

## Lage olieprijs treft Rusland

INTERNATIONAAL

De Russische economie is sinds de zomer van 2014 hard getroffen door de daling van de olieprijs en kromp in 2015 met 3,7 procent. Opvallend genoeg is er weinig aandacht voor het effect van de lage olieprijs op het risico van het zakendoen in Rusland, het landenrisico.

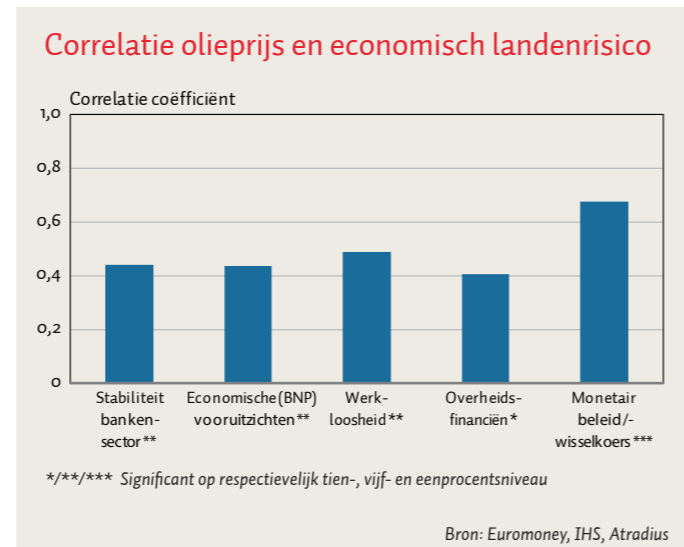
In dit verband is een correlatie-analyse uitgevoerd. Daarbij wordt het landenrisico geoperationaliseerd als de ECR-score (Euromoney Country Risk), die bepaald wordt via een enquête onder landenrisico-experts en kwantitatieve maatstaven. De ECR-scores zijn aangevuld met data van de olieprijs over dezelfde periode. Het causale verband tussen olieprijs en de ECR-score kan gelegd worden omdat Rusland geen of maar zeer beperkt invloed heeft op de olieprijs.

De resultaten laten zien dat de daling van de olieprijs heeft geleid tot een verslechtering van de economische component van het Russische landenrisico, die uitsluitend wordt bepaald op basis van de mening van experts. Dat is geen verrassend resultaat, omdat de Russische economie sinds de forse olieprijsdaling in een recessie is geraakt.

De verrassing zit in de deelcomponenten. Die hangen alle vijf significant met de olieprijs samen. Uit de figuur blijkt dat de deelcomponent die de effectiviteit van het monetaire beleid en het wisselkoersrisico meet, de sterkste samenhang met de olieprijs laat zien en een hoge significantie heeft. De daling van de olieprijs dwong de Russische overheid in 2014 om de vaste wisselkoers los te laten, en sindsdien is het koersrisico van de roebel sterk toegenomen. Daarnaast beperkt de hoge inflatie de mate

waarin monetair beleid kan worden ingezet om de recessie te bestrijden. De correlatie tussen de olieprijs en het risico van de overheidsfinanciën is het minst sterk en vertoont een relatief lage significantie. Hoewel het Russische overheidstekort is opgelopen om de gevolgen van de recessie te verzachten, blijft de schuldratio zeer laag.

• JOHN LORIÉ EN THEO SMID (ATRADIUS)



## Bbp onderschat gevolgen voorgenomen Brexit

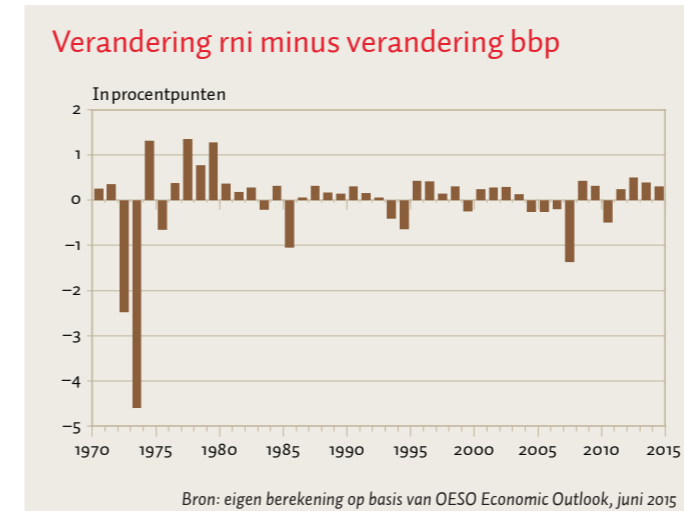
GROEI & CONJUNCTUUR

De meestgebruikte maatstaf voor de economische groei, het bruto binnenlands product (bbp), is niet onomstreden. Zo concludeerde de tijdelijke Kamercommissie Breed Welvaartsbegrip in het voorjaar van 2016 dat het bbp onvoldoende welvaart meet en er behoefte is aan een maatstaf waarin onderwijs, gezondheid en milieu beter naar voren komen. Discussie hierover is beleidsmatig best belangrijk maar niet voor analyse van de economische ontwikkeling op korte termijn. Waar in de komende maanden de meeste aandacht naar

uit zal gaan, zijn de economisch effecten van de uitkomst van het Britse referendum over het EU-lidmaatschap. Wat zal het effect van de toegenomen economische en politieke onzekerheid zijn op de Britse economie? Het IMF verwacht een recessie.

Door het bbp als indicator te gebruiken, onderschat men echter de pijn voor de economie van het Verenigd Koninkrijk. Het inkomenseffect van de relatieve ontwikkeling van de in- en uitvoerprijzen is niet zichtbaar in het bbp. Als door depreciatie van het pond sterling de invoerprijzen sterk stijgen, zal (zelfs bij een gelijkblijvend bbp-volume) het totale reëel nationaal inkomen afnemen. Dit omdat het uitvoervolume dan goed is voor minder invoervolume en daarmee de middelen van besteding dalen. Gelukkig hebben conjunctuurvorschers naast het bbp-volume nog een andere indicator tot hun beschikking: het reëel nationaal inkomen (rni). De procentuele mutatie in het rni is gelijk aan de procentuele mutatie in de invoer- en uitvoerprijs (de ruilvoet). Deze correctie is in het verleden voor het Verenigd Koninkrijk een aantal keren aanzienlijk geweest (zie figuur). Dat waren vooral jaren met een forse olieprijsstijging (1973 en 1974) of een flinke verandering in het pond sterling ten opzichte van andere valuta (2008).

Na het referendum is het Britse pond met zo'n tien procent gedaald en daarmee is de ruilvoet verslechterd; dit is vergelijkbaar met de wisselkoersontwikkeling in 2008. Zelfs als de bbp-effecten uiteindelijk meevallen, onderschat dit de schade en zal het rni zich ongunstig ontwikkelen. • WIM SUYKER (CPB)



## Waarneming internationale doorsluisstromen

INTERNATIONAAL

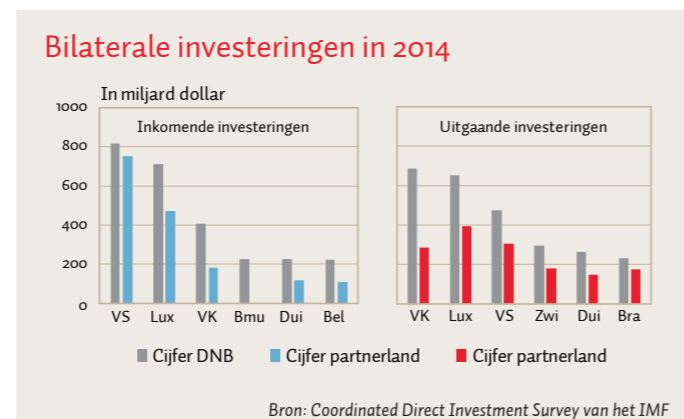
In de laatste decennia zijn de mondiale investeringsstromen sterk toegenomen, niet alleen door de globalisering van waardeketens en afzetmarkten, maar ook door een toename van 'doorsluisstromen'. Binnen internationale concerns worden investeringsstromen niet zelden door verschillende landen gesluisd, alvorens bij de eindbestemming uit te komen. Terwijl 'reguliere' investeringsstromen een meer langetermijnkarakter hebben – omdat een lokale productievestiging wordt opgezet of een nieuwe markt wordt betreden – zijn doorsluisstromen vrij volatiel. Ze worden verlegd wanneer dat om juridische en fiscale redenen opportuun wordt geacht.

De doorsluisstromen maken het statistiekmakers lastiger om het internationale investeringsverkeer goed in het vizier te krijgen. Dit valt af te leiden uit een vergelijking van de DNB-data voor de ingaande en uitgaande investeringsposities met buitenlandse data. De DNB-cijfers van de uitgaande investeringen naar andere landen zijn in theorie gelijk aan de cijfers die collega-statistiekmakers in het partnerland samenstellen van de inkomende investeringen vanuit Nederland. En vice versa voor de DNB-cijfers van de inkomende investeringen. Maar in de praktijk zijn er grote verschillen, zoals de figuur laat zien voor de belangrijkste Nederlandse investeringspartners. De DNB-cijfers komen hoger uit dan die van de buitenlandse statistiekmakers, zowel aan de inkomende als aan de uitgaande kant.

De verschillen hangen samen met de grote doorsluisstromen door Nederland. De waarneming van doorsluisstromen is hier goed gewaarborgd, doordat voor dat doel opgerichte dochterentiteiten (Bijzondere Financiële Instellingen (BFI) in het rapportagekader van DNB) zich dienen te registreren en zij over hun activiteiten moeten rapporteren.

Van de ingaande en uitgaande Nederlandse investeringsposities in 2015, van respectievelijk 3900 miljard euro en 4500 miljard euro, komt meer dan driekwart voor rekening van de BFI's. Andere landen lijken vooralsnog minder volledig in hun waarneming van doorsluisentiteiten.

Het is belangrijk om wereldwijd de kwaliteit van de investeringsdata te verbeteren en daardoor de identificatie van doorsluisstromen mogelijk te maken. De financiële crisis heeft aangetoond hoe belangrijk het is voor makers van internationaal beleid om de internationale financiële stromen scherp in beeld te hebben. Daarnaast is voor makers van binnenlands beleid de identificatie van doorsluisstromen belangrijk, omdat de grote stromen het zicht verstoren op wat zich in de reële economie afspeelt. • JURRIAAN EGGELTE (DNB)



## Lage rentelasten ondanks toename overheidsschuld

OPENBARE FINANCIËN

Als gevolg van bezuinigingsinspanningen is de totale overheidsschuld in het eurogebied in 2015, voor het eerst sinds het uitbreken van de financiële crisis in 2007, afgenomen. De Europese Commissie prognosticeert in haar lenteraming dat de overheidsschuld de komende jaren geleidelijk aan verder zal teruglopen. Uit de figuur volgt dat de overheidsschuld als percentage van het bbp (linkeras) in veel eurolanden en in de VS nog steeds erg fors is in vergelijking met het niveau van 1995.

Hoewel de overheidsschuld in de meeste landen aanzienlijk is toegenomen

men tussen 1995 en 2015, laat de figuur eveneens zien dat de rentelasten (de rente-uitgaven van de overheid als percentage van het bbp, rechteras) in dezelfde periode sterk zijn afgenomen. In Italië is de discrepantie het meest geprononceerd: het schuldniveau is toegenomen met 20 procentpunten naar ruim 130 procent van het bbp, terwijl de rentelasten meer dan gehalveerd zijn, van 11 procent van het bbp in 1995 naar 4 procent van het bbp in 2015. In Nederland zijn de rentelasten weliswaar flink gedaald, maar is ook de overheidsschuld verhoudingsgewijs wat kleiner dan twee decennia geleden.

De discrepantie tussen toenemende overheidsschuld en dalende rentelasten kan verklaard worden door een trendmatige daling van de rente op staatsobligaties. In bijna alle ontwikkelde economieën hebben overheden hun schulden de afgelopen jaren tegen historisch lage rente kunnen herfinancieren. Voor Italië en Spanje geldt daarnaast dat rentes zijn gedaald in aanloop naar de introductie van de euro in 1999.

Een hoge overheidsschuld maakt overheidsfinanciën kwetsbaar voor een toename van renteniveaus, zeker tegen de achtergrond van verwachte budgettaire kosten van vergrijzing. Het is daarom belangrijk dat overheden in het eurogebied de lage rentelasten gebruiken om schuld niveaus af te bouwen. Om deze reden hebben de lidstaten afgelopen maart, tijdens een bijeenkomst van de Ecofinraad, benadrukt dat landen met een hoge overheidsschuld budgettaire meevallers die voortkomen uit de huidige lage renteomgeving primair zouden moeten gebruiken om schulden af te bouwen. • TOEP VAN DIJK EN JESPER HANSON (MINISTERIE VAN FINANCIËN)

