dan een jaar gescheiden en daarmee recent alleenstaande ouder geworden. De arbeidsdeelname van moeders die in 2005 pas gescheiden waren bedroeg zowel voor als na scheiding in totaal 61%. Deze uitkomst verhuult echter de onderliggende ontwikkelingen. Een (echt)scheiding gaat op individueel niveau namelijk vaak samen met een

verandering in de arbeidsdeelname. Van de alleenstaande moeders die eind 2004, vlak voor scheiding, geen baan als werknemer hadden, had 18% er vlak na scheiding wel een. Daar staat tegenover dat van de moeders die kort voor de scheiding een baan hadden, 10% een jaar later gestopt was met werken. Onder niet-gescheiden moeders was de verandering in arbeidsdeelname veel minder groot. Het percentage niet-gescheiden moeders dat eind 2005 korter dan een jaar geleden was gestart met werken bedroeg 10 en het percentage dat was gestopt 6.

De samenhang tussen een scheiding en de arbeidsdeelname van moeders is afhankelijk van de leeftijd van de kinderen en het opleidingsniveau van de moeder. Een groot deel (19%) van de laagopgeleide moeders stopte na scheiding met werken. Onder hun niet-gescheiden tegenhangers bedroeg het percentage dat stopte met werken 8. Het aandeel dat stopte met werken was bijzonder groot onder laagopgeleide gescheiden moeders met kinderen jonger dan vier jaar, namelijk bijna de helft. Middelbaar- en hoogopgeleide moeders startten na scheiding juist vaak met een baan, en wel 19%. Onder hun niet-gescheiden tegenhangers lag het percentage dat in dezelfde periode startte met een baan 8 procentpunt lager. In het bijzonder onder de hoogopgeleide moeders van wie het jongste kind tussen de dertien en zeventien jaar was startten er na scheiding veel met werk, namelijk 33%.

De groep pasgescheiden alleenstaande vaders met kinderen jonger dan zeventien jaar was in 2005 met 5.000 aanzienlijk kleiner dan de groep pasgescheiden alleenstaande moeders. Bovendien lag de arbeidsdeelname van deze vaders met 75% structureel hoger en was nauwelijks sprake van samenhang tussen scheiding en hun arbeidsdeelname.