

Schuld en tekort in de eurozone

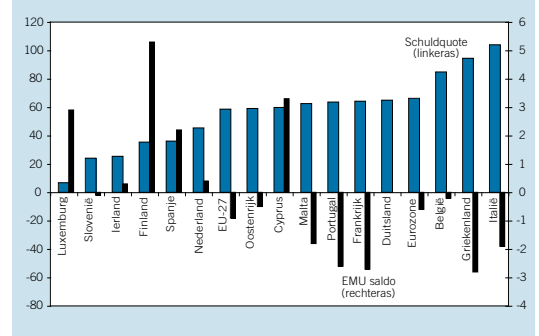
Eurostat heeft de afgelopen maand haar jaarlijkse voorjaarsnotificatie gepubliceerd met daarin cijfers over overheidsschuld en EMU-saldo voor alle 27 lidstaten van de EU. In de begeleidende tekst onderstreept Eurostat de daling in het Europese begrotingstekort in 2007: van 1,3 naar 0,6% in de eurozone en van 1,4 naar 0,9% in de EU als geheel. Ook de daling in de schuldquote (in de eurozone van 68,4 naar 66,3%) wordt benadrukt.

In de figuur zijn de resultaten voor 2007 weergegeven, waarbij deze zijn geordend naar de hoogte van de schuldquote. De figuur laat zien dat de lichte daling van de schuldquote tijdens de goede tijden van 2007 niet de belangrijkste boodschap is van de gepubliceerde cijfers. Het is vooral de omvangrijke schuldpositie van met name de eurolanden die opvalt.

In discussies rond handhaving van het Stabiliteitspact is het veelal de 3%-norm die de aandacht trekt. Op dit vlak was er het afgelopen jaar, met uitzondering van Hongarije, geen sprake van buitensporige tekorten. Dat ligt echter heel anders ten aanzien van de even stellig in de verdragstekst opgenomen schuldgrens van maximaal 60%. Het positieve nieuws is dat de gemiddelde schuldquote van de 27 EU-lidstaten onder de grenswaarde is uitgekomen: de gemiddelde schuldquote daalde in 2007 van 61,2% naar 58,7%. Veel opvallender, en zorgwekkender, is echter de schuldpositie van de eurolanden. Met een gemiddelde van 66,3% is er sprake van een overschrijding van de grenswaarde van 60%. Zeven van de vijftien eurolanden voldoen niet aan de verdragswaarde. Het te hoge gemiddelde van de eurozone wordt deels verklaard doordat juist de grotere eurolanden zich in het rechterdeel van de figuur bevinden.

In plaats van de voldoende snelle aanpassing die artikel 104 van het Stabiliteitspact voorschrijft, lijkt het historische patroon dat tot de huidige schuldposities heeft geleid zich voort te zetten. Enkele uitzonderingen daargelaten kennen landen met een toch al lage schuld overschotten, terwijl landen met een te hoge schuld volharden in het hebben van tekorten.

EMU-saldo en schuldquoten in de landen van de eurozone en de EU-27 in 2007 (in procenten).



Bron: Eurostat

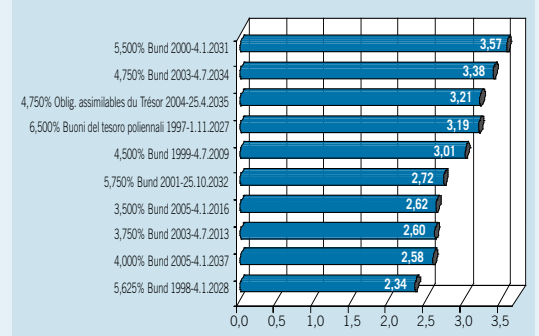
Monetaire Zaken

Buitenlandse overheidsobligaties populair bij Nederlandse beleggers

In totaal hadden Nederlandse beleggers eind 2007 voor 593 miljard euro aan buitenlandse kapitaalmarktpapier in hun bezit. Kapitaalmarktpapier vertegenwoordigde daarmee 56% van alle beleggingen in buitenlandse effecten (1.055 miljard euro). In de top tien van Nederlandse beleggingen in buitenlandse kapitaalmarktpapier staan uitsluitend door overheden uitgegeven staatsobligaties met een vaste couponrente. Het populairst is een Duitse staatsobligatie met een looptijd van 30 jaar en een jaarlijkse couponrente van 5,5%. Deze staatsobligatie heeft betrekking op een emissie van 17 miljard euro, waarvan Nederlandse beleggers circa 20% aanhouden. Dat maar liefst zeven Bunds in de top tien te vinden zijn, onderstreept de populariteit van *Bundesanleihen*. Eind 2007 hadden Nederlandse beleggers voor 72 miljard euro aan Duitse staatsobligaties in handen. Hoog in de top tien staan ook door de Franse en Italiaanse overheid uitgegeven schuldbewijzen, respectievelijk *Obligations assimilables du Trésor* en *Buoni del Tesoro Poliannali*. In totaal hadden Nederlandse beleggers voor 58 miljard euro aan Franse staatsobligaties en voor 50 miljard euro aan Italiaanse staatspapier in hun bezit. Individuele bedrijfsobligaties scoren beduidend minder hoog. Zou bijvoorbeeld een top vijftig worden gemaakt, dan komen daar maar drie bedrijfsobligaties in voor: één van het Franse Unibail Holding (op plaats 28), één van het Amerikaanse Fannie Mae (op plaats 33) en een eeuwigdurende bedrijfsobligatie van de Engelse bank Lloyds TSB Capital (plaats 50).

Nadere uitsplitsing van de Nederlandse beleggers leert dat het grootste deel (41 procent) van het buitenlandse kapitaalmarktpapier in handen is van pensioenfondsen. Zij hadden eind 2007 in totaal voor 244 miljard euro aan kapitaalmarktpapier in hun portefeuilles. Qua omvang worden de pensioenfondsen

Top tien buitenlands kapitaalmarktpapier (in miljard euro).



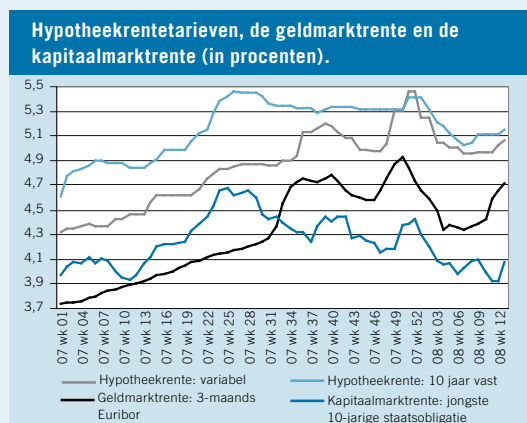
Bron: DNB

gevolgd door banken en verzekeraars, die respectievelijk 126 miljard euro (21%) en 92 miljard euro (16%) aanhielden. Pensioenfondsen en levensverzekeraars beleggen met een horizon van enkele decennia om in de verre toekomst uitkeringen te kunnen doen. Zij streven daarbij zo veel mogelijk naar een situatie waarin de waardeontwikkelingen van hun vorderingen en verplichtingen gelijk op lopen. Tegen deze achtergrond is het dan ook niet verwonderlijk dat het merendeel van de obligaties in de top tien een looptijd heeft van 30 jaar.

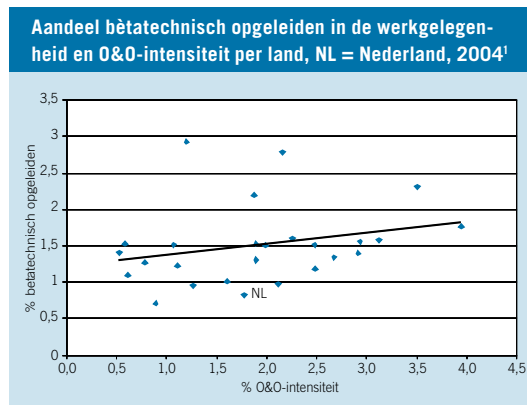
De relatie tussen hypotheek- en marktrente

De hypotheekrente kent een grillig verloop. De figuur toont de ontwikkeling van de hypotheekrente van 1 januari 2007 tot en met het eerste kwartaal van 2008. Voor zowel de variabele rente als de rente met een rentevastperiode van 10 jaar is het gemiddelde genomen van de 5 grootste hypotheekverstrekkers (exclusief Rabobank, bron: MoneyView). Rentetarieven zijn op basis van een aflossingsvrije hypo-

theek met NHG. Beide hypotheekrentes fluctueren sterk en beide tarieven bewegen regelmatig in tegengestelde richting. Dit komt doordat de variabele en vaste hypotheekrente een andere onderliggende rente hebben: respectievelijk de geld- en kapitaalmarktrente. De figuur laat het verloop zien van het driemaands-Euribortarief (de korte geldmarktrente) en de rente op tienjarige staatsleningen (de lange kapitaalmarktrente). Het Euribortarief is de rente die banken onderling rekenen voor kortlopende leningen. De kapitaalmarktrente wordt beïnvloed door leen- en drag van overheden en bedrijven en stijgt bij oplopende inflatieverwachtingen. Doorgaans is de lange rente hoger dan de korte rente. Vanaf de tweede helft van 2007 is er echter sprake van een omgekeerde rentestructuur. De vertrouwenscrisis tussen banken als gevolg van de kredietcrisis is de oorzaak van de sterke stijging van, en grote schommelingen in, de geldmarktrente. De kapitaalmarktrente laat tot het einde van het eerste kwartaal juist een dalende lijn zien. Hypotheekverstrekkers bepalen de hypotheekrente door een opslag te rekenen over de markttarieven. In de figuur is te zien dat de variabele hypotheekrente ontwikkelingen in de geldmarktrente volgt, terwijl de kapitaalmarktrente aan de basis ligt van de vaste hypotheekrente. Het verschil tussen hypotheek- en marktrente is niet constant en houdt verband met de snelheid waarmee banken hun rentetarieven aanpassen. Uit onderzoek van de Postbank blijkt dat 60% van de koopwoningbezitters niet weet of de eigen hypotheekrente verschilt van de huidige marktrente. 85% van de hypotheek in Nederland heeft echter een vast rentepercentage, waardoor de actuele rente voor deze groep huishoudens niet doorwerkt in de hypotheeklasten. Ontwikkelingen in de marktrente zijn wel van belang wanneer de rentevastperiode afloopt of wanneer een nieuwe hypotheek wordt afgesloten.



Bron: MoneyView, DNB



¹ bètatechnisch opgeleiden = aandeel werkende afgestudeerden met een hogere bètatechnische opleiding in de leeftijdsklasse van 25–34 jaar als percentage van het totaal aantal werkende 25- tot 34-jarigen, 2004. O&O-intensiteit = O&O-uitgaven als percentage van het bbp, 2004

Bron: OECD, Education at a Glance indicators, 2006; OECD Main Science & Technology Indicators, 2006/1

O&O en bètatechnici

De Europese Unie heeft in de Lissabon-verklaring het streven vastgelegd om in 2010 de meest dynamische en concurrerende kenniseconomie ter wereld te zijn. Daarvoor moet er voldoende worden geïnvesteerd in Onderzoek & Ontwikkeling (O&O), maar dient er ook voldoende hoger gekwalificeerd perso-

neel in de bètatechnische richtingen te zijn. Verwacht kan worden dat hoe hoger de O&O-intensiteit is, hoe meer vraag naar hoger opgeleide bètatechnici. Bij voldoende aanbod zal dus het aandeel bètatechnisch opgeleiden in de werkgelegenheid groter zijn. De bijgaande figuur bevestigt dit verband voor de landen van de OECD. Een verhoging van de O&O-intensiteit van 1% blijkt samen te hangen met een toename van het aandeel bètatechnici van 0,15%. Uit de figuur blijkt verder dat er landen zijn die, gegeven de vraag naar O&O zoals gemeten door de O&O-intensiteit op de horizontale as, de beschikking hebben over relatief veel bètatechnisch opgeleiden. Dit zijn de landen die zich boven de regressielijn van de figuur bevinden, in het bijzonder de vier landen met meer dan 2% bètatechnisch opgeleiden. Dit geeft voor deze landen een mogelijke indicatie van een overschot aan bètatechnisch opgeleiden. Het betreft in volgorde van oplopende O&O-intensiteit de volgende landen: Ierland, het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en Finland. De landen die zich onder de regressielijn bevinden, hebben, gegeven de vraag naar O&O, juist weinig aanbod van bètatechnisch opgeleiden. De vier landen met minder dan 1% bètatechnisch opgeleiden zijn, in volgorde van oplopende O&O-intensiteit: Hongarije, Tsjechië, Nederland en Oostenrijk. Voor het uitvoeren van O&O-activiteiten is er in Nederland slechts een beperkte groep bètatechnisch opgeleiden beschikbaar. Als bepaalde bedrijven in Nederland hun O&O-activiteiten intensiveren, dan kunnen ze wellicht de arbeidsvoorwaarden voor hoger opgeleide bètatechnici verbeteren. Bedrijven die dat niet kunnen of willen moeten hun O&O-activiteiten in Nederland inkrimpen. Dit leidt dan slechts tot een verplaatsing van bètatechnici waarbij de lonen stijgen zonder dat de O&O activiteiten toenemen. Om loonstijgingen te beperken kunnen werkgevers proberen om het beschikbare O&O-personeel zo efficiënt mogelijk in te zetten, of om kenniswerkers uit het buitenland aan te trekken.