

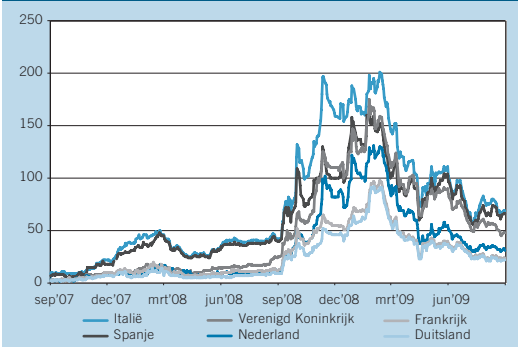
Overheidsmaatregelen en kredietwaardigheid

Het vertrouwen in de financiële markten is door de kredietcrisis gedaald. Een indicator voor het vertrouwen, bijvoorbeeld in banken, is de premie op *credit default swaps* (CDS-premie). Een CDS is een overeenkomst tussen twee partijen waarbij afgesproken wordt dat de ene partij het kredietrisico dat zij heeft op een derde partij zoals een bank, overdraagt aan de andere partij. De CDS-premie geeft de prijs weer voor een verzekering tegen het risico van wanbetaling door die derde partij. Deze premie geeft dan ook informatie over de perceptie van de markt over de kredietwaardigheid van bijvoorbeeld een bank. CDS-premies voor bankschuld zijn onder invloed van overheidsmaatregelen lager geworden, vooral na het bekendmaken van kapitaalinjecties in het 4e kwartaal van 2008. De CDS-premies van overheden vertoonden na de bekendmaking van de kapitaalinjecties echter een ander beeld.

Overheden hebben het afgelopen jaar veel maatregelen getroffen om de banken te ondersteunen en daarmee de stabiliteit van het bankstelsel te waarborgen. Door de steunmaatregelen zijn de staatsschuld, en derhalve ook de financieringskosten, gestegen. Ook de CDS-premies van verschillende overheden begonnen vanaf september 2008 omhoog te gaan. Dit viel samen met het moment dat veel steunmaatregelen werden aangekondigd. Een stijging van de CDS-premie geeft aan dat beleggers in overheidsschuld meer moeten betalen om het risico op wanbetaling door overheden af te dekken. Dit geeft tevens aan dat volgens marktpartijen de kredietwaardigheid van overheden is verslechterd, hoewel van de meeste overheden, waaronder Nederland, de kredietbeoordelingen en de vooruitzichten niet zijn veranderd. Terwijl de CDS-premies van banken door over-

heidsmaatregelen zijn gedaald, zijn ze van overheden dus juist gestegen. Maar de figuur laat zien dat CDS-premies van overheden sinds het begin van dit jaar weer fors lager zijn geworden en weer bewegen richting de niveaus van voor de crisis. Uit de figuur blijkt ook dat op dit moment de CDS-premie van Nederland nauwelijks hoger is dan die van Frankrijk en Duitsland, de twee landen waaraan Nederland zich meet.

Premie op credit default swaps van overheidsschuld (in basispunten).



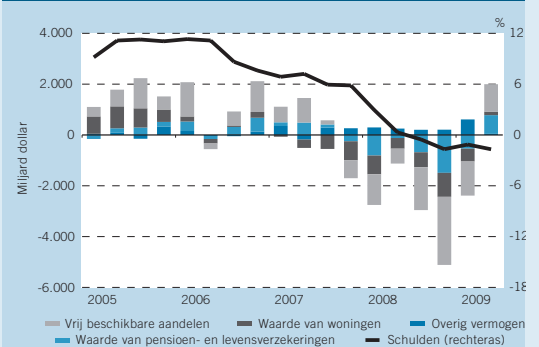
Bron: Bloomberg

Monetaire Zaken

Vermogensverandering van Amerikaanse huishoudens

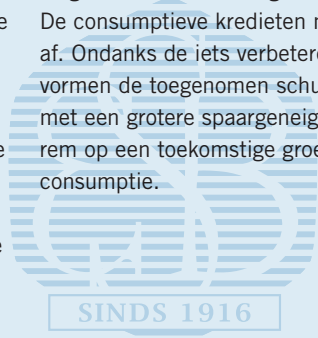
Het netto vermogen van de Amerikaanse huishoudens is in het tweede kwartaal van 2009 weer gegroeid na zes kwartalen op rij te zijn gedaald. Het lichte herstel komt grotendeels door de opleving van de aandelenmarkten die dit jaar al met ruim 57% zijn gestegen. En voor een kleiner deel door de licht gestegen huizenprijzen. De toename met bijna 2.000 miljard dollar in het tweede kwartaal is echter nog maar een klein deel van het totale netto boekverlies van 14.000 miljard dollar, bijna 100% van het Amerikaanse bbp, ten opzichte van de top van het netto vermogen in september 2007. Ten opzichte van deze top daalde de netto vermogenspositie tot een dieptepunt van 360% van het bbp in maart en is in juni weer toegenomen tot 376% van het bbp. De langst aaneengesloten periode van afnemend vermogen sinds 1952 begon feitelijk al begin 2006 toen een stagnerende huizenmarkt ervoor zorgde dat het huizenvermogen nauwelijks meer groeide. Dit werd tot en met het derde kwartaal van 2007 gecompenseerd door stijgend aandelenvermogen. Toen de beurzen eind 2007 instortten, slonk ook dit deel en daalde het totale vermogen sterk. Niet alleen de boekwaarde van huizen en zelfstandig in aandelen belegd kapitaal kelderden, maar ook de waarde van pensioenen en levensverzekeringen nam sterk af. Een van de gevolgen van het sterk gedaalde vermogen is dat huishoudens meer bewust lijken te zijn geworden van hun kwetsbare inkomenspositie. Het deel van het maandelijks inkomen dat wordt gespaard, is toegenomen van 1% tot 5% van het besteedbare inkomen. En voor het eerst sinds 1952 neemt de bruto schuldpositie niet meer toe, maar wordt er juist afgelost. De opgebouwde hypothecaire en consumptieve schulden, die ultimo 2007 bijna 98% van het bbp bedroegen, zijn aan het einde van het tweede kwartaal 2009 gedaald tot 95,7% van het bbp. De hypothecaire schuld, circa 75% van de totale schulden, daalde in het tweede kwartaal 1,7%

Netto vermogensverandering van Amerikaanse huishoudens.



Bron: Federal Reserve flow of fund accounts

vergeleken met het vorige kwartaal op jaarbasis. De consumptieve kredieten namen zelfs met 6,5% af. Ondanks de iets verbeterde vermogenspositie vormen de toegenomen schuldaflossingen tezamen met een grotere spaargeneigdheid een mogelijke rem op een toekomstige groei van de particuliere consumptie.



Stijgende rente in het verschiet

De verwachtingen voor de lange rente worden momenteel beïnvloed door tegengestelde krachten. Aan de ene kant is de inflatie uitermate laag, zelfs negatief. Gangbare theorieën wijzen op een drukkend prijseffect vanuit de onderbenutting van productiecapaciteiten, die het gevolg is van de ongekende productiedaling dit jaar, en nog wel enige tijd zal aanhouden. Lage inflatie en volgens deze redenering

ook lage inflatieverwachtingen verminderen de vereiste inflatiepremie in de lange rente. Daar staat evenwel tegenover dat de economische crisis met grote stimuleringsmaatregelen, zowel monetair als budgettair, is bestreden. Overheidstekorten en -schulden worden tot historische hoogten opgestuwd en liquiditeiten zijn in uitzonderlijke hoeveelheden in het financiële systeem gepompt. En het werkt, aldus het IMF in zijn zojuist verschenen *World Economic Outlook*. Het IMF ziet echter wel een aanzienlijk risico van een stijging van de lange overheidsrente als gevolg van de hogere tekorten. In de eerste plaats is een door beleggers geëiste hogere risicopremie denkbaar, die de zorgen over de houdbaarheid van overheidsfinanciën weerspiegelt. Ten tweede is sprake van een aanbodeffect als gevolg van de financiering van de hoge schulden en tekorten. In de laatste plaats spelen hier hogere inflatieverwachtingen een rol, welke samenhangen met zorgen over overheidsbeleid dat bewust een hogere inflatie nastreeft om de schulden draaglijker te maken.

Dit alles maakt het vooruitzicht van een tijdig en geloofwaardig terugdraaien van de stimuleringsmaatregelen essentieel om de verwachting van een hogere lange rente in te dammen. Het is echter voorspelbaar dat de politieke vrees dat deze te vroeg worden teruggedraaid, waarmee het herstel spaak zou lopen, dit bemoeilijkt. Zo bezien zullen exit-strategieën eerder later dan vroeger worden ingezet. Voeg hieraan toe dat het terugdraaien van monetaire stimulansen per definitie een hogere korte rente met zich meebrengt, wat een opwaartse druk op de gehele rentecurve kan veroorzaken. Vanaf de huidige historisch lage niveaus zijn hogere korte en lange rentes welhaast onvermijdelijk.

Lange rente op tienjaars overheidsschuld in de euro-zone (in procenten).



Bron: FDA

Arbeidsmarktpositie na uitstroom uit WAO, naar duur bij einde uitkering (1999–2005, in procenten).

	Minder dan 3 jaar	3-10 jaar	Meer dan 10 jaar
Werk in loondienst	63	34	8
Zelfstandig ondernemerschap	0	0	0
Gesubsidieerde arbeid	1	0	0
Wsw	1	1	1
WWB	3	3	1
WW	12	9	1
Niet-uitkeringsgerechtigden	2	2	0
Non-participatie	18	51	88
Aandeel in totale steekproef	39	23	38

Bron: SEO Economisch Onderzoek; Raad voor Werk en Inkomens

Uitstroom uit arbeidsongeschiktheid

In de periode 1999–2005 hadden rond de 750.000 mensen een WAO-uitkering, driekwart van hen voor een periode van drie jaar en langer. Dat is het bestandcijfer: dat betreft het gemiddeld aantal mensen dat op enig moment een WAO-uitkering had in die periode. Stroomcijfers daarentegen meten het aantal mensen dat in een bepaalde periode uitstroomt en niet langer meer een WAO-uitkering ontvangt. Stroomcijfers geven een dynamisch

beeld en hieruit blijkt dat arbeidsongeschikten relatief snel uitstromen uit de WAO. Na een jaar heeft 20% van de net ingestroomde WAO'ers de uitkering alweer verlaten. Na twee jaar is dit percentage toegenomen tot 34%. WAO'ers stromen om verschillende redenen uit. De tabel onderscheidt de toestand waarin iemand terecht komt bij het beëindigen van de uitkering naar de uitkeringsduur op het moment van uitstroom. WAO'ers met een uitkeringsduur korter dan drie jaar stromen vooral uit naar werk: 65% van de mensen die binnen drie jaar na aanvang van de uitkering uitstroomt, heeft na beëindiging van de uitkering een baan. Van hen heeft 63% een reguliere baan, 1% een gesubsidieerde baan en 1% heeft een baan in een sociaal werkvoorzieningsbedrijf. De anderen stromen uit naar een werkloosheids- (WW) of bijstandsuitkering (WWB), worden werkzoekend als niet uitkeringsgerechtigde of trekken zich terug van de arbeidsmarkt, door non-participatie. Voor een deel zijn dit de mensen die bij een herkeuring arbeidsgeschikt zijn bevonden. Afhankelijk van hun thuissituatie en arbeidsverleden kunnen ze aanspraak maken op een werkloosheids- of bijstandsuitkering. De uitstroom naar werk neemt af met de uitkeringsduur. Na tien jaar komt uitstroom naar werk veel minder voor. Niet meer dan 8% van de uitstromers vindt werk in loondienst nadat ze al meer dan tien jaar een WAO-uitkering hebben gekregen. Langdurige WAO'ers stromen vooral uit naar, wat in de tabel wordt aangeduid als, inactiviteit. De meesten daarvan gaan met pensioen. Maar omdat in deze groep al veel ouderen zitten, betreft het ook mensen die overlijden. De Kwartaalverkenning 2006-I van het UWV laat zien dat ongeveer een derde van de uitstromers uitstroomt vanwege pensionering en 10% vanwege overlijden. De rest stroomt uit omdat ze weer arbeidsgeschikt worden verklaard, na een herkeuring. Ook daar bevinden zich mensen tussen die niet meer actief participeren op de arbeidsmarkt.