

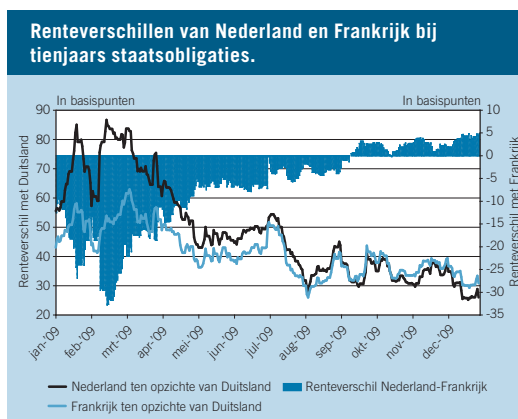
Internationaal

Nederland goedkoper dan Frankrijk en duurder dan Duitsland. Het effectieve rendement op een staatslening is voor de belegger, naast een compensatie voor het ter beschikking stellen van krediet, een vergoeding voor het gelopen risico op de betreffende staat. De belangrijkste risico's zijn het kredietrisico, dit is het risico van terugbetaling, en het liquiditeitsrisico, dit is het risico van verhandelbaarheid. De perceptie van deze risico's bepaalt de verschillen in het effectief rendement tussen staatsleningen van verschillende landen. Op de Europese kapitaalmarkt is Duitsland het belangrijkste land vanwege de reputatie een solide beleid te voeren en de grote liquiditeit van Duitse staatsleningen. Met name in een periode van onzekerheid zoeken veel investeerders de zekerheid in Duitse staatsleningen, waardoor de effectieve rente daalt ten opzichte van die van andere landen in het eurogebied. Een illustratie hiervan zijn de oplopende renteverschillen van Nederlandse en Franse staatsleningen ten opzichte van Duitse leningen in februari 2009. De onzekerheid in deze periode, over onder andere de financiële sector, leidde tot een perceptie van lagere kredietwaardigheid van de Nederlandse staat. Vanaf maart 2009, door vermindering van de onzekerheid, daalden de rendementsverschillen ten opzichte van zowel Duitse als Franse staatsleningen sterk. Het verschil in rendement op de kapitaalmarkt tussen Nederlandse en Franse staatsleningen sloeg eind september 2009 zelfs om naar een positief verschil in het voordeel van de Nederlandse staat. De Nederlandse staat heeft december vorig jaar bekendgemaakt om de uitgifte van staatsleningen, nog meer dan voorheen, in enkele grote leningen te concentreren. Voorheen werd iedere kernlening binnen een jaar vergroot naar ten minste 10 miljard euro, dat is nu verhoogd naar 15 miljard euro. De grotere

MENNE MENNES (MINISTERIE VAN FINANCIËN)

markt omvang leidt ertoe dat beleggers hun transacties nog efficiënter kunnen verrichten, dat wil zeggen zonder dat een individuele transactie de prijsvorming beïnvloedt. Het liquiditeitsrisico van de investeerder neemt hiermee af.

Begin februari wordt de nieuwe tienjaars staatslening geveild. Onder de huidige omstandigheden betekent dit dat de Nederlandse staat in dit segment zichzelf goedkoper financiert dan de Franse.



Bron: Reuters

Monetaire Zaken

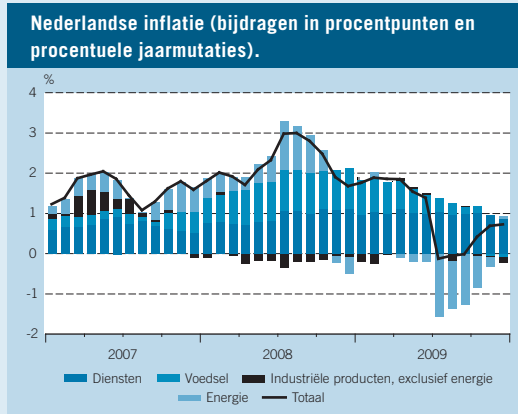
JASPER KIEFT (DNB)

Dalende maar volatiele inflatie

In 2008 stegen de prijzen in Nederland volgens de Europees geharmoniseerde methode (HICP) met 2,2% ten opzichte van het jaar ervoor. In 2009 is de prijsinflatie teruggezak tot 1,0%. Achter deze daling van de jaarinflatie gaan forse schommelingen schuil. Zo liep de inflatie in de eerste helft van 2008 eerst op tot 3,0% om vervolgens te dalen tot net onder 0% medio 2009. De afgelopen maanden is de inflatie weer toegenomen. Een nadere beschouwing leert dat het volatiele inflatieverloop voornamelijk veroorzaakt wordt door de prijsontwikkeling van voedsel en van energie (figuur).

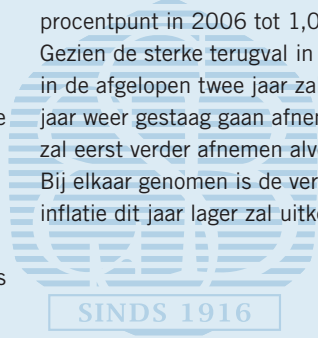
Gedurende 2008 stegen de voedselprijzen fors. Eind 2008 droeg de voedselprijsstijging zelfs 1,0 procentpunt bij aan de totale prijsinflatie. Het afgelopen jaar veranderden de voedselprijzen per saldo weinig, waardoor de bijdrage aan de inflatie eind 2009 weer nihil was.

De energieprijzen droegen niet alleen bij aan de daling van de inflatie gedurende de laatste anderhalf jaar, maar ook aan het volatiele verloop. De prijs van energie komt voor een belangrijk deel tot stand op de internationale markt. De prijs van een vat ruwe olie (Brent) steeg tot een niveau van 147 dollar in juni 2008 om vervolgens razendsnel te dalen tot 37 dollar per vat eind december. Sindsdien is de olieprijs weer gestegen tot een niveau van rond de 80 dollar. Deze prijsveranderingen werken met enige vertraging door in de energieprijzen voor Nederlandse consumenten. In juli 2009 droeg energie bijvoorbeeld nog flink negatief bij aan de totale inflatie door de neerwaartse aanpassing van de gasprijs van bijna 20% ten opzichte van de maand ervoor. In de tweede helft van 2009 is deze negatieve bijdrage snel verminderd, waardoor de inflatie in december bijna volledig werd bepaald door de prijsinflatie van diensten. Deze reageert doorgaans met enige vertraging op de stand van de conjunctuur. Zo nam de bijdrage van



Bron: Eurostat

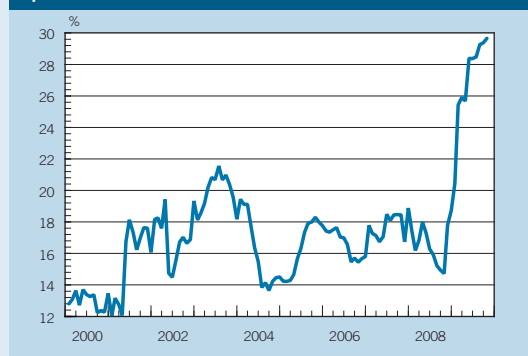
diensteninflatie aan de totale inflatie toe van 0,5 procentpunt in 2006 tot 1,0 procentpunt in 2009. Gezien de sterke terugval in economische activiteit in de afgelopen twee jaar zal de diensteninflatie dit jaar weer gestaag gaan afnemen. De energie-inflatie zal eerst verder afnemen alvorens weer toe nemen. Bij elkaar genomen is de verwachting dan ook dat de inflatie dit jaar lager zal uitkomen dan in 2009.



Chinese inflatiedruk

Dankzij een stimulerend begrotingsbeleid en een aanzienlijke kredietgroei is de Chinese economie in 2009 gegroeid met 8,7% ten opzichte van het voorgaande jaar. Dit komt tot uitdrukking in monetaire indicatoren die wijzen op een zeer sterke geldgroei in het afgelopen jaar. In termen van M2, een indicatie van chartaal en giraal geld in handen van het publiek alsmede kortlopende deposito's, is de geldgroei in

Geldhoeveelheid M2 China (twaalfmaands groei in procenten).

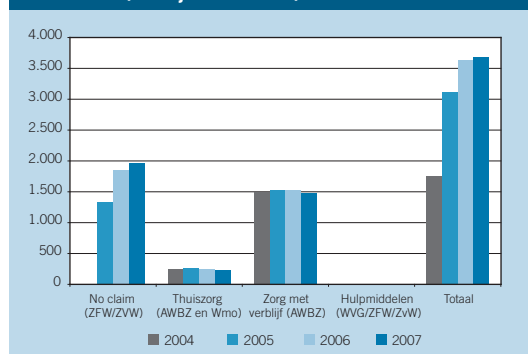


Bron: FDA

de afgelopen maanden zelfs opgelopen tot bijna 30% op jaarbasis (figuur). De kredietverlening, de tegenhanger van M2 op balansen van banken, is daarmee eveneens zeer sterk toegenomen.

Er rijzen evenwel twijfels ten aanzien van de houdbaarheid van deze kredietgroei. Veel van deze twijfels hangen samen met de aanwending van kredieten. Dit vloeit voort uit de combinatie van overvloedig beschikbaar krediet en de structurele misallocatie van kapitaal. Aangezien de economische groei in China reeds voor een belangrijk deel steunt op de groei van investeringen, kan een te grote kredietgroei eenvoudig leiden tot een grote mate van improductieve aanwending hiervan, wat uiteindelijk leidt tot oninbare leningen. Voorts ontstaan op enkele onroerendgoedmarkten fricties in vraag-aanbodverhoudingen, hetgeen bijvoorbeeld huizenprijzen sterk heeft opgedreven. Een andere bron van zorgen omtrent de snelle kredietgroei betreft inflatie, waarbij de combinatie van een aantrekkelijke economie en een nog snellere monetaire expansie een opwaartse druk uitoefent op het algemeen prijsniveau. In termen van houdbaarheid van economische groei vormt de inflatoire druk op korte termijn het grootste gevaar. Aangezien inflatie een directe manifestatie is van inkomensherverdeling, bijvoorbeeld van spaarders naar investeerders, is een te snel oplopende inflatie een bedreiging voor de sociale cohesie die in China in structureel opzicht reeds kwetsbaar is. Om te voorkomen dat sociale spanningen te groot worden, hebben de autoriteiten dan ook de groei van kredietverlening aan banden gelegd, waarbij ook het monetair beleid minder accommoderend is en uiteindelijk moet leiden tot een daling van de M2-groei. Vooralsnog is het evenwel de vraag of de autoriteiten succesvol zullen zijn in het tijdig beteugelen van inflatoire krachten.

Totale wettelijke eigen bijdragen aan zorg betaald in Nederland (in miljoenen euro's).



Bron: CVZ, 2008; CAK-CZ; Wapstra, 2007

Ziek zijn wordt duurder

De verplichte kosten voor zieken zijn tussen 2004 en 2007 meer dan twee keer zo hoog geworden. Hoewel de meeste zorgkosten worden betaald door zorgverzekeraars, zijn er ook kosten die alleen zieken betalen. Dat kunnen kosten van zorg zijn die buiten het zorgverzekeringspakket vallen, zoals geneesmiddelen zonder recept. Of het gaat om het verschil tussen een maximale vergoeding en de werkelijke kosten. Zo is de maximale vergoeding van

een gehoorapparaat nog geen 100 euro, terwijl een gemiddeld apparaat 500 euro kost.

Daarnaast zijn er wettelijke eigen bijdragen. Dit zijn vastgestelde bedragen die mensen moeten betalen bij een bepaald zorggebruik. In Nederland zijn er wettelijke bijdragen voor de Zorgverzekeringswet, zoals ziekenhuis en specialist, de Algemene Wet Bijzondere Ziektekosten (AWBZ), zoals verpleeghuizen of verzorgende thuiszorg, en Wet maatschappelijke ondersteuning (Wmo), zoals huishoudelijke thuiszorg of hulpmiddelen. In 2004 waren de wettelijke eigen bijdragen totaal 1.748 miljoen euro. In 2007 zijn deze meer dan verdubbeld tot 3.685 miljoen euro. De totale zorgkosten liggen rond de 70 miljard euro.

De grootste stijging van de wettelijke eigen bijdragen vond plaats van 2004 naar 2005. Deze werd veroorzaakt door de invoering van de no-claim. Iedereen betaalde aan het begin van het jaar dit bedrag extra, maar alleen degene die minder zorg gebruikte dan de no-claim kreeg dit geld terug. In 2005 zorgde de invoering van de no-claim in de Ziekenfondswet voor een sterke stijging van de wettelijke eigen bijdragen.

In 2006 stijgt de no-claim verder. Dit komt omdat vanaf dat jaar niet alleen voormalig ziekenfondsverzekerden, maar ook voorheen particulier verzekerden te maken krijgen met de no-claim in de zorgverzekeringswet. Het totaalbedrag gedeeld door het aantal verzekerden geeft de gemiddelde eigen bijdrage die Nederlanders betalen. Tussen 2004 en 2007 is deze gestegen van 108 euro naar 226 euro per persoon.