

Rendement van training laaggeschoolden

Volgens gegevens van Eurostat is in Europa de kans dat een laagopgeleide werknemer aan training deelneemt 56% lager dan voor een gemiddelde werknemer. In Nederland is dit verschil kleiner, maar de 40% lagere kans op deelname aan training voor laagopgeleiden is nog steeds groot te noemen. Dit roept de vraag op of dit verschil te maken heeft met een laag rendement van investeringen in training voor de laaggeschoolden of met een gebrek aan motivatie. Uit economische analyses op basis van het OSA-Arbeidsaanbodpanel 1985-2006 blijkt dat de kans op verlies van werk (door werkloos of inactief te worden) voor laagopgeleiden die in de afgelopen twee jaar training hebben gevolgd ongeveer 1,8% lager is dan voor laagopgeleiden die geen training hebben gevolgd. Dit effect is vergelijkbaar voor de andere opleidingsniveaus. Ook wordt gevonden dat het uurloon van laagopgeleiden die training hebben gevolgd 1,6% hoger is (tabel). Wederom is dit effect niet minder dan voor werknemers met een hoger opleidingsniveau. Hieruit kan worden geconcludeerd dat er, door het positieve effect op de *employability* en het loon, voor laagopgeleiden prikkels aanwezig zijn om training te volgen, en dat deze prikkels voor de laagopgeleiden niet kleiner zijn dan voor de hoogopgeleiden. Analyses op basis van de CINOP/ROA Levenslang Leren Enquête laten echter zien dat laagopgeleiden een geringere motivatie hebben om aan een cursus of training deel te nemen als deze geheel of voor een deel in eigen tijd moet worden gevolgd. De belangrijkste redenen die de laagopgeleide werkenden hiervoor aandragen zijn: dat ze het eng vinden om weer examens te doen, dat ze 's avonds niet gemakkelijk tijd vrij kunnen maken om te studeren, en dat het nut van postinitiële scholing niet altijd duidelijk is.

Laagopgeleiden bewust maken van de positieve effecten van training zou kunnen helpen hun deelname daaraan te verhogen. Daarnaast kunnen personeelsinstrumenten zoals een functioneringsgesprek en een persoonlijk ontwikkelplan mogelijk de trainingsdeelname van laagopgeleiden stimuleren. Deze instrumenten hebben een positief effect op de scholingsdeelname, maar worden vooral voor hoogopgeleiden ingezet.

Effect van trainingsdeelname in de afgelopen 2 jaar op de kans op verlies van werk en het uurloon.		
	Kans op verlies van werk tussen t en $t+2$	Uurloon in t
Laagopgeleid	-1,8%	+1,6%
Middelbaar opgeleid t.o.v laagopgeleid	niet significant	niet significant
Hoogopgeleid t.o.v laagopgeleid	niet significant	niet significant
Overige controles:		
Waarneembare heterogeniteit	ja	ja
Niet-waarneembare heterogeniteit	ja	ja
Endogene zelfselectie in training	ja	ja

Bron: Fouarge, Schils en de Grip, 2009, *Prikkels voor postinitiële scholing van laagopgeleiden, eco rapport*

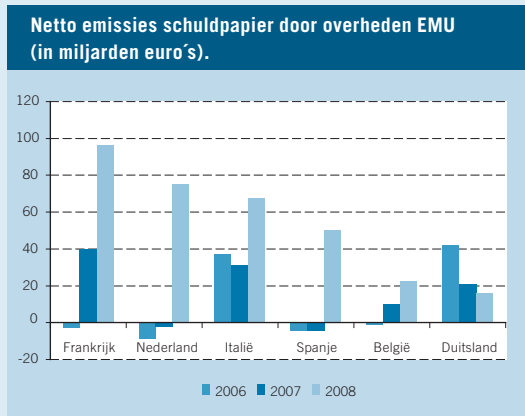
Monetaire Zaken

Recordemissie Nederlandse overheid

De Nederlandse overheid gaf in 2008 voor 75 miljard euro meer aan schuld papier uit dan benodigd voor de aflossing van aflopende leningen. Het totaal aan uitstaand schuld papier kwam hiermee op 283 miljard euro. In voorgaande jaren loste de Nederlandse overheid nog netto schuld af. Na Frankrijk leverde Nederland hiermee de grootste bijdrage aan de totale netto emissie van 400 miljard euro door de nationale overheden van het eurogebied (figuur). Ook voor het eurogebied als geheel was dit een grote toename ten opzichte van voorgaande jaren. In 2007 werd nog voor 122 miljard euro geëmitteerd. Andere landen met sterk toegenomen emissies van schuld papier waren onder meer Italië, Spanje, België en Ierland. In 2008 was Duitsland de enige lidstaat die netto minder schuld papier uitgaf dan in eerdere jaren.

De emissie van de Nederlandse overheid kwam volledig voort uit de behoefte aan financiering van de 81 miljard euro aan interventies in de financiële sector. Het grootste deel hiervan betrof geldmarktpapier, waarmee snel in deze behoefte kon worden voorzien: netto 67 miljard euro aan schuld papier met een looptijd korter dan een jaar. Een bedrag van 8 miljard euro werd eind 2008 aangetrokken op de kapitaalmarkt. Behalve voor eventuele interventies in de financiële sector gaven diverse lidstaten, waaronder Frankrijk, Italië, Spanje en Ierland, schuld papier uit ter financiering van sterk oplopende financieringstekorten.

Tot voor kort waren de rentetarieven op door EMU-lidstaten uitgegeven staatsleningen vrijwel aan elkaar gelijk. In de loop van 2008 zijn de verschillen echter sterk toegenomen, tot ruim 250 basispunten tussen Grieks en Duits staatspapier. De gestegen marges reflecteren de veranderde perceptie van het kredietrisico bij beleggers. De rente op Nederlandse staatsleningen behoorde tot de laagste in het eurogebied. Dit hing samen met de nog altijd relatief lage staats-

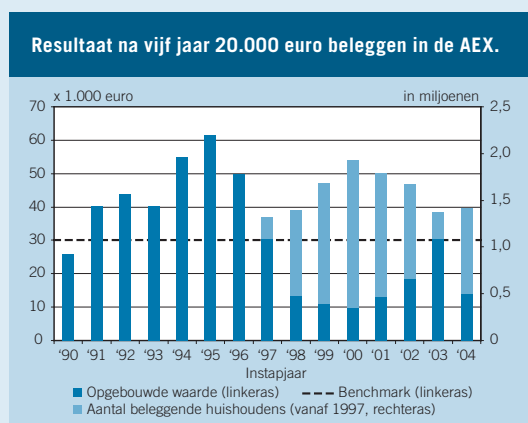


Bron: DNB, ECB

schuld van 58% van het bbp tegenover gemiddeld 69% voor het Eurogebied. In 2008 was Nederland een van de weinige lidstaten met een overschot op de rijksbegroting. Dat de Nederlandse overheid begin 2009 desondanks circa 70 basispunten bovenop de rente op Duits staatspapier betaalde kwam mede door de liquiditeitspremie die in de regel betaald moet worden op schuld papier waarvoor een kleinere markt bestaat.

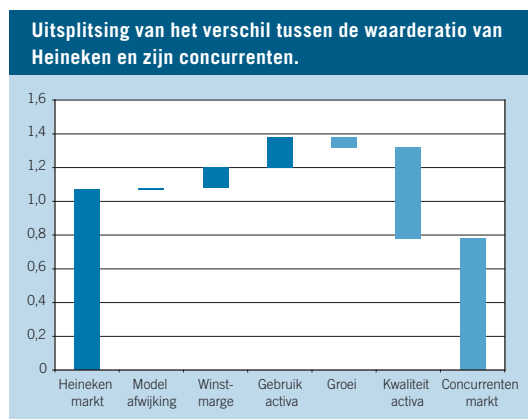
Beurskoersen en het aantal particuliere beleggers

Het is een bekende wijsheid onder beurshandelaren, dat als particuliere beleggers massaal aandelen beginnen te kopen, het tijd is om te gaan verkopen. De statistieken ondersteunen het vermoeden, dat veel particuliere beleggers op het verkeerde moment starten met beleggen. Twee vragen waar beleggers zonder uitzondering voor komen te staan zijn het



juiste aankoopmoment en het juiste verkoopmoment. Particuliere beleggers krijgen bij beleggingsproducten vaak een keuze voorgespiegeld tussen beleggen met een lage rendementsprognose met een relatief laag risico en beleggen met een hoge rendementsprognose met een relatief hoog risico. De prognoserendementen die gehanteerd worden om een verwacht rendement te tonen, zijn gebaseerd op historisch gemiddelde rendementen over een langere periode. Voor aandelen staat in de Financiële Bijsluiter bijvoorbeeld 8,3% jaarlijks voorgeschreven, met daaraan gekoppeld een hoog risico. Particuliere beleggers houden de beleggingen echter niet altijd voor een langere periode aan. In de figuur wordt getoond hoe verschillende momenten van aankopen van een mandje AEX aandelen ter waarde van 20.000 euro, leiden tot een zeer verschillend opgebouwd vermogen, uitgaande van jaarlijkse kosten van 1% van het behaalde resultaat. De belegging wordt steeds na 5 jaar weer verkocht. Als *benchmark* wordt het gemiddelde rendement voor aandelen uit de Financiële Bijsluiter getoond. In zes van de vijftien periodes wordt een duidelijk beter rendement behaald, in twee gevallen wordt een vrijwel gelijk rendement behaald en in zeven gevallen wordt er een beduidend slechter rendement behaald. Het einde van de vorige eeuw zag het aantal beleggende huishoudens in Nederland zeer snel toenemen, van ruim 1,32 miljoen in 1997 tot 1,93 miljoen in 2000, naar 1,37 miljoen in 2003, naar 1,5 miljoen in 2006, naar 1,36 miljoen in 2008. Deze toe- en afnames vallen nagenoeg samen met toe- en afnames van de resultaten uit de figuur. Dit steunt het vermoeden dat particuliere beleggers vaak op een ongelukkig moment in- en uitstappen. Momenteel lijkt er eenzelfde ontwikkeling in gang gezet te zijn, het aantal particuliere beleggers is weer duidelijk aan het afnemen.

HANS LE GRAND (SEO ECONOMISCH ONDERZOEK)



Lessen uit waardering

De waardering van een bedrijf wordt gemeten als de marktwaarde op basis van de beursnotering gedeeld door het gepubliceerde balanstotaal. Met een waarderingmodel kan het verschil in waardering tussen beursgenoteerde concurrenten worden geanalyseerd. Het waarderingmodel is gebaseerd op overwinsten. Dat zijn de winsten die uitstijgen boven een redelijke vergoeding op vermogen. Aangenomen wordt dat groei en winstgevendheid zich in de richting van lange termijn gemiddeldes ontwikkelen. Verschillen

Economie en Samenleving

in waardering worden aan vier waardedrijvers toegeschreven. Dit zijn de bruto winstmarge (rendement over omzet), het gebruik van activa (omzet over operationele activa), de organische groei in activa en de boekhoudkundige kwaliteit van de activa (operationele activa gedeeld door het balans totaal).

Als illustratie wordt de waardering van Heineken vergeleken met zijn belangrijkste concurrenten Anheuser-Busch InBev, Carlsberg en SABMiller per 23 maart 2009. Heineken heeft op deze datum een waardering van 1,07 (links in de figuur). De gemiddelde waardering van de concurrenten is 0,78 (rechts in de figuur). Het verschil suggereert een relatieve overwaardering van Heineken. In de figuur wordt aangegeven hoe de vier waardedrijvers bijdragen aan de verklaring van het verschil.

Wat betreft de bruto winstmarge, blijft Heineken achter op zijn concurrenten. Als Heineken een vergelijkbare marge zou halen zou de waardering op 1,2 uitkomen. Heineken blijft ook achter wat het gebruik van zijn operationele activa betreft. Wordt ook daarvoor gecorrigeerd dan zou de ratio op 1,38 uitkomen. Heineken heeft wel een grotere organische groei dan zijn concurrenten. Met een vergelijkbare groei zou de ratio reduceren tot 1,32. Boekhoudkundige kwaliteit van de activa is de belangrijkste verklarende factor waarom Heineken het qua waardering beter doet. Heineken heeft minder goodwill en immateriële activa op de balans staan. Deze activa voegen weinig waarde toe. Ze staan echter wel op de balans en vergroten de boekwaarde en daarmee de noemer van de waardering. Tezamen verklaren de vier factoren het hele verschil op een kleine marge van 0,01 na.

Deze analyse geeft aan dat Heineken zijn waardering met ruim een kwart zou kunnen verhogen door in te zetten op een verbetering van de winstmarge en op een intensiever gebruik van zijn activa.