

Internationaal

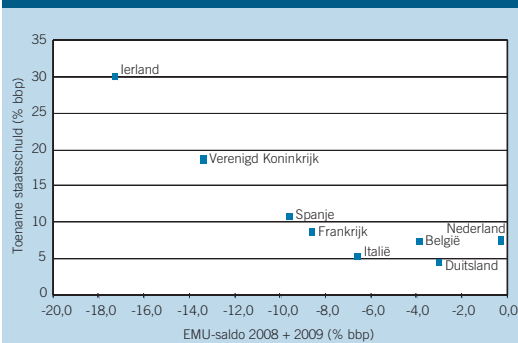
Door crisis staatsobligaties goedkoper

Na de verheviging van de financiële crisis in september 2008 hebben overheden stevig moeten ingrijpen om de stabiliteit van hun financiële sector te waarborgen. Hierdoor is de staatsschuld in veel Europese landen flink opgelopen. De verandering van de staatsschuld in % bbp bestaat uit het EMU-saldo en financiële transacties, zoals gerelateerd aan de interventies in de financiële sector. De figuur laat de verwachte verandering van de staatsschuld van 2007 op 2009 zien. De verwachte verslechtering van het Ierse EMU-saldo is 17,3% bbp. De staatsschuld zal sterker oplopen dan de verslechtering van het EMU-saldo met 30% bbp door de financiële interventies. Dit was een van de redenen waarom Standard & Poors de landenrating van Ierland heeft aangepast van AAA/stable outlook naar AAA/negative outlook. Italië heeft relatief weinig steun gegeven aan de financiële sector en de verwachte groei van de Italiaanse staatsschuld is dan ook grotendeels verklaarbaar door de verslechtering van het EMU-saldo. Ook Nederland ontkomt niet aan een oplopende staatsschuld door het ingrijpen in de financiële sector. In 2008 steeg deze schuld met 13,5 procentpunt door aankoop van Fortis en ABN AMRO en de kapitaalinjecties voor ING, SNS en Aegon. Omdat hier bezittingen tegenover staan, verandert de netto schuldpositie niet. In 2009 zal naar verwachting de lening van de Nederlandse staat aan Fortis van 34 miljard euro worden afgelost, waardoor de staatsschuld in 2009 weer afneemt tot 53% bbp. De verandering ten opzichte van 2007 bedraagt dan 7,5% bbp. Overheden financieren hun schuld met het uitgeven van staatsobligaties, waarvan het aanbod het komende jaar flink zal stijgen. Het lijkt logisch dat overheden daarom moeten toegeven op de rente, maar de rentes laten de juist tegenovergestelde beweging

HELEEN VAN GORCUM (MINISTERIE VAN FINANCIËN)

zien. De rente op staatsobligaties is op historisch laag niveau, wat te verklaren is door het risicomijdend gedrag van investeerders. Ze zijn geschrokken van de kredietcrisis, zoeken een zo veilig mogelijke investering voor hun geld en beleggen daarom in staatsobligaties. De kans dat een staat failliet gaat, zeker wanneer deze een AAA-rating heeft, zoals Nederland, is immers nihil. De door de crisis gestegen staatsschuld kan juist dankzij de crisis relatief goedkoop worden gefinancierd.

Verwachte verandering van de staatsschuld en het verwachte EMU-saldo in 2008 en 2009.



Bron: Europese Commissie, Interim Forecast, januari 2009

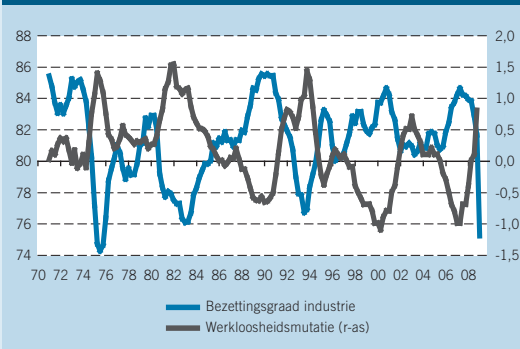
Monetaire Zaken

Inzakkende bezettingsgraad voorspelt weinig goeds voor arbeidsmarkt

Steeds meer productiemiddelen in het eurogebied komen stil te liggen. In de jongste enquête van de Europese Commissie zeggen de ondervraagde bedrijven dat nog maar 75,2% van de beschikbare industriële productiemiddelen wordt benut. Vergeleken met de voorgaande meting in 2008 ligt deze bezettinggraad 6,4 procentpunten lager. Een dergelijke snelle daling is ongekend. Zelfs tijdens de eerste oliecrisis in het begin van de jaren zeventig, toen de bezettingsgraad met 74,2% het laagste niveau in de periode 1970–2008 bereikte, was de daling niet zo groot als nu. Als naar de afzonderlijke eurolanden wordt gekeken, trad in de jongste enquête de sterkste afname op in achtereenvolgens Luxemburg met 11, Finland met 10 en Duitsland met 8,9 procentpunten. In Griekenland was de daling met 2 procentpunten het geringst. Naast de omvang van de daling verschillen landen ook in de snelheid van de daling. In Nederland en Duitsland is de daling abrupt, terwijl in Spanje en Ierland de bezettingsgraden al enige tijd aan het afnemen zijn. In deze twee laatstgenoemde landen gaat de daling van de bezettingsgraad al gepaard met een sterk verlies van arbeidsplaatsen. De Spaanse werkloosheidsvoet steeg in het afgelopen jaar van 8,7% naar 14,4% terwijl de Ierse werkloosheid opliep van 4,7% naar 8,2%. In de overige eurolanden is de werkloosheid nog niet zo snel opgelopen. Zo is in Duitsland pas in december voor het eerst in drie jaar de werkloosheid toegenomen terwijl in Nederland de werkloosheid zich met 2,7% volgens Europese definities nog op het laagste niveau sinds 2001 bevindt. Tegen deze achtergrond voorspelt de recente snelle daling van de bezettingsgraad in het eurogebied weinig goeds voor de ontwikkeling van de werkgelegenheid. Een sterke productieverlaging leidt immers vaak tot het afstoten van arbeidsplaatsen. Weliswaar is de huidige

MARTIN ADMIRAAL (DNB)

Bezettingsgraad eurogebied en werkloosheid (procenten respectievelijk procentpunten).



Bron: DNB

stijging van de werkloosheidsvoet in het eurogebied met 0,8 procentpunt tot 8% een stuk lager dan in 1975 toen de werkloosheid in een jaar met 1,4 procentpunt steeg. Echter deze stijging is vooral toe te schrijven aan de ontwikkelingen in Spanje en Ierland. Gezien de forse daling van de bezettinggraad in veel andere eurolanden, waaronder Duitsland, lijkt er daarom nog een aanmerkelijke stijging van de werkloosheid aan te komen.

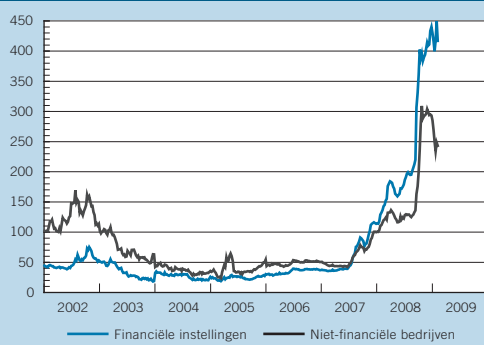
SINDS 1916

Risicoaversie slaat toe op markten voor bedrijfsobligaties

Met het voortduren van de financiële crisis heeft risicoaversie op financiële markten inmiddels buitengewone proporties aangenomen. Deze risicoaversie heeft zich onder meer gemanifesteerd in een vlucht naar veilige en liquide financiële titels, die vooral ten gunste kwam van obligaties van de Amerikaanse en Duitse overheid. Als gevolg daarvan belandde de marktrente van deze staatsobligaties op historisch

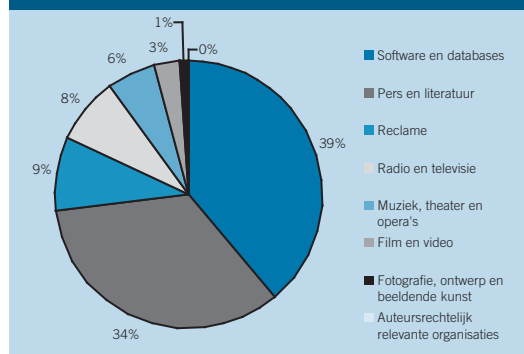
lage niveaus. In de verwachting dat de economische omstandigheden aanzienlijk zullen verslechteren, zijn echter tegelijkertijd risico-opslagen op bedrijfsobligaties, gemeten in basispunten ten opzichte van de rente op Europese overheidsobligaties, aanzienlijk toegenomen. Zo stegen de risico-opslagen op obligaties van financiële instellingen, in het bijzonder na de ineenstorting van zakenbank Lehman Brothers, tot gemiddeld 450 basispunten boven Europese staatsobligaties. Zelfs de risico-opslagen voor niet-financiële bedrijven zijn inmiddels aanzienlijk hoger dan tijdens de corporate governance-crisis in 2002 (figuur). De toename van risico-opslagen op obligaties van financiële instellingen is gedeeltelijk te verklaren vanuit verslechterde solvabiliteitsposities. Sommige banken dreigden als gevolg van afwaarderingen op complexe, illiquide producten ondergekapitaliseerd te raken. Overheidskapitaal en in enkele gevallen zelfs volledige nationalisering waren daarmee onafwendbaar. Echter, in tegenstelling tot aandeelhouders zullen zelfs bij een volledige nationalisatie obligatiehouders worden ontzien, en is het overheidsbelang zelfs een grotere garantie tegen wanbetaling. Voor systeemrelevante banken is dan ook het risico van wanbetaling uiterst gering, hetgeen duidelijk niet wordt weerspiegeld in de risico-opslagen voor dergelijke financiële instellingen. De verhoogde risico-opslagen op obligaties van het niet-financiële bedrijfsleven worden gedeeltelijk verklaard vanuit de verslechterende economische vooruitzichten. Echter, ook indien economische omstandigheden in ogenschouw worden genomen, lijken de risico-opslagen in deze categorie in veel gevallen niet in overeenstemming met de solvabiliteit van het bedrijfsleven. Daarmee is de sterk toegenomen risicoaversie een uiting van paniek onder beleggers, die ook markten voor bedrijfsobligaties duidelijk niet onberoerd heeft gelaten.

Risico-opslagen bedrijfsobligaties (BBB- of hoger) t.o.v. Europese overheidsobligaties (basispunten).



Bron: FDA

Procentuele verdeling van de totale toegevoegde waarde van de kernsectoren.



Bron: Leenheer, J., S. Bremer en J. Theeuwes (2008) *De economische omvang van het auteursrecht in Nederland. SEO rapport nr 2008-60*

De economische omvang van het auteursrecht

ESB wordt door het auteursrecht beschermd. De uitvoering van de Brandenburgse concerten door Ton Koopman wordt beschermd door aan het auteursrecht verwante naburige rechten. Producten die door het auteursrecht worden beschermd dragen bij aan het bruto binnenlands product en de werkgelegenheid. Door de World Intellectual Property

Organization (WIPO) zijn internationale richtlijnen ontwikkeld voor het meten van de toegevoegde waarde en de werkgelegenheid van de sectoren waaraan auteursrechtelijk beschermde producten en diensten ten grondslag liggen. SEO Economisch Onderzoek heeft recentelijk, met behulp van CBS-gegevens uit 2005, de Nederlandse auteursrechtelijke sectoren volgens die richtlijnen in kaart gebracht. WIPO maakt onderscheid tussen kernsectoren en deelsectoren, afhankelijke sectoren en niet-toegeweide sectoren. In kernsectoren worden producten gemaakt die volledig door auteursrechten worden beschermd. Voorbeelden zijn pers, software, film en reclame. Deelsectoren zijn sectoren waar slechts een deel van de producten auteursrechtelijk beschermd is, zoals juwelen. Afhankelijke sectoren hebben een faciliterende rol voor auteursrechtelijk beschermde producten, zoals radiooestellen. De niet-toegeweide sectoren zijn belangrijk voor uitzending en distributie, zoals telecommunicatie. In tegenstelling tot de kernsectoren worden deze drie sectoren slechts voor een deel meegenomen in de meting. In 2005 bedroeg de toegevoegde waarde van de auteursrechtelijke sectoren 30,5 miljard euro. Dit komt neer op 5,9% van het bruto binnenlands product. Daarmee is het aandeel in het bruto binnenlands product van de Nederlandse auteursrechtelijke sector vergelijkbaar met die van Singapore, groter dan die van Canada en kleiner dan de Amerikaanse. De werkgelegenheid bestond uit bijna 579 duizend voltijdbanen, gelijk aan 8,8% van de werkgelegenheid. De kernsectoren maken ongeveer twee derde van de totale omvang uit. De figuur geeft het relatieve belang in toegevoegde waarde van elk van de auteursrechtelijke kernsectoren. De sector software en databases is met 39% de grootste. Op de tweede plaats komt pers en literatuur met 34%. Daarna volgen reclame met 9% en radio en televisie met 8%. De andere sectoren zijn allemaal kleiner.