

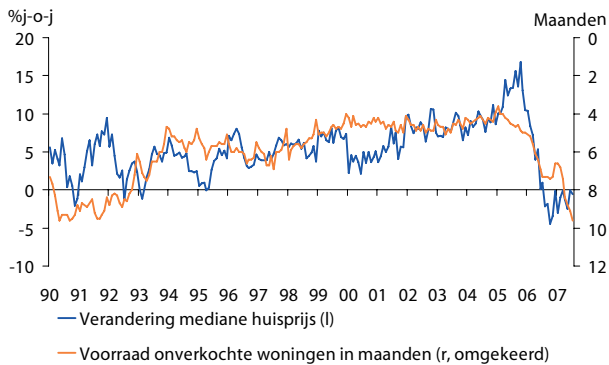
Internationaal

Onrust op de financiële markten

De oplopende verliezen in de Amerikaanse hypotheekmarkt hebben een kettingreactie op gang gebracht die bijna geen hoek van de financiële markten in de VS en Europa onberoerd liet. Het bankwezen werd

geraakt door de onrust en de centrale banken moesten extra liquiditeit in het systeem pompen om de geldmarkt te sussen. Hoewel de wereldeconomie gezond is en tegen een stootje kan, is het aannemelijk dat vooral de Amerikaanse economie de dans niet zal ontspringen.

Figuur 1: Omslag in de Amerikaanse huizenmarkt



Bron: EcoWin

Van 'easy money' ...

Om te begrijpen wat de huidige crisis op de financiële markten heeft veroorzaakt, moeten we eerst terug naar de oorspronkelijke aanleiding hiervoor. Dat is de ontwikkeling van de zogeheten subprime hypotheekmarkt in de VS en de gemakkelijke verschaffing van leningen door Amerikaanse financiële instellingen in de voorgaande jaren. De jaren 2002-2004 werden gekenmerkt door zeer lage geldmarkttrentes als gevolg van een stimulerend beleid van de Fed (en, in mindere mate, de ECB). De Fed zag in 2003 een potentieel

gevaar van deflatie. Velen zagen de lage beleidsrentes in die periode dan ook als gerechtvaardigd, om te voorkomen dat de VS in eenzelfde depressie zou glijden als die waarin de Japanse economie zich sinds het begin van de jaren negentig in had bevonden.

De combinatie van lage rente en stijgende huizenprijzen deed een grote groep mensen besluiten om een tweede en soms zelfs een derde hypotheek te nemen. Daarbij werden exotische hypotheekvormen niet geschuwd. Veel hypotheekverschaffers boden leningen aan met zeer lage instaptarieven (soms voor enkele jaren). Ook stak, door de continu stijgende huizenprijzen, speculatie de kop op: veel mensen kochten een huis met geleend geld in de hoop dit snel weer door te kunnen verkopen (de prijzen stegen immers). Dit ging hand in hand met de stormachtige groei van de subprime hypotheekmarkt: veel Amerikaanse gezinnen met een twijfelachtige kredietwaardigheid wisten toch een lening via het subprime segment van de hypotheekmarkt te krijgen. De hypotheekverstrekkers vroegen hiervoor een extra hoge rente als vergoeding voor het grotere risico op wanbetaling. Dit moest wel tot problemen leiden, mede door onvoldoende toezicht: in sommige gevallen werden leningen verstrekt aan mensen die zich dit niet konden veroorloven, bijvoorbeeld omdat zij geen enkel inkomen hadden. Bovendien leidde de sterke concurrentie tussen de subprime leningverstrekkers waarschijnlijk tot het nemen van grotere risico's dan verantwoord was.

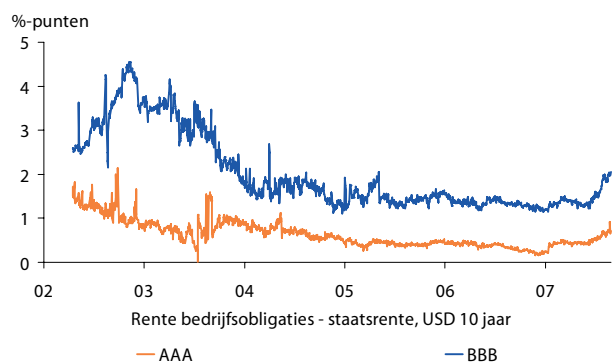
... en financiële innovatie ...

Door al deze ontwikkelingen heen liep ook nog een andere ontwikkeling, namelijk die van de financiële innovatie. Hypotheekverstrekkers (en andere financiële instellingen) hebben in toenemende mate gedeeltes van hun hypotheekportefeuille gesecuritiseerd. Dat wil zeggen dat hypotheekleningen met een vergelijkbaar risicoprofiel worden gebundeld en herverpakt als obligatie. Deze obligaties kunnen vervolgens worden verkocht aan beleggers. Hierdoor worden de opbrengsten van de gebundelde hypotheekleningen, maar ook het risico van wanbetaling, overgedragen aan de obligatiehouders, tegen een vergoeding. Omdat de obligaties verhandelbaar zijn kunnen beleggers deze weer doorverkopen aan andere beleggers. Dergelijke obligaties zijn terechtgekomen bij financiële instellingen, hedge funds (speculatieve beleggingsfondsen) en

Internationaal

andere beleggers waardoor het risico verspreid is over het gehele financiële sector. Daarmee is echter ook onduidelijk geworden waar de kosten van eventuele verliezen terecht komen.

Figuur 2: Risico-opslagen lopen flink op



Bron: EcoWin

Voor banken heeft het doorverkopen van hypotheeken het voordeel van balansverkorting: het 'van de balans' halen van deze verhandelbare leningen door ze in speciale vehikels te plaatsen. Veel banken zijn dus steeds meer hun traditionele rol van 'kort lenen op de geldmarkt en lang uitlenen op de kredietmarkt' gaan uitbesteden. Een van de drijvende krachten hierachter was hun streven om hun solvabiliteitsmaatstaven te verbeteren, dit tegen de achtergrond van de steeds sterker toenemende regulering. Veel banken en financiële instellingen hebben in de afgelopen jaren grote financieringsprogramma's opgezet waarin de gesecuritiseerde leningen zijn geplaatst en welke vervolgens gefinancierd worden met (korte termijn) geldmarkt leningen, veelal zogeheten 'commercial paper'.

... naar 'tight money'

Toen de Amerikaanse economie in 2004 de weg omhoog weer had gevonden en de inflatie aantrok, ging de Fed over tot een beleid van renteverhogingen, wat de beleidsrente in de zomer van 2006 uiteindelijk op 5,25% zou brengen. Voor sommige huishoudens was de betaalbaarheid van een eigen huis reeds een probleem geworden, maar de stijgende rentes leidden ertoe dat steeds meer gezinnen in betalingsproblemen kwamen. Nu is dit in het verleden wel vaker voorgekomen; als de rente stijgt, neemt het aantal gezinnen met betalingsproblemen toe. Maar ditmaal werden zij die in eerste instantie lage instaptarieven hadden genoten, extra hard getroffen. Nu de rente gestegen was leidde dit tot een verminderde vraag naar woningen en de prijsstijging remde af. Veel Amerikanen hadden voor speculatieve redenen een tweede huis gekocht, maar toen de prijsstijgingen afvlakten deden zij deze in de verkoop. Anderen konden hun hypotheek niet betalen, waardoor gedwongen verkoop volgde. Deze ontwikkelingen zorgde voor een toegenomen aanbod van woningen, dat toch al toenam door de door afgeronde bouwprojecten die begonnen waren tijdens de periode van stijgende prijzen. De dalende vraag en stijgende aanbod hadden prijsdalingen als onvermijdelijk gevolg (zie grafiek 1).

Voor diegenen die pakketten met hypotheeken kochten was de crisis op de huizenmarkt uiteraard geen goed nieuws. Hierdoor nam de kans op wanbetaling in de achterliggende hypotheeken toe, waardoor de waarde van deze effecten daalde. Net als met normale obligaties, als de koers daalt, dan stijgt de rente. Een andere manier om dit verlies uit te drukken is dan ook in een stijging van de risicopremie, het verschil in de rente op hypotheekobligaties met die van staatsleningen. Dit verschil steeg flink, maar niet alleen op deze effecten.

Weerslag op risicopremies

De vertrouwenscrisis heeft ook haar weerslag gehad op risicopremies in het algemeen. Niet alleen de pakketten met gesecuritiseerde hypotheeken, maar feitelijk alle leningen die een faillissementsrisico met zich meedragen kennen een risicopremie boven risicovrije obligaties. De gemiddelde risicopremie voor een Amerikaanse obligatie met BBB rating, bijvoorbeeld, was aan het begin van het jaar 120 basispunten. Dit was een historisch relatief lage premie en was slechts

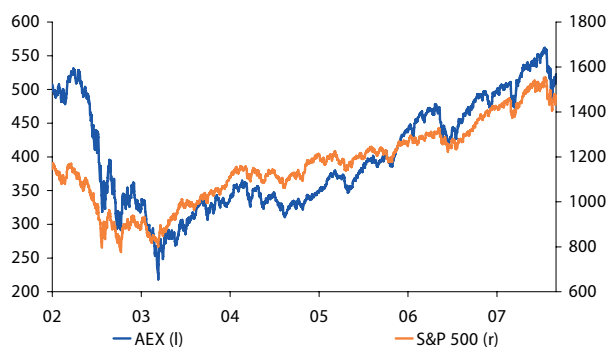
Internationaal

deels te verklaren door de goede economische fundamenten. De renteversillen ten opzichte van staatsobligaties (die als enige worden verondersteld geheel risicovrij te zijn) waren zo krap, dat aan de lange termijn houdbaarheid van die situatie kon worden getwijfeld. Maar de grote vraag naar

dergelijke effecten door beleggers op zoek naar hogere rendementen had tot voor kort een 'gezonde correctie' in deze renteversillen (of 'spreads' in financiële terminologie) tegengehouden.

Door de ontwikkelingen in de Amerikaanse hypotheekmarkt en een algehele herbezinning op het gelopen risico drong echter het besef door bij beleggers dat de risicopremies te laag waren gegeven de fundamentele vooruitzichten. Als gevolg liepen risicopremies snel op tot meer dan 200 basispunten voor BBB-papier in augustus (zie grafiek 2).

Figuur 3: Beurzen onder druk door crisis



Bron: EcoWin

Dalende aandelenmarkt

Terwijl de risicopremies stegen, zagen we tegelijkertijd aandelenkoersen dalen. De problemen op de subprime hypotheekmarkt hebben bovenal de aandelenkoersen

van financiële waarden getroffen omdat deze een directe relatie hebben met de hypotheekmarkt. Beleggers vreesden echter dat de crisis ook haar weerslag zou hebben op de economie als geheel waardoor aandelenkoersen van andere sectoren ook getroffen werden. Bovendien maakten de onzekerheid en bijbehorende volatiliteit op de markten dat beleggers geld uit risicovol geachte beleggingen, zoals aandelen, terughaalden. Wat bovendien meespeelde is het feit dat beleggers, met name hedge funds, veelal met geleend geld geïnvesteerd hadden in strategieën die goed gedijen in rustige markten. Tijdens zeer volatiele markten bleken deze strategieën echter verliesgevend te zijn en het terugdraaien hiervan bleek op zichzelf weer de turbulentie te stimuleren en de situatie te verergeren. Hierdoor raakten tevens veel beleggers het vertrouwen kwijt in hedge funds, wat weer tot verdere gedwongen verkopen van hun activa leidde.

Terugdraaien carry trade

Zoals gezegd, investeerden de hedge funds veelal met geleend geld. Naarmate de Fed en de ECB de rente verder verhoogden terwijl de Bank of Japan haar rente wel laag hield, vond een verschuiving plaats om steeds meer Japanse yen te lenen en deze vervolgens om te beleggen in effecten genoteerd in andere valuta's. De lage Japanse rente en de goede rendementen op de beleggingen, waaronder deposito's, aandelen en bedrijfsobligaties, maakten deze zogenoemde 'carry trades' rendabel. Nu de rendementen verslechteren worden veel van deze posities, al dan niet gedwongen, teruggedraaid. Dit betekent dat beleggers yen moeten kopen om de yen-leningen terug te betalen. We zien in deze turbulente markt dan ook een versterking van de Japanse yen ten opzichte van bijvoorbeeld de euro, US dollar, Braziliaanse real en Nieuw Zeelandse dollar.

Beleggers zoeken veilige haven

In omstandigheden zoals we die in de afgelopen weken hebben meegemaakt, zien we tevens het gangbare patroon dat beleggers een veilige haven zoeken. Zij doen dat door te switchen uit risicovolle beleggingen (aandelen, bedrijfsobligaties) naar overheidspapier (vooral met een korte looptijd om het renterisico te beperken). Dit was ook duidelijk zichtbaar in de financiële markten in de afgelopen weken. Dit drukte de kapitaalmarktrentes, vooral in de VS, sterk. Zo zakte het

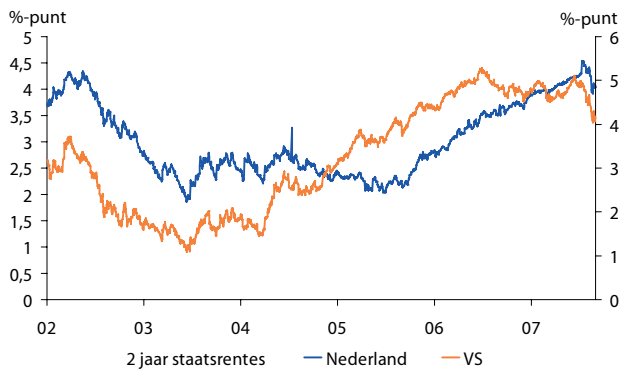
Internationaal

rendement op 5-jaars Amerikaans staatspapier met meer dan 90 basispunten sinds de piek van 5,25% half-juni (haar Duitse tegenhanger zag het rendement dalen met 50 basispunten).

Aangezien deze vlucht vaak vooral plaatsvindt naar de kortere looptijden (2 – 5 jaar), leidde dit dan

ook tot een steilere rentecurve in de VS. In de eurozone was dit overigens minder het geval, omdat financiële markten de kans dat de ECB daadwerkelijk ook tot renteverlagingen zou kunnen overgaan tot nog toe kleiner achten, terwijl de speculaties over een op handen zijnde renteverlaging van 50bp door de Fed steeds meer zijn toegenomen.

Figuur 4: Vlucht naar kwaliteit



Bron: EcoWin

Volatiliteit en mark-to-market

De enorme beweeglijkheid van de markten in de afgelopen twee maanden heeft echter voor nog meer problemen gezorgd. Veel financiële marktpartijen zoals investeringsbanken maken gebruik van de derivatenmarkt om hun risico's te managen wanneer zij transacties aangaan met andere marktpartijen zoals andere banken en beleggers. Omdat de beweeglijkheid van de markten sterk is toegenomen, is het echter steeds moeilijker ge-

bleken om dit te doen. Hierdoor ontstonden er problemen met de prijsvorming van financiële instrumenten. In sommige gevallen konden of durfden partijen geen waardering van deze instrumenten af te geven. De markt kwam daardoor dus in sommige gevallen helemaal stil te liggen.

Strengere boekhoud- en verslagleggingregels en de securitisering van (oorspronkelijk) niet-overdraagbare leningen hebben ertoe geleid dat steeds meer financiële activa continu gewaardeerd dienen te worden tegen de 'huidige marktprijs' in plaats van tegen stabielere vormen van waardering (zoals 'kostprijs' of 'lange termijn waardering'). Het gevolg hiervan is dat steeds meer beleggers geconfronteerd worden met grote uitslagen in de waardering van hun activa (zeker als markten zo beweeglijk zijn). In sommige gevallen, wanneer sprake is van een solvabiliteitsprobleem of als beleggers zich massaal willen terugtrekken uit beleggingsfondsen, kan dit deze beleggingsfondsen (zoals hedge funds) dwingen om activa te verkopen. Dit veroorzaakt dan mogelijk weer extra neerwaartse prijsdruk.

Liquiditeitscrisis

Op donderdag 9 augustus werden de financiële markten plotseling geconfronteerd met een acuut liquiditeitstekort in de geldmarkt (dit betrof vooral dollars). De gezamenlijke banken werden geconfronteerd met een toegenomen liquiditeitsvraag vanuit de speciale vehikels waarin zich gesecuritiseerde leningen bevinden. Deze vehikels bleken problemen te ondervinden om zich te financieren op de dollar geldmarkt, omdat beleggers weigerden nog langer geld te verschaffen aan partijen waarvan zij niet wisten in hoeverre deze subprime-producten hadden. Beleggers konden geen onderscheid meer maken tussen goede en slechte partijen. De vehikels wendden zich in veel gevallen tot hun sponsors (de banken) om bij te springen (vaak is dit zelfs geregeld in de statuten). Er ontstond dus een acuut liquiditeitstekort in dollars tussen de onderlinge banken. Door deze crisis liep de koers van de dollar op tegenover de euro, omdat er vraag naar dollars was om het acute tekort in de geldmarkt te dichten.

Internationaal

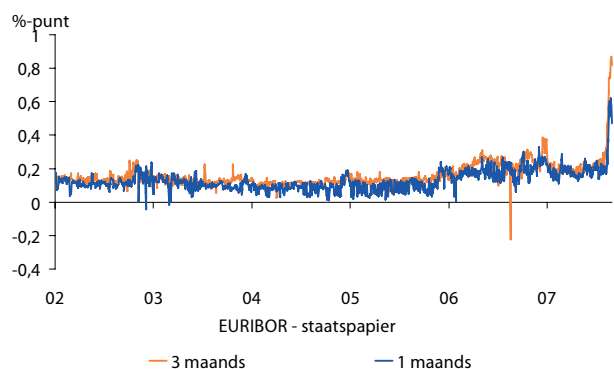
Centrale banken voldoen aan eerste behoefte

De liquiditeitscrisis zorgde voor sterke stijgingen van de daggeldtarieven (zowel in dollars als in euro's) tot ver boven de officiële rentetarieven van de centrale banken. De grote centrale banken

(de ECB als eerste) besloten dan ook bij te springen om tijdelijk extra liquiditeiten in het financiële systeem te pompen. Zo deed de ECB een injectie van EUR 95mrd op die bewuste donderdag. Zij deden dit ten eerste om een ordentelijke marktwerking te bevorderen, maar vooral ook om de geldmarkttarieven terug te duwen naar hun oorspronkelijke niveaus.

Het is overigens een misvatting dat de banken het geld van de centrale bank hebben gekregen; zij dienden namelijk onderpand (in de vorm van bijvoorbeeld staatsobligaties) ervoor in de plaats te geven. Bovendien was het voor een zeer korte periode en betaalden zij hiervoor gewoon rente aan de ECB.

Figuur 5: Geldmarkt in oproer



Bron: EcoWin

Fed en ECB huiverig over inzet rentewapen

Hoewel de acute ('overnight') liquiditeitsproblemen in de geldmarkt door de centrale banken zijn verholpen, lijkt het probleem van een algeheel tekort aan liquiditeiten in de geldmarkt nog niet voorbij. Een van de oorzaken hiervoor is dat zowel de Fed als de ECB tot nu toe niet hebben laten blijken dat zij ook bereid zijn om de beleidsrente te verlagen (in het geval van de Fed) of (in het geval van de ECB) op zijn minst niet te verhogen. De reden waarom de centrale banken tot nu toe geen signalen hebben afgegeven dat zij bereid zijn om 'goedkope' liquiditeit voor langere tijd te verschaffen (in de vorm van lagere rentes) is dat zij bang zijn dat een dergelijk beleid ertoe zou kunnen leiden dat financiële marktpartijen gaan denken dat zij zich (nog) grotere risico's kunnen veroorloven omdat, in het ergste geval, de centrale banken toch altijd weer zullen bijspringen. Dit fenomeen noemen we ook wel 'moral hazard'. Door niet te snel bij te springen, redeneren de centrale banken, zullen de partijen die het meeste risico hebben genomen ook de hardste klappen krijgen en snel orde op zaken stellen in plaats van de problemen voor zich uit te schuiven. Tegelijkertijd zullen centrale banken zichzelf echter voortdurend de vraag moeten stellen in hoeverre het gehele financiële systeem in gevaar is, wat uiteindelijk veel hogere kosten en (onnodige) pijn met zich mee zal brengen voor alle marktpartijen. Tot nu toe lijken de centrale banken te kiezen voor een soort tussenoplossing: zij zijn bereid om bij te springen in geval van acute liquiditeitsproblemen, maar tegelijkertijd geven zij met het rentebeleid aan dat marktpartijen in eerste instantie zelf hun problemen zullen moeten oplossen.

De Fed zal proberen een verlaging van de federal funds target rate zo lang mogelijk uit te stellen, bijvoorbeeld door noodkredieten goedkoper te bieden en de termijn waarop banken van de Fed kunnen lenen te verlengen. Maar als de onrust aanhoudt, is de kans groot dat de Fed de federal funds target rate toch zal verlagen. Dat betekent dat de ontwikkelingen voor de dollar op korte termijn ongunstiger uit kunnen pakken, ook vanuit conjunctureel perspectief. Toch is er volgens de theorie van koopkrachtpariteit (gebaseerd op relatieve inflatie) sprake van een onderwaardering van de dollar ten opzichte van de euro op lange termijn. De evenwichtswaarde van de euro-dollar wisselkoers ligt volgens deze benadering onder de \$1,20. Wij denken dat de wisselkoers over het komende jaar een start zal maken aan de aanpassing in de richting van dit niveau.

Internationaal

Wanneer keert de rust terug?

De huidige crisis op de financiële markten heeft vooral het karakter van een vertrouwenscrisis. Deze is vooral gedreven door een tekort aan informatie onder marktpartijen en niet zozeer door fundamentele factoren (afgezien van de problemen op de Amerikaanse huizenmarkt). De wanbetaling van hypotheekleningen onder Amerikaanse gezinnen (vooral in het subprime segment) zorgde voor problemen bij leningverstrekkers. Op zichzelf was dit conform de verwachtingen.

Maar daar bleef het niet bij. Doordat leningen (misschien wel vele malen) gedeeltelijk zijn doorverkocht aan andere partijen is tot dusverre onduidelijk welke andere partijen, naast de hypotheekverstrekkers, precies zijn blootgesteld aan de subprime problemen en in welke mate. In veel gevallen kunnen we waarschijnlijk spreken van een situatie waarin veel partijen een zekere mate blootstaan aan subprime-problemen. Op zichzelf is dit een teken dat de risico's goed gespreid zijn, maar omdat veel beleggers daardoor niet weten wie door de subprime crisis in de problemen zit besluit men om alles wat met gesecuriteerde leningen te maken heeft voorlopig te mijden.

In het licht van de vertrouwenscrisis lijkt een van de belangrijkste voorwaarden voor een stabilisatie van de markten dat het informatieprobleem wordt opgelost: wie heeft subprime-producten en wat gaat de impact zijn op de resultaten van marktpartijen? Immers op dit moment zijn waarderingen een probleem en kunnen beleggers geen onderscheid meer maken tussen wat risicovol is en wat niet. Wellicht dat de kwartaalcijfers van de grote banken in de VS en in Europa een eerste indicatie kunnen geven over de omvang en spreiding van het probleem. Een andere belangrijke voorwaarde is dat de beweeglijkheid van de markt afneemt, omdat stabiliteit van de prijsvorming belangrijk is om marktpartijen weer vertrouwen te laten krijgen in waarderingen. Veel zal ook afhangen van in hoeverre de reële economie last gaat ondervinden van de problemen op de financiële markten. De meeste economieën in de wereld zijn in redelijk goede vorm en kunnen wel tegen een stootje. Bedrijven hoeven niet direct een zodanige hinder te ondervinden van de problemen op de markten dat zij hun investeringsplannen terug moeten schroeven.

Hoewel bedrijven hogere risico opslagen moeten betalen, is de risico-vrije rente gedaald, waardoor in veel gevallen de financieringskosten (risico-vrije rente + risicopslag) niet noemenswaardig zijn toegenomen of per-saldo zelfs zijn gedaald. Bovendien hebben zowel Amerikaanse als Europese bedrijven hun investeringen van afgelopen jaren voor een groot deel gefinancierd met interne middelen; dit is in duidelijk contrast met het eind van de jaren negentig, toen schuldfinanciering een veel grotere factor was. Toch zal een en ander niet geheel zonder gevolgen blijven, al was het alleen maar vanwege het ondernemersvertrouwen, dat gevoelig kan zijn voor sentimentwijzigingen op de beurzen en het feit dat leningverstrekkers hun condities zullen aanscherpen.

De 'fundamentals'

In de afgelopen weken prijzen de financiële markten een groeivertraging in. Hoewel de wereldeconomie nog steeds op volle toeren draait en zelfs de Amerikaanse economie in het tweede kwartaal een gezonde groei liet zien, bestaat het gevaar dat de subprime crisis via de consumentenbestedingen een vertragend effect op de Amerikaanse economie zal hebben. Dit zal ook een remmend effect hebben op de wereldeconomie. De groei van de eurozone economie in het tweede kwartaal viel met 1,2% (op jaarbasis) iets tegen, maar desalniettemin ligt het in de verwachting dat de groei in de tweede helft van dit jaar rond het trendmatige niveau van 2% zal liggen. Het sentiment op de financiële markten wijzigt zich dagelijks. Meerdere scenario's zijn

Internationaal

mogelijk, van een verder doorzetten van de financiële crisis tot een aanzienlijk herstel. Schattingen van de potentiële schade van de Amerikaanse subprime crisis lopen sterk uiteen (bedragen van tussen de \$50 mrd tot \$150 mrd worden met regelmaat genoemd). Dit is uiteraard aanzienlijk,

maar moet wel in het perspectief worden gezien van het buffervermogen van het bankwezen. Zo bedroeg het totaal van kapitaal en reserves van alleen al het bankwezen in de eurozone aan het eind van 2006 bijna \$1300 mrd. Ook zal veel afhangen in hoeverre de kosten gespreid zullen zijn over marktpartijen. Hoe meer gespreid, hoe kleiner de kans op een domino-effect doordat een grote speler omvalt.

Amerikaanse consument vormt grootste risico

Het grootste risico voor de wereldeconomie vormt echter de Amerikaanse consument (en niet alleen die huishoudens die een subprime hypotheek hebben). Omdat hij niet meer spaart is hij gevoeliger geworden voor veranderingen in zijn vermogen. Deze vermogenspositie is in de afgelopen jaren verbeterd door stijgende aandelenkoersen en (tot voor kort)

stijgende huizenprijzen. Aan dat laatste was reeds een jaar geleden een eind gekomen, maar daar komt nu een forse correctie op de aandelenmarkten bovenop. Zolang zij het gevoel heeft dat haar inkomen en de situatie op de arbeidsmarkt goed blijven hoeft dit nog niet onmiddellijk tot een instorten van de consumptie te betekenen. Wij denken dan ook dat de Amerikaanse economie dit jaar een recessie kan voorkomen, hoewel met circa 2%, de groei duidelijk onder het niveau zal liggen dat de Amerikanen gewend zijn.

Ondanks het feit dat veel Aziatische economieën er een stuk beter bij liggen dan vlak voor de Azië crisis van 1997/'98, zou een zwakkere consumptie in de VS ook de groei in Azië drukken en daarmee de wereldeconomie. Al met al lijkt het aannemelijk dat de recente schokken in de financiële markten – zeker gegeven hun kracht en breedte – niet geheel aan de reële economie voorbij zullen gaan. Samenvattend, zal de Amerikaanse consument moeten omgaan met hogere hypotheeklasten, lagere opbrengsten van de aandelenmarkt en wellicht dreigende ontslagen bij hypotheekverstrekkers. De rest van de wereld zal moeten wennen aan een Amerikaanse economie die niet meer als groeimotor kan fungeren.

Tabel 1: Kerngegevens

BBP-volumegroei in %	2006	2007	2008
Verenigde Staten	2.9	2.1	2.8
Eurozone	2.9	2.6	2.1
Japan	2.2	2.7	1.9
rente in %	4 september	+ 3M *	+ 12M *
3-maands Verenigde Staten	5.67	5.10	4.89
3-maands eurozone	4.74	4.13	4.38
10-jaars swap Verenigde Staten	5.23	5.32	5.50
10-jaars swap eurozone	4.64	4.58	5.00
wisselkoers t.o.v. euro	4 september	+ 3M *	+ 12M *
Amerikaanse dollar	1.36	1.35	1.30
Japanse yen	157	161	147

* prognoses over 3 en 12 maanden

Bron: Financial Markets Research