

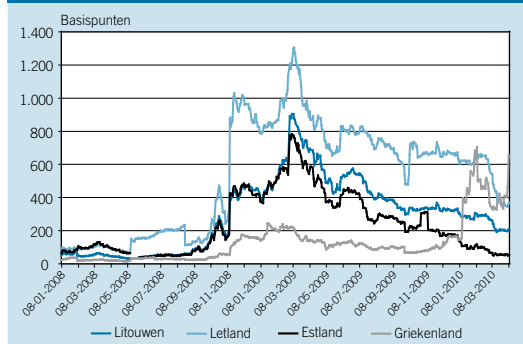
### Positieve ontwikkelingen in Baltische staten

De Baltische staten hebben door de kredietcrisis een flinke economische krimp meegemaakt. Zo kromp de economie van Letland in het eerste kwartaal van 2009 met 18,5% in vergelijking met een jaar eerder, van Estland met 15% en Litouwen met 15,3%. Als gevolg van de negatieve economische ontwikkeling was er minder vraag naar de staatsobligaties van deze landen. De figuur laat zien hoe eind 2008 de premie van *credit default swaps* (CDS), dit is de premie op een verzekering voor het kredietrisico op een staatsobligatie, voor alle drie de landen sterk toenam. Voor Letland nam de risicopremie zo sterk toe, dat het voor de Letse overheid niet meer mogelijk was om op de markt voldoende financiering aan te trekken. In december 2008 ontving Letland een steunpakket van 7,5 miljard euro voor 27 maanden, tegen een rente van 3,78%, van de Europese Commissie, het IMF en bilaterale leningen. Ondertussen gaat het weer beter in de Baltische landen. Vanaf maart 2009 dalen voor alle drie de landen de CDS-premies geleidelijk, voor Estland zelfs tot hetzelfde niveau als voor de crisis. Kredietbeoordelaar Moody's heeft het kredietrisico op de soevereine schuld van Estland, Letland en Litouwen in maart 2010 als stabiel geclassificeerd, terwijl dat daarvoor nog negatief was. Dit ondanks de begrotingstekorten en de economische krimp. Een belangrijke reden voor deze ontwikkeling zijn de ombuigingspakketten die de Baltische staten hebben aangekondigd en deels reeds hebben geïmplementeerd. Litouwen voert pensioenhervormingen door en bevriest salarissen in de publieke sector om het tekort terug te dringen. Letland zal hervormingen in het onderwijs en de gezondheidszorg doorvoeren. Estland heeft eerder al bezuinigd en is voornemens de pensioenleeftijd te verhogen. De Baltische staten

BAT-EL BERGER (MINISTERIE VAN FINANCIËN)

kenden precies een jaar geleden een situatie die, met een CDS-premie van Letland van 1.300 basispunten, nog slechter was dan de huidige Griekse situatie, die met een CDS-premie van 700 basispunten minder extreme hoogten heeft bereikt. De daling in de CDS-premies voor Letland, Estland en Litouwen geven Griekenland, de overige eurolanden en de ECB enige reden voor optimisme dat met concrete implementatie van maatregelen het vertrouwen van de financiële markten kan worden herwonnen.

Credit default swap-premies (basispunten).



Bron: Bloomberg

## Monetaire zaken

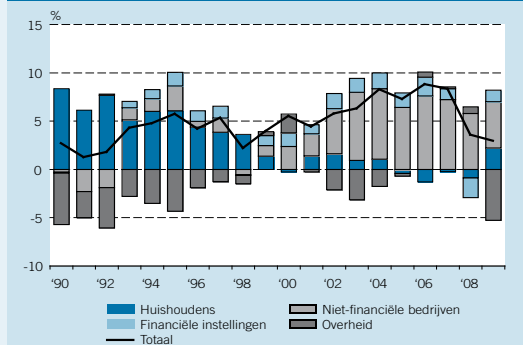
### Nederlandse bedrijven bouwen aan financieel vermogen

Met behulp van de financiële rekeningen die door het CBS worden opgesteld, kan in beeld worden gebracht hoe de verschillende sectoren in een economie zich financieel tot elkaar en tot het buitenland verhouden. Het financiële vermogen van een sector vormt een netto vordering op andere binnenlandse sectoren of op het buitenland. De waarde van het financiële vermogen kan om twee redenen toe- of afnemen. Ten eerste zijn er waardemutaties: het vermogen van huishoudens is in 2009 bijvoorbeeld toegenomen doordat de aandelenkoersen zijn gestegen. Ten tweede zijn er financiële transacties. Bedrijven en huishoudens kunnen bijvoorbeeld leningen aangaan of extra geld aanhouden op hun bankrekening. Uit het saldo van deze netto financiële transacties is per sector af te lezen in hoeverre een vordering van een sector op een andere sector wijzigt, los van waardemutaties. In de figuur zijn deze saldi voor de binnenlandse sectoren bij elkaar gezet, zodat een beeld ontstaat van de gehele Nederlandse economie.

Vanaf 1990 is het saldo van alle binnenlandse sectoren positief, wat betekent dat er bij elkaar genomen een financiële vordering op het buitenland is opgebouwd. Uit de figuur blijkt dat tot de eeuwwisseling vooral huishoudens spaarden. In de eerste helft van de jaren '90 bedroeg de verandering in het financiële vermogen van huishoudens bijna 7% van het bbp per jaar. Voor een belangrijk deel zijn dit pensioenbesparingen. Daarnaast namen ook spaartegoeden bij banken toe. Tegelijkertijd gingen huishoudens hypotheekschulden aan. De afname van de financiële vermogensverandering vanaf de tweede helft van de jaren '90 is bovenal terug te leiden tot de stijging van de hypothecaire schuld-groei van huishoudens. Het huizenvermogen dat hiertegenover stond en in deze periode ook snel is toegenomen komt niet in deze statistiek tot uiting. Vanaf het

JASPER KIEFT (DNB)

Netto financiële transacties per sector, Nederland (in procenten van het bbp).



Bron: CBS

jaar 2000 hielden de opbouw van de vorderingen en schulden van huishoudens elkaar ongeveer in evenwicht. Sindsdien hebben de niet-financiële bedrijven het echter overgenomen. Tussen 2003 en 2007 bedroeg de financiële vermogensopbouw van bedrijven ruim 7% van het bbp per jaar. Deels kwam dit tot uitdrukking in een toename van de bedrijfsdeposito's. Anderzijds werden meer aandelen en overige deelnemingen aangekocht dan er werden uitgegeven.

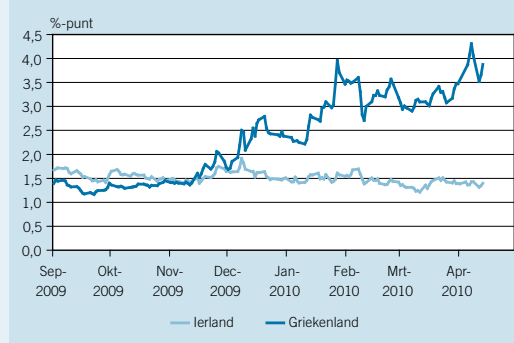
SINDS 1916

### Overschot en tekort aan vertrouwen

De zorgelijke staat van de Griekse overheidsfinanciën is sinds november 2009 volop in het nieuws. Een hoge staatsschuld en een groot begrotingstekort leiden tot onzekerheid over de kredietwaardigheid van de Griekse overheid. Deze onzekerheid vertaalt zich in een hoog en volatiel verschil tussen de Griekse en Duitse staatsrente. Aankondigingen van maatregelen om het tekort terug te dringen en

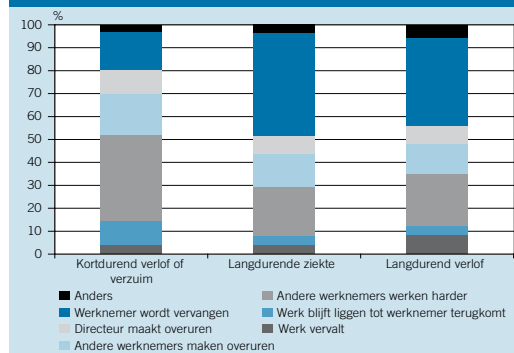
voortgang rondom Europese steun duwen het renteverskil zo nu en dan naar beneden, maar de positieve effecten duurden tot nu toe nooit lang. De omvang van de benodigde bezuinigingen zorgt er samen met de historie van chronische tekorten en foutieve statistieken voor dat Griekenland naast een begrotingstekort en een tekort op de lopende rekening nu ook een tekort aan vertrouwen lijkt te hebben. De Ierse overheid heeft ook te kampen met een fors begrotingstekort en door steun aan de financiële sector is de staatsschuld snel gestegen. Maar het renteverskil met Duitsland ligt al sinds september 2009 rond de 1½ procentpunt. Dit heeft te maken met de proactieve Ierse aanpak bij het terugdringen van het begrotingstekort, waarbij het budget van 2009 twee keer aangepast werd met aanvullende bezuinigingen. Bovendien wordt de solvabiliteit van de Ierse banken versterkt doordat de overheid slechte leningen opkoopt en nieuw eigen vermogen verstrekt. Slecht economisch nieuws uit Ierland vertaalt zich daardoor niet meteen in heftige rentebewegingen. Eind maart werd bijvoorbeeld bekend dat de Ierse economie in het laatste kwartaal van 2009 2,3% kromp ten opzichte van het kwartaal ervoor. Nog geen week later maakte de Ierse overheid bekend dat de kwaliteit van de leningen die opgekocht zullen worden nog slechter was dan eerder werd aangenomen, waardoor de kosten van de overheidssteun aan de banken ook hoger zullen zijn dan verwacht. Slecht nieuws voor de overheidsfinanciën dus, maar het renteverskil met Duitsland nam in de dagen erna af in plaats van toe. De Ieren hebben door een tijdige, heldere en geloofwaardige aanpak om de problemen het hoofd te bieden dus juist vertrouwen gecreëerd.

#### Renteververschil 10-jaars staatsobligatie met Duitsland.



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

#### Manier waarop verlof en verzuim opgevangen wordt.



Bron: SEO-enquête onder werkgevers, 2009

### Opvang van ziekte en verlof

Uit een enquête in 2009 onder 600 werkgevers blijkt dat de meest voorkomende wijze van vervanging bij kortdurend verzuim of verlof is dat andere werknemers harder werken tijdens de gebruikelijke uren. Dat komt voor in 37% van de gevallen. Andere werknemers overuren laten maken is met 18% de tweede belangrijkste opvangmethode. Bij langdurend verzuim wordt de werknemer veel vaker vervangen door een tijdelijke werknemer, namelijk in 45% van de gevallen, en komt het

minder vaak voor dat het werk blijft liggen tot de werknemer terug is, dit gebeurt slechts in 4% van de gevallen. De wijze van vervanging bij langdurend verlof is vergelijkbaar met die bij langdurend verzuim. Opvallend is dat bij langdurend verlof het werk twee keer zo vaak vervalt dan bij langdurend verzuim. In alle gevallen brengt de afwezigheid van de werknemer kosten met zich mee. De minst dure oplossing is dat andere werknemers harder werken tijdens de gebruikelijke uren en dat het werk blijft liggen tot de werknemer terugkomt en de zieke werknemer zelf dus harder werkt tijdens de gebruikelijke uren als deze weer beter is. Dit kan alleen wanneer de capaciteit van werknemers niet volledig benut wordt. Er is dus een buffer in het personeelsbestand waardoor afwezigheid van werknemers makkelijk kan worden opgevangen. Deze buffer heeft zijn prijs: er zijn meer werknemers in dienst dan wanneer er nooit iemand ziek zou zijn of met verlof zou gaan. Voordeel van het hebben van een buffer is dat werknemers niet hoeven over te werken en dat er geen vervanger hoeft te worden ingehuurd. Deze oplossingen gaan met hogere loonkosten gepaard: bij overwerk wordt een overwerktoeslag betaald en vervangers zijn ook meestal duurder dan reguliere werknemers. Uit de enquête onder werkgevers blijkt dat in deze gevallen de loonkosten 10 tot 20% hoger zijn dan die van reguliere werknemers. De duurste oplossing voor de werkgever is het werk te laten vervallen. In dat geval verliest de werkgever de gehele waarde van de productie en dus omzet. Niet alle bedrijven hebben de mogelijkheid een buffer in het personeelsbestand aan te houden. In het kleinbedrijf zijn de mogelijkheden daarvoor kleiner dan in het grootbedrijf. In het kleinbedrijf maakt de directeur vaker overuren om het productieverlies op te vangen dan dat het werk wordt overgenomen door andere werknemers.