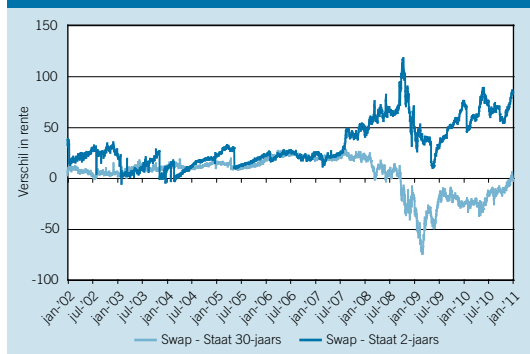


Een risicovrije rente

Pensioenfondsen gebruiken de swaprente om de netto contante waarde van toekomstige verplichtingen en daarmee de dekkingsgraad te berekenen. De swaprente kan net als de staatsrente worden gezien als risicovrij. Voor de swaprente geldt dit omdat geen hoofdsommen maar alleen rentestromen worden uitgewisseld en onderpandverplichtingen deel uitmaken van de meeste swaptransacties. En de staatsrente vanwege de hoge kredietwaardigheid van de Nederlandse Staat. De figuur laat het verschil zien tussen de swaprente en de Nederlandse staatsrente voor looptijden van 2 en 30 jaar. Te zien is dat in aanloop naar de financiële crisis de verschillen tussen beide zeer beperkt waren. Omdat de swaprente in deze periode consistent iets boven de staatsrente lag, leidde de keuze voor de swaprente tot een iets lagere dekkingsgraad. De kredietcrisis betekende een verminderd vertrouwen tussen banken en hogere interbancaire rentes. Hierdoor steeg de 2-jaars swaprente ten opzichte van de Nederlandse staatsrente. Omdat beleggers in tijden van crisis hun toevlucht nemen tot waardevast schuld papier van de meest kredietwaardige overheden, lijkt voor korte looptijden de staatsrente een betere maatstaf te zijn voor risicovrij. In tegenstelling tot de korte rente daalde de 30-jaars swaprente ten opzichte van de staatsrente. Vanwege de overwegend langlopende verplichtingen van pensioenfondsen betekende dit in deze periode hogere netto contante waarden en lagere dekkingsgraden. Analisten geven een aantal mogelijke redenen voor deze beweging van de lange swaprente. Enerzijds zetten pensioenfondsen die hun langlopende renterisico's wilden afdekken de lange swaprente onder neerwaartse druk. Anderzijds leidde de schulden crisis tot de perceptie dat de langetermijnhoudbaarheid van Europese

overheidsfinanciën relatief verslechterde. De laatste verklaring zou impliceren dat voor lange looptijden de swaprente in 2009 en 2010 een betere inschatting was van de risicovrije rente. Welke rente de risicovrije rente het best benadert, lijkt dus afhankelijk te zijn van specifieke factoren op financiële markten en van de looptijd. Overigens laat de figuur zien dat 30-jaars renteversillen inmiddels weer sterk zijn gedaald, tot ongeveer nul begin januari 2011.

Versillen tussen de swaprente en de Nederlandse staatsrente (in basispunten).



Bron: Bloomberg

Monetaire zaken

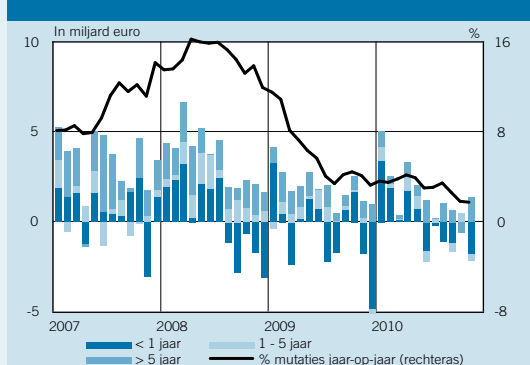
Zakelijke kredietgroei daalt gestaag

De zakelijke kredietgroei in Nederland is in de tweede helft van 2010 gestaag verder gedaald. In november kwam deze uit op 1,7%, het laagste niveau sinds 2004. De daling wordt vooral gedreven door een afname van kortlopend krediet. In de twaalf maanden tot en met november nam het kort krediet aan Nederlandse bedrijven met bijna 3 miljard euro af, terwijl het kredietvolume met langere looptijden toenam met ruim 9 miljard euro (figuur). Met een positieve zakelijke kredietgroei is Nederland een uitzondering binnen het eurogebied. Alleen in Portugal, Cyprus en Slovenië kwam de zakelijke kredietgroei gedurende het afgelopen jaar ook niet onder nul. In het eurogebied als geheel trok de kredietgroei tegen het einde van het jaar weer voorzichtig aan, zij het vanaf een negatief groeicijfer. In november kwam de zakelijke kredietgroei hier uit op -0,1%. Gedurende 2010 losten bedrijven in het eurogebied per saldo dus ongeveer evenveel bankleningen af als zij aangingen.

De zwakke kredietgroei hangt voor een belangrijk deel samen met de ontwikkeling in de vraag naar kredieten. Uit de Bank Lending Survey (BLS), een kwalitatieve kwartaalenquête naar het kredietbeleid van banken, blijkt dat de onderzochte Nederlandse banken de afgelopen jaren in meerderheid een afname van de kredietvraag constateerden. Het netto percentage banken dat deze afname constateerde neemt sinds eind 2009 wel weer gestaag af, in lijn met de verbeterende macro-economische situatie, en lag in het derde kwartaal van 2010 op nul. Voor het vierde kwartaal verwacht een kleine meerderheid van de banken weer een toename van de kredietvraag.

Naast vraagfactoren bepalen ook aanbodeffecten het verloop van de kredietverlening. In de BLS geven banken aan dat zij de kredietvoorwaarden voor bedrijven sinds het uitbreken van de financiële crisis elk kwartaal hebben aangescherpt.

Mutaties in zakelijke kredietgroei Nederland.



Bron: DNB

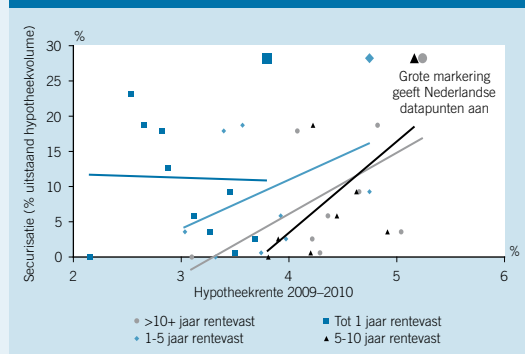
De afgelopen kwartalen ligt het netto percentage banken dat aanscherpt met 14% weliswaar laag, maar er is per saldo nog steeds geen sprake van een versoepeling. Hierdoor is het voor bedrijven minder gemakkelijk geworden om krediet te krijgen tegen dezelfde voorwaarden als voor de crisis. Vanwege de aangescherpte kredietvoorwaarden bij banken en de sterk verbeterde financieringscondities op de kapitaalmarkt, is een deel van de vraag naar bancaire leningen vervangen door bedrijfsobligaties.

SINDS 1916

Nederland securitisatieland

Nederland kende voorafgaand aan de crisis van alle eurolanden de grootste securitisatievolumes ten opzichte van het uitstaande hypotheekvolume. Ruim een kwart van de Nederlandse hypotheek werd door uitgifte van op hypotheek gebaseerde obligaties (securitisaties) gefinancierd. In 2008 en 2009 nam het Europese securitisatievolume verder toe. In België, Ierland en Italië nam dit volume scherp toe

Securitisatie en hypotheektarieven van voor de crisis (in procenten).



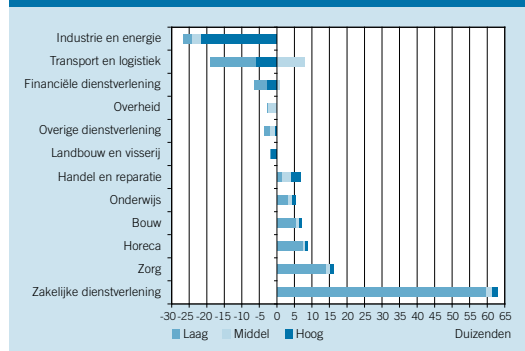
Bron: ECB; European SecuritisationForum; Rabobank

en benaderde het ten opzichte van het uitstaande hypotheekvolume het Nederlandse niveau. Die ontwikkeling na 2007 is echter maar beperkt gerelateerd aan ontwikkelingen in de betreffende hypotheekmarkten. Securitisaties in 2008 en 2009 werden niet of nauwelijks doorgevoerd ter financiering van hypotheekverstrekking, maar hadden vooral als doel om al dan niet preventief middelen beschikbaar te hebben om als onderpand aan de ECB te kunnen aanbieden in ruil voor liquiditeit. In de figuur staan voor de eurolanden de securitisatievolumes van 2007 afgezet tegen de gemiddelde hypotheektarieven in 2009 en 2010 voor de eurolanden. De verschillende rentevastperiodes worden onderscheiden met de verschillende markerings, waar de Nederlandse observatie telkens met de extra grote markering wordt aangeduid. Per rentevastperiode geeft een trendlijn bovendien het lineaire verband weer tussen de securitisatievolumes van vóór de crisis en de gemiddelde hypotheektarieven sindsdien. Uit de figuur is duidelijk op te maken dat, behoudens hypotheek tot 1 jaar rentevast, een positief verband bestaat tussen de securitisatievolumes van voor de crisis en de hoogte van de hypotheektarieven in de crisisjaren waarin de securitisatiemarkt niet of nauwelijks toegankelijk was voor het aantrekken van financiering. Het geschetste verband is een correlatie en niet op voorhand een causaliteit. Een mogelijke interpretatie van het verband is dat hypotheekmarkten als de Nederlandse met het wegvalen van securitisatie als fundingbron een grotere deel van de nationale hypotheekfinanciering zien wegvalen dan andere landen. Specifieke hypotheekaanbieders verlaten noodgedwongen de markt. Anderen kunnen alternatieve, maar doorgaans duurere, financieringsbronnen aanboren, bijvoorbeeld gedekte obligaties of spaargeld. De hogere kosten resulteren vervolgens in hogere hypotheektarieven.

PETER RISSEEUW, RENZA DOSKER EN CARL KOOPMANS (SEO ECONOMISCH ONDERZOEK)

Economie en samenleving

Banengroei in de Metropoolregio Amsterdam (in duizenden).



Bron: SEO-rapport 2010(45)

Nieuwe banen in Amsterdam

Tussen 1996 en 2002 groeide de economie van de Metropoolregio Amsterdam sterk. Het aantal banen nam toe van 900.000 tot 1,1 miljoen. Van 2002 tot 2007 was er een stabilisatie, maar vanaf 2007 kwamen er nog eens 80.000 banen bij. Dat leidde tot ernstige krapte op de arbeidsmarkt en een zeer lage werkloosheid. Door de economische crisis van eind 2008 en 2009 is de productie aanzienlijk teruggelopen, maar de werkgelegenheid vrijwel niet.

Voor de periode 2011–2015 voorspelt SEO Economisch Onderzoek (2010) opnieuw banengroei (figuur). Uitgangspunt voor de voorspelling is de Economische Verkenning 2011–2015 van het CPB die vervolgens is vertaald naar de Amsterdamse regio. Er worden drie scenario's onderscheiden. In het optimistische, hoge scenario neemt het aantal banen in de Amsterdamse Metropoolregio tussen 2009 en 2015 toe met 90.000, in het middenscenario met 60.000 en in het lage scenario met 32.000.

Uit de figuur blijkt dat de verschillen in de werkgelegenheidsontwikkeling tussen sectoren groot zijn. In de zakelijke dienstverlening groeit de werkgelegenheid met circa 60.000 banen. Ook voor de zorg zijn de vooruitzichten goed. Transport en industrie zullen werkgelegenheid blijven verliezen, vooral door een stijgende productiviteit. Onzekerheid doet zich voor in het transport, zoals voor Schiphol en in het zeehavengebied, en in de financiële dienstverlening, omdat deze sectoren sterk conjunctuurafhankelijk zijn. In de groei van de zakelijke dienstverlening zit ook een sterke toename van het aantal zzp'ers. Die groei was reeds sterk in 2009 en kon toen gezien worden als een reactie op de crisis waarbij werknemers die hun baan waren kwijt geraakt zich vestigden als zelfstandigen. Of dit een echte structuurverandering is, of een tijdelijk buffermechanisme, moet nog blijken. Binnen de Amsterdamse Metropoolregio springt Amsterdam zelf eruit qua werkgelegenheidsgroei. Daar neemt het aantal banen naar verwachting met 25.000 tot 48.000 toe. Aangezien de arbeidsparticipatie in Amsterdam naar verwachting met slechts 4.900 personen stijgt, mag een flinke groei van de inkomende pendel verwacht worden.