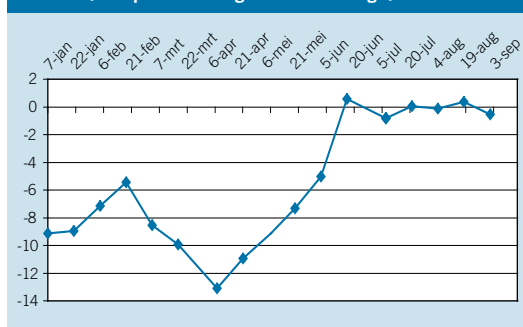


### Staat is relatief duurder uit op de geldmarkt

Ook de Nederlandse Staat als grootste uitgever van schuld papier in Nederland merkt de effecten van de kredietcrisis die sinds vorig jaar zomer de markten beheerst. Doordat veel banken hun balansen hebben zien verslechteren en hun financieringskosten hebben zien oplopen, hebben ze minder ruimte om staatsleningen en schatkistpapier te kopen. Daarnaast heeft een aantal banken de liquiditeitspositie versterkt door de meest kredietwaardige onderdelen van de portefeuille deels te verkopen. Deze factoren hebben opwaartse druk gezet op de rendementen die de Staat moet vergoeden. Omdat absolute rendementen niet veel informatie geven, wordt het uitgifterendement vergeleken met de benchmark waaraan alle financieringstransacties van de Nederlandse Staat op de geldmarkt worden afgemeten. Uitgifte van driemaands schatkistpapier heeft als benchmark het driemaandse EONIA-tarief. Deze rente weerspiegelt het verwachte niveau van de daggeldrente in de komende 3 maanden. In het voorjaar werd driemaands papier uitgegeven voor circa 3,9%, tegenover een bijbehorend EONIA-tarief van 4,0%. Dit resulteerde in een spread in het voordeel van de Staat van 10 basispunten (figuur). Sindsdien zijn spreads alleen maar gedaald. Hetzelfde patroon werd gezien bij *commercial paper* (CP). De spread op CP met een looptijd van ongeveer 1 maand lag begin september rond -18 basispunten, tegenover ongeveer -40 in het voorjaar. Beide segmenten van de geldmarkt zijn redelijk gescheiden; CP is vraaggedreven uit hoofde van een directe behoefte bij eindbeleggers, terwijl het schatkistpapier dat de Staat wil uitgeven in eerste instantie vooral door banken zelf op de balans wordt gehouden om pas daarna doorverkocht te worden. Door balansproblemen en oplopende financieringskosten bij banken vindt aanbod van

schatkistpapier minder gretig aftrek. Omdat CP nu een verhoudingsgewijs aantrekkelijker financieringsinstrument is, heeft het Agentschap meer CP uitgegeven. Overigens is door de verheviging van de financiële crisis de spread op schatkistpapier halverwege september fors gestegen in het voordeel van de Staat. Op de secundaire markt handelde op 18 september 3-maands papier op 25 basispunten onder EONIA. Dit illustreert duidelijk de functie van overheidspapier als veilige haven in turbulente tijden.

Spread (in basispunten) op moment van uitgifte voor driemaands schatkistpapier, vis-à-vis driemaandse EONIA (European Overnight Index Average).



Bron: Agentschap van het Ministerie van Financiën

## Monetaire Zaken

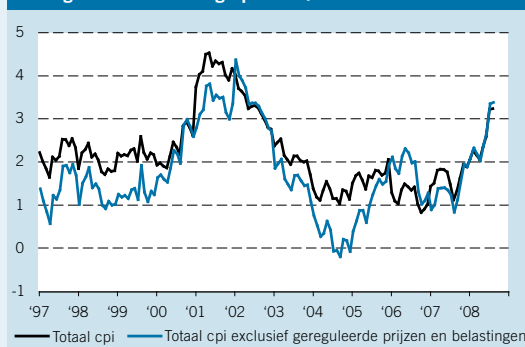
GUIDO SCHOTTEN (DNB, ECONOMISCH BELEID EN ONDERZOEK)

### Directe invloed van de overheid op inflatie

Met het recente afstel van de btw-verhoging probeert de overheid de stijgende inflatie enigszins te beteugelen. Dit hangt deels samen met de ervaringen van 2001, toen de snel oplopende inflatie verder omhoog gestuurd werd door een verhoging van de btw en de ecotaks. Dit roept de vraag op wat de overheidsinvloed op de inflatie eigenlijk is. De overheid beïnvloedt de inflatie niet alleen via belastingmaatregelen, maar ook via prijsregulering van producten zoals openbaar vervoer of sociale huurwoningen. Daarnaast is er een indirecte invloed, bijvoorbeeld via maatregelen die de koopkracht beïnvloeden en via het begrotingsbeleid. Hier wordt alleen gekeken naar de directe invloed van de overheid op de inflatie, dus via prijsregulering en directe belastingen.

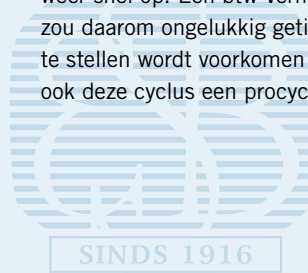
Om een beeld te krijgen van de directe overheidsinvloed op de inflatie, is een inflatiereeks geconstrueerd die geschoond is voor belastingen en geregleerde prijzen. Met een gemiddelde bijdrage van 0,8 procentpunt blijken belastingen en prijsregulering de laatste tien jaar verantwoordelijk te zijn voor meer dan een derde van de totale inflatie. Belastingmaatregelen en prijsregulering staan in beginsel los van conjuncturele spanningen, waardoor deze de conjuncturele schommelingen van de inflatie dempen. De inflatie exclusief overheidsinvloeden vertoont hierdoor wat sterkere conjuncturele schommelingen dan de totale inflatie. Tijdens de vorige conjuncturele neergang is de inflatie exclusief overheidsinvloeden in 2004 zelfs enkele maanden negatief geworden, terwijl de *headline*-inflatie boven 1 procent bleef. Belastingverhogingen en geregleerde prijsstijgingen hebben destijds een korte periode van deflatie voorkomen. Anders dan gebruikelijk vertoonde de overheidsbijdrage aan de inflatie in 2001 juist een procyclisch verloop. De belastingverhogingen van 2001 vielen ongelukkig samen met een oververhitte economie, en deden de inflatie met 1 procent-

Inflatie (cpi) (procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode).



Bron: CBS

punt tot 4,2 procent stijgen. Na een aantal jaren van opvallend lage inflatie loopt deze de laatste tijd weer snel op. Een btw-verhoging per 1 januari 2009 zou daarom ongelukkig getimed zijn. Door deze af te stellen wordt voorkomen dat de overheidsbijdrage ook deze cyclus een procyclisch effect heeft.



### Noodzakelijke herstructurering

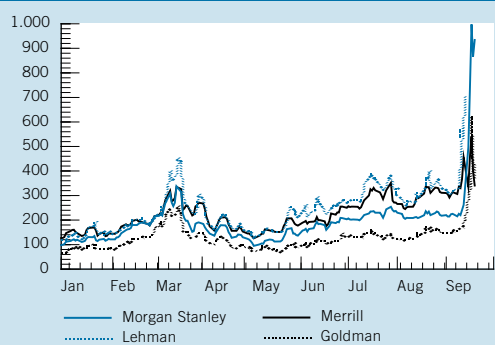
De kredietcrisis is reeds een jaar oud, maar de ontwikkelingen op financiële markten hebben zich met name in de afgelopen weken geïntensiveerd. In de Verenigde Staten werden de hypotheekagentschappen Fannie Mae en Freddie Mac, die jarenlang opereerden onder een impliciete garantie van de overheid, feitelijk genationaliseerd nadat grote twijfel was gerezen over hun kapitaalpositie. Deze reddings-

operatie verlichtte het systeemrisico, aangezien veel financiële instellingen hypotheekportefeuilles en gestructureerde producten bezitten die zijn uitgegeven of gegarandeerd door de agentschappen. De actie kon echter niet voorkomen dat financiële instellingen verder in de problemen kwamen. Zo werd de grootste verzekeraar ter wereld, AIG, grotendeels overgenomen door de overheid en vroeg zakenbank Lehman Brothers faillissement aan. Dergelijke ontwikkelingen leidden tot grote paniek op de financiële markten, waardoor andere zakenbanken eveneens op het punt van omvallen stonden.

Een indicatie van deze onrust wordt gevormd door de prijzen van *Credit Default Swaps* (CDS). Een CDS is een verhandelbaar instrument waarmee het kredietrisico op obligaties kan worden verzekerd. De prijs van een CDS is uitgedrukt in basispunten (een prijs van 100 basispunten houdt in dat de kosten voor het verzekeren van een schuld van 10 miljoen euro 100.000 euro per jaar bedragen). Een grotere kans op betalingsproblemen van een bepaalde debiteur gaat gepaard met een hogere CDS-prijs voor schuldtitels van die debiteur. De onrust op financiële markten na het faillissement van Lehman uitte zich dan ook in historisch hoge CDS-prijzen voor Amerikaanse zakenbanken (figuur).

De recente dramatische ontwikkelingen zijn evenwel noodzakelijk voor een grondige herstructurering van het Amerikaanse financiële stelsel. De afgelopen weken hebben aangetoond dat een redding van het financiële systeem onafwendbaar is. Het ingrijpen van de autoriteiten (het Amerikaanse Ministerie van Financiën en de *Federal Reserve*) heeft financiële instellingen de ruimte geboden om balansen te saneren en nieuw kapitaal aan te trekken, hetgeen onvermijdelijk is om het financiële systeem weer gezond te krijgen.

Credit default swap tarieven (in basispunten).

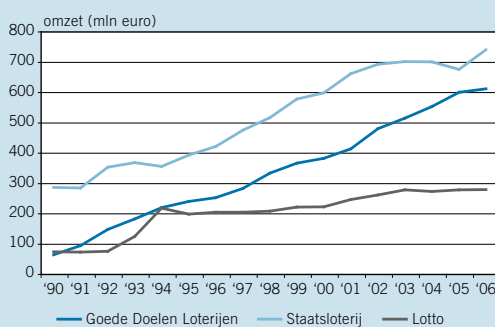


Bron: Bloomberg

### SEO ECONOMISCH ONDERZOEK

## Economie en Samenleving

Omzet loterijen (in miljoen euro).



Bron: *Better Chances for Charity Lotteries*, SEO-rapport 2007-89

### De markt voor loterijen

In Nederland zijn drie spelers actief op de markt voor loterijen. De Staatsloterij, de Lotto en de goededoelenloterijen van Novamedia, te weten Nationale Postcode Loterij, BankGiro Loterij en Sponsor Bingo Loterij.

De Staatsloterij keert, met 60% van de inleg, het meeste prijzengeld uit. De winst gaat naar de staatskas. De goededoelenloterijen keren 50% van de inleg uit aan goede doelen en houden 30% over voor prijzen. Bij de Lotto ligt het prijzengeld rond 50%.

De goededoelenloterijen zijn in 1989 geïntroduceerd op de markt voor loterijen. Een nieuwe speler kan leiden tot meer concurrentie, verlies van klanten en lagere omzetten voor de zittende marktpartijen. In de figuur is te zien dat op de markt voor loterijen eerder het omgekeerde geldt. Tussen 1990 en 2006 groeide de omzet van allemaal. De totale omzet liep op van 400 miljoen naar 1.600 miljoen euro. Dat is een jaarlijkse groei van gemiddeld 9%. In reële termen, gecorrigeerd voor de consumentenprijsindex, is de jaarlijkse groei met 6% nog steeds veel hoger dan de groei van het nationaal inkomen.

De omzetten van de Staatsloterij en van de goededoelenloterijen zijn in de tijd sterk gestegen, terwijl de omzet van de Lotto sinds 1994 een meer gematigde groeiontwikkeling kent. De omzetgroei van de Staatsloterij en de goededoelenloterijen zijn positief gecorreleerd. De nieuwe toetreders hebben de omzet van de Staatsloterij dus niet onder druk gezet. Mogelijk heeft de komst van de goededoelenloterijen het staatsmonopolie wakker geschud. Door productinnovatie, zoals speciale trekkingen en betere samenstelling van de prijzenportefeuille, heeft de loterijmarkt zich ontwikkeld en is als geheel gegroeid. Uit enquêtegegevens blijkt dat 44% van de consumenten die meedoen aan een goededoelenloterij ook een staatslot kopen. Terwijl ruwweg slechts een kwart van de Nederlanders een staatslot koopt. Wie een lot koopt is blijkbaar geneigd om dat vaker te doen. Tegelijk worden verschillende behoeftes bevredigd. Men gaat voor maximaal prijzengeld naar de Staatsloterij, en voor een gift aan het goede doel naar de goededoelenloterij. Deze loterijen zijn eerder complementen dan substituten.