

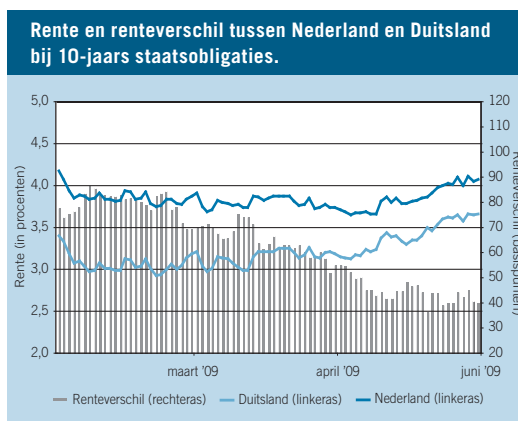
Internationaal

Vooruitzichten voor Nederlandse staatsleningen relatief gunstig
Afgelopen februari heeft de Nederlandse staat een nieuwe tienjaarsstaatslening uitgeven. De Duitse tienjaarsstaatslening diende hierbij als referentie vanwege haar historische reputatie in de eurozone. Het rentever verschil tussen deze twee specifieke leningen is sinds de uitgifte gedaald van 75 basispunten (0,75%) tot 44 basispunten eind mei (figuur). Dit betekent dat een investering in de tienjaarsstaatslening meer rendement heeft opgeleverd dan een vergelijkbare Duitse staatslening. Maar ook ten opzichte van Franse staatsleningen en de swaprente zijn de rentever verschillen kleiner geworden.

Rentever verschillen in de eurozone worden over het algemeen bepaald door verschillen in kredietrisico en liquiditeitsrisico. In tijden van onzekerheid hechten beleggers veel waarde aan liquiditeit. De liquiditeit van de ene obligatie is groter dan van een andere obligatie als bij gelijkblijvend aanbod de prijsbewegingen kleiner zijn. In het begin van dit jaar beïnvloedde onzekerheid het sentiment ten aanzien van andere dan Duitse staatsleningen negatief. Zowel de *credit rating* (beide AAA) als de premie voor verzekeren tegen faillissement op de Duitse en Nederlandse staatsleningen, zoals blijkt uit credit default swaps, duiden op een min of meer gelijke kredietwaardigheid. Desondanks had de sterk toegenomen onzekerheid een plotselinge en grote stijging van het rentever verschil tussen Nederland en Duitsland tot gevolg; volgens beleggers een indicatie dat Duitse staatsleningen liquider zijn. Dat Nederland, vergeleken met Duitsland, al veel heeft gedaan om de bancaire sector te ondersteunen, heeft geleid tot een relatieve vermindering van de onzekerheid. Terugkijkend kan voorzichtig de conclusie worden getrokken dat de onzekerheid in het begin van dit jaar tot een over

ANIQUE HUIZINGA (MINISTERIE VAN FINANCIËN)

reactie van de rentever verschillen leidde. Het kenmerk van zo'n overreactie is dat deze gevolgd wordt door een langzame correctie, naar het niveau dat recht doet aan Nederlandse staatsleningen, als gelet wordt op de fundamentele kenmerken. Het zal een tijd duren voordat het rentever verschil met Duitsland weer terugkomt op het algemene niveau van voor de kredietcrisis begin 2007, namelijk van minder dan 10 basispunten.



Bron: Bloomberg

Monetaire Zaken

MARTIN ADMIRAAL (DNB)

Buitenlands houderschap van Amerikaanse overheidsschuld

Bijna 50% van het Amerikaanse overheidsschuld papier is in handen van buitenlandse investeerders. Overheidspapier, en zeker Amerikaans overheidspapier, werd altijd als de minst risicovolle investering gezien die kon worden gedaan. Veel landen die een overschot op de betalingsbalans met het buitenland hebben en daarmee hun valutareserves zien toenemen, beleggen daarom een deel van deze reserves in dit overheidspapier. Maandelijks publiceert de Amerikaanse *Treasury* een overzicht aan welke landen zij verplichtingen heeft uitstaan.

In 2007 en 2008 zagen niet alleen de olieproducerende landen (de Opec en Rusland), maar ook het grondstofrijke Brazilië, dankzij de hoge grondstofprijzen hun betalingsbalansoverschot en daarmee hun valutareserves flink stijgen. Een belangrijk deel van deze reserves is vervolgens geïnvesteerd in Amerikaans overheidspapier. Ook bij de financiële *offshore*-centra in het Caribisch gebied en onder andere Luxemburg komt veel van dit overheidspapier terecht. Nederland speelt een bescheiden rol. De bulk van het Amerikaanse schuld papier komt echter terecht in Azië.

Tot eind 2007 waren Japanse ingezetenen verreweg de grootste houder van Amerikaans overheidspapier. Per ultimo maart 2009 ging het om een waarde van 687 miljard dollar; dit is bijna 70 procent van de totale Japanse valutareserves. In 2008 nam China de positie van grootste investeerder over. De Chinese valutareserves die met 1.954 miljard dollar de omvangrijkste ter wereld zijn, groeiden sinds 2002 met gemiddeld 38 procent per jaar. Een groot deel van deze aanwas is geïnvesteerd in Amerikaans overheidspapier. Per ultimo maart 2009 was dan ook ruim 20% van de Amerikaanse buitenlandse overheidsschuld in handen van China. Waar Japan zich sinds 2005 meer terughoudend opstelt met aankopen is het Chinese investeringsgedrag juist steeds expansiever geworden omdat,

Houderschap van Amerikaanse staatsschuld (miljard dollar).

	2008	2009 mrt
China	727	768
Japan	626	687
Overig Azië	294	303
Verenigd Koninkrijk	131	128
Nederland	15	18
Overig Europa	376	385
Opec	186	192
Caribisch gebied	198	214
Rusland	116	138
Brazilië	127	127
Overigen	280	306
Totaal buitenlandse houders	3.077	3.265

Bron: Treasury international capital reporting system

volgens Chinese autoriteiten, er vrijwel geen alternatieven zijn om de groeiende reserves te beleggen. Deze opstelling hebben China en de Verenigde Staten wederzijds afhankelijk gemaakt. De Verenigde Staten hebben voor de financiering van hun stijgende overheidstekort China nodig. En elke verandering van Chinees beleggingsbeleid heeft potentieel grote gevolgen voor de wisselkoers van de dollar en kan daardoor de waarde van de Chinese dollarbeleggingen sterk beïnvloeden.

SINDS 1916

Marktconforme verbetering van dekkingsgraad pensioenfondsen

Na aanvankelijk markten en financiële instellingen te hebben geraakt eist de financiële crisis nu steeds meer haar tol op de publieke sector in de vorm van verslechterende overheidsfinanciën. Om een ineenstorting van het financiële systeem en een sterke terugval van de economie te voorkomen, treffen overheden vergaande maatregelen teneinde enige

15-jaars interbancaire swaprente (in procenten).



Bron: FDA

stabiliteit te bewerkstelligen. De keerzijde van dergelijke inspanningen is evenwel een sterke stijging van het overheidstekort en een olopende staatsschuld. Daarmee verslechtert de kredietwaardigheid van overheden en zullen beleggers een hogere compensatie eisen voor dit toegenomen risico, wat tot uitdrukking komt in een stijging van de lange rente op overheidspapier in de komende jaren. Terwijl de opwaartse druk op de lange rente negatief uitwerkt voor de financieringskosten van overheden, is de stijgende rente een positieve ontwikkeling voor pensioenfondsen. Ingevolge het Financieel Toetsingskader dat is neergelegd in de Pensioenwet, wordt de contante waarde van huidige en toekomstige pensioenverplichtingen vastgesteld op basis van een door DNB gepubliceerde actuele rentetermijnstructuur. Voor de berekening van de dekkingsgraad wordt daarmee door pensioenfondsen de interbancaire swaprente gebruikt als discontovoet voor pensioenverplichtingen. De binnenlandse rentestructuur brengt met zich mee dat de swaprente in de regel meebeweegt met de overheidsrente. In het afgelopen jaar is de swaprente sterk gedaald en in combinatie met afnemende beleggingsopbrengsten is daarmee de dekkingsgraad van pensioenfondsen fors teruggevalen, tot gemiddeld ongeveer 95% per ultimo 2008. Een dergelijke onderdekking noopte pensioenfondsen tot het indienen van herstelplannen bij DNB voor 1 april, waarbij de renteverwachtingen echter eveneens zijn gebaseerd op de door DNB vastgestelde rentecurve. Sindsdien is de swaprente echter alweer enigszins gestegen (figuur) en hebben aandelenmarkten een zekere mate van herstel vertoond, waarmee de dekkingsgraad van pensioenfondsen reeds is verbeterd. Bij een verwachte verdere rentestijging zal de dekkingsgraad dan ook snel verbeteren, waarmee de herstelplannen nu reeds achterhaald zijn.

JOOST POORT (SEO ECONOMISCH ONDERZOEK)

Economie en Samenleving

Onbetaald downloaden en kopen door internetpopulatie en totaal.

	Onbetaald downloaders		Kopers	
	Als percentage van de internetgebruikers	Absoluut (miljoenen)	Als percentage van de internetgebruikers	Absoluut (miljoenen)
Muziek	40	4,3	70	9,4
Film, exclusief bioscoopbezoek	13	1,4	54	7,3
Games	9	1,0	28	3,8
Totaal (N=1.500)	44	4,7	84	11,3

BRON: SEO rapport 2009-02A geschreven in samenwerking met TNO en IVIR

Nog altijd meer kopers dan downloaders

Zo'n 44% van de Nederlandse internetpopulatie downloadt wel eens muziek, films of games zonder daarvoor te betalen. Dat bleek uit een representatieve enquête onder 1.500 internetgebruikers die in het voorjaar van 2008 werd gehouden. Zoals blijkt uit de tabel wordt muziek het meest gedownload: 40% van de internetpopulatie heeft in het voorgaande jaar onbetaald muziek gedownload; voor films is dit 13% en voor games 9%. Toch zijn er nog

altijd beduidend meer kopers dan downloaders. 84% van de internetpopulatie gaf aan in het voorgaande jaar muziek op cd, films op dvd of games te hebben gekocht in een winkel of als betaalde download.

Aangezien ongeveer 80% van de Nederlanders van 15 jaar en ouder toegang heeft tot internet is een schatting te maken van het aantal mensen in Nederland dat in het afgelopen jaar wel eens onbetaald heeft gedownload. Totaal blijken dat dan ongeveer 4,7 miljoen Nederlanders te zijn. Het koopgedrag van de internetpopulatie kan op vergelijkbare manier worden vertaald naar de gehele Nederlandse bevolking van 15 jaar en ouder, ervan uit gaande dat de internetpopulatie in zijn koopgedrag representatief is voor de totale bevolking. Dat resulteert in een totaal aantal kopers van 11,3 miljoen.

Downloaden en kopen sluiten elkaar niet uit maar gaan samen. In dezelfde enquête is gekeken naar het aantal cd's, dvd's en games dat downloaders kopen in vergelijking met mensen die zeggen nooit te downloaden. Dan blijkt dat downloaders van films en games gemiddeld meer kopen dan niet-downloaders. Een kopende downloader van films kocht gemiddeld bijna 12 dvd's, terwijl de niet-downloaders er gemiddeld ruim 7 kochten. Een kopende gamesdownloader kocht gemiddeld meer dan 4 games, een niet-downloader minder dan 3. Voor muziek is er geen verschil in mate van aankopen tussen downloaders en niet-downloaders.