

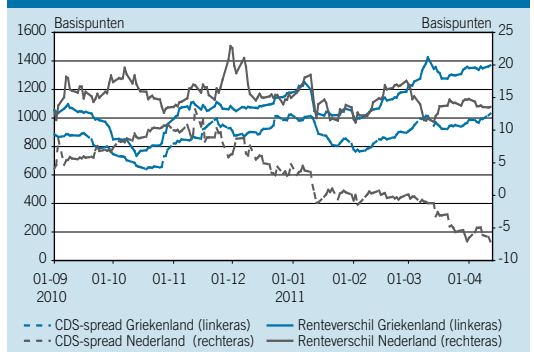
### Efficiëntie van CDS-markten

Een *credit default swap* (CDS) is een financieel instrument dat gezien kan worden als een verzekering tegen failliet gaan van een tegenpartij, en voor deze verzekering moet een premie betaald worden. Ook op Duitsland kan een CDS gekocht worden, hoewel de Duitse rente over het algemeen als risicovrij wordt beschouwd. Daarmee is de theoretische risicovrije rente gelijk aan de rente in Duitsland verminderd met de CDS-premie voor Duitsland. Als een belegger een Grieks obligatie bezit en een CDS op Griekenland koopt, zou deze belegger in principe ook de risicovrije rente willen ontvangen. Aldus kan worden gesteld dat de rente in Griekenland minus de rente in Duitsland, gelijk is aan de CDS-premie voor Griekenland minus de CDS-premie voor Duitsland.

Het verschil in rentes tussen twee landen zou in een efficiënte markt dus een weerspiegeling moeten zijn van het verschil in faillissementsrisico tussen de twee landen. De figuur geeft het verschil ofwel de spread weer tussen de rente en de CDS-premie in het vijfjaars segment tussen Griekenland en Duitsland en tussen Nederland en Duitsland. De vergelijking gaat redelijk goed op voor Griekenland waar het verschil tussen spreads tamelijk constant is. Als de Griekse rentespreads stijgen dan stijgen ook de CDS-spreads, en andersom. Dit gaat echter niet op voor Nederland ten opzichte van Duitsland, wat erop wijst dat de Nederlandse obligatie-CDS-markt minder efficiënt is dan de Griekse. Dit benadrukt de sterke kredietwaardigheid van Nederland. Marktpartijen zijn namelijk nauwelijks extra geïnteresseerd in het handelen van CDS op Nederland als het renteverhaal met Duitsland verandert, omdat ze alle vertrouwen hebben in de kwaliteit van het Nederlandse papier. De Griekse obligatie-CDS-verhouding is

veel sterker, juist omdat de markt onzeker is over Griekenland en geen risico wil lopen.

**Rente- en CDS-verschillen tussen enerzijds Duitsland en anderzijds Nederland en Griekenland.**



Bron: Bloomberg

## Monetaire zaken

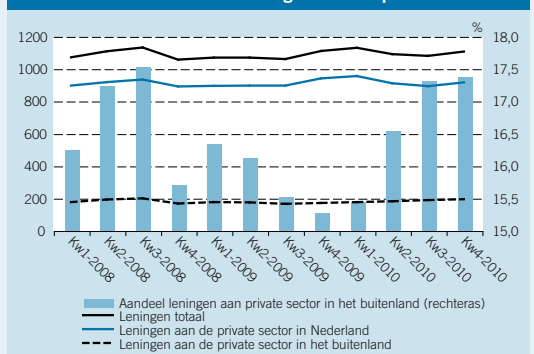
### Kredietverlening aan binnen- en buitenland

In Nederland gevestigde monetaire financiële instellingen verstrekken leningen aan de private sector in binnen- en buitenland. Van de totaal uitstaande leningen ultimo 2010 was 17,4% verstrekt aan financiële instellingen, bedrijven en huishoudens in het buitenland (figuur). Ruim 6% hiervan (71 miljard euro) was uitgegeven aan private partijen in het eurogebied en bijna 11% (121 miljard euro) aan bedrijven buiten het eurogebied. Daarbij bestaat de private sector uit verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen, overige financiële instellingen, niet-financiële particuliere en publieke vennootschappen, en huishoudens.

Sinds de kredietcrisis, en vooral na de val van Lehman Brothers in september 2008, is de kredietverlening aan de private sector gekrompen. De krimp van leningen aan het buitenland was veel sterker dan in Nederland. Hierdoor nam het aandeel van de leningen aan de private sector in het buitenland met 2,2 procentpunt af tot 15,3% in het vierde kwartaal van 2009. De krimp van de kredietverlening aan het buitenland in het eerste jaar van de kredietcrisis was bovenal toe te schrijven aan een afname van de leningen aan de private sector buiten het eurogebied. De omvang van de uitstaande leningen aan andere euro-landen bleef in die periode relatief constant.

Een waarschijnlijke verklaring voor de sterkere krimp van de kredietverlening aan de private sector in het buitenland is een toegenomen mate van *home bias* van monetaire financiële instellingen na het uitbreken van de kredietcrisis. Na een externe schok neemt de risicotolerantie van financiële instellingen af en nemen de gepercipieerde risico's toe. Monetaire financiële instellingen proberen activiteiten te behouden waar zij de meeste toegevoegde waarde leveren, namelijk in die markten waar zij de meeste informatievoordelen hebben ten opzichte van concurrenten. Voor monetaire financiële instellingen zijn dit hun thuismarkten,

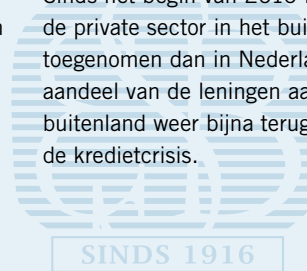
**Het aantal leningen door in Nederland gevestigde monetaire financiële instellingen aan de private sector.**



Bron: DNB

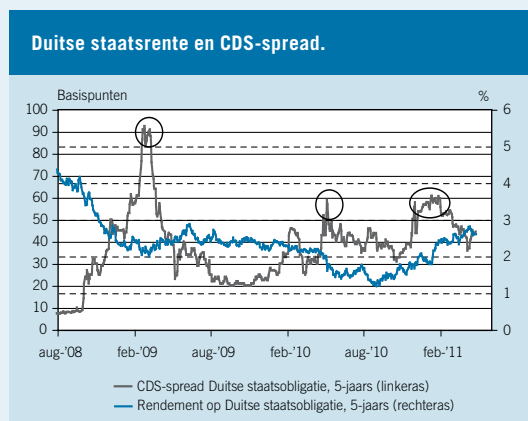
waar bovendien een desinvestering in de relatie met de klant het kostbaarst is.

Sinds het begin van 2010 is de kredietverlening aan de private sector in het buitenland juist weer sterker toegenomen dan in Nederland. Eind 2010 was het aandeel van de leningen aan de private sector in het buitenland weer bijna terug op het niveau van voor de kredietcrisis.



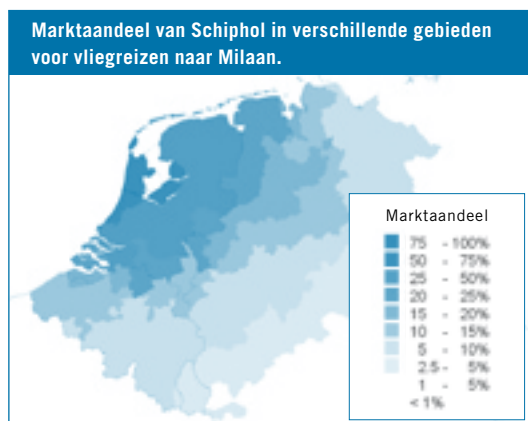
### Hogere Duitse rente niet veroorzaakt door schuldencrisis

Onder de Duitse bevolking leeft onvrede over de hoge bedragen die hun land zou betalen ten gevolge van de problematische overheidsfinanciën in de Europese periferie. Duitsland heeft zich, samen met de andere landen in de eurozone, verbonden aan omvangrijke garanties in het kader van de Europese reddingsfondsen European Financial Stability Facility



Bron: Reuters EcoWin

en European Stability Mechanism. Deze garanties hebben mogelijk ook gevolgen voor de rente op Duitse staatsobligaties. Nadat de schuldencrisis losbarstte in het voorjaar van 2010 daalde de rente op Duits staatspapier aanvankelijk, vermoedelijk omdat beleggers massaal op zoek waren naar veilige beleggingen. Sinds de zomer van vorig jaar is de Duitse rente echter gestaag gestegen, wat zou kunnen duiden op een risicoverschuiving van Zuid-Europa naar Noord-Europese landen als Duitsland ten gevolge van de omvangrijke garantiestelling. Het afleiden van een risico-opslag uit de Duitse staatsrente is echter lastig, want binnen de eurozone wordt als maatstaf voor risico de rente voor overheden doorgaans juist vergeleken met de veilige en zeer liquide Duitse markt voor overheidspapier. De markt voor *credit default swaps* (CDS) kan hier uitkomst bieden. Een CDS is een derivaat waarbij de houder van een obligatie bij wanbetaling de hoofdsom terugkrijgt van de tegenpartij in het contract en in ruil daarvoor een premie (CDS-spread) betaalt. Uit de figuur blijkt dat de vijfjaars CDS-spread voor Duitsland zich vrij onafhankelijk beweegt van de rente op Duitse staatsobligaties. De spread piekte gedurende de mondiale financiële en economische crisis, tijdens de eerste onrust rondom de Griekse overheidsfinanciën en gedurende de onderhandelingen over het Ierse reddingspakket. Een navenante verhoging van de Duitse rente bleef echter achterwege. Nu de CDS-spread sinds het begin van dit jaar omlaag is gekomen, is de rente op Duits staatspapier juist verder opgelopen. De recente stijging van de Duitse rente lijkt dus weinig van doen te hebben met het veranderde risicoprofiel, maar sluit beter aan bij de verbeterde mondiale macro-economische vooruitzichten en de gestegen renteverwachting naar aanleiding van de eerste beleidsrenteverhoging van de Europese Centrale Bank.



Bron: SEO Economisch Onderzoek

### Het marktaandeel van Schiphol

De concurrentie tussen luchthavens in West-Europa is sterk toegenomen, met name onder invloed van de lowbudget-vliegmaatschappijen ofwel prijsvechters. Deze vestigen zich vooral op de kleinere regionale luchthavens, waardoor het belang van bijvoorbeeld de luchthavens Rotterdam en Eindhoven, maar ook vlak over de grens, van de luchthavens in Charleroi en Weeze, sterk is toegenomen. Inmiddels worden jaarlijks op Rotterdam circa één miljoen, en op Eindhoven zelfs twee miljoen passagiers afgehandeld. Daar waar

deze luchthavens eerder in Nederland een marginaal aandeel hadden, hebben zij inmiddels een significant aandeel in de luchtvaartmarkt gekregen. Daarvan is vooral sprake in het zuidoostelijk deel van Nederland. In dat deel is een keus voor Schiphol allerminst vanzelfsprekend meer, omdat andere luchthavens, waaronder Eindhoven, Weeze en Brussel, in veel gevallen dichterbij zijn. Indien men van deze luchthavens naar de gewenste bestemming kan vliegen en zij ook een wat betreft vliegtijden en prijs concurrerend product aanbieden, ligt een keuze voor Schiphol inderdaad niet meer voor de hand. De figuur toont het marktaandeel van Schiphol in de verschillende gebieden van Nederland, België en Duitsland, voor vliegvluchten naar Milaan. Vrijwel alle luchthavens in het achterland bieden vluchten aan naar deze Italiaanse stad. Vliegen vanaf Eindhoven en Weeze is met Ryanair beduidend goedkoper, maar daar staat tegenover dat Schiphol toch nog verreweg het grootste aantal dagelijkse vluchten heeft. Terwijl Schiphol nog steeds de voor de hand liggende keuze is in de noordelijke Randstad en Flevoland, is dat allerminst het geval in andere delen van het land zoals Limburg. Bepalende factoren voor de verdeling van marktaandelen zijn het aantal vluchten (het hoogst op Schiphol), de prijs (veelal lager op de regionale luchthavens) en de afstand en reistijd tot de betreffende luchthavens. In de donkerkleurige gebieden in de figuur, zoals de noordelijke Randstad, is het marktaandeel nog aanzienlijk. In de lichter gekleurde gebieden, zoals Zuidoost-Nederland en het aanpalende grensgebied, is het marktaandeel van Schiphol een stuk kleiner. De opkomst van prijsvechters heeft ertoe geleid dat het aandeel van Schiphol voor de populaire Europese bestemmingen, vooral in Spanje en Italië, in Zuidoost-Nederland sterk is gedaald in de afgelopen tien jaar. Voor intercontinentale reizen heeft Schiphol zijn marktpositie beter kunnen vasthouden, omdat de regionale luchthavens weinig vluchten aanbieden naar bestemmingen buiten Europa.