



*Rabobank*

# Economisch Kwartaalbericht

September 2007

*Kennis en Economisch Onderzoek*

Onze publicaties worden digitaal verspreid. Maandelijks versturen wij een digitale nieuwsbrief, waarin aandacht wordt besteed aan onze recente publicaties. Wilt u deze nieuwsbrief ontvangen? Stuur u dan een mail naar **'fu\_kira@rn.rabobank.nl'** onder vermelding van **'Kennismail'**.

# Inhoudsopgave

---

<b>Visie vooraf</b>	<b>5</b>
Gezonde (?) correctie	
<b>Internationaal</b>	<b>6</b>
Onrust op de financiële markten	
<b>Nederlandse conjunctuur</b>	<b>13</b>
Top wordt plateau	
<b>Woningmarkt</b>	<b>18</b>
Woningproductie daalt en prijzen stijgen	
<b>Rentegevoeligheid bedrijven</b>	<b>21</b>
Vooraf kleinbedrijf voelt hogere rente	
<b>Kilometerbeprijzing</b>	<b>24</b>
Files zijn juist niet van deze tijd	
<b>China in Afrika</b>	<b>28</b>
Een kans of een risico?	
<b>Blik op BRIC</b>	<b>32</b>
Het surplus sparen of spenderen?	
<b>Economische kerngegevens</b>	<b>34</b>
<b>Colofon</b>	<b>35</b>

Kennis en Economisch Onderzoek staat ook op internet.  
Het adres is [www.rabobankgroep.nl/kennisbank](http://www.rabobankgroep.nl/kennisbank)

**Afsluitdatum 6 september 2007**



# Visie vooraf

---

## Gezonde (?) correctie

De afgelopen weken schudde het internationale financiële bestel op haar grondvesten. Het begon als een, naar het zich liet aanzien, tamelijk geïsoleerd probleem op de Amerikaanse subprime hypotheekmarkt. Maar de problemen verspreidden zich als een olievlek door de wereldeconomie. Meerdere niet-Amerikaanse banken en tal van hedge funds bleken substantiële posities in door subprime hypotheek gedekte beleggingsvehikels te hebben. Sommige van deze instellingen kwamen in de problemen, het onderlinge vertrouwen werd geschaad waardoor de interbancaire geldmarkt stilviel, het sentiment op de aandelenbeurs omsloeg en sommige markten voor derivaten stilvielen. Dit is in het kort de reeks van gebeurtenissen die de afgelopen weken de media heeft gedomineerd. In het internationale stuk van dit kwartaalbericht staat een en ander meer genuanceerd en gedetailleerd beschreven.

De centrale banken zijn de dreigende crisis zeer adequaat tegemoet getreden. Door tijdig extra liquiditeitssteun aan de banken te verstrekken wisten zij te voorkomen dat de interbancaire geldmarkt opdroogde. Daardoor werd voorkomen dat ook gezonde banken in liquiditeitsproblemen kwamen en kon het systeem als geheel blijven functioneren. Zonder dit ingrijpen waren de gevolgen van de vertrouwenscrisis op de financiële markten veel ernstiger geweest en was de wereldeconomie naar alle waarschijnlijkheid in een serieuze recessie beland.

Van meerdere zijden hebben de centrale banken desondanks kritiek op hun optreden gekregen. Vanuit academische hoek werd er herhaaldelijk op gewezen dat de centrale banken met hun acties de zuiverende werking van de correctie belemmerden. Dit is gevaarlijk en vrijblijvend commentaar, omdat zonder ingrijpen van de ECB en de FED juist ook gezonde banken in zwaar weer terecht zouden zijn gekomen. Misschien dat een systeemcrisis voor academici een interessante casus vormt; voor de echte wereldeconomie is het zeer gevaarlijk.

Aan de andere kant van het spectrum staan marktpartijen die roepen om een verlaging van de beleidsrente. Dit zou nu juist het verkeerde signaal aan de markt zijn. De problemen in de markt zijn immers veroorzaakt doordat risico's verkeerd zijn geprijsd. Een zekere correctie is dan ook een goede zaak. Dat daarbij enkele instellingen die onverantwoorde risico's hebben genomen in de problemen komen werkt in dat opzicht zuiverend. Nu een generieke 'bail-out' organiseren via een lagere geldmarktrente is in dat opzicht een verkeerd signaal. Het is essentieel dat het vertrouwen snel terug komt. Als het stof straks is neergedaald mag worden verwacht dat markten een goed risico, zoals een degelijke AAA-bank, beter zullen waarderen dan risicovollere instellingen of weinig transparante beleggingsvehikels.

Wat betekent dit alles nu voor de reële economie? De economische fundamenten van Europa en Nederland zijn onverminderd sterk, al doemen er wel wat wolken op aan de horizon. De belangrijkste wolk wordt gevormd door de verslechterende economische vooruitzichten voor de Verenigde Staten. Dalende huizenprijzen en een verslechterend vertrouwensklimaat dreigen de conjunctuur aldaar te vertragen. Hoewel de dollar wellicht wat van het ingeleverde terrein tegenover de euro kan terugwinnen, is een substantiële appreciatie van de Amerikaanse munt niet waarschijnlijk. Hoewel een per saldo zwakkere dollar en een lagere groei beide zullen bijdragen aan een reductie van het Amerikaanse externe tekort –ook een gezonde correctie– zullen zij volgend jaar in Europa tot een wat lagere groei leiden. Voor negatieve vermogenseffecten vanuit de effectenbeurs vrezes wij vooralsnog niet. Wij denken nog steeds dat de effectenbeurzen het jaar per saldo hoger zullen afsluiten.

De fundamentele kracht van de economie, de alertheid van beleidsmakers en het gegeven dat de overgrote meerderheid der banken sterk genoeg is om de problemen zonder al te veel schade te overwinnen vormen even zovele redenen om de nabije economische toekomst nog steeds met vertrouwen tegemoet te zien.

Wim Boonstra  
W.W.Boonstra@rn.rabobank.nl

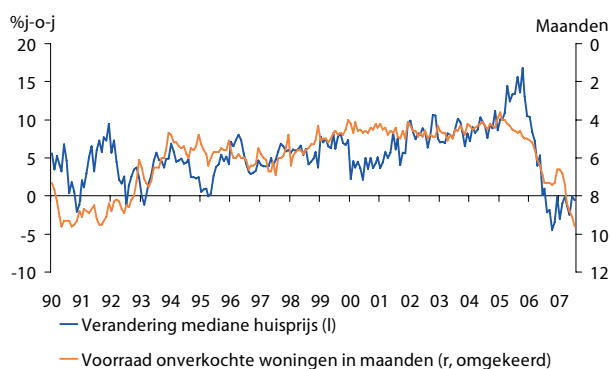
# Internationaal

## 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 hypotheek: 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.

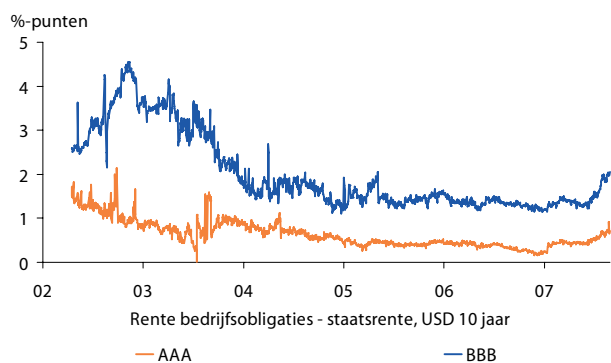
### ... en financiële innovatie ...

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

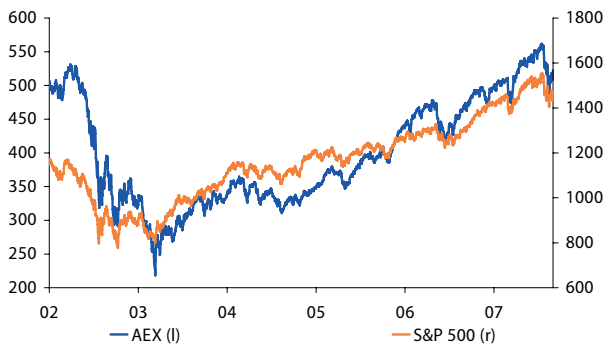
# Internationaal

deels te verklaren door de goede economische fundamenteën. 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



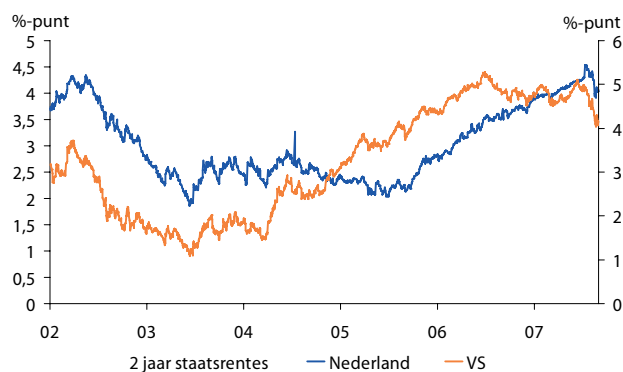
# Internationaal

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

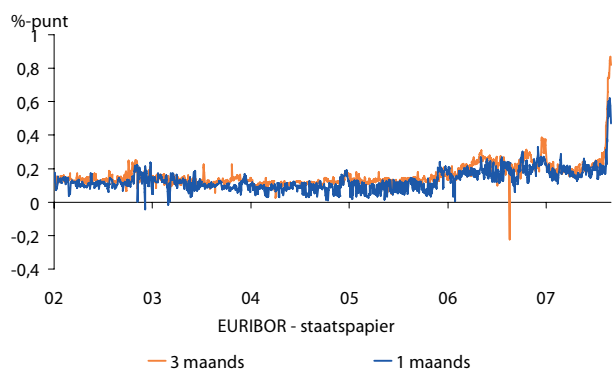
## Centrale banken voldoen aan eerste behoefte

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 schreeven.

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

<b>BBP-volumegroei in %</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Verenigde Staten	2.9	2.1	2.8
Eurozone	2.9	2.6	2.1
Japan	2.2	2.7	1.9
<b>rente in %</b>	<b>4 september</b>	<b>+ 3M *</b>	<b>+ 12M *</b>
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
<b>wisselkoers t.o.v. euro</b>	<b>4 september</b>	<b>+ 3M *</b>	<b>+ 12M *</b>
Amerikaanse dollar	1.36	1.35	1.30
Japanse yen	157	161	147

\* prognoses over 3 en 12 maanden

Bron: Financial Markets Research

Elwin de Groot, Financial Markets Research (RI)  
Elwin.de.Groot@Rabobank.com

Philip Marey, Chien Wang, Menno Middeldorp  
FMR (RI), KEO

# Nederlandse conjunctuur

## Top wordt plateau

De Nederlandse economie groeit dit en volgend jaar naar verwachting met circa 2¾%. De conjuncturele top strekt zich daarmee uit tot een plateau. Hoewel alle componenten aan deze groei bijdragen, vallen de binnenlandse bestedingen dit jaar tijdelijk iets terug. Mede door de zachte winter groeide de economie vroeg in het jaar maar langzaam, waardoor de jaargroei lager uit zal komen dan vorig jaar en ook lager dan eerder verwacht. Onderliggend blijft de conjunctuur sterk, wat zich uit in oplopende spanningen op de arbeidsmarkt en toenemende loon- en prijsdruk. Van een serieuze oververhitting is dit en volgend jaar vooralsnog geen sprake.

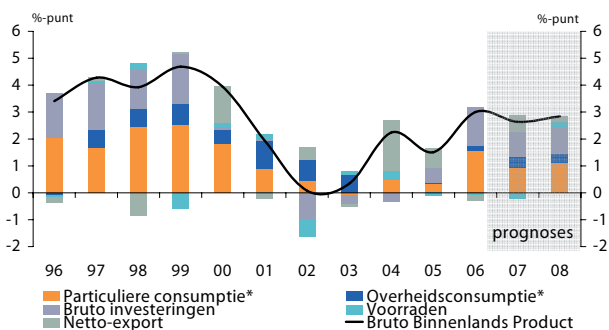
## Recente ontwikkelingen

Het traditionele uitvoergeleide Nederlandse herstel werd vanaf 2004 aangezwengeld door een sterke ontwikkeling van de mondiale economie. De Verenigde Staten kwamen sterk uit de milde recessie van rond de eeuwwisseling en ook de eurozone hervond de weg naar boven. Inmiddels is in Nederland ook de binnenlandse dynamiek goed op gang gekomen en dragen zowel de consumptie als de bedrijfsinvesteringen krachtig bij aan de groei (figuur 1). Mondiaal is de groei voldoende breed gedragen om ook de eerste correcties op de Amerikaanse huizenmarkt goed te incasseren. De recente uitbraak van de subprime crisis en de onzekerheid over waar de risico's precies in het systeem verscholen zitten, hebben de financiële markten echter stevig in beroering gebracht, met dalende beurskoersen en oplopende risicotoeslagen als gevolg. Hoewel de beweging naar een meer realistische beprijzing van risico's op zichzelf als een gunstige ontwikkeling is aan te merken, kunnen vermogens- en vertrouwenseffecten ook de reële economie raken. Het is inmiddels duidelijk dat deze risico's ook voor Europa nadrukkelijk opgeld doen. Vooralsnog verwachten wij dat het vertrouwen op de financiële markten weer terugkeert en dat de economieën in het eurogebied de subprime crisis goed verteren. Wel zijn de onzekerheidsmarges rond onze ramingen door de turbulentie op de financiële markten vergroot.

## Export blijft zich sterk manifesteren

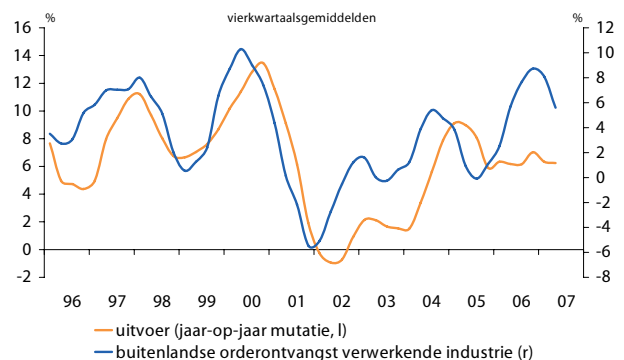
De Nederlandse uitvoer blijft bloeien. Al meer dan drie opeenvolgende jaren wordt de export gekenmerkt door een volumegroei van meer dan 3%, terwijl zij in de laatste anderhalf jaar zelfs niet trager groeide dan 5% (figuur 2). Hiermee deint de Nederlandse handel, met de rest van de economie in haar sleepspoor, duidelijk mee op de golven van de internationale conjunctuur. Vooral het feit dat de uitvoer ook in de eerste helft van 2007 sterk blijft doorgroeien valt op. De euro is immers ten opzichte van de dollar fors in waarde gestegen van \$1,20 in februari vorig jaar

Figuur 1: Bijdrage aan volumemutatie BBP



Bron: CBS, Rabobank

Figuur 2: Buitenlandse orderontvangst



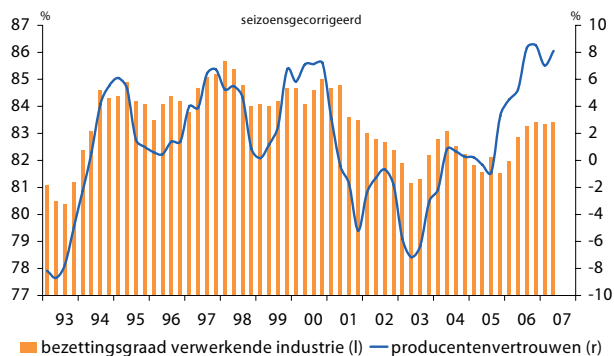
# Nederlandse conjunctuur

tot \$1,35 eind juni dit jaar, terwijl daarnaast de voor Nederland relevante wereldhandelsgroei duidelijk terugvalt van de uitbundige groeicijfers die vorig jaar werden gehaald. Beide factoren zijn naar verwachting echter ook van voorbijgaande aard. Wij nemen aan dat de dollar geleidelijk weer iets van zijn recente verlies ten opzichte van de euro zal herwinnen, terwijl het stabiliseren van de wereldhandelsgroei, met volgend jaar een lichte versnelling, de buitenlandse orderportefeuilles weer wat vulling zal geven. Dat de uitvoer begin dit jaar sterk bleef doorgroeien is vooral te danken aan de robuuste ontwikkeling van de wederuitvoer; de handel in goederen die Nederland binnenkomen en na een geringe bewerking weer worden doorgevoerd naar een andere bestemming. De tegenvallende groei in de gehele eurozone in het tweede kwartaal suggereert dat ook de vraag naar Nederlandse (weder)uitvoer in de tweede helft van dit jaar onder druk zal staan. De terugloop van de buitenlandse orderontvangst in de verwerkende industrie vanaf het begin van dit jaar geeft daarvoor al een concrete indicatie (figuur 2). Naast de groei van het wereldhandelsvolume is de ontwikkeling van de prijsconcurrentiepositie van groot belang, in het bijzonder voor de zogenoemde 'made in Holland' uitvoer. Nederlandse producten kunnen scherper geprijsd worden als de loonkosten per eenheid product minder snel oplopen dan die van onze concurrenten. Hoewel dat de afgelopen jaren als gevolg van de Nederlandse loonmatiging het geval is geweest, doet de depreciatie van de dollar al deze inspanningen dit jaar teniet. Tegelijkertijd is onze verwachting dat de dollar komend jaar weer iets van haar recente verlies zal herwinnen, wat onze prijsconcurrentiepositie weer enigszins ondersteunt. En dat komt niet op een onprettig moment, aangezien volgend jaar de loondruk naar verwachting flink zal toenemen. Daarnaast is de uitvoergroei in de eerste helft van dit jaar nog gedrukt door de zachte winter en daarmee gepaard gaande geringere uitvoer van energie. In dit krachtenveld is het niet onwaarschijnlijk dat de Nederlandse export een hoge groei weet vast te houden. Het plateau van de uitvoergroei wordt in eerste instantie gedragen door normalisatie van de energie-uitvoer en volgend jaar vooral opgevangen door een weer licht aantrekkende wereldhandelsgroei.

## Einde investeringscyclus aan horizon

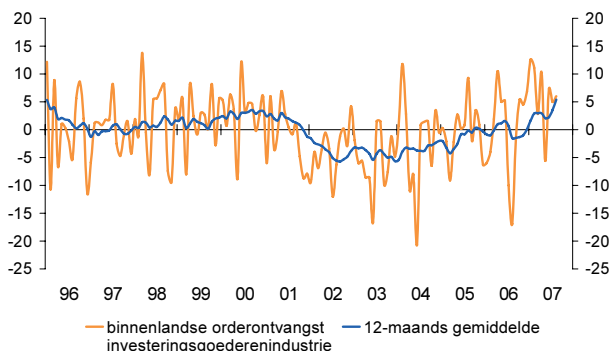
De binnenlandse bestedingen zijn sinds hun dieptepunt in 2003 duidelijk hersteld en vormen vanaf vorig jaar een stevige pijler onder de Nederlandse economische groei. Vanuit die optiek kan men zorgwekkend hebben gekeken naar de groeicijfers van de eerste twee kwartalen van dit jaar, waar de bedrijfsinvesteringen een duidelijk lagere groei noteerden dan in het vorige jaar. Hierbij moeten we echter wel in het achterhoofd houden dat de investeringen vorig jaar sterk opwaarts

**Figuur 3: Bezettingsgraad Nederlandse industrie**



Bron: CBS

**Figuur 4: Orderontvangst Nederlandse investeringsgoederen**



Bron: CBS

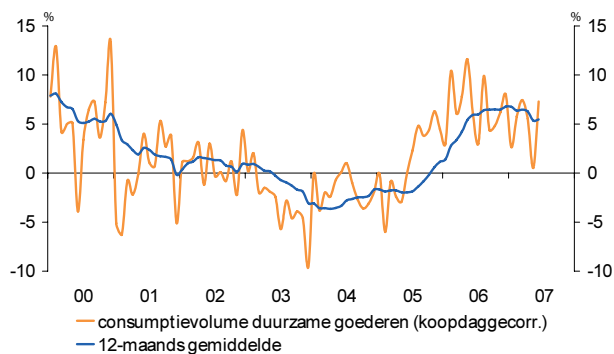
# Nederlandse conjunctuur

werden vertekend door grote investeringen in treinstellen en vliegtuigen. In een relatief kleine economie als de Nederlandse zie je dit terug in de macrocijfers. Normaliter verwacht je na een dergelijk jaar een negatieve echo. Het investeringsvolume valt dan terug naar haar normale niveau. Dit jaar zien we dat niet. Het investeringsvolume groeide in de eerste helft van dit jaar nauwelijks, maar handhaafde daarmee het hoge niveau van vorig jaar. Dat betekent dat de onderliggende investeringsdynamiek erg sterk is. Dit laatste zien we ook terug in een vrij vlakke ontwikkeling van de bezettingsgraad (figuur 3), waarbij de uitbreidingsinvesteringen de groeiende vraag goed bijhouden. Overigens ligt de bezettingsgraad momenteel ook nagenoeg op het langjarige gemiddelde, zodat hier geen sterke investeringsimpuls van uitgaat. Tekent zich hier al het einde van de huidige investeringscyclus af? Op de korte termijn is een bescheiden groei nog wel mogelijk, gelet op het aanhoudende optimisme van producenten en het feit dat zij in meerderheid verwachten de productie de komende maanden verder op te voeren. Ook blijft de winstgevendheid van investeringen in Nederland erg hoog, wat we onder andere terugzien in de verder stijgende binnenlandse orderontvangst van de Nederlandse investeringsgoederenindustrie (figuur 4). Volgend jaar zullen de bedrijfsinvesteringen overigens weer gestuwd worden door grote investeringen in vliegtuigen en treinen, die overigens ingevoerd worden en daardoor goeddeels bbp-neutraal uitpakken. Dat zal dan enigszins maskeren dat de oplopende rentevoeten de onderliggende investeringsbereidheid doen afnemen, dit mede gevoed door oplopende risicopremies op financiële markten.

## Consument moet opnieuw op stoom komen

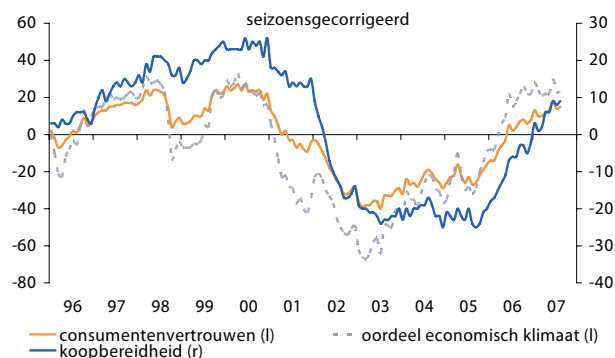
De particuliere consumptie is het jaar begonnen met een sterk groeicijfer, maar zwakte in het tweede kwartaal eigenlijk een beetje onverwacht af. De zachte winter heeft de consumptie van energie door huishoudens in het eerste, maar deels ook in het tweede kwartaal, flink geremd. De jaarafrekeningen die nog zullen volgen, vormen voor de huishoudens wellicht extraatjes die weer in de bestedingen kunnen neerslaan. Aangezien daarnaast het derde kwartaal geen 'stookmaanden' bevat en wij voor deze winter bij gebrek aan betere informatie uitgaan van een normaal weerbeeld, mogen we een versnelling van de consumptiegroei in de tweede helft van het jaar verwachten. De maandcijfers over het slot van het tweede kwartaal -met bloeiende cijfers voor de consumptie van duurzame goederen (figuur 5) en voor de horeca- ondersteunen deze visie. Verder vooruitkijkend naar volgend jaar is het vooral van belang dat de arbeidsmarktperspectieven goed blijven en dat de loonontwikkeling dit beeld volgt. Hierdoor zal het vertrouwen van consumenten

**Figuur 5: Consumptievolume duurzame goederen**



Bron: CBS

**Figuur 6: Consumentenvertrouwen**



Bron: CBS

# Nederlandse conjunctuur

hoog blijven en kan de koopbereidheid verder toenemen (figuur 6). Wij verwachten dat de consumptiegroei dit jaar een bescheiden 2% zal halen (vooral door de zachte winter) en volgend jaar versnelt tot in de buurt van de 2½%. Veel zal afhangen van de ontvangst van de nieuwe kabinetsplannen. De meeste lastenverzwarende maatregelen zijn al bekend, maar de aard en omvang van de reparatiewerkzaamheden van het kabinet nog niet. Wij hebben de eerste kabinetten Balkenende verweten het land eerst een depressie aan te praten en vervolgens de reeds geformeerde beleidsoplossing in gang te zetten. Ook nu is met een breedgedragen koopkrachtdaling in 2008 sprake van eerst zuur. Anders dan in de voorgaande kabinetten Balkenende echter, wordt nu naarstig gezocht naar reparatiemaatregelen voor de minima. Bovendien is met de huidige economische hoogconjunctuur in veel mindere mate sprake van procyclisch overheidsbeleid.

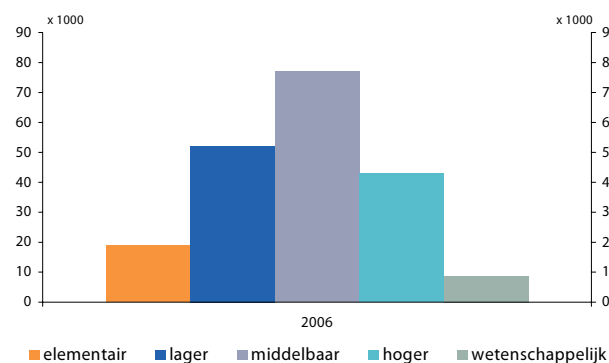
## Arbeidsmarkt: gespannen of overspannen?

Nu de teller van de werkloosheid rond de 350 duizend staat, rijst de vraag of we al spoedig weer rekening moeten houden met eenzelfde scenario als tijdens de vorige hoogconjunctuur. In de jaren 2000 en 2001 was de arbeidsmarkt duidelijk overspannen. Het aantal werklozen daalde toen tot onder de 250.000. De werkloosheid zou dus nog met 100.000 personen moeten dalen om op hetzelfde lage niveau uit te komen als in 2001. Het dalingstempo van de werkloosheid zal in onze verwachting echter vanaf nu afnemen en gedurende heel 2008 zal het aantal werklozen nog boven de 300.000 blijven liggen.

Naast werkloosheid is het aantal vacatures een belangrijke indicator voor de mate van krapte op de arbeidsmarkt. Het aantal openstaande vacatures ligt momenteel op 225.000. Na een jaar van sterke stijging stabiliseerde dit aantal in de afgelopen twee kwartalen. Na toepassing van een seizoenscorrectie daalt het aantal ontstane vacatures al twee kwartalen licht. In het tweede kwartaal daalde ook het aantal vervulde vacatures iets. Dit duidt erop dat bedrijven moeilijker mensen kunnen vinden voor de vacatures die open staan.

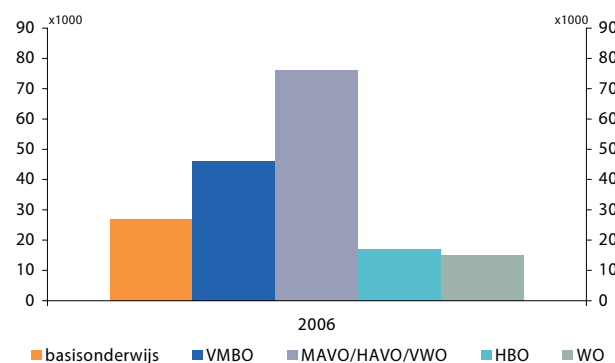
Als we de vacatures echter opdelen naar vereist opleidingsniveau en dit vergelijken met het opleidingsniveau van de ontvangers van een WW-uitkering dan lijkt de samenstelling van het bestand werklozen en het bestand aan vacatures qua scholingsgraad nog tamelijk goed op elkaar aan te sluiten. De figuren 7 en 8 geven aan dat het weliswaar meer moeite zal gaan kosten om de juiste werkzoekende bij de juiste baan te vinden, maar dat er nog wel enige rek zit in de arbeidsmarkt. Temeer omdat de groep mensen die een baan zoekt van 12 uur per week of meer - en dus volgens de definitie werkloos is - groter is dan de groep WW-uitkeringsgerechtigden. Per

**Figuur 7: Vacatures naar opleidingsniveau**



Bron: CBS

**Figuur 8: WW-uitkeringsgerechtigden naar opleidingsniveau**



Bron: CBS



# Nederlandse conjunctuur

saldo staan er tegenover het hoge aantal vacatures nog altijd meer werklozen dan tijdens de vorige periode van krapte. Hoewel de krapte de komende tijd duidelijk merkbaar zal worden in de vorm van zowel hogere CAO-loonstijgingen als ruimere incidentele beloningen, is er het komende jaar nog geen sprake van een overspannen situatie. Ondertussen ondersteunen de sterke arbeidsmarkt en de loonvorming wel de groei van de consumptie. Steeds meer mensen hebben immers een baan, wat ten opzichte van een uitkering of zelfs geen inkomen tot een forse verbetering van de financiële positie leidt. Een sterke consumptiegroei gedragen door een gezonde arbeidsmarktontwikkeling kan het plateau van de economische groei verlengen. Het jaar 2008 zal het derde achtereenvolgende jaar van boventrendmatige economische groei zijn.

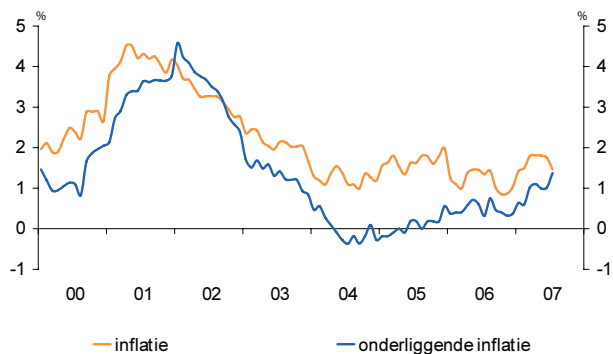
## Inflatie

De inflatie is vorig jaar en tot nu toe ook dit jaar bijzonder laag geweest. Hoewel dit een wereldwijd verschijnsel lijkt te zijn, spant Nederland de afgelopen anderhalf jaar wel de kroon. In de eerste maanden van dit jaar liep het inflatiepercentage wel op tot 1,8% in mei ten opzichte van een jaar eerder. Daarna zakte het inflatietempo echter weer terug naar 1,5% in juli. Dat laatste is vooral het gevolg van het besluit van minister Cramer om de huren in de sociale sector met slechts 1,1% te laten stijgen en van vertraagde effecten van de olieprijs die eind vorig jaar en begin dit jaar tijdelijk lager was. Autobrandstoffen zullen al snel weer in prijs stijgen en de prijzen van elektriciteit en gas zullen per 1 januari waarschijnlijk weer fors hoger zijn. Daarnaast is er voor volgend jaar in het regeerakkoord al een aantal inflatieverhogende overheidsmaatregelen aangekondigd, zoals hogere accijnzen en een BTW-verhoging in de recreatiesector. Al met al zullen vanaf nu de factoren die een opwaartse druk op de prijzen hebben, zoals de energieprijzontwikkeling, hogere loongroei en overheidsmaatregelen, domineren. Wij verwachten dat de geldontwaarding dit jaar uit zal komen op 1¾% en volgend jaar zal versnellen naar 2¾%. Als de recent uitgelekte algehele BTW-verhoging doorgaat, kan het inflatietempo per saldo nog eens ¼% versnellen.

## Overheidsfinanciën

De overheid zal dit jaar een tekort op de begroting hebben van naar schatting ½%. In 2008 kan dit omslaan in een overschot van ½%. Het overschot wordt echter vooral veroorzaakt door hogere opbrengsten van aardgas als gevolg van de gestegen olieprijs. Het vierde kabinet Balkenende zal dus nog een stevige inspanning moeten leveren om op het gewenste overschot van 1% aan het einde van de kabinetsperiode uit te komen.

**Figuur 9: Onderliggende inflatie loopt op**



Bron: CBS

**Tabel 1: Kerngegevens Nederlandse economie**

jaar op jaar mutatie in %	2005	2006	2007	2008
Bruto Binnenlands Product	1,5	3,0	2¾	2¾
Particuliere consumptie*	0,7	2,5	2	2½
Overheidsconsumptie*	0,0	2,4	1½	1¼
Private investeringen	2,4	8,2	4¾	5¾
Bruto investeringen	3,0	7,2	4½	5
Goederen- en dienstenuitvoer	5,9	7,0	6¾	7
Goederen- en dienstenuitvoer	5,5	8,1	6¾	7¼
Consumentenprijsindex	1,7	1,1	1¾	2¾
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	6,5	5,5	4¾	4¼
Begrotingssaldo overheid (% BBP)	-0,3	0,6	-½	½
Saldo lopende rekening (% BBP)	7,1	9,8	7¼	6½

\* gecorrigeerd voor de administratieve effecten van de invoering van het nieuwe zorgstelsel per 1-1-2006

Bron: CBS, Rabobank

Allard Bruinshoofd  
W.A.Bruinshoofd@rn.rabobank.nl

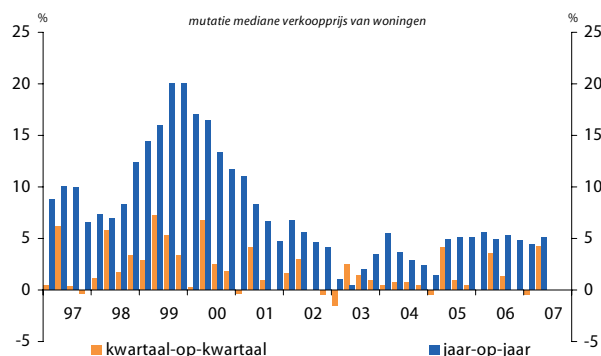
Niels Visser  
D.C.Visser@rn.rabobank.nl

# Woningmarkt

## Woningproductie daalt en prijzen stijgen

De Nederlandse woningmarkt blijft voorlopig krap. De nieuwbouwproductie van woningen daalt, de bouwbranche vindt lastig voldoende gekwalificeerd personeel en het aantal verstrekte nieuwbouwvergunningen daalt aanzienlijk. De prijzen van woningen kunnen hierdoor verder toenemen. Aangezien ook de kapitaalmarktrente dit jaar is toegenomen stijgen de financieringslasten van een woning en neemt de betaalbaarheid verder af.

**Figuur 1: Prijsontwikkeling bestaande woningen**



Bron: NVM

### Sterke prijsontwikkeling tweede kwartaal

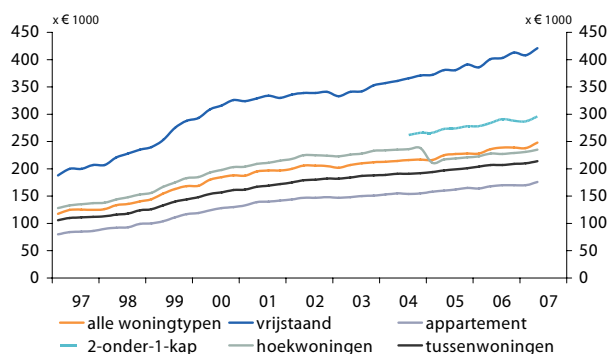
Uit voorgaande jaren weten we dat de huizenprijzen in het tweede kwartaal meer dan gemiddeld stijgen en dat het eerste kwartaal over het algemeen een relatief beperkte prijsontwikkeling laat zien (figuur 1). Ook 2007 voegt zich in dit patroon. Meldden we in het vorige Kwartaalbericht nog een geringe huizenprijsstijging in het eerste kwartaal, inmiddels heeft de NVM deze cijfers enigszins naar beneden bijgesteld, waardoor zich in de eerste drie maanden van 2007 een geringe prijsdaling voordeed. In het tweede kwartaal is dit echter ruimschoots goedgemaakt door een aanzienlijke toename van de huizenprijzen. Volgens de NVM is de

mediane prijs van een woning in het tweede kwartaal toegenomen tot € 248.000, wat overeenkomt met een toename van 4,2%. Ten opzichte van het tweede kwartaal vorig jaar bedraagt de prijsstijging 5,1%, waarmee de mediane huizenprijs in één jaar tijd met € 12.000 is toegenomen.

### Minder verkooptransacties

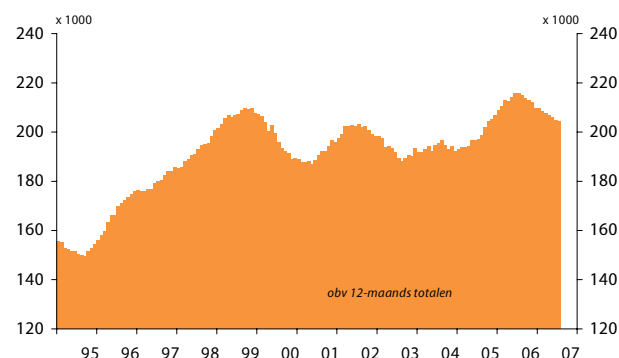
Het aantal verkooptransacties neemt verder af. De gestage daling, die in augustus 2006 begon, duurt inmiddels een jaar. In de eerste zeven maanden van 2007 registreerde het Kadaster 113.899 koopwoningtransacties, wat een daling is met 4,7% ten opzichte van vorig jaar. Hoewel het huidige 12-maands-transactietotaal van 204.125 vanuit historisch perspectief respectabel is, neemt dit aantal ten opzichte van de totale koopwoningvoorraad af van 5,6% vorig jaar tot 5,2% nu. Deze daling houdt in dat de doorstroming op de Nederlandse woningmarkt afneemt.

**Figuur 2: Prijsontwikkeling woningen naar type**



Bron: NVM

**Figuur 3: Aantal transacties bestaande woningen**



Bron: Kadaster

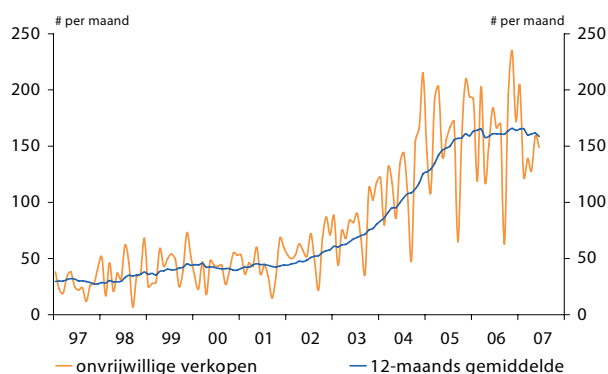
# Woningmarkt

## Minder gedwongen woningverkopten

In lijn met onze verwachtingen uit voorgaande kwartaalberichten neemt het aantal gedwongen woningverkopten af. Het gunstig economisch tij en de verder stijgende huizenprijzen dragen

hieraan bij. In de eerste helft van 2007 registreerde het Kadaster 902 gedwongen verkopen. Dat is 65 transacties minder dan in dezelfde periode vorig jaar, wat overeenkomt met een afname met 6,7%. Op basis van 12-maands-totalen bedraagt het aantal gedwongen verkopen ten opzichte van alle koopwoningstransacties 0,9%. Vanaf het tweede kwartaal van 2005 is de waarde van deze ratio niet veranderd, waarmee het aantal gedwongen verkopen op een laag niveau gehandhaafd blijft. In juni 2007 is het 12-maands-gemiddelde voor het eerst sinds mei 2006 onder de 160 gedoken en uitgekomen op 158,6 onvrijwillige transacties. Voor heel 2007 verwachten we een verdere daling van het aantal gedwongen verkopen.

**Figuur 4: Gedwongen verkopen**

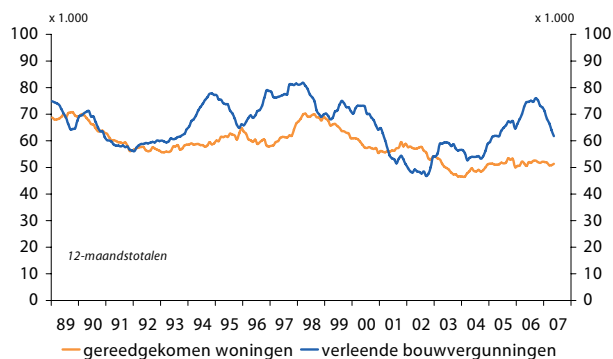


Bron: Kadaster, Rabobank

## Afname nieuwbouwproductie

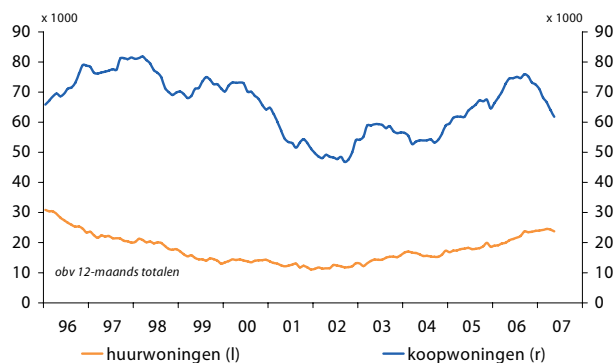
De nieuwbouwproductie van woningen valt tegen. In de eerste vijf maanden van 2007 zijn volgens het CBS slechts 13.395 nieuwe woningen opgeleverd. Zowel in 2004, 2005 en 2006 was dit aantal hoger en viel de nieuwbouwproductie in die jaren ook al tegen. Ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar bedraagt de daling 5,9%. Ook de vooruitzichten zijn niet gunstig. Uit cijfers van het CBS blijkt bijvoorbeeld dat bijna de helft van de ruim 17.000 vacatures in de bouwsector lastig vervulbaar is. Ook het aantal verstrekte nieuwbouwvergunningen daalt aanzienlijk. In de eerste vijf maanden zijn bijna 11.000 minder vergunningen voor koopwoningen verstrekt dan vorig jaar. Het voortschrijdende 12-maands-totaal van vergunningen voor koopwoningen daalt inmiddels acht maanden op rij onafgebroken. Belangrijke oorzaak van deze daling zijn de oplopende bouwkosten van nieuwe woningen. Hierdoor staan de marges op nieuwbouwwoningen onder druk en neemt de investeringsbereidheid af.

**Figuur 5: Vergunningen en nieuwbouw koopwoningen**



Bron: CBS

**Figuur 6: Totaal verstrekte nieuwbouwvergunningen**



Bron: CBS

# Woningmarkt

## Betaalbaarheid neemt verder af

Voor dit en volgend jaar verwachten wij een verdere afname van de betaalbaarheid van koopwoningen. De verder oplopende huizenprijzen en de verwachte stijging van de kapitaalmarktrente voeden deze verwachting. Ondanks het gunstige economische klimaat is de toename van het beschikbare gezinsinkomen ontoereikend om de gestegen financieringslasten te compenseren. In 2008 verwachten we de laagste stand van de Rabobank-betaalbaarheidindex te bereiken sinds het begin van de index in 1970. Dit is vooral slecht nieuws voor starters op de woningmarkt.

## Minder hypotheekverstrekking

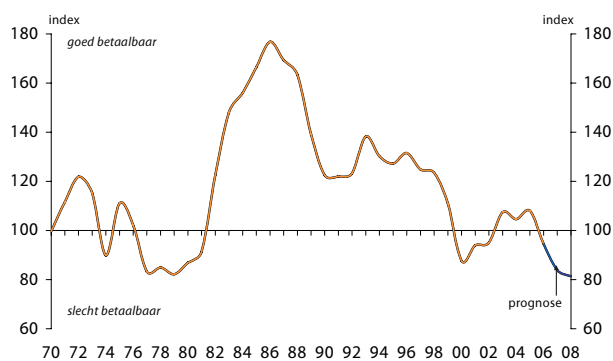
In de eerste zeven maanden van dit jaar zijn er 60.000 hypothecaire leningen minder verstrekt dan in dezelfde periode vorig jaar, wat overeenkomt met een afname van 18,4%. In totaal zijn in deze periode 266.191 nieuwe hypotheekleningen verstrekt. Parallel aan deze ontwikkeling is ook het bruto totaalbedrag aan nieuw verstrekte hypotheekleningen afgenomen. In de eerste zeven maanden is in totaal voor € 62,9 miljard aan hypotheekleningen verstrekt, wat 11,9% minder is dan vorig jaar. Vooral het aantal oversluitingen neemt snel af door het oplopen van de kapitaalmarktrente in de eerste helft van dit jaar. Weliswaar hebben enkele hypotheekverstrekkers hun rentetarieven recent iets verlaagd, maar dit weegt nauwelijks op tegen de rentestijgingen eerder dit jaar.

Uit cijfers van DNB blijkt dat de totale uitstaande schuld in het eerste kwartaal van 2007 met netto € 7 miljard is toegenomen tot € 538 miljard. De opgaande lijn wordt hiermee voortgezet. Wel is de absolute stijging minder groot dan in voorgaande kwartalen. Dit komt overeen met het bovenstaande beeld dat er minder hypotheekleningen worden verkocht dan vorig jaar. Ook de hogere rentetarieven spelen een rol, aangezien die het maximale leenbedrag beïnvloeden.

## Problemen starters nemen toe

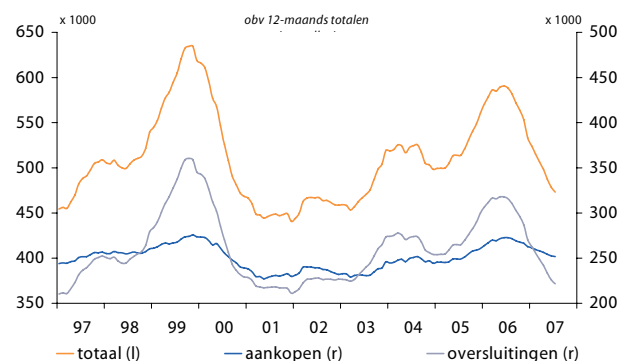
Het tekort aan woningen zal de komende jaren blijven bestaan. De nieuwbouwproductie is gedaald en ook de vooruitzichten zijn niet positief. Dit kan de prijzen van woningen verder opdrijven. Voor 2007 en 2008 voorzien wij een toename van de gemiddelde huizenprijs met 4¼% en 3¼%. Aangezien ook de geld- en kapitaalmarktrente dit jaar zijn toegenomen nemen de financieringslasten van nieuwe woningen snel toe. Positief voor 2007 en 2008 is een verwachte economische groei van 2¾% en 3%. Dit straalt positief uit naar de arbeidsmarkt, waardoor het besteedbaar inkomen kan toenemen. Ondanks deze gunstige ontwikkeling zal de betaalbaarheid van woningen dit en volgend jaar verder afnemen en in 2008 de laagste stand in 37 jaar bereiken.

Figuur 7: Rabobank-betaalbaarheidindex



Bron: CPB, Kadaster, Ecowin, Rabobank

Figuur 8: Volumeontwikkeling hypotheekproductie



Bron: Kadaster, Rabobank

Martijn de Jong-Tennekes  
D.M.Jong@rn.rabobank.nl

# Rentegevoeligheid bedrijven

## Vooral kleinbedrijf voelt hogere rente

Na een lange periode van relatief goedkoop geld, loopt sinds begin vorig jaar zowel de lange als de korte rente weer op. Rekening houdend met de verdeling van de kapitaalverstrekkingen aan bedrijven over een variabel, kort (3 maands Euribor) en lang deel (5 jaar) en een gemiddelde

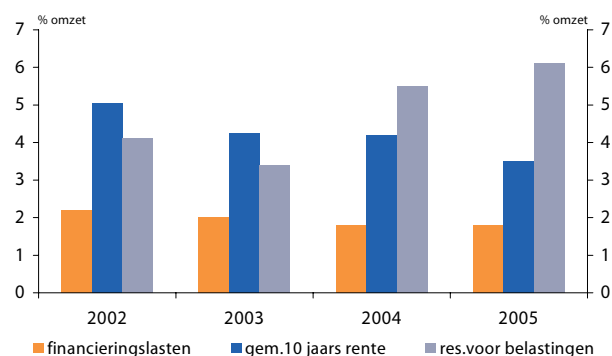
opslag gebruikelijk op deze tarieven, is de gemiddelde prijs van bancaire financiering aan het bedrijfsleven tussen 30 december 2005 en 31 augustus 2007

toegenomen van 4,02% naar 6,11%. Dit is een forse stijging. Met een mogelijke verdere renteverhoging in het verschiet, dringt de vraag zich op wat hiervan de gevolgen kunnen zijn voor het Nederlandse bedrijfsleven. Daarbij beperken we ons tot de kosteneffecten op korte en middellange termijn. De vraag wat het voor de investeringsbereidheid van het bedrijfsleven kunnen betekenen, laten we in deze verkennende bijdrage buiten beschouwing.

De centrale vraag valt uiteen in twee subvragen: 1) wat 'kost' de renteverhoging het Nederlandse bedrijfsleven en 2) op welke termijn zijn deze effecten voelbaar. De rentevaste periode die bedrijven met banken hebben afgesproken, is immers van invloed op de vertraging

waarmee renteverstijgingen in de resultatenrekening doorwerken. Om kwantitatieve inzichten te krijgen hebben wij gebruik gemaakt van de Rabobank Cijfers & Trends bedrijven-database die wij enkele jaren geleden samen met het EIM (onderdeel van Panteia) hebben opgezet en die qua (sectorale) detaillering, omvang en compleetheid (zowel resultatenrekeningen als balansen) superieur is aan andere beschikbare bronnen.

**Figuur 1: Financieringslasten, rente en resultaat**



Bron: Rabobank Cijfers & Trends, EIM, Ecwin

## Beeld op hoofdlijnen

In 2005 bedroegen de financiële lasten (saldo van betaalde en ontvangen rente) van het Nederlandse bedrijfsleven gemiddeld 1,8% van de omzet, bij een resultaat voor belastingen (en voor aftrek gewaardeerd ondernemersloon voor bedrijven zonder rechtsvorm) van 6,1%. In absolute termen praten we dan over een bruto bedrag van ca € 22 miljard rentelasten. Puur rekentechnisch zou de sindsdien opgelopen rente – bij gelijkblijvende overige omstandigheden en volledige doorwerking – op basis van deze uitgangspunten geresulteerd hebben in een toename van de bruto rentelasten in procenten van de omzet van 1,8% naar 2,8% (ruim € 11 miljard extra rentelasten), hetgeen – wederom bij dezelfde veronderstellingen - een verlaging van het resultaat voor belastingen van 6,1% naar 5,5% van de omzet zou betekenen. Hierbij is geen rekening gehouden met vertragingseffecten die bestaan door afgesproken rentevaste perioden en gebruik van derivaten. Het betreft dus een 'worst case'scenario.

Dit zijn de gemiddelde uitkomsten voor het gehele Nederlandse bedrijfsleven. Naar grootteklasse en voor de verschillende sectoren zien we echter opvallende verschillen. Zo is het beeld voor het kleinbedrijf (tot 10 werkzame personen) negatiever. Voor deze grote groep bedrijven (700.000 ondernemingen en 2 miljoen werkenden) bedroegen de financieringslasten in 2005 4% van de omzet, bij een resultaat voor belastingen (en voor ondernemersvergoeding) van 9,6%. Als we dezelfde rekenwijze hierop loslaten, dan is de uitkomst een daling van het resultaat tot 7,5%. De gemiddelde winst (voor gewaardeerd ondernemersloon en belastingen) in het kleinbedrijf bedraagt ca € 36.000. De inkomensvermindering als gevolg van de hogere rente bedraagt € 6.800, op deze schaal zeker geen gering bedrag. Het grootbedrijf heeft daarentegen een resultaat van 6,1%, bij 1,3% financieringslasten en dus veel gunstiger balansverhoudingen.

# Rentegevoeligheid bedrijven

Ook per sector zien we uiteenlopende beelden. De agrarische- en horeca/recreatiesector hebben de minst gunstige verhouding tussen financieringslasten en resultaat en zullen dus relatief sterk getroffen worden door stijgende rentekosten. De bouwnijverheid, groothandel, transport &

distributie en dienstverlening hebben een gunstiger verhouding financieringslasten - resultaat en zullen daardoor de oplopende rente minder voelen.

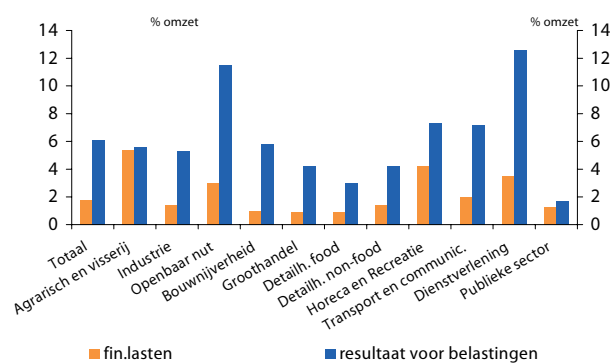
In de bovenstaande eerste analyse hebben we de financieringslasten en het bedrijfsresultaat onder één noemer gebracht (in procenten van de omzet) om ze in onderling verband te kunnen plaatsen. De oorsprong van de financieringslasten ligt uiteraard in de (vreemd) vermogensstructuur van de bedrijven en dan met name het aandeel van de bancaire financiering (lang en kort) op de balans. Als we daarnaar kijken, zien we ook meteen een verklaring voor de verschillen naar bedrijfsgrootte en sectoren. Deze verschillen zitten niet zozeer in de kortlopende bancaire financieringen (5,1% van de passiva in het kleinbedrijf vergeleken met 6% bij het grootbedrijf), maar wel bij de langlopende bankleningen. Het aandeel hiervan bedraagt in het kleinbedrijf 38,3%, ruim het dubbele van

de 16% in het grootbedrijf. Hoewel er meer vreemdvermogenstellers zijn (zoals crediteuren, onderhandse leningen etc), weerspiegelt dit beeld de in termen van kosten ongunstiger financieringsstructuur van het kleinbedrijf, dat minder mogelijkheden heeft om eigen vermogen in te zetten dan het (doorgaans beursgenoteerde) grootbedrijf. Een positief bij-effect van het relatief grote aandeel lang bancair vermogen in het kleinbedrijf is overigens wel, dat deze groep daardoor op de korte termijn iets minder gevoelig is voor de oplopende rente.

Deze opvallende conclusies verdienen enkele aanvullingen. Op de eerste plaats zullen de tarieven van langlopende bancaire leningen op de korte termijn minder gevoelig zijn voor schommelingen in de rentestand. Een eventuele renteverhoging wordt daarmee pas op termijn voelbaar, als er nieuwe afspraken moeten worden gemaakt. De praktijk zal dus juist voor het kleinbedrijf gunstiger zijn dan bovenstaand 'worst case'scenario aangeeft. Een eerste indruk daarvan krijgen we door te kijken naar het belang van het langlopende bancaire vermogen in de ondernemingsfinanciering in de loop van de tijd (figuur 3). We zien dan dat dat het aandeel lang vermogen de laatste jaren duidelijk gegroeid is. Dit wijst er op dat het bedrijfsleven de afgelopen periode van lage rente heeft gebruikt om langlopende afspraken met banken te maken en dat daardoor de gevoeligheid voor renteverhogingen een zekere remweg heeft gekregen. We kunnen het vertragingseffect verder kwantificeren. Dan blijkt, dat onder andere 3 maands Euribor en 5 jaar vast populaire termijnen zijn. Als we deze informatie gebruiken om de € 11,7 miljard rente-effect in de tijd uit te smeren, dan blijkt € 5,6 miljard binnen 3 maanden te vallen en € 4 miljard in een periode van 1 tot 5 jaar. Een bijbehorende opmerking komt uit de financieringspraktijk. Het is niet ongebruikelijk, dat kortlopende financieringen, zoals 3maands Euribor worden verbonden aan een swap-product, waarbij de risico's voor renteschommelingen worden afgedekt. Dit vermindert de bovengenoemde € 5,6 miljard kortetermijn-effect, maar het is op basis van de beschikbare informatie niet mogelijk dit nader te kwantificeren.

Een tweede nuancering betreft de eerder gemaakte veronderstelling van 'bij gelijkblijvende omstandigheden'. Zo kan de opgelopen rente worden verklaard uit de gunstige conjunctuur. Datzelfde conjunctuurverloop geeft ondernemers de mogelijkheid om extra verkopen te

**Figuur 2: Financieringslasten en bedrijfsresultaat, 2005**



Bron: Rabobank Cijfers & Trends, EIM

# Rentegevoeligheid bedrijven

genereren en de winst aan te sterken. Economische groei geeft dankzij de daar onder liggende gunstige marktomstandigheden ook de mogelijkheid om de marges te verbeteren, doordat de ondernemer prijsverhogingen – waaronder rente – beter in de afzetprijzen kan doorberekenen. Een bevestiging daarvan zien we in het feit dat de marge (uitgedrukt in brutowinst in procenten van de omzet) in de laatste twee jaar in het gehele bedrijfsleven is toegenomen van 50 naar 52%.

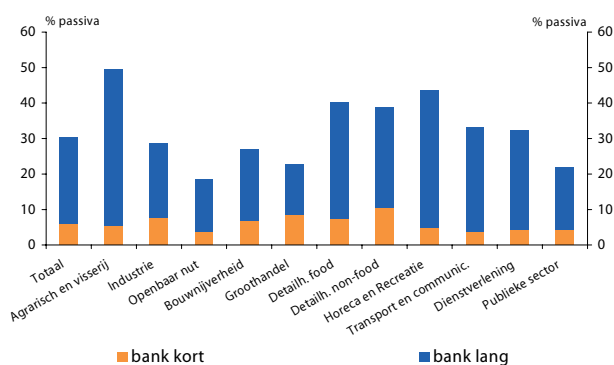
Een derde punt betreft de vermogensstructuur. Al eerder hebben we de verhouding tussen kort- en langlopende bancaire leningen genoemd. De behoefte aan vreemd vermogen wordt ook beïnvloed door de mate waarin debiteuren gefinancierd moeten worden. Als de zaken voorspoedig gaan en geld goedkoop is, zal de ondernemer wellicht minder scherp op zijn debiteuren letten. Deze zijn bij alle bedrijven zo'n 14% van de balanstelling, terwijl bancaire financiering (kort+lang) ongeveer 30% bedraagt. Door sneller achter zijn geld aan te zitten, zou de ondernemer dus enige compensatie voor de oplopende rente kunnen vinden. En tenslotte moet opgemerkt worden dat we in onze berekeningen zijn uitgegaan van een gemiddelde opslag op de marktrenten van 1,6%. Deze opslag is afhankelijk van de kwaliteit van de debiteur en zal dus, al naar gelang de financiële gezondheid van de onderneming, in de praktijk een zeker spreiding kennen.

## Iedere 0,1%punt hogere rente kost bedrijfsleven direct 270 mln

We kunnen niet zeggen dat de geleidelijk oplopende rente het Nederlandse bedrijfsleven onberoerd laat. Per saldo betekent de tot dusver opgetreden rentestijging met 2,1%, als deze geheel is doorgewerkt, ceteris paribus een extra kostenstijging voor belastingen van € 11,7 miljard euro, waarvan € 5,6 miljard op korte termijn. Iedere 0,1%punt hogere rente kost het bedrijfsleven € 560 miljoen, waarvan € 270 miljoen binnen 3 maanden. Vooral het kleinbedrijf, dat toch al niet zo'n hoge rentabiliteit heeft en waar hogere kosten direct ten laste gaan van het ondernemersinkomen, voelt de pijn van de stijgende rente. Ook per sector zien we verschillen, waarbij de agrarische sector en de horeca /recreatiesector uiteindelijk met de grootste toename van de rentelasten worden geconfronteerd.

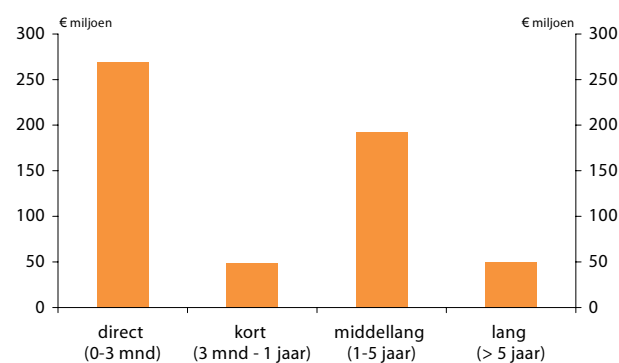
De praktijk is gelukkig minder slecht. De vooruitzichten voor de Nederlandse economie zijn nog steeds gunstig. Er is groei en de marktomstandigheden geven de ruimte om de afzet te vergroten en de marges te verbeteren. Beweging geeft ruimte om te sturen en ondernemers die dat adequaat doen, kunnen de kosten van de renteverhoging grotendeels op deze wijze compenseren. Al met al geen reden voor al te grote somberheid, de hogere rentelasten ten spijt

**Figuur 3: Bancaire financiering bedrijfsleven**



Bron: Rabobank Cijfers & Trends, EIM

**Figuur 4: Tijdseffecten 0,1%punt hogere rente, gehele bedrijfsleven**



Bron: Rabobank Cijfers & Trends, EIM

Willem van der Velden  
W.Velden@rn.rabobank.nl



# Kilometerbeprijzing

## Files zijn juist niet van deze tijd

*De enorme groei van de mobiliteit in de afgelopen decennia heeft geleid tot een almaar toenemende druk op het Nederlandse verkeerswegennet. De files die hiervan het gevolg zijn groeien met de dag maar lijken toch te worden geaccepteerd. Ze zijn in ons systeem geslopen. En dat terwijl er middelen voorhanden zijn waarmee we de congestieproblemen werkelijk kunnen aanpakken, wellicht zelfs doen oplossen. Maar we moeten wel bereid zijn om er echt iets aan te doen.*

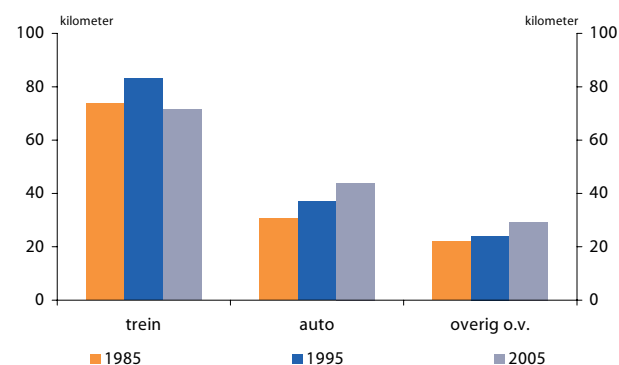
## Files, het verbaast niemand meer

In juni van dit jaar publiceerde de Rabobank de 'Visie op provinciale dynamiek 2007'<sup>1</sup>. Het thema van de editie van dit jaar is mobiliteit, met als kern ons verplaatsingsgedrag, de veranderingen daarin en de gevolgen daarvan voor de bereikbaarheid van regio's. Het zal niemand verbazen dat de belangrijkste uitkomst is dat de automobiliteit in Nederland fors is gegroeid. Dit heeft voor een deel te maken met de groei van de bevolking, maar voor een groot deel ook met ons eigen gedrag. Door de groeiende welvaart is sinds de jaren '60 het aantal auto's in Nederland bijvoorbeeld vertienvoudigd. Bovendien leggen automobilisten grotere afstanden af dan voorheen. Zo steeg het aantal kilometers dat een auto-forens dagelijks aflegt in de afgelopen twee decennia van 31 naar 44 per dag (figuur 1). En aangezien nog steeds verreweg het grootste deel van de forensen de auto prefereert (figuur 2), zijn de gevolgen hiervan groot. De files worden met de dag langer, ze kosten meer tijd en ze komen steeds vaker en op meer plaatsen voor. Volgens deskundigen stonden we in 2005 gezamenlijk 57 miljoen uur in de file. De directe kosten van dit urenverlies worden geschat op ongeveer anderhalf miljard euro per jaar maar kunnen volgens velen rustig worden verdubbeld, zeker wanneer ook indirecte kosten worden meegerekend. Denk daarbij aan de verloren uren van mensen die op iemand wachten die in de file staat. De verwachting is bovendien dat de mobiliteit nog verder zal toenemen. Als we op dezelfde voet doorgaan, groeit de mobiliteit met 53 procent tot 2020, de congestie op het hoofdwegennet met 42 procent en de congestie op het onderliggend weggennet met maar liefst 188 procent<sup>2</sup>. Dit heeft onder meer te maken met de voortgaande groei van het wagenpark. Het Ministerie van VROM spreekt in haar doemscenario zelfs van 12 miljoen auto's in 2040, een verdubbeling van het huidige aantal.

<sup>1</sup> De 'Visie op provinciale dynamiek 2007' is online beschikbaar op [www.rabobankgroep.nl/provinciestudies](http://www.rabobankgroep.nl/provinciestudies).

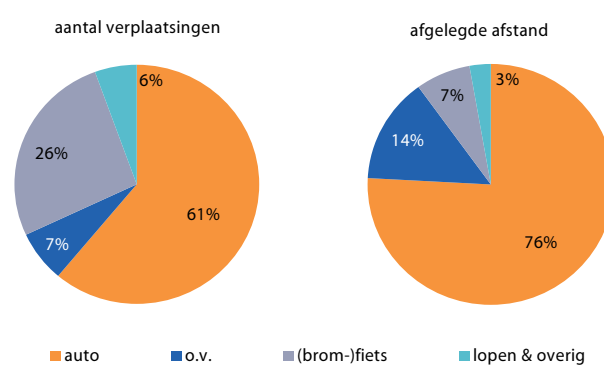
<sup>2</sup> Bron: Ministerie van Verkeer en Waterstaat (2005), Verkeerskundige effecten varianten 'Anders betalen voor Mobiliteit'. Bij de genoemde groei wordt uitgegaan van de huidige plannen ten aanzien van de verbetering van de bereikbaarheid in Nederland, waaronder het bouwpakket uit de Nota Mobiliteit (14,5 miljard euro aan investeringen in weginfrastructuur).

**Figuur 1: Ontwikkeling afgelegde afstand per forens**



Bron: CBS, Mobiliteitsonderzoek Nederland, bewerking Rabobank

**Figuur 2: Vervoerskeuze van forensen**



Bron: CBS, Mobiliteitsonderzoek Nederland, bewerking Rabobank



# Kilometerbeprijzing

---

Het meest verontrustende is dat men tot op heden in deze cijfers lijkt te berusten. Dat geldt zowel voor de overheid, het bedrijfsleven als de burgers. Er wordt wel al jaren over de fileproblematiek gesproken en de problemen worden erkend, maar de congestie is blijkaar (nog) niet problematisch genoeg om werkelijk rigoureuze maatregelen te nemen (of lijken wel erg veel tijd te kosten). Files zijn langzaam in ons systeem geslopen en reistijdverlies wordt ingecalculerd. En dat terwijl er middelen zijn om hierin verandering aan te brengen. De uitbreiding van ons wegennet wordt in dat kader veel genoemd. Die uitbreiding is nodig, zeker op bepaalde trajecten. Tegen de hiervoor geschetste groei van het wegverkeer valt echter nauwelijks op te bouwen. De oplossing voor ons fileprobleem ligt dan ook in mindere mate in het aanbod van infrastructuur, maar moet vooral worden gezocht in het managen van de vraag, via beïnvloeding van het mobiliteitsgedrag. Zonder serieuze verandering in dat gedrag loopt ons verkeerswegennet, en daarmee onze economie, op termijn volledig vast. In dat kader refereert de Visie op provinciale dynamiek aan twee instrumenten die door beïnvloeding van mobiliteitsgedrag de congestie in Nederland kunnen verminderen. Dit zijn *kilometerbeprijzing* en *flexibel werken*. Dit artikel gaat in op de kilometerbeprijzing, betalen per gereden kilometer. Wat is het precies en welke gevolgen heeft het voor de mobiliteit, de bereikbaarheid en onze portemonnee?

## **Kilometerbeprijzing is logisch,...**

Weggebruikers worden momenteel niet financieel geconfronteerd met de maatschappelijke gevolgen van hun verplaatsingsgedrag. De automobilist betaalt immers voor het bezit van zijn auto (wegenbelasting<sup>3</sup> en BPM<sup>4</sup>) en, behalve de brandstofkosten, niet voor het gebruik ervan. In het verleden was dat logisch. Het verkeerswegennet is een collectief goed en collectieve goederen worden met belastinggeld gefinancierd. Maar wanneer de schaarste van dat goed groot en is en alsmar groter wordt, waardoor grote maatschappelijke problemen ontstaan, is het wenselijk om het gebruik ervan toe te schrijven aan de consument. Oftewel, de gebruiker te laten betalen. De kilometerbeprijzing is een instrument dat dit mogelijk maakt.

Het principe van kilometerbeprijzing is niet ingewikkeld. De gedachte is dat elke gereden kilometer een bepaalde prijs vertegenwoordigt. Die prijs is gebaseerd op de plaats waar en het moment waarop de kilometer wordt gereden. Zo is een kilometer op de A2 tussen Utrecht en Amsterdam duurder dan een kilometer op de A58 in Zeeland en is een kilometer om 8:00 's ochtends duurder dan een kilometer om 2:00 uur 's nachts. De reden hiervoor is puur economisch. De drukte op bepaalde wegen op bepaalde momenten laat duidelijk zien dat daar en dan de 'vraag naar asfalt' het aanbod fors overschrijdt. Dat de gebruiker ervan een hogere prijs betaalt is daarom in economisch opzicht redelijk. De milieukenmerken van de auto vormen een derde factor die bepalend kan zijn voor de kilometerprijs. Hoe milieuvriendelijker, des te lager de kilometerprijs.

## **...het bevordert de bereikbaarheid...**

De kilometerbeprijzing is dus in economisch opzicht een eerlijke manier van betalen voor mobiliteit. Maar daarnaast heeft het ook positieve gevolgen voor de verkeersdoorstroming. In de praktijk blijkt dat heffingen die zichtbaar zijn, bijvoorbeeld omdat ze direct moeten worden betaald, effectiever zijn voor het verbeteren van de bereikbaarheid dan heffingen die de gebruiker niet koppelt aan het gebruik, zoals de wegenbelasting. De kilometerbeprijzing confronteert weggebruikers direct met hun gedrag. De prijs die een forens dagelijks betaalt voor zijn woonwerkverkeer maakt

---

<sup>3</sup> Officieel de moterrijtuigenbelasting maar in de volksmond beter bekend als wegenbelasting.

<sup>4</sup> BPM staat voor Belasting voor Personenauto's en Motorrijwielen. Deze wordt betaald bij de aanschaf van een nieuwe auto.

# Kilometerbeprijzing

hem bewust van zijn mobiliteitsgedrag en stimuleert hem om te zoeken naar goedkopere alternatieven. Die keuzes richten zich in eerste instantie op het tijdstip en de route, maar vervolgens ook op het vervoermiddel en de frequentie van verplaatsen. Men kiest er bijvoorbeeld voor om met de

trein te reizen of thuis te werken. Tenslotte kan het mensen stimuleren om te verhuizen en bedrijven om hun vestigingsplaats te heroverwegen.

De effecten van de invoering van kilometerbeprijzing op de mobiliteit en de bereikbaarheid zijn berekend door de Adviesdienst Verkeer en Vervoer (AVV) en het CPB. De modellen die zij hiervoor gebruiken, vergelijken de eerder genoemde groei van de mobiliteit en de congestie met de groei bij invoering van kilometerbeprijzing.

Daarbij is uitgegaan van een vast tarief per kilometer, zonder differentiatie naar plaats en tijd. De automobiliteitsgroei is naar verwachting 8 tot 16 procent lager, de totale congestiegroei 30 tot 40 procent. De lagere groei van de mobiliteit zit 'm vooral in het sociaal-recreatieve verkeer. Het woon-werkverkeer reageert ook op hogere variabele autokosten, maar in mindere mate. De reden voor dit verschil is dat woon-werkverkeer in economisch

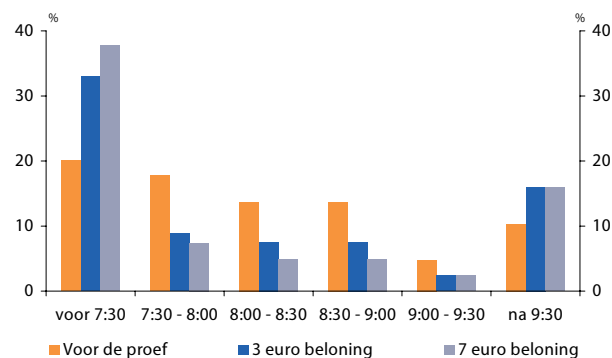
opzicht waardevoller is en men daarom bereid is er meer voor te betalen. Daarom is het van belang om prijsdifferentiatie naar plaats en tijd toe te passen. Met dat mechanisme is het mogelijk om op specifieke plaatsen en tijdstippen het mobiliteitsgedrag te beïnvloeden. Het heeft voor de weggebruiker in dat geval zin om later te gaan rijden, wat zonder prijsdifferentiatie zinloos is.

## ...en is meestal goedkoper

De kilometerbeprijzing kent weerstand, zowel bij burgers als bij bedrijven. Voor een deel heeft die weerstand te maken met de informatievoorziening. Deze is onder meer door het lanceren van verschillende concepten en termen (denk aan rekeningrijden en kilometerheffing) rondom betalen voor mobiliteit verwarrend. Maar ook om financiële redenen staat men er vaak niet positief tegenover. Mensen zien de kilometerbeprijzing als een boete voor het gebruik van iets waar ze eerder recht op hadden en zijn bang in de toekomst veel duurder uit te zullen zijn. In de meeste gevallen is dit echter niet het geval. Bij de invoering van de kilometerbeprijzing worden de wegenbelasting en de BPM namelijk afgebouwd en omgezet in de kilometerprijs.

De financiële effecten zijn eveneens voorspeld door de AVV en het CPB. De invoering van een vorm van betalen per gereden kilometer levert de 'BV Nederland' ongeveer 1 miljard euro per jaar op. Daarbij is uitgegaan van de directe kosten en baten voor huishoudens, bedrijven en de overheid, maar ook van de winst als gevolg van minder congestie en de voordelen voor het milieu en de verkeersveiligheid. Huishoudens gaan er in koopkracht en reistijd licht op vooruit. Zij betalen voor hun gereden kilometers maar dat geld wordt teruggesluisd via de (gedeeltelijke) afschaffing van de wegenbelasting en de BPM. Bovendien zal een deel van hen een kostenvergoeding ontvangen van de baas. Uiteraard bestaan grote verschillen tussen huishoudens. Rijkere huishoudens rijden bijvoorbeeld door de bank genomen meer autokilometers en hebben dus hogere lasten. Anderzijds ontvangen zij naar verwachting een hogere kostenvergoeding en profiteren zij meer van de reistijdwinst. Bedrijven gaan er financieel gezien waarschijnlijk op achteruit. Ze betalen zelf voor gereden kilometers (sterk afhankelijk van het type bedrijf) en zijn geld kwijt aan de kostenvergoeding van hun medewerkers. Door de reistijdwinst komen zij echter ongeveer neutraal uit.

**Figuur 3: Mobiliteitsgedrag forensen proef spitsmijden**



Bron: Spitsmijden

# Kilometerbeprijzing

## Beloning als aanvulling

Ondanks de invoering van kilometerbeprijzing zullen de mobiliteit en de congestie nog wel toenemen. Oftewel, het helpt, maar is op zichzelf niet voldoende. Dat wijzen onderzoek en ervaringen uit het buitenland uit. Daarom zijn aanvullingen op de kilometerbeprijzing van belang. Het belonen van gewenst mobiliteitsgedrag, waarmee weggebruikers met positieve prikkels in plaats van negatieve prikkels worden gestimuleerd om hun mobiliteitskeuzes te overwegen, draagt in dat kader eveneens bij aan een betere doorstroming op de weg. Weggebruikers zijn bij positieve prikkels nog eerder geneigd om andere keuzes te maken dan bij negatieve prikkels. Onderzoek wijst bovendien uit dat belonen langer beklijft dan bestraffen<sup>5</sup>. Belonen kan op veel manieren. Zo kan iemand worden beloond met een gratis zaterdag autorijden als hij of zij ervoor kiest om op een traject met wegwerkzaamheden met de trein te gaan. Veel directer kan een vergoeding worden geboden aan degenen die tijdens de spits niet in de auto stappen (zie Box 1).

### Box 1: Spitsmijden

In het najaar van 2006 was de Rabobank betrokken bij de proef Spitsmijden op het traject Zoetermeer – Den Haag. De proef is een gezamenlijk initiatief van overheden, bedrijfsleven en andere instellingen met als doel om inzicht te krijgen in het verplaatsingsgedrag van forensen wanneer positieve prikkels worden gegeven om tijdens de spits tijden niet te rijden. Circa 3.500 kentekenhouders die dagelijks op het traject rijden zijn voor de proef uitgenodigd. Daarvan besloten 340 automobilisten om deel te nemen. Zij werden door middel van een beloning verleid om de ochtendspits te mijden. Voor elke 'gemedene ochtendspits' ontvingen de deelnemers een bedrag van 3 tot 7 euro of konden zij credits sparen voor een smartphone.

De resultaten van de proef zijn veelbelovend. Bij een beloning van 3 euro besloot dagelijks ongeveer de helft de spits te mijden. Een hogere beloning zorgde wel voor een verdere stijging van het aantal spitsmijders, maar niet zo spectaculair als bij de eerste 3 euro (figuur 3). Er was een duidelijke verschuiving van het aantal automobilisten tussen 7:30 en 9:00 naar na en vooral naar voor de ochtendspits. Het grootste deel van de spitsmijders (56 procent) gaf aan nauwelijks tot redelijk weinig moeite te hoeven doen om eerder of later te vertrekken of voor een alternatief vervoermiddel te kiezen. Bovendien zijn de redenen voor degenen die daar wel moeite mee hadden vaak plausibel (verplichtingen op het werk of in het gezin, gebrek aan alternatieve vervoermiddelen).

[www.spitsmijden.nl](http://www.spitsmijden.nl)

## Tot besluit

Dat de mobiliteit en de congestie in Nederland toenemen, zien we direct voor onze neus gebeuren. Files horen inmiddels bij Nederland en worden min of meer geaccepteerd. Dat mag de conclusie zijn van het uitblijven van een gedragsverandering van mensen en rigoureuze reacties van bedrijven. De kilometerbeprijzing kan dit doorbreken. Niet alleen doordat het betalen per gereden kilometer zelf van invloed is op het gedrag van mensen en bedrijven en daarmee de doorstroming bevordert. Ook omdat kilometerbeprijzing zichtbaar maakt dat gedragsverandering helpt en daardoor stimuleert om andere initiatieven te ontwikkelen. De middelen zijn er, ze moeten echter wel worden benut om te laten zien dat files juist niet meer van deze tijd zijn.

<sup>5</sup> Bron: Platform Anders Betalen Voor Mobiliteit (2005), Anders Betalen voor Mobiliteit.

Rogier Aalders  
R.Aalders@rn.rabobank.nl

# China in Afrika

## Een kans of een risico?

De opkomst van China is wereldwijd merkbaar. Ook de relatie tussen China en Afrika is in de afgelopen jaren in een snel tempo aangehaald. Hoewel de opkomst van China voordelen oplevert voor Afrika, hebben de bij de OESO aangesloten landen kritiek geuit op de Chinese benadering. Dit vraagt om een verdere analyse van de achtergronden van de opkomst van China in Afrika, en van de kansen en de risico's die dit met zich meebrengt.

## De groeiende band tussen China en Afrika

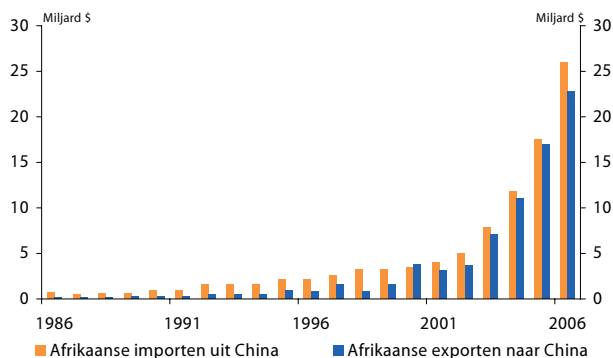
In de afgelopen jaren zijn de relaties tussen China en Afrikaanse landen in rap tempo verstevigd. In de periode 2002-2006 is de jaarlijkse waarde van Afrikaanse importen uit China verviervoudigd, naar meer dan 25 miljard dollar. In dezelfde tijd is de jaarlijkse waarde van Afrikaanse exporten naar China zelfs verzesvoudigd, naar bijna 23 miljard dollar. Hierdoor is Azië nu de op-twee-na belangrijkste export bestemming voor Afrika, na de VS en Europa. In totaal gaan 11% van de totale Afrikaanse exporten naar China. Bovendien zijn de Chinese directe investeringen in Afrika snel toegenomen. Eind 2005 had China 1,6 miljard dollar in het continent geïnvesteerd.

## China's strategische interesse in Afrika

De Chinese belangstelling in Afrika is onderdeel van China's groeistrategie. De vraag naar grondstoffen heeft Chinese interesse opgewekt in grondstofrijke landen wereldwijd, om zo een voldoende aanvoer van grondstoffen te garanderen. Naar verwachting zal de Chinese energiebehoefte in de komende 15 jaar met ongeveer 10% per jaar groeien. In 2020 zal China bovendien 60% van de benodigde energie vanuit het buitenland moeten importeren. De snelle groei van de maakindustrie in China heeft ertoe geleid dat ook de vraag naar andere soorten grondstoffen toe is genomen. Afrika kan met haar voorraad ongebruikte grondstoffen een grote rol spelen in het voldoen aan deze vraag. Zo is Angola voor China ondertussen een van de belangrijkste leveranciers van ruwe olie geworden, Zambia van koper en voor kobalt importen is China afhankelijk van de Democratische Republiek Kongo.

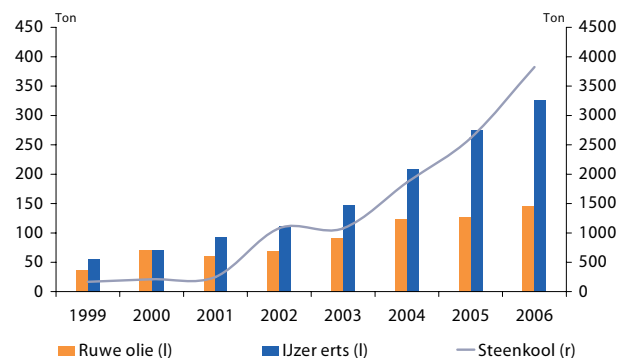
Afrika is ook een belangrijke afnemer van China's export producten. Hoewel de koopkracht in Afrika vergeleken met de rest van de wereld erg laag is, neemt deze ook daar gestaag toe. De handelsbalans tussen China en Afrika is nog steeds in het voordeel van China, ondanks de snelle toename van Afrikaanse exporten naar China. Verder biedt de relatief onderontwikkelde Afrikaanse markt een goede startplaats voor de buitenlandse expansie van Chinese bedrijven.

**Figuur 1: Handel tussen China en Afrika groeit**



Bron: IMF DOTS, Rabobank

**Figuur 2: Chinese vraag naar grondstoffen stijgt**



Bron: Ecwin, Rabobank

# China in Afrika

Deze expansie is van belang omdat hiermee de vraag naar Chinese arbeid, waarvan er een overschot is, wordt vergroot. Ook is uitbreiding naar het buitenland nodig om de sterke economische groei in de toekomst te laten voortduren.

## De voordelen voor Afrika

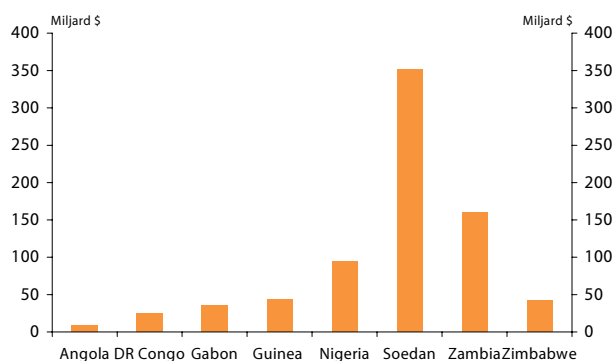
Grondstof exporterende landen in Afrika hebben geprofiteerd van de additionele wereldwijde vraag naar grondstoffen die het gevolg is van de opkomst van China. Met de verdiensten uit de export van grondstoffen zijn de economieën van deze landen stabiel geworden, de externe positie is sterker geworden en overheidsbegrotingen zien er nu beter uit. Als gevolg hiervan wordt Afrika meer en meer gezien als een continent dat rijk is aan economische kansen. China was een van de eerste landen die dit beseftte. Met behulp van Chinese investeringen hebben Afrikaanse landen de extractie en productie van grondstoffen in de afgelopen jaren verder kunnen uitbreiden.

Overeenkomsten met China hebben bovendien uitstekende secundaire voorwaarden, waaronder goedkope leningen en technische bijstand. Landen in Afrika kunnen met behulp van deze secundaire voorwaarden praktische economische beperkingen oplossen. Zo heeft China bijvoorbeeld toegezegd om het elektriciteitsnetwerk van Kenia te reviseren als onderdeel van een olie exploratie overeenkomst.

Het versterken van relaties tussen ontwikkelingslanden is een ander voordeel. Met de genoemde koopkracht stijging in het achterhoofd, bieden deze zuid-zuid relaties veel perspectief voor de toekomst. Op dit moment is het aandeel van zuid-zuid handel in de totale handel van ontwikkelingslanden nog slechts 14%, maar dit is wel het hoogste niveau van de afgelopen 50 jaar.

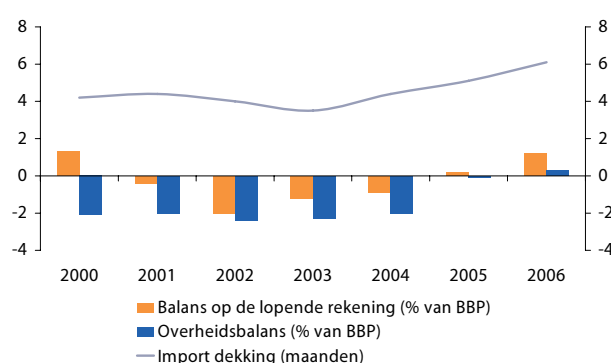
Een specifiek voordeel van de opkomst van China in Afrika is de verbeterde onderhandelingspositie van Afrikaanse landen. In de afgelopen decennia is de handel met Afrika gedomineerd door de OESO, zeker na de val van de Sovjet Unie. Met China als nieuwe speler van belang is niet langer sprake van een monopsonie. Ze kunnen nu immers voor China kiezen als een aanbod uit het Westen hen niet bevalt. Westerse bedrijven landen zullen hiervan gevolgen ondervinden. Zij moeten nu immers voorwaarden bieden die vergelijkbaar zijn met die van de Chinezen.

**Figuur 4: Chinese directe investeringen in Afrika (selectie, 2005)**



Bron: UNCTAD, Rabobank

**Figuur 5: Afrikaanse economieën zijn sterker geworden**



Bron: EIU, Rabobank

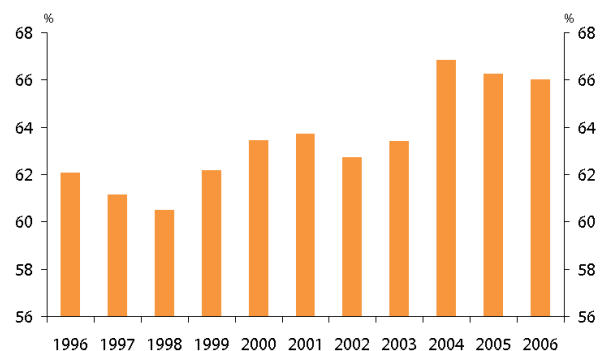
# China in Afrika

Vanwege de ondersteuning van Chinese bedrijven door de Chinese overheid zal dit voor Westerse bedrijven een moeilijke opgave kunnen zijn.

## Nadelen van de Chinese aanpak

De Chinese onverschilligheid ten opzichte van de mensenrechtensituatie in Soedan is op het moment misschien het meest zichtbare nadeel van het Chinese beleid. Dit verklaart echter maar

**Figuur 6: Aandeel grondstoffen in totale Afrikaanse exporten**



Bron: EIU, Rabobank

een klein deel van een veel breder gedragen afkeuring van de Chinese aanpak in Afrika. Er bestaan er zorgen over de nadelige gevolgen voor de ontwikkeling van Afrika op de lange termijn. Aan de andere kant richt de kritiek zich op manier waarop China een positie in Afrika aan het veroveren is.

### *Nadelen voor Afrika op de lange termijn*

Landen die sterk afhankelijk zijn van de export van grondstoffen zijn kwetsbaar voor externe schokken. Een scherpe daling van grondstofprijzen op de wereldmarkt, of een daling van de vraag in een belangrijke exportbestemming zullen een grote weerslag hebben op de binnenlandse economie. Dit maakt een economie die sterk leunt op

natuurlijke hulpbronnen relatief onstabiel. De oplossing voor dit probleem is economische diversificatie. Dit verbreedt de economische basis waardoor externe schokken beter kunnen worden opgevangen. Omdat veel landen in Afrika een eenzijdige economie hebben die sterk leunt op natuurlijke hulpbronnen, is economische diversificatie voor deze landen des te meer van belang.

Tegen het eind van de vorige eeuw nam in Afrika de afhankelijkheid van grondstoffen af. Als gevolg van de hoge grondstofprijzen zijn Afrikaanse landen -gemiddeld genomen- in de afgelopen jaren echter weer afhankelijker van de export van grondstoffen. Overheden voelen nu minder druk om moeilijke en complexe hervormingen uit te voeren die diversificatie met zich meebrengt; er komt immers voldoende geld binnen. Ook stimuleren de hoge grondstofprijzen investeringen in de mijnbouw, waardoor het aandeel van de mijnbouwsector in de totale economie toeneemt. De Chinese importen zijn een andere bedreiging voor de economische diversificatie in Afrika. Omdat het erg moeilijk is om met deze importen te concurreren, zal het voor Afrikaanse landen lastiger worden om een eigen maakindustrie op te zetten als de importen uit China blijven toenemen.

Hoewel samenwerking met China op de korte termijn veel voordelen meebrengt in de vorm van hoge prijzen voor Afrikaanse exporten en goedkope importen uit China, zullen de nadelige gevolgen van het niet diversifiëren van de economie op de lange termijn groter zijn.

### *Ondermijning invloed Westen*

Het Chinese beleid druist op een aantal vlakken in tegen het beleid van de OESO landen. Het gevolg hiervan is dat de invloed van de Westerse landen in Afrika afneemt. Zo is een onderdeel van het OESO beleid bijvoorbeeld om landen die de mensenrechten van hun inwoners niet respecteren door middel van sancties een andere koers te laten varen. China is echter een voorvechter van de 'non-interference' benadering, en mengt zich daarom niet in de interne aangelegenheden van een soeverein land. Het kan daarom zaken doen met zogenoemde schurkenstaten. Het gevolg hiervan is dat internationale sancties tegen zulke landen een stuk minder effectief zijn.

# China in Afrika

---

Het verlies aan handel met Europa en de VS wordt immers opgevangen door de handel met China. Bovendien zijn Westerse bedrijven hierdoor in het nadeel. Zij moeten wel aan gevolg geven aan de sancties. Terwijl ze zelf aan de zijlijn staan gaan de kansen naar Chinese bedrijven.

Een ander gevoelig punt is de overheidssteun die Chinese bedrijven krijgen van de overheid. China geeft deze steun, ten eerste, om de grondstoffen overeenkomsten met China aantrekkelijker te maken voor Afrikaanse landen. Een andere belangrijke reden is het, al genoemde, belang dat de Chinese overheid heeft bij de buitenlandse expansie van het Chinese bedrijfsleven. Een populaire constructie is het aanbieden van de uitvoering van infrastructurele verbeteringen door Chinese bedrijven. Om dit te bekostigen krijgen Afrikaanse landen leningen van de Chinese overheid tegen zeer gunstige voorwaarden. Chinese bedrijven krijgen tevens garanties en speciale kredieten. Deze steun van de overheid wordt door de bedrijven zelf gezien als een doorslaggevende factor bij de beslissing om in Afrika actief te worden. De Chinese overheid ziet dergelijke steun als ontwikkelingshulp.

Voor Europese bedrijven is het vanwege de Chinese staatsteun moeilijk om te concurreren met bedrijven uit China. De Chinese hulp heeft daarom ook gevolgen voor de private sector in de ontwikkelde landen. Omdat Europese bedrijven in vergelijking met Chinese bedrijven relatief veel aandacht schenken aan het overbrengen van kennis, het milieu en de mensenrechtensituatie, zal het verlies van de concurrentiestrijd met China voor zowel Afrika als voor de Europese bedrijven zelf nadelig zijn.

## **China in Afrika; een riskante kans**

Hogere grondstofprijzen, een grotere instroom van directe buitenlandse hulp en een verbeterde onderhandelingspositie kunnen Afrika economisch vooruit helpen. China zal echter niet dé oplossing zijn voor de problemen in Afrika. Factoren die de ontwikkeling van Afrika in het verleden hebben verhinderd, zoals zwakke instituties, een slechte infrastructuur en hoge transactiekosten blijven bestaan. Er zijn daarbij wel degelijk risico's aan de opkomst van China in Afrika verbonden. Vanwege de hogere grondstofprijzen en de aanlokkelijke grondstoffenexport overeenkomsten is de kans groter dat Afrikaanse leiders kiezen voor succes op de korte termijn, in plaats van duurzame groei op de lange termijn. Nu China opkomt als een alternatieve bron van handel, leningen, ontwikkelingshulp en investeringen hebben Afrikaanse landen meer mogelijkheden. Afrikaanse leiders zullen de juiste keuze moeten maken, en de voordelen van de opkomst van China aan te wenden voor het versterken van de economie op de lange termijn. Kiezen zij voor het aanlokkelijke succes op de korte termijn, dan kunnen de economische vooruitzichten op de lange termijn sterk verslechteren.

Vooralsnog wegen de kansen echter zwaarder dan de risico's. Veel Afrikaanse landen voeren al een solide economische beleid dat is gericht op de lange termijn. Omdat dit beleid in het verleden succesvol is gebleken, zullen zij dit hoogstwaarschijnlijk blijven volgen. Bovendien zal China haar benadering van Afrika in de toekomst verfijnen naar een meer algemeen geaccepteerde vorm. Naarmate het land een grotere internationale rol gaat spelen zullen de negatieve gevolgen van het voeren van een egocentrisch beleid namelijk groter worden. Nadat er bijvoorbeeld door Amerikanen werd opgeroepen tot een boycot van de Olympische spelen in Peking vanwege Chinese steun aan de Soedanese overheid, veranderde de Chinese opstelling ten opzichte van Soedan aanzienlijk. Toch zullen de Afrikanen zelf de juiste keuzes moeten maken, of met de woorden van Charles Soludo, hoofd van de Centrale Bank van Nigeria: 'Uiteindelijk zullen Afrikanen Afrika ontwikkelen'.

Erwin Blaauw  
E.R.Blaauw@rn.rabobank.nl

# Blik op BRIC

## Het surplus sparen of spenderen?

Als gevolg van overschotten op de lopende rekening, hoge kapitaalinstromen en actieve wisselkoersinterventie hebben Brazilië, Rusland, India en China aanzienlijke overschotten aan buitenlandse deviezen opgebouwd. Tot dusver zijn deze overschotten vooral gespaard, maar omdat de

reserves inmiddels meer dan voldoende bescherming bieden tegen een eventuele wisselkoersval, is de verleiding om de fondsen aan te wenden voor beter renderende investeringen nauwelijks te weerstaan. Voor landen die hun kas hebben gevuld met handelswinst is dit een goed idee, maar landen die hun valutavoorraden vooral danken aan de gunst van buitenlandse investeerders kunnen beter op hun tellen passen.

### Brazilië – stabiliteit is de sleutel

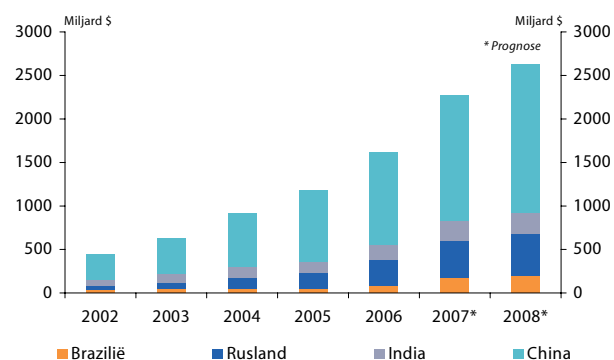
De Braziliaanse reserves zijn vooral sterk toegenomen als gevolg van buitenlandse kapitaalinstromen. Had de Banco Brasil eind 2006 nog de beschikking over een deviezenvoorraad van 85 miljard dollar, zeven maanden later was deze al opgelopen tot 150 miljard dollar. Vooralsnog pot Brazilië deze reserves op, omdat de financiële crisis van 2002 nog vers in het geheugen ligt. Toen trokken

buitenlandse investeerders zich plotseling terug en bleek de centrale bank over onvoldoende reserves te beschikken om de real te verdedigen en de crisis op te vangen. Aangezien Brazilië slechts bescheiden overschotten op de lopende rekening haalt, kan het zich voorlopig niet permitteren om reserves aan te wenden voor andere doeleinden. Het waarborgen van economische stabiliteit en het vertrouwen van buitenlandse investeerders weegt voorlopig zwaarder dan het genereren van rendement.

### Rusland – ruimte voor rendement

Als gevolg van hoge olieopbrengsten zal Russische deviezenvoorraad dit jaar uitkomen op meer dan 400 miljard dollar. Hoewel stijgende importen en winstuitkeringen het overschot op de lopende rekening inmiddels doet dalen, blijft de deviezenvoorraad groeien met zo'n 100 miljard dollar per jaar. Dit komt doordat Rusland steeds meer buitenlandse investeringen aantrekt.

**Figuur 1: Hoge buitenlandse deviezenvoorraden**



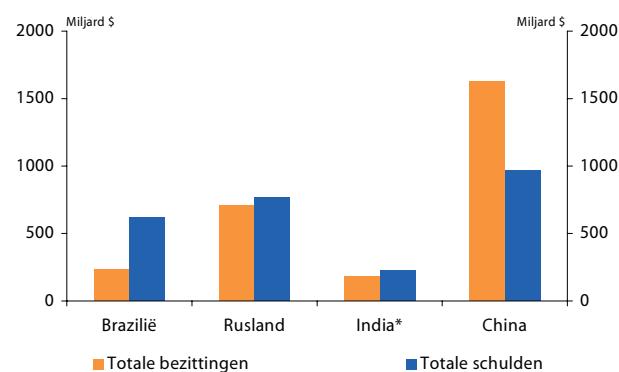
Bron: EIU, Rabobank

**Figuur 2: Comfortabele saldi op lopende rekeningen**



Bron: EIU, Rabobank

**Figuur 3: Internationale investeringspositie 2006**



Bron: IMF, Rabobank.

\* Data voor India uit 2005



# Blik op de BRIC

Sinds 2004 heeft Rusland een stabilisatiefonds waarin de overheid geld stort als de olieprijs hoger uitkomt dan geschat. Met 127 miljard dollar in portefeuille biedt het inmiddels echter zo'n stevige buffer, dat Rusland heeft besloten om een deel van dit fonds aan te wenden voor productievere investeringen. Een National Welfare Fund (NWF) naar Noors voorbeeld zal ongeveer 25 miljard dollar investeren in allerlei deelnemingen. Het fonds lijkt vooral bedoeld voor economische diversificatie, maar het kan ook worden gebruikt om Russische belangen in het buitenland te dienen. Toch heeft ook Rusland te maken met aanzienlijke buitenlandse verplichtingen en zal dus voorzichtig met haar voorraad moeten omspringen.

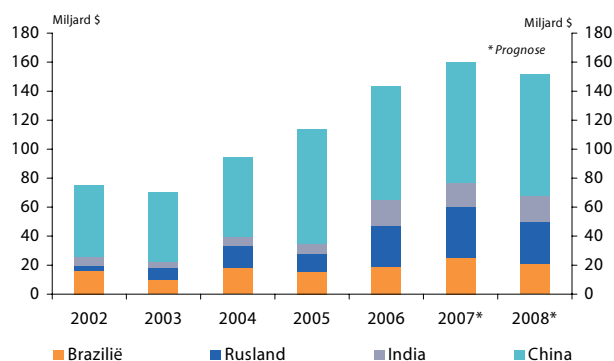
## India – investeren is prematuur

Ook de Reserve Bank of India heeft zijn deviezenvoorraad zien fors zien aanzwellen. Inmiddels bedraagt het meer dan 200 miljard dollar. Vanwege India's lage inkomensniveau en grote tekortkomingen in infrastructuur en publieke voorzieningen gaan er regelmatig stemmen op om de luxueuze reservepositie te gebruiken voor binnenlandse investeringen. Afgezien van eventuele effecten op de binnenlandse economie zou dit een grote misvatting zijn, want India's reservepositie is niet terug te voeren op lopende rekening overschotten. Integendeel, het is te danken aan buitenlandse investeerders die hun geld in minder voorspoedige tijden wel eens op zouden kunnen eisen. Omdat de solide externe balans het land tijdens de Aziëcrisis goed uit de wind heeft gehouden, peinst de centrale bank peinst er dan ook niet over om deze ter discussie te stellen.

## China – teveel om te overzien

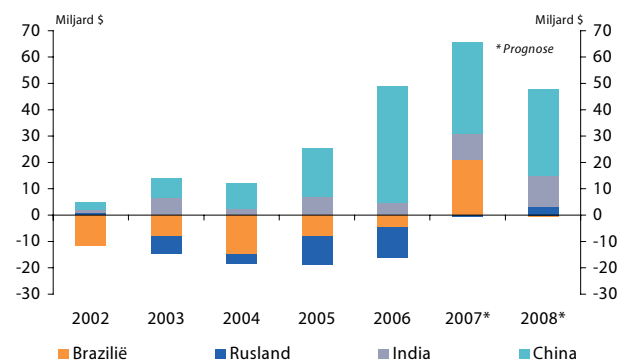
De massieve Chinese reserves zijn vooral het resultaat van de exportgeleide groei die al jaren een straf tempo aanhoudt. Het resultaat is een structureel overschot op de Chinese lopende rekening die samen met een fors groeiende kapitaalinstroom heeft geleid tot een deviezenvoorraad van meer dan 1 biljoen dollar. Omdat dit meer dan voldoende is om de waarde van de yuan te waarborgen, zeker nu de dollar onder druk staat, is het niet vreemd dat de Chinese overheid zoekt naar investeringsmogelijkheden die meer rendement opleveren. Daarom is begin dit jaar de China Investment Corporation opgericht die met een oorlogskas van 'slechts' 200 miljard dollar op jacht zal gaan naar natuurlijke hulpbronnen en andere strategische buitenlandse bezittingen. Een verstandige zet, want hoewel de Chinese exportmachine onverzadigbaar lijkt, zou het zich goed kunnen verslikken in al te enthousiaste binnenlandse bestedingen. Daarnaast zullen de Chinezen voorzichtig moeten handelen, want financiële markten zullen hun stappen nauwlettend volgen.

**Figuur 4: Inkomende directe buitenlandse investeringen**



Bron: EIU

**Figuur 5: Inkomende portfolio investeringen\***



Bron: EIU

Robin de Milliano  
R.Milliano@rn.rabobank.nl

# Economische kerngegevens

## Internationale kerngegevens\*

BBP-volumemutatie in %	2006	2007	2008
Verenigde Staten	2,9	2,1	2,8
EMU	2,9	2,6	2,1
Japan	2,2	2,7	1,9

## Kerngegevens Nederland

Jaar-op-jaar volumemutatie in %	2006	2007	2008
BBP	3,0	2¾	2¾
Particuliere consumptie	2,5	2	2½
Overheidsconsumptie	2,4	1½	1¼
Bruto investeringen	7,2	4½	5
Uitvoer van goederen en diensten	7,0	6¾	7
Invoer van goederen en diensten	8,1	6¾	7¼
Inflatie (%)	1,1	1¾	2¾
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	5,5	4¾	4¼
Begrotingsaldo overheid (% BBP)	0,6	-½	½
Saldo lopende rekening (% BBP)	9,8	7¼	6½

## Geldmarktrente 3-maands (%)\*

	4 september	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	5,67	5,10	4,89
Eurozone	4,74	4,13	4,38

## Swaprente 10-jaars (%)\*

	4 september	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	5,23	5,32	5,50
Eurozone	4,64	4,58	5,00

## Wisselkoers ten opzichte van euro\*

	4 september	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	1,36	1,35	1,29
Japan	157	161	147

\* Voorspellingen afkomstig van Financial Markets Research, Rabobank International

\*\* Prognoses over 3 respectievelijk 12 maanden

# Colofon

---

Het Economisch Kwartaalbericht is een uitgave van het directoraat Kennis en Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland.

De in deze publicatie gepresenteerde visie is gebaseerd op gegevens uit door ons betrouwbaar geachte bronnen, waaronder Datastream. Deze bronnen zijn op zorgvuldige wijze in onze analyses verwerkt.

Overname van de inhoud met bronvermelding is toegestaan. Het directoraat aanvaardt echter geen enkele aansprakelijkheid voor het geval, dat de in deze publicatie neergelegde gegevens of prognoses onjuistheden bevatten.

Deze uitgave is uitsluitend bestemd voor intern gebruik door abonnees.

Deze publicatie kunt u ontvangen door een mail te sturen naar 'fu\_kira@rn.rabobank.nl' onder vermelding 'Kennismail'. Hierdoor wordt u op de verzendlijst geplaatst voor de maandelijkse Kennismail, waarmee u de digitale nieuwsbrief van Kennis en Economisch Onderzoek gratis ontvangt.

In de nieuwsbrief zijn links te vinden naar het Economisch Kwartaalbericht, maar ook naar alle andere publicaties van onze medewerkers.

Voor overige informatie kunt u bellen met Christel Frentz (tel. 030 - 2160651) of via het volgende e-mailadres: 'C.R.Frentz@rn.rabobank.nl'.

Eindredactie:

drs W.W. Boonstra, chef-econoom

Drukkerij:

GrafPrint B.V. Eindhoven

Productiecoördinatie:

C.R. Frentz

**KEO op internet**

[www.rabobankgroep.nl/kennisbank](http://www.rabobankgroep.nl/kennisbank)

**Postadres**

Rabobank Nederland  
KEO (UC P515)  
Postbus 17100  
3500 HG Utrecht

**Bezoekadres**

Rabobank Nederland  
Croeselaan 18  
3521 CB Utrecht



**Rabobank**