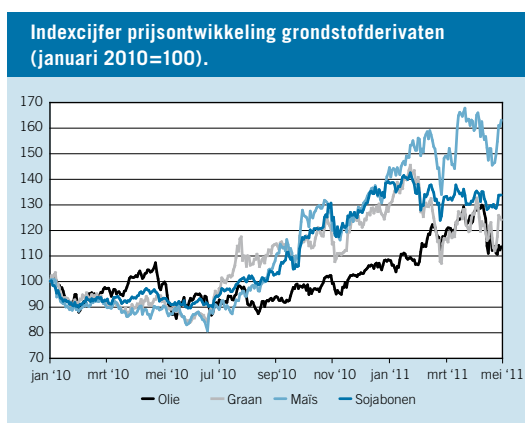


Grondstofderivaten

De stijging van grondstofprijzen vanaf midden 2010 heeft gezorgd voor hernieuwde aandacht van publiek en politiek voor de rol van *financialisation* – de groei van grondstofgerelateerde producten als investeringsklasse. Het volume van indexfondsen die direct of indirect investeren in een breed scala aan grondstofderivaten, is de afgelopen jaren sterk gegroeid. Doordat indexfondsen beleggen in een mandje aan grondstoffen, waaronder olie en agrarische grondstoffen, zou in- en uitstroom van deze fondsen leiden tot prijsschommelingen over de volle breedte van de markt. Dit zou de correlatie tussen olie en agrarische grondstoffen, die ook bestaat via olie als input in het productieproces en het gebruik van biobrandstoffen, versterken. De figuur laat de prijsontwikkelingen zien van enkele grondstofderivaten: ruwe Brent olie, graan, maïs en sojabonen, de laatste drie zoals verhandeld op de Chicago Board of Trade, één van de grootste handelsplatformen voor agrarische grondstoffen. De sterke prijsdaling die begin mei 2011 over vrijwel de hele breedte voor grondstofderivaten plaatsvond, zou een voorbeeld kunnen zijn van het mogelijke effect van indexfondsen. Op basis van informatie over een langzamer dan verwacht herstel van de Amerikaanse economie, daalden niet alleen prijzen van derivaten voor olie, maar ook van maïs, sojabonen en graan. Hoewel oliederivaten na de prijsdaling op een lager peil bleven, is te zien dat er een opwaartse correctie optrad in de prijzen van agrarische grondstofderivaten. Dit is in lijn met het feit dat verwachtingen over vraag en aanbod voor deze grondstoffen – en dus over het toekomstig prijsniveau – grotendeels onveranderd bleven. De figuur laat meer voorbeelden zien van korte termijn prijsschommelingen in zowel olie- als agrarische grondstofderivaten. De grotere

uitslagen voor de laatste groep zou verklaard kunnen worden doordat deze derivatenmarkten minder diep zijn. Wanneer arbitragemogelijkheden minder snel benut worden, is de impact van in- en uitstroom van indexfondsen groter. De figuur laat verder duidelijke verschillen zien in de ontwikkeling van de prijs voor verschillende grondstoffen op langere termijn, op basis van verwachtingen over fundamentele marktfactoren, zoals vraag en aanbod.



Bron: Bloomberg

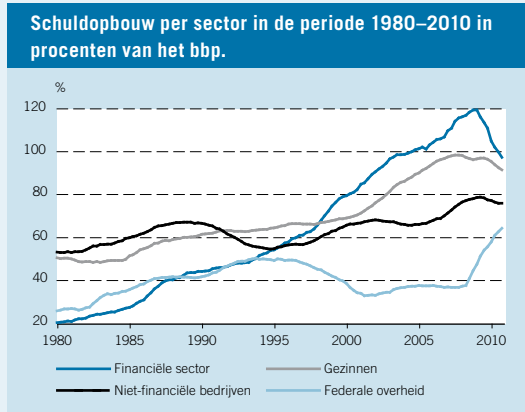
Monetaire zaken

Verschuivend schuldenpatroon in de Verenigde Staten

Vanaf 1980 tot het uitbreken van de financiële crisis in 2008 leende de Amerikaanse financiële sector in een hoger tempo dan enig andere sector (figuur). Ultimo 1990 bedroeg de schuld van de financiële sector 43% van het bruto binnenlands product (bbp), vrijwel even groot als die van de federale overheid. Toen Lehman Brothers failliet ging in september 2008, was de schuld van de financiële sector toegenomen tot bijna 117% van het bbp. De snelle groei, eind 2010 in dollars meer dan zes maal hoger dan in 1990, kwam voor een groot deel door de opkomst van nieuwe financiële producten zoals securitisaties en afgeleide producten. Ter vergelijking: huishoudens zagen in dezelfde periode hun schulden stijgen van 62 tot 97% bbp en bedrijven van 65 tot 78% bbp.

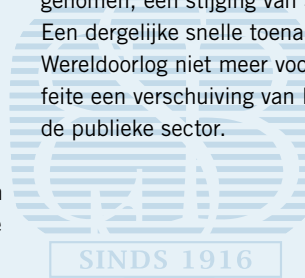
Als gevolg van de kredietcrisis is deze ononderbroken groei vanaf 1954 gestopt en is de schuld van de financiële sector sinds september 2008 met 2900 miljard dollar gedaald: een gemiddelde jaarlijkse afname van bijna 9%. Ook huishoudens verkleinden in deze periode hun schuld met 500 miljard dollar tot ruim 91% bbp. De afname is opmerkelijk omdat sinds 1954 in geen enkel ander jaar de totale uitstaande schuld van huishoudens of van de financiële sector kromp. Deels zijn de afname van de schulden werkelijke aflossingen maar deels ook afschrijvingen van oninbare vorderingen. De schulden van het bedrijfsleven fluctueren doorgaans meer op een conjunctureel patroon maar zijn sinds het uitbreken van de kredietcrisis slechts gering afgenomen.

Een tegenovergesteld beeld laat de schuld van de federale overheid zien. In de periode 1993 tot 2001 onder president Clinton daalde deze, om in de jaren daarna, tot september 2008, in procenten bbp gelijk te blijven. Bij het uitbreken van de financiële crisis was de overheid echter genoodzaakt om met omvangrijke steun de financiële sector overeind te houden en de gevolgen voor huishoudens



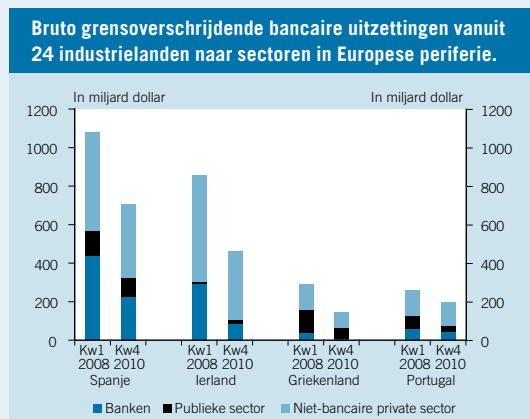
Bron: Federal Reserve flow of funds accounts

te verzachten. Sinds september 2008 is de federale schuld daardoor met circa 3500 miljard dollar toegenomen, een stijging van 37% bbp tot 64% bbp. Een dergelijke snelle toename is sinds de Tweede Wereldoorlog niet meer voorgekomen en betekent in feite een verschuiving van lasten van de private naar de publieke sector.



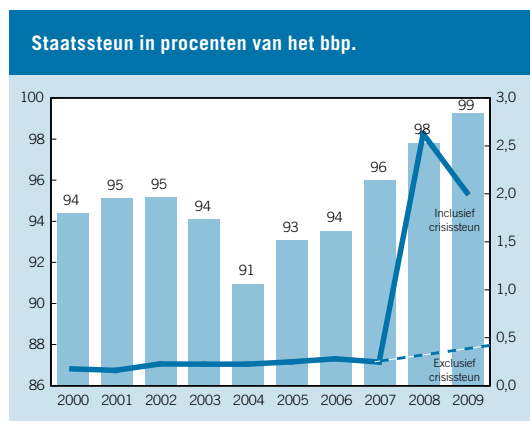
Afname buitenlandse financiering raakt niet alleen overheden

Sinds de crisis is de buitenlandse financiering naar de Europese periferie fors afgenomen. De uitzettingen van buitenlandse banken – grotendeels Europese banken – zijn in deze regio drastisch omlaaggebracht. De buitenlandse bankfinanciering naar Ierland is in een periode van minder dan 3 jaar afgenomen met een bedrag gelijk aan ruim 190%



Bron: BIS; Rabobank

van het Ierse bbp. De afname van de bancaire uitzettingen in Portugal is tot het einde van 2010 juist relatief beperkt gebleven. Hierbij moet worden opgemerkt dat een deel van de afname naast actieve schuldafbouw kan zijn veroorzaakt door afwaardering van schuld papier. De figuur laat zien dat de afname zeker niet alleen geldt voor schuld papier van overheden, maar ook voor de financiering van de bancaire en niet-bancaire private sector. Gedurende het afgelopen decennium hebben bedrijven en huishoudens in de periferie ten opzichte van het Europese gemiddelde een relatief hoge netto schuld opgebouwd. De herfinanciering van deze leningen staat sinds de crisis onder druk omdat de terugbetalingscapaciteit van de private sector is afgenomen door de stevige overheidsbezuinigingen en de magere economische vooruitzichten. De bedrijven en huishoudens in de periferie worden hierdoor gedwongen tot een forse schuldafbouw. Door de lagere terugbetalingscapaciteit loopt het perifere bankwezen een hoger risico op wanbetaling op zijn uitstaande leningen. Daarnaast blijkt uit de figuur dat de perifere banken worden geconfronteerd met een forse afname van buitenlandse bankfinanciering, wat hen in sterke mate afhankelijk maakt van financiering vanuit de Europese Centrale Bank. De financieringsproblemen van het perifere bankwezen verhinderen een gezonde binnenlandse kredietverlening, wat de problemen in de niet-bancaire private sector alleen maar groter maakt. Om deze negatieve spiraal te doorbreken is een toename van de concurrentiekracht van perifere bedrijven noodzakelijk om de toekomstige financieringsbehoefte te verkleinen en ook om (buitenlandse) investeerders te overtuigen tot herfinanciering. Dit trage proces is doorgaans pijnlijk maar vormt de belangrijkste uitdaging voor de private sector in de periferie.



Bron: Europese Commissie, 2010

Staatssteun in Nederland

Met jaarlijks niet meer dan 0,2% staatssteun als percentage van het bbp per jaar behoorde het Nederlandse percentage vóór de financiële crisis tot een van de laagste van Europa (figuur). In 2008 neemt staatssteun als gevolg van de financiële crisis toe met 1100%; in de Europese Unie als geheel met een kleine 500%. Ook wanneer de crisissteun niet wordt meegerekend, neemt staatssteun als percentage van het bbp in Nederland toe tot 0,3% in 2009. Eenzelfde stijging is in de EU als geheel

zichtbaar. Plausibele verklaringen hiervoor zijn een toename in “reddings- en herstructureringssteun” (niet zijnde crisissteun waarbij tijdelijk een ruim regime geldt) als gevolg van de economische teruggang en een met de crisis samenhangende afnemende discipline in de reguliere steunuitgaven. De cijfers zijn exclusief staatssteun aan landbouw, visserij en transport. Steun aan landbouw bedraagt in Nederland 23% van alle jaarlijkse steun en dat is bijna anderhalve keer het Europees gemiddelde.

Met het State Aid Action Plan (SAAP) lanceerde de Europese Commissie in 2005 een plan voor minder, maar beter gerichte staatssteun op verschillende vormen van marktfalen. Dit wordt horizontale steun genoemd en bestaat onder meer uit subsidies voor onderzoek en ontwikkeling (O&O), risicokapitaal, midden- en kleinbedrijf, milieu, en training van werknemers. Dergelijke steun kan rekenen op minder strenge regelgeving en eenvoudiger procedures, omdat deze als minder verstorend wordt gezien en bijdragend aan de Europese groei-strategie.

Sinds SAAP is in Nederland een verschuiving te zien naar horizontale steun: 99,3% van de staatssteun exclusief crisissteun en exclusief staatssteun aan landbouw, visserij en transport is horizontale steun. Het SAAP is effectief geweest: in de EU was in 2000 nog 66% horizontale steun; in 2009 was dit 84%. Afgezien van steun aan landbouw, visserij en transport en crisissteun geven inmiddels zeven Europese landen geen andere steun meer dan horizontale steun. Met zowel alle publieke uitgaven aan O&O als percentage van het bbp als staatssteun aan O&O zit Nederland onder het Europees gemiddelde: respectievelijk 0,59% van het bbp ten opzichte van het EU-gemiddelde van 0,64%, en 0,8% van het bbp ten opzichte van het EU-gemiddelde van 0,9%.