

Internationaal

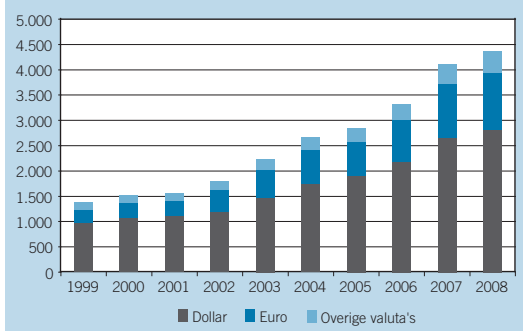
De euro als belangrijke internationale reservevaluta

Op 1 januari 2009 was het precies tien jaar geleden dat de euro als elektronisch betaalmiddel werd ingevoerd. In 2002 werden de bankbiljetten en munten in omloop gebracht. Inmiddels gebruiken zestien Europese landen de gemeenschappelijke munt. Toen de euro werd ingevoerd speculeerden academici en beleidsmakers over de mogelijkheid dat de euro de rol van de Amerikaanse dollar als belangrijkste internationale valuta zou kunnen bedreigen. Een manier om het relatieve belang van verschillende valuta's te vergelijken, is door te kijken naar het aandeel van de munt in de officiële mondiale buitenlandse valuta-reserves. Een valuta die in grote hoeveelheden wordt vastgehouden door overheden en financiële instellingen als onderdeel van hun buitenlandse valuta-reserves wordt een reservevaluta genoemd. Landen met reservevaluta's genieten bepaalde voordelen. Ten eerste worden veel handelsovereenkomsten in hun nationale munt gedenomineerd. Hierdoor hoeven geen kosten gemaakt te worden om deze valuta om te wisselen. Daarnaast kunnen de overheden van deze landen goedkoper lenen, omdat de markt voor hun valuta dieper en meer liquide is dan die voor andere valuta. De totale internationale valuta-reserves zijn tussen 1999 en 2008 ruim verdrievoudigd. Dit komt onder meer omdat na de Aziatische crisis in 1997 veel opkomende economieën besloten grotere reserves vast te houden. De figuur laat zien hoe de compositie van de officiële reserves veranderd is. Bij zijn invoering in 1999 vertegenwoordigde de euro zo'n 17% van de valuta-reserves. De dollar was goed voor 71% van het totaal. Tien jaar later is het aandeel van de euro gestegen naar 26%. De dollar vertegenwoordigt momenteel nog 64% van alle officiële reserves. Een factor die de relatieve daling van het belang van de

SYLVIA TEUNISSEN (MINISTERIE VAN FINANCIËN)

dollar verklaart is de depreciërende trend die deze valuta sinds 2002 vertoont. Hierdoor daalt automatisch de waarde van dollarreserves ten opzichte van reserves in andere valuta's. Ook blijkt vooral in opkomende economieën een sterkere voorkeur voor euroreserves te zijn ontstaan. Desondanks lijkt de positie van de dollar als belangrijkste internationale valuta voorlopig onaantastbaar. Wel zal het belang van de euro verder toenemen als op termijn nieuwe landen tot de eurozone toetreden.

Officiële internationale valuta-reserves 1999-2008 (miljarden euro's).



Bron: Currency composition of official foreign exchange reserves (COFER), IMF

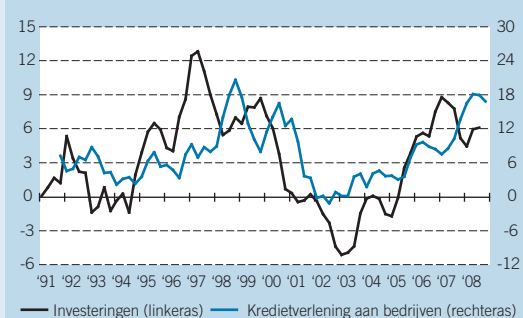
Monetaire Zaken

Omslag in de zakelijke kredietgroei

Sinds het uitbreken van de financiële crisis in 2007 werd verwacht dat de kredietverlening van banken aan niet-financiële bedrijven in Nederland minder snel zou groeien. Banken geven al enige tijd aan dat zij hun acceptatiecriteria zullen aanscherpen. In de eerste helft van 2008 vond echter nog steeds een sterke groei plaats van het uitstaande kredietvolume aan niet-financiële bedrijven. In de afgelopen vier maanden is daarentegen een duidelijke omslag opgetreden in de kredietgroei aan Nederlandse bedrijven. In november 2008 groeide het kredietvolume nog maar 0,1% ten opzichte van de maand ervoor en in de drie maanden daarvoor met gemiddeld 0,2%. Dit is flink lager dan in de periode ervoor. Sinds eind 2007 lag de maand-op-maand-kredietgroei onafgebroken tussen de 1,2 en 2,5%. Ondanks de lage maand-op-maand-groei is de jaar-op-jaar-groei in november juist licht opgelopen. Dit hangt samen met een basiseffect van de lagere kredietgroei in november 2007. Deze maand is echter een uitzondering: sinds medio 2008 loopt ook de kredietgroei ten opzichte van een jaar eerder duidelijk terug. Vooral het uitstaande volume van kortlopende leningen neemt de laatste maanden af. Hetzelfde patroon is zichtbaar in het eurogebied. Het is altijd lastig om vraageffecten bij ondernemingen duidelijk te scheiden van aanbodeffecten vanuit het bankwezen. De recente daling in de kredietgroei hoeft dan ook niet te betekenen dat momenteel sprake is van kredietrantsoenering bij banken. Bij een conjuncturele neergang neemt de kredietvraag van ondernemingen vanzelf af vanwege de verminderde economische vooruitzichten. Daarom hangt de ontwikkeling van de kredietverlening historisch sterk samen met die van de investeringen. In dat licht kan ook de sterke kredietgroei in de eerste helft van 2008 verklaard worden door de fors toegenomen bedrijfsinvesteringen in deze periode. In tijden van hoogconjunctuur zijn tijdelijke pieken van meer

GUIDO SCHOTTEN EN JASPER KIEFT (DNB)

Kredietverlening en investeringen Nederland (procentuele jaarmutaties).



Bron: DNB

dan 15% niet ongebruikelijk. Bij laagconjunctuur daalt de kredietgroei doorgaans. Tijdens de vorige conjuncturele neergang vond zelfs een daling plaats in het zakelijke kredietvolume. De huidige conjuncturele neergang zal waarschijnlijk sterker zijn dan de vorige neergang, en tegelijkertijd vindt op dit moment een verscherping plaats van de leencriteria door het bankwezen. Op grond hiervan kan men verwachten dat het zakelijke kredietvolume de komende tijd zal gaan afnemen.

SINDS 1916

Obligatiemarkt lijkt volgende zeepbel

In 2008 heeft een opmerkelijke verschuiving op de financiële markten plaatsgevonden waarbij beleggers uiterst risico-avers zijn geworden. De meer risicovolle beleggingscategorieën, waaronder aandelen, zijn fors in waarde gedaald. De keerzijde van deze beweging is een vlucht naar zekerheid en veiligheid waarbij met name overheidsobligaties in de belangstelling stonden. Echter ook binnen de categorie overheidsobligaties heeft dit tot grote verschillen geleid.

Amerikaanse tienjaars overheidsrente (in procenten).



Bron: FDA

Uiteindelijk profiteerden vooral Amerikaanse en Duitse obligaties van de sterk toegenomen onzekerheid onder beleggers. Het resultaat is historisch lage rentetarieven, vooral voor Amerikaans overheidspapier, maar ook bij Duitse staatsleningen. Amerikaanse kortlopende leningen lieten zelfs een rente van slechts fractioneel boven de 0% optekenen. Dit betekent dat sommige beleggers de Amerikaanse overheid renteloos financierden, in ruil voor de zekerheid over de onderliggende waarde van hun belegging. Ook de rente op langerlopende Amerikaanse Treasuries bereikte historische dieptepunten waarbij tienjarige overheidsleningen renteniveaus toucheerden van licht boven de 2%. Een dergelijk laag renteniveau lijkt alleen gerechtvaardigd te zijn indien wordt uitgegaan van een depressie met een structurele deflatie. Inderdaad is in het eerste halfjaar van 2009 tijdelijk een inflatie van minder dan 0% waarschijnlijk. Echter, met een begrotingsstimulering in de Verenigde Staten van ongekenne omvang, een voortgaande depreciatie van de dollar en een weer geleidelijk omhoog kruipende olieprijs ligt een structurele deflatie niet voor de hand. De vraag dringt zich op of op obligatiemarkten, vooral bij Amerikaanse overheidsleningen die min of meer als risicoloos worden ervaren, zich niet de volgende activa-bubbel aandient. Hoewel de economische vooruitzichten voor de korte termijn zeker niet rooskleurig zijn, is het tevens onwaarschijnlijk dat de sterke fiscale stimulans en soepel monetair beleid geen effect op de economie en de inflatie zullen sorteren. Tegen de achtergrond van de Amerikaanse financieringsbehoefte in de komende jaren en het aanhoudende tekort op de lopende rekening, wat een groot blijvende afhankelijkheid van buitenlandse financiering impliceert, is de Amerikaanse lange rente kwetsbaar. Het leeglopen van de volgende zeepbel lijkt uiteindelijk onafwendbaar.

SEO ECONOMISCH ONDERZOEK

Aantal arbeidsmigranten in loondienst uit de MOE+-landen per maand, 1999–2005.



Bron: Heyma, A., E. Berkhout, S. van der Werff en B. Hof (2008) *De economische impact van arbeidsmigratie uit de MOE+-landen, Bulgarije en Roemenië*, SEO rapport nr 2008-70

Seizoenspatronen in de migratie uit Midden- en Oost-Europa

Tussen 1999 en 2005 is het aantal arbeidsmigranten uit de Midden- en Oost-Europese landen gegroeid van 23 naar 96 duizend per jaar. Het betreft migranten uit de acht Midden- en Oost-Europese (MOE) landen die al eerder tot de EU zijn toegetreden, namelijk Estland, Letland, Litouwen, Polen, Tsjechië, Slowakije, Hongarije, Slovenië, en de recent toe-

Economie en Samenleving

getreden landen Roemenië en Bulgarije. Hieronder wordt naar deze tien landen verwezen als de MOE+-landen. Op basis van voorlopige gegevens over afgedragen premies wernemersverzekeringen kan worden geschat dat het aantal sinds 2005 verder is gestegen en midden 2008 op 158 duizend arbeidsimmigranten uitkomt. Arbeidsmigranten die langer dan vier maanden in Nederland verblijven, dienen zich in te schrijven in de Gemeentelijke Basisadministratie. Op basis van die inschrijving is het mogelijk om de arbeidsmigranten uit de MOE+-landen op te splitsen in tijdelijke arbeidsmigranten, die niet staan ingeschreven en hier korter dan vier maanden verblijven, en langdurige migranten die wel staan ingeschreven. In de figuur wordt de ontwikkeling weergegeven van het maandelijks aantal arbeidsmigranten in de periode januari 2000 tot en met december 2005 uit de MOE+-landen, opgesplitst in tijdelijk en langdurig. De immigratiecijfers komen uit het Sociaal Statistisch Bestand van het CBS. Het aantal langdurige immigranten stijgt gestaag van ongeveer 13 naar 21 duizend. Het aantal tijdelijke migranten stijgt veel harder. Het is 5 duizend aan het begin van de periode en 36 duizend aan het eind. Opvallend is het geprononceerde seizoenspatroon in de maandelijks immigratie van tijdelijke migranten. Het seizoenspatroon in de figuur vertoont krachtige pieken in de zomermaanden en een dal in de periode december tot en met maart. Het verschil tussen piekmaand en dalmaand is in de loop van de tijd groter geworden. In 2005 waren er in de zomer 20 duizend tijdelijke werknemers meer dan in de winter. Onder langdurige arbeidsmigranten is nauwelijks sprake van een seizoenspatroon, hoewel in december het aantal telkens afneemt. Het seizoenspatroon wordt slechts voor een deel bepaald door seizoensarbeid in de land- en tuinbouw. Ook wanneer alleen naar tijdelijke arbeidsmigranten buiten deze sector wordt gekeken, is een soortgelijk seizoenspatroon te zien.