



Rabobank

Economisch Kwartaalbericht

Juni 2008

Kennis en Economisch Onderzoek

Inhoudsopgave

Visie vooraf	3
Een onwelkome gast is terug	
Renteontwikkelingen	4
Geld- en kapitaalmarkten	
Valuta	8
Wispelturige wisselkoersen	
Nederland	9
Koufront vanuit het westen	
Eurozone	15
Consument neemt niet over	
Verenigde Staten	21
Recessie of niet?	
China	23
Geen harde landing voor China	
Japan	27
Groei breed gedragen	
Emerging markets monitor	28
Emerging markets onder inflatiedruk	
Einde dollartijdperk?	33
Dollar verliest bijzondere status	
Economische kerngegevens	38
Colofon	39

Kennis en Economisch Onderzoek staat ook op internet.
Het adres is www.rabobankgroep.nl/kennisbank

Afsluitdatum: 5 juni 2008

Visie vooraf

Een onwelkome gast is terug

Zowel in emerging markets, de eurozone als in de VS is het inflatietempo scherp versneld. In de VS valt dit ook nog eens samen met een recessie, terwijl de Federal Reserve nog belemmerd wordt in haar beleid door de subprime crisis. Dit roept herinneringen op aan de jaren '70 van de vorige eeuw, toen de wereld-economie werd gekenmerkt door het verschijnsel stagflatie, een combinatie van lage economische groei bij een hoge inflatie.

Het is nog niet eens zo lang geleden dat druk werd gespeculeerd over het einde van de inflatie. Concurrentie vanuit het buitenland zou de inflatoire druk in toom houden, terwijl wakkere centrale banken er voor zouden zorgen dat, mocht enige inflatie desondanks toch de kop opsteken, dit van meet af aan krachtig zou worden bestreden.

De werkelijkheid leert anders. Het huidige inflatietempo is in de meeste landen op dit moment hoger dan het in lange tijd geweest is. Alle lovende woorden over de tien jaar jonge ECB kunnen niet verhullen dat zij sinds haar oprichting haar inflatiedoelstelling (minder dan 2%) niet een keer heeft gehaald. Het huidige gemiddelde inflatietempo in de eurozone is inmiddels opgelopen tot 3,6%. In de VS ligt de inflatie al ruim boven de 5%. In meerdere opkomende markten heeft het tempo van geldontwaarding alarmerende hoogtes bereikt.

Inflatie is een gevaarlijk fenomeen. Het holt de koopkracht van mensen uit. Daarbij zijn het meestal de zwakkeren in de samenleving die het hardst worden getroffen. Hoge voedselprijzen zijn vooral een acuut probleem in arme landen, waar de meeste mensen 50% of meer van hun inkomen kwijt zijn aan voedsel. Verder leidt inflatie tot een willekeurige herverdeling van vermogens en schulden.

Inflatie moet niet worden ontkend. In sommige opkomende landen probeert de overheid door het opleggen van prijsplafonds de prijzen in te tomen. Dat leidt optisch tot een lagere inflatie en het oogt vriendelijk naar de burger, maar het betekent ook dat producenten niet door hogere prijzen worden verleid om hun productie op te voeren. De inflatoire druk blijft dus gewoon bestaan. Dit roept herinneringen op aan de voormalige Sovjet Unie. Die kende officieel ook geen inflatie, maar de feitelijke schaarste kon worden afgelezen aan de lege schappen in de winkels en de lengte van de wachtrijen.

De hogere prijzen moeten leiden tot een afname van de vraag (vooral relevant bij energie) en een toename van het aanbod. Het antwoord op de hoge voedselprijzen moet komen vanuit een groter aanbod, want de vraag naar voedsel zal gewoon blijven stijgen.

Centrale banken moeten vooral zien te voorkomen dat zogeheten 'tweede ronde effecten' gaan optreden. Dat is het verschijnsel dat de hogere prijzen zich doorvertalen in hogere lonen, waardoor een loon-prijsspiraal ontstaat. Het is daarbij te hopen dat de Fed ook weer snel volwaardig kan meedoen. Een krap monetair beleid, met hogere rentevoeten als gevolg, en waar mogelijk een appreciatie van de valuta, zoals in China, zal moeten voorkomen dat de inflatie uit de hand loopt.

Een onwelkome gast is terug. Hoe eerder hij wordt verjaagd, hoe beter.

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

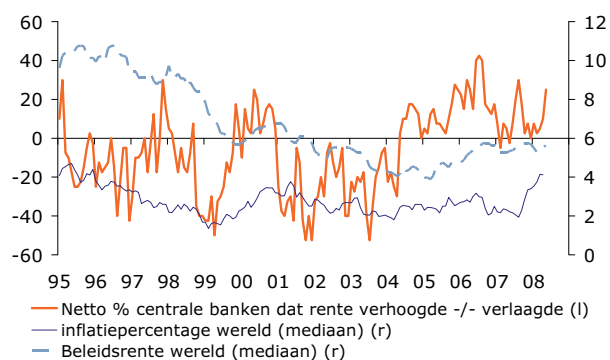
Renteontwikkelingen

Geld- en kapitaalmarkten

Na jaren van wereldwijde hoge groei en lage inflatie wijzen recente ontwikkelingen op divergentie tussen regio's op beide vlakken. Zo gaat de kredietcrisis grotendeels aan de meeste Aziatische economieën voorbij, terwijl financiële instellingen in de VS, maar ook in Zwitserland en Groot-Brittannië tot nu toe relatief hard zijn geraakt. De Amerikaanse economie is zelfs in een recessie beland, met uitstralings-effecten naar de Canadese economie. Maar ook binnen de eurozone zien we de verschillen tussen lidstaten groter worden. Duitsland versterkt haar rol als groeimotor, terwijl landen als Spanje, Portugal, Ierland en Finland juist steeds meer tekenen van flinke afkoeling vertonen. Opkomende economieën tenslotte hebben weer meer te lijden van de forse prijsstijging van de wereldvoedselprijzen. Beleidsmatig is dan ook verschillend op de economische en financiële ontwikkelingen gereageerd. Centrale banken in

Angelsaksische landen en landen met een muntkoppeling aan de dollar (bijvoorbeeld Hong Kong) hebben de rente de afgelopen twaalf maanden verlaagd. In een grote groep van vooral opkomende economieën zijn centrale banken juist doorgegaan met renteverhogingen om zo de economie af te koelen en de inflatie te bestrijden. De Japanse centrale bank en de ECB, die de rente ongewijzigd lieten, nemen hier een middenpositie in.

Figuur 1: Vooral renteverhogingen afgelopen jaar



Bron: Reuters Ecwin

Fed gaat zich op inflatiebestrijding richten

Na een uitermate turbulent kwartaal, waarin de Fed moest bijspringen om de Amerikaanse investeringsbank Bear Stearns van de ondergang te redden en het beleidscomité (FOMC) de rente met maar liefst 200 basispunten verlaagde, heeft de Fed in de afgelopen twee maanden een koerswijziging ingezet. In het begeleidende statement bij haar jongste rentebesluit, een verlaging met een kwartje tot 2%, ontbrak in tegenstelling tot de voorgaande maanden de verwijzing naar de negatieve groeirisico's van de kredietcrisis voor de economie. Daarmee geeft de Fed aan met haar eerdere renteverlagingen al rekening te hebben gehouden met een economische recessie in de komende maanden. Daarnaast zullen de economische effecten van het verruimde monetaire en fiscale beleid zich richting jaareinde aandienen. Bovenal echter maakt het FOMC zich nu meer zorgen over de inflatie. Dollarzwakte en recent gestegen voedsel- en olieprijsen hebben de vooruitzichten voor de inflatie in ieder geval op korte termijn niet verbeterd. Maar de Fed zal vooral willen voorkomen dat de hoge huidige inflatie zich verankert in de verwachtingen voor de lange termijn, die zij in de toekomst met renteverhogingen zal moeten bestrijden. Wij verwachten daarom dat de Fed haar beleidsrente het komende halfjaar niet verder zal verlagen. Als de groei aan het einde van het jaar aantrekt en de situatie op de financiële markten niet

Renteontwikkelingen

opnieuw sterk verslechtert, dan wordt het mogelijk om de eerdere renteverlagingen in de eerste helft van 2009 deels terug te draaien. Vooralsnog voorzien wij 150-200 basispunten aan renteverhogingen in 2009.

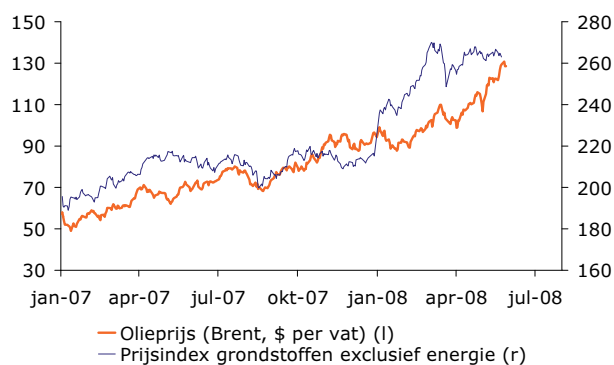
ECB blijft waakzaam

Door de scherp gestegen inflatie kan de ECB de rente op korte termijn haast onmogelijk verlagen. Haar primaire mandaat is immers het bewaken van de prijsstabiliteit, een inflatie van dichtbij, maar lager dan 2% op een termijn van een tot twee jaar. Als de inflatie op die middellange termijn voldoende richting 2% beweegt, dan hoeft de ECB haar huidige dus beleid niet te wijzigen. Kijken we naar het huidige inflatieniveau, de inflatieverwachtingen en de prijsdruk vanuit de ontwikkeling in de capaciteitsbenutting, dan lijkt het huidige beleidstariaf te volstaan om de inflatie op de middellange termijn te beteugelen. Dit is wel onder de voorwaarde dat de ECB ook kijkt naar de kerninflatie, de inflatie geschoond voor energie- en voedselprijsstijgingen. Deze prijzen worden namelijk bepaald op de wereldmarkt en liggen daarom buiten haar invloedssfeer. Het verleden heeft uitgewezen dat de ECB niet exclusief naar de totale inflatie kijkt, ondanks dat dit expliciet in haar mandaat staat.

Geldmarktsituatie blijft precair

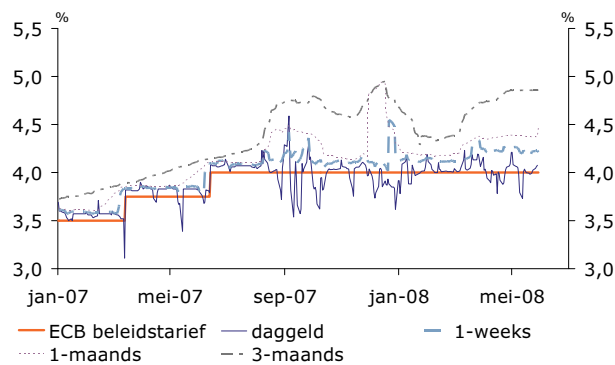
Daarnaast zal de ECB ook alle relevante omgevingsfactoren meewegen. Op dit moment is dat in ieder geval de onzekerheid die samenhangt met de kredietcrisis en de uitstralingseffecten hiervan op de interbancaire geldmarkt. In tegenstelling tot de markt voor dollars en ponden, heeft de Europese geldmarkt nog nauwelijks tekenen van verbetering laten zien in de afgelopen twee maanden. Financiële instellingen blijven huiverig om geld aan elkaar uit te lenen. Zij hebben meer liquiditeiten nodig om nog bestaande investeringsvehikels te financieren, maar willen ook meer liquiditeiten aanhouden uit voorzorg. Een renteverhoging van de ECB, waar de markt nu op zinspeelt, zou niet bevorderlijk zijn voor

Figuur 2: Grondstoffenprijzen verder opgestuwd



Bron: Reuters Ecowin

Figuur 3: Europese geldmarkt blijft gespannen

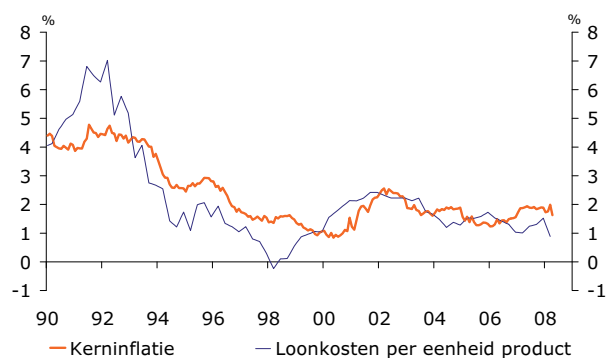


Bron: Reuters Ecowin

Renteontwikkelingen

de geldmarkt. De ECB zal ook rekening houden met de op handen zijnde groei-vertraging in de eurozone de komende kwartalen. Wij gaan er van uit dat de groei in de komende kwartalen aanzienlijk vertraagt en de inflatie terugvalt en

Figuur 4: Loondruk overheerst nog niet



Bron: Reuters EcoWin

de ECB alsnog voor het groeiargument zwicht. Dat heeft zij in het verleden in ieder geval wel gedaan. We geven onmiddellijk toe dat de speelruimte beperkt is. Op basis van onze ramingen zal zij haar tarief met hooguit twee kwartjes kunnen verlagen. Aangezien de inflatie de komende maanden hoog blijft, mogen we pas op zijn vroegst in het vierde kwartaal van dit jaar enige actie op dit vlak verwachten.

Inflatieverwachtingen cruciaal

De ECB zal goed letten op de loonontwikkeling en de inflatieverwachtingen op de lange termijn. De loongroei lijkt dit jaar in een aantal eurolanden flink aan te trekken. Vooral in

Duitsland zien we hoge looneisen. Hogere lonen worden echter gedeeltelijk gecompenseerd door hoge productiviteitsgroei, zodat de loonkosten per eenheid product niet even snel toenemen. Tot nu toe blijft die toename ruimschoots geringer dan 2% en daarmee consistent met de inflatiedoelstelling van de ECB. Dat is ook van belang voor de inflatieverwachtingen, die nog steeds goed verankerd zijn op een niveau van rond de 2%.

Bank of England worstelt met dezelfde problematiek als de ECB

Meer nog dan in de eurozone wijzen de economische indicatoren in het VK op een fikse groeivertraging. De vooruitkijkende inkoopmanagersindex liet de afgelopen maanden vooral in de dienstensector een verslechtering zien. Maar ook de consument heeft het zwaar. Recent vielen de detailhandelsverkopen tegen, terwijl Nationwide in mei de grootste huizenprijsdaling in 27 jaar meldde. Net als in de eurozone vormt de hoge inflatie daardoor een formidabele uitdaging voor beleidsmakers. Alleen al in april stegen de prijzen met 0,8% maand-op-maand, de sterkste stijging sinds mei 2001. BoE Gouverneur Mervyn King zal dit jaar waarschijnlijk wel een of meerdere brieven aan de Minister van Financiën moeten schrijven om uit te leggen waarom de inflatie boven het plafond van 3% is uitgekomen. Daarmee is ook voor BoE de ruimte om de rente op korte termijn te verlagen gering. Toch gaan wij er vanuit dat de BoE, net als de ECB, uiteindelijk haar beleidstarief verlaagt, al zal dat pas (ruim) na de zomer zijn.

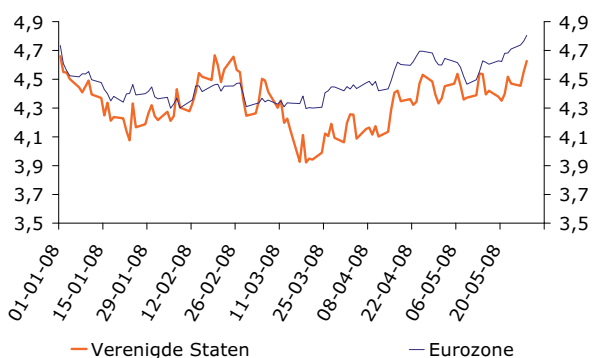
Geen radicale wijziging bij BoJ onder Shirakawa

In het vorige Kwartaalbericht waarschuwden wij al dat de toenmalige marktverwachting omtrent een renteverlaging in Japan weinig van doen had met de macro-economische realiteit. Naar aanleiding van goede economische groeicijfers

Renteontwikkelingen

en een stijgende (kern)inflatie heeft de markt inmiddels haar mening gewijzigd en wordt door sommigen zelfs rekening gehouden met een renteverhoging later dit jaar. BoJ kreeg in de tussentijd een nieuwe gouverneur, Shirakawa, wat eind

Figuur 5: Uittocht uit veilige havens



Bron: Reuters EcoWin

april gelijk leidde tot een ogenschijnlijke wijziging in de richting van het monetaire beleid. Shirakawa staat namelijk een meer neutrale lijn voor, in tegenstelling tot de belofte van een pad van monetaire verkrapping onder zijn voorganger Fukui. Het betreft echter geen wezenlijke beleidswijziging voor de markten, die in het huidige onzekere klimaat toch al niet verwachtten dat de BoJ de rente op korte termijn echt zou verhogen. Zodra de neerwaartse risico's voortvloeiend uit de kredietcrisis en de recessie in de VS afnemen, zal de Japanse centrale bank later in het jaar haar handen weer vrij hebben om het monetaire beleid te verkrappen. Shirakawa heeft genoeg ruimte opengelaten om daar op in te springen.

Inflatieangst stuwt kapitaalmarktrentes omhoog

De kapitaalmarktrentes zijn de afgelopen twee maanden sterk gestegen. Daarvoor bestaat een drietal redenen. Ten eerste is het sentiment op aandelen- en bedrijfsobligatiemarkten verbeterd, waardoor steeds meer beleggers afscheid namen van het veilige (en vooral kortlopende) staatspapier. De redding van Bear Stearns door de Fed bijvoorbeeld, heeft de markt bevestigd in haar vermoeden dat autoriteiten een belangrijke financiële partij niet zullen laten vallen. Ten tweede neemt mondiaal de inflatiedruk toe als gevolg van scherp gestegen energie-, voedsel- en grondstoffenprijzen. Hiermee samenhangend, ten slotte, hebben de markten hun renteverwachtingen bijgesteld. Zij houden er nu rekening mee dat de Fed de rente al in de tweede helft van dit jaar moet verhogen en ook voor de ECB heeft de markt een draai gemaakt. Het effect hiervan is het sterkst geweest op de korte kant van de rentecurve en voor de eurozone werd deze recentelijk invers. Eind mei lag het 2-jaars swap tarief op 4,90%, duidelijk boven het 5-jaars tarief van 4,65% en zelfs boven het 10-jaars tarief van 4,80%. Naar onze mening zijn de 2-jaars kapitaalmarktrentes in Europa doorgeschoten, zelfs al zou de ECB haar beleidstarief niet verlagen. We gaan dus uit van een daling van de 2-jaars swap rente in de komende 12 maanden. In de VS, daarentegen, zien we de 2-jaars tarieven in het komende jaar nog verder stijgen, vooral zodra de Fed haar eerste rentestap omhoog zet begin 2009. Voor de lange-termijn swap rentes verwachten wij een min of meer zijwaartse beweging in de eurozone (een beperkte terugval op korte termijn), terwijl we de 10-jaars swaprente in de VS nog ongeveer 20bp zien stijgen de komende 12 maanden.

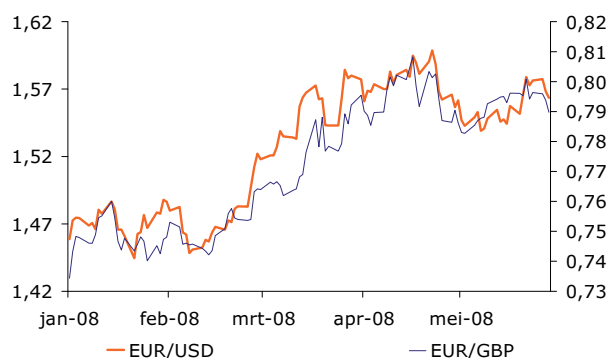
Elwin de Groot
Elwin.de.Groot@rabobank.com

Valuta

Wispelturige wisselkoersen

De beweeglijkheid van de wisselkoersen in belangrijke valutaparen, zoals EUR/USD, EUR/GBP en USD/JPY bleef in afgelopen maanden hoog in vergelijking met de periode vlak voor de kredietcrisis. De markten konden echter, in tegenstelling tot het eerste kwartaal, geen richting vinden.

Figuur 1: Volatiele wisselkoersen



Bron: Reuters EcoWin

Volatiliteit regeert

Eind april, begin mei, verloor de euro aanvankelijk terrein tegen de dollar onder invloed van relatief zwakke economische cijfers in de eurozone. In de loop van mei kwam het omgekeerde patroon tot stand onder toenemende verwachting dat de ECB dit jaar de rente zal verhogen. Per saldo bleef EUR/USD dicht in de buurt van het niveau dat eind maart werd genoteerd. Hetzelfde beeld zagen we eigenlijk voor het Britse pond. Op een termijn van 12 maanden gaan wij uit van een cyclische verbetering van de Amerikaanse economie ten op-

zichte van de Europese. Hierdoor wordt de waarde van de dollar wat ondersteund. Ook het pond profiteert hiervan waardoor wij ook sterling iets zien versterken ten opzichte van de euro.

Snelle appreciatie van yuan een tijdelijk fenomeen?

De Chinese yuan nam in het eerste kwartaal van 2008 met maar liefst 4% in waarde toe ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Ter vergelijking: vorig jaar apprecieerde de Chinese yuan in totaal 6,6% ten opzichte van de Amerikaanse evenknie. Simpele lineaire extrapolatie was dan ook niet van de lucht en zowel analisten als journalisten probeerden elkaar de loef af te steken met grote cijfers voor de verwachte appreciatie in de rest van het jaar. Chinese beleidsmakers kregen hier duidelijk genoeg van. Zij signaleerden in april prompt dat het over en uit was met de rappe appreciatie van de Chinese yuan. Omdat de overheid op de Chinese valutamarkt sterk richting bepalend is volgde onmiddellijk een vlakke koersbeweging en sterk naar beneden bijgestelde appreciatieverwachtingen voor de rest van dit jaar. Toch speculeerden enkelen nog op een aankomende eenmalige grote revaluatie. Wij achten dit scenario zeer onwaarschijnlijk omdat het de exportsector aanzienlijke schade kan berokkenen. Speculanten worden dan ook beloond. Omdat het niet duidelijk is wat wel het juiste niveau van de yuan ten opzichte van de dollar zou moeten zijn, zou het op termijn verdere speculatie alleen maar aanmoedigen. Naar aanleiding van de vliegende start van dit jaar verwachten wij nu een totale appreciatie van 9,5% van de yuan ten opzichte van de dollar, waarmee de wisselkoers aan het eind van het jaar op 6,65 komt te staan. Ten opzichte van de euro wordt een appreciatie van 6,3% voorzien over het geheel van 2008, wat overeenkomt met een wisselkoers van 10 ultimo 2008.

Elwin de Groot
Elwin.de.Groot@rabobank.com

Jan Lambregts
Jan.Lambregts@rabobank.com

Nederland

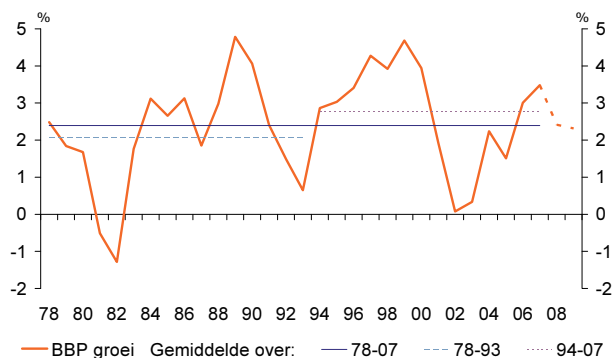
Koufront vanuit het westen

De Nederlandse economie heeft twee zeer mooie jaren achter de rug. In 2008 zal de BBP-groei door de verslechterde externe omgeving gedurende het jaar fors terugvallen. Voor 2009 verwachten wij, onder invloed van een opleving van de wereldeconomie, weer een wat sterkere economische groei gedurende het jaar. Door de hoge groei van het BBP in de laatste twee kwartalen van 2007 komt het jaarcijfer van de BBP-groei in 2008 ondanks de groeivertraging uit op een zeer respectabele 2½%. Een dergelijk gunstig effect op de jaargroei is in 2009 vrijwel afwezig. De door ons geraamde jaargroei van 2¼% verhult dan ook dat de economie in 2009 juist weer herstelt van de dip waar we op dit moment in verkeren.

Warmgedraaide Nederlandse economie ...

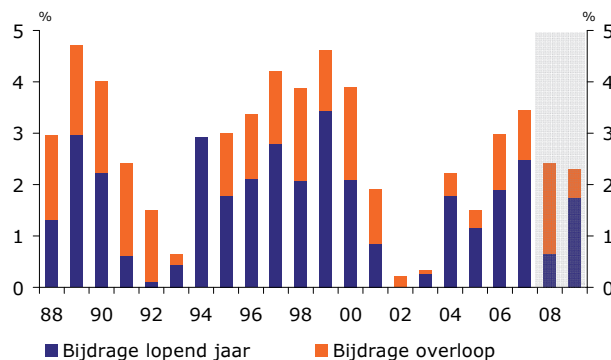
Met 3% in 2006 en 3,5% in 2007 lag de groei van het reële Bruto Binnenlands Product (BBP) de afgelopen twee jaar boven het langjarig gemiddelde (figuur 1). In beide jaren liep de werkloosheid flink terug. Dit jaar komt er een einde aan deze mooie groeiprestatie. De economische groei valt terug en de daling van de werkloosheid zal gering zijn. Voor 2008 verwachten wij een BBP-groei van 2½% ten opzichte van het jaar ervoor. Dit jaarcijfer wordt sterk beïnvloed door de hoge economische groei in de laatste twee kwartalen van 2007. Door deze hoge groei lag het niveau van het BBP aan de start van 2008 al fors hoger dan het gemiddelde niveau van 2007. Als het BBP in heel 2008 niet meer toeneemt (we blijven dan dus ieder kwartaal even veel goederen en diensten produceren als in het kwartaal ervoor) zal het gemiddelde niveau van het BBP ten opzichte van dat in 2007 toch nog 1,75% groter zijn (figuur 2). Deze aan vorig jaar te danken toename wordt 'overloop' genoemd. Kijken we naar de groei die binnen 2008 wordt behaald, dan wordt duidelijk dat ons land gedurende dit jaar met een flinke conjuncturele vertraging te maken krijgt. De bijdrage aan de BBP-groei van het lopende jaar valt terug van 2½%-punt in 2007 naar ongeveer ¾%-punt dit jaar. In de eerste drie kwartalen van dit jaar zal de kwartaal-op-kwartaal groei

Figuur 1: BBP-groei: realisatie en gemiddelden



Bron: CBS

Figuur 2: BBP-groei: lopend jaar en overloop



Bron: CBS

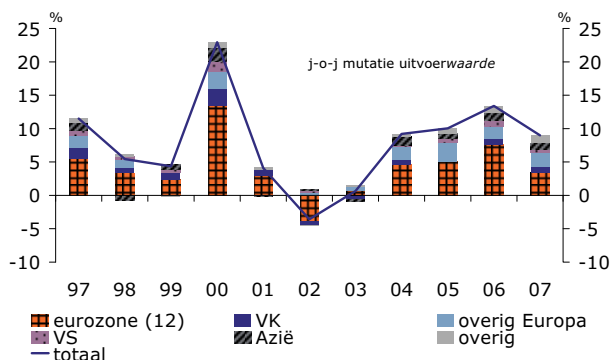
Nederland

van het BBP zeer beperkt zijn. Vanaf het laatste kwartaal van 2008 trekt de economische expansie weer wat aan en in het midden van 2009 zal de groei weer in de buurt komen van de gemiddelde kwartaal-op-kwartaal toename in de jaren 2006 en 2007. Door de zwakke kwartaalgroei in 2008 zal het 'overloopeffect' in 2009 beperkt zijn, terwijl de bijdrage van de groei binnen het lopende jaar dan juist terugveert naar 1¾%-punt.

... wordt afgekoeld door externe omgeving

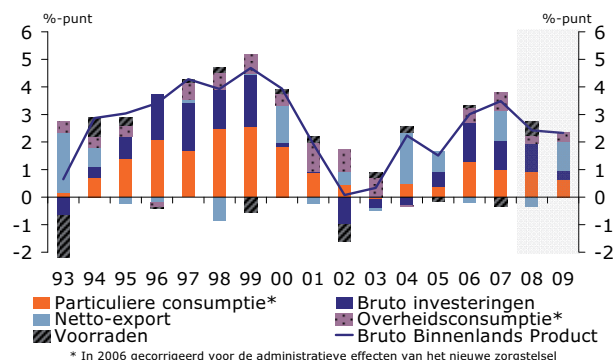
De afkoeling van de Nederlandse economie komt met name door een minder gunstige externe omgeving. De Verenigde Staten gaan dit jaar door een recessie die volgt op een enorme neergang in de huizenmarkt en de daardoor ontstane kredietcrisis. Ook het Verenigd Koninkrijk krijgt dit jaar, onder invloed van de Amerikaanse recessie, de impact van de kredietcrisis en een neergang in de Britse huizenmarkt te maken met een forse groeivertraging. De Amerikaanse en Britse centrale bankiers hebben de rente verlaagd terwijl de ECB haar beleidsrente constant heeft gehouden. Dit heeft, samen met de relatief gunstige vooruitzichten voor de economische groei in de eurozone, tot een forse appreciatie van de euro ten opzichte van zowel de Amerikaanse dollar als het Britse pond geleid. Goederen en diensten uit de eurozone zijn dus duurder geworden voor de Amerikanen en Britten terwijl deze ook minder zullen importeren door een zwakkere economische groei. De VS en het VK maken samen zo'n 16% van de Nederlandse export uit. De problemen in deze landen zullen de Nederlandse economie dus via de export raken. Maar Nederland is natuurlijk niet het enige land dat deze problemen ondervindt. Alle landen in de eurozone krijgen last van de verminderde export naar het VK en de VS waardoor de economische groei in de regio afzwakt. Hierdoor ontstaat een tweede negatief effect op de Nederlandse uitvoer. Met zo'n 55% is de eurozone onze grootste exportmarkt en daardoor in hoge mate bepalend voor onze exportgroei (figuur 3). Tot nu toe is deze redelijk op peil gebleven. Maar voor de komende kwartalen verwachten wij een

Figuur 3: Bijdragen aan uitvoergroei goederen



Bron: CBS, Rabobank

Figuur 4: Bijdragen aan BBP-groei



Bron: CBS, Rabobank

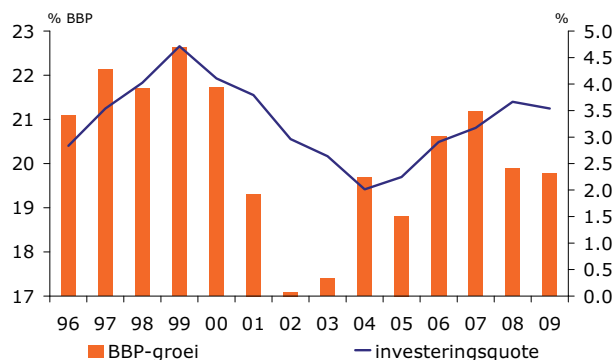
Nederland

aanzienlijke afzwakking. Doordat de groei van binnenlandse vraag redelijk op peil blijft (zie volgende paragraaf) zal de toename van de import die van de export dit jaar overtreffen. Daardoor zal de buitenlandse handel dit jaar per saldo een negatieve bijdrage aan de groei van het BBP leveren (figuur 4). Wij verwachten dat de situatie in de VS aan het einde van dit jaar zal verbeteren en dat de euro wat van haar kracht zal verliezen. Daardoor kan de uitvoer in 2009 weer wat aantrekken. De importgroei zal volgend jaar door een lagere groei van de binnenlandse vraag juist verzwakken. Daardoor zal de netto handel in dat jaar weer positief bijdragen aan de economische groei.

Investeringscyclus is top gepasseerd

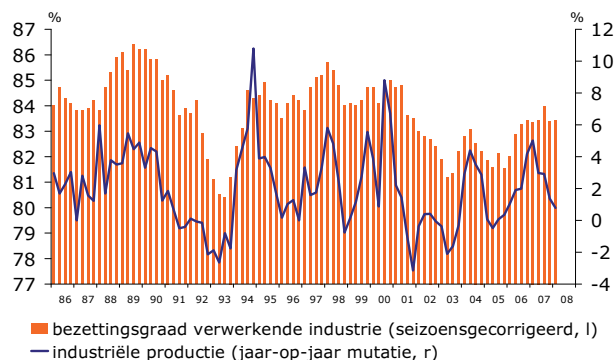
Door alle tumult in de wereld en de invloed daarvan op de Nederlandse economie zouden we bijna vergeten dat er ook nog zoiets bestaat als een 'gewone' conjunctuurcyclus. In de investeringen is deze golfbeweging duidelijk zichtbaar. Vorig jaar was een topjaar. De economie was in 2006 al fors gegroeid en de vooruitzichten waren goed. Alle reden dus om te investeren. Als gevolg hiervan is de investeringsquote -het volume van de investeringen als percentage van het BBP- fors opgelopen (figuur 5). De financiering voor investeringen is intussen duurder geworden. De vertraagde doorwerking van het verkrappende beleid van de ECB van eind 2005 tot midden vorig jaar begint nu door te werken in de investeringsbereidheid. Trichet c.s. zijn door de kredietcrisis weliswaar eerder gestopt met het verhogen van de rente dan verwacht, maar in de markt worden als gevolg van de crisis hogere kredietopslagen berekend wat per saldo een verdere verkrapping betekent. Lenen wordt daardoor immers duurder. Ondernemers hebben daarnaast ook minder reden om te investeren. De bezettingsgraad daalt weer, waardoor de behoefte aan uitbreidingsinvesteringen afneemt (figuur 6). Het grootste deel van de ondernemers (86%, CBS) geeft aan dat de productiecapaciteit voldoende is. Het teruglopen van de bezettingsgraad is logisch als we kijken naar de industriële productie. In het afgelopen jaar is de

Figuur 5: Investeringsquote als percentage BBP



Bron: CBS

Figuur 6: Bezettingsgraad en industriële productie



Bron: CBS

Nederland

groei van het productievolume steeds verder afgenomen. De ondernemers in de industrie verwachten ook voor de komende tijd minder bedrijvigheid en hun oordeel over de orderpositie is gedaald. Dat de toename van de investeringen en daarmee ook de investeringsquote dit jaar toch nog stijgt, komt met name door de oplevering van zeer grote projecten en groot vervoermaterieel. Dit verhult enigszins dat het onderliggende patroon van de investeringsgroei scherp terugvalt. De bijdrage van de investeringen aan de BBP-groei, die dit jaar nog fors is, valt in 2009 dan ook sterk terug.

En de kredietcrisis dan?

De gevolgen van de huizenmarktcrisis in de VS voor de Nederlandse economie lopen vooral via de exporten die lager uitvallen en het consumentenvertrouwen dat een finke deuk opgelopen heeft. De grote vraag is echter of banken terughoudender zijn geworden met het verstrekken van kredieten aan bedrijven en of dit een remmende werking op de economie heeft? Met name dit laatste is niet waarschijnlijk. De top van de conjunctuur ligt al achter ons en de groei van de investeringen loopt al sterk terug. De neergang in de cyclus wordt ook nog eens versterkt door de verslechtering van de externe omgeving. Hiermee loopt ook de financieringsbehoefte van het bedrijfsleven terug. Dat uit de data toch blijkt dat de groei van de kredietverlening aan bedrijven sterk is toegenomen sinds het begin van de crisis, is een reflectie van het feit dat de kapitaalmarkten veel moeilijker toegankelijk werden voor bedrijven. Hierdoor zijn zij waarschijnlijk uitgeweken naar bancair krediet en hebben hun bestaande kredietlijnen intensiever benut dan de afgelopen jaren het geval is geweest. Per saldo zijn banken dus niet minder krediet gaan verschaffen. Geld lenen is wel voor iedereen iets duurder geworden door de grotere risico-opslagen. De effecten hiervan zijn echter beperkt en vergelijkbaar met één of twee kwartjes monetaire verkrapping, die er zonder kredietcrisis zeker waren gekomen.

Wat gaat de consument doen?

De consument verkeerde midden vorig jaar in een zomerse stemming. Daar was dan ook alle reden toe. De werkloosheid was in de tweeënhalf jaar daarvoor hard gedaald, de nieuwe CAO-onderhandelingen weerspiegelden de verbeterde onderhandelingspositie van werknemers en de economische vooruitzichten waren goed. Sinds het uitbreken van de kredietcrisis is het consumentenvertrouwen echter behoorlijk gedaald. Toch heeft de consumptie daar de afgelopen maanden nog niet zichtbaar onder geleden (figuur 7). Bovendien is de arbeidsmarkt sterk en daarmee een fundament onder de consumptie gebleven. In april is de werkloosheid na seizoenscorrectie gedaald tot 4%. Dit is een grote daling ten opzichte van de top van de werkloosheid in het voorjaar van 2005 toen de werkloosheid nog 6,7% bedroeg. De daling van de werkloosheid gaat gepaard met een stijging van de beroepsbevolking (figuur 8). Niet alleen werklozen kregen de afgelopen jaren een baan, ook mensen die zich (op-)nieuw aanboden op de arbeidsmarkt vonden werk. Stijging van de werkgelegenheid leidt samen met

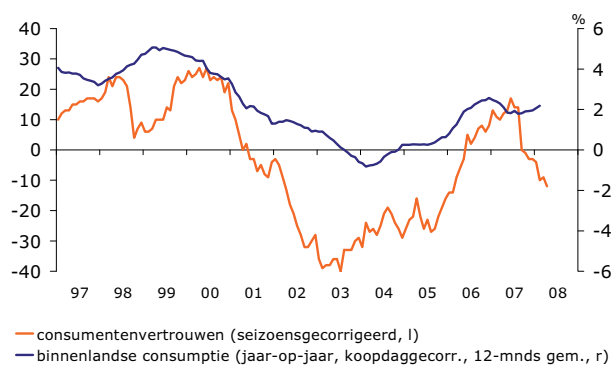
Nederland

stijging van de lonen tot een groei van het reëel beschikbaar inkomen en ondersteunt hiermee de consumptie. Voor dit jaar ramen wij een tamelijk goede ontwikkeling van het reëel beschikbaar inkomen, waarna die volgend jaar weer iets minder sterk zal zijn. Dit verschil wordt veroorzaakt door hogere inflatie in 2009 en een lagere groei van de werkgelegenheid. Het beschikbaar inkomen is echter niet het enige dat bepalend is voor de groei van de consumptie. Als consumenten de tijden als onzeker beleven en de koopbereidheid daalt, kunnen zij besluiten een deel van hun inkomen te sparen. De stemming van consumenten zal in onze optiek niet zomaar weer verbeteren. Het is immers allerm minst zeker dat al het slechte nieuws achter de rug is. Bovendien zal de inflatie de komende tijd ook niet helpen om de consument een beter gevoel te geven (zie hieronder). Verder is het kabinet voornemens om in januari 2009 de BTW te verhogen. Alhoewel dit voor werknemers wordt gecompenseerd door afschaffing van de WW-premie, zal de consument hier bij elke aankoop mee geconfronteerd worden. Het is dan ook de vraag wat de consument de komende tijd gaat doen. Wij gaan er vanuit dat zowel in 2008 als in 2009 de volumegroei van de consumptie achter zal blijven bij de ontwikkeling van het reëel beschikbaar inkomen. Voor 2008 verwachten we een reële consumptiegroei van 2%, maar bijna een ½%-punt hiervan betreft een statistische verschuiving als gevolg van de afschaffing van de no-claim en de invoering van het eigen risico in de zorg. Hoewel de inkomensontwikkeling dit jaar beter is dan vorig jaar, betekent dit dus een terugval in de consumptiegroei ten opzichte van 2007 van een ½%-punt. Volgend jaar zal de consumptie in onze verwachting met 1¼% in omvang toenemen.

Turbulente inflatie op komst

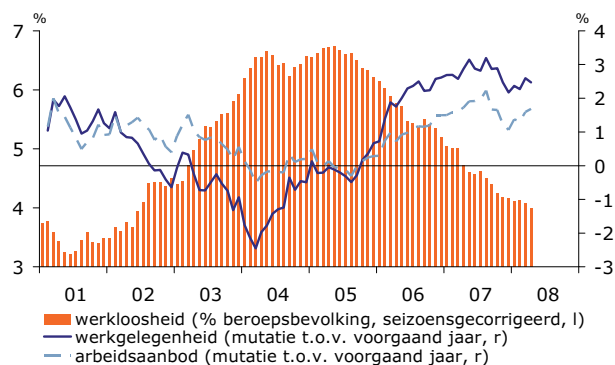
De wereld is in de ban van inflatie, die sinds half vorig jaar fors gestegen is door de sterk oplopende prijs van olie, voedsel en andere grondstoffen. In de eurozone liep de inflatie met ruim 1¾%-punt op, van 1,75% in augustus vorig jaar tot 3,6% in maart dit jaar. In Nederland, waar de inflatie al sinds 2004 onder het

Figuur 7: Vertrouwen en consumptie



Bron: CBS

Figuur 8: Werkloosheid en arbeidsaanbod



Bron: CBS

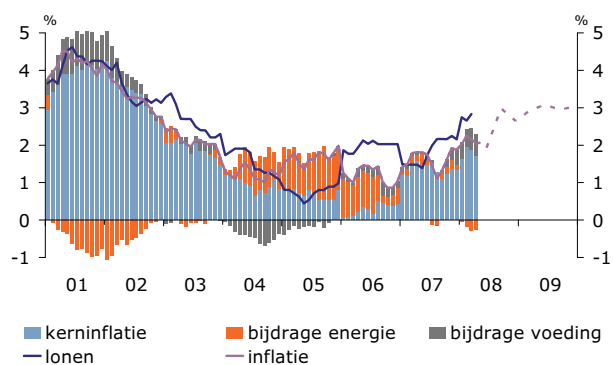
Nederland

gemiddelde van de eurozone ligt, bleef de stijging van de inflatie tot dusver beperkt tot minder dan 1%-punt (geharmoniseerde index Eurostat). In de eerste vier maanden van dit jaar lag de gemiddelde inflatie in Nederland dan ook bijna 1,5%-punt onder die van de eurozone. Aan deze comfortabele positie komt in juli echter een abrupt einde. Hoewel Nederlandse automobilisten al geruime tijd merken dat de olie duur is geworden, is de hoge olieprijs nog niet doorgedrongen tot de energierekening van de huishoudens. De tarieven voor gas en elektra worden ieder half jaar vastgesteld. Daardoor vertaalt een stijging van de olieprijs in een gegeven half jaar zich doorgaans pas in het half jaar daarna in een hogere energierekening. De olieprijs steeg (gemeten in euro's) in de tweede helft van 2007 met 20% ten opzichte van de eerste helft van dat jaar. Toch werd de energierekening in januari nauwelijks hoger. Daardoor is de wonderlijke situatie ontstaan dat energieprijzen in ons land de afgelopen vier maanden een drukkend effect op de inflatie hadden (figuur 9). Inmiddels hebben de grote energieleveranciers aangegeven dat de tarieven per juli zullen worden verhoogd. Dit zal leiden tot een toename van de inflatie met 0,5%-punt. In de eerste vijf maanden van dit jaar was de gemiddelde olieprijs al weer 15% hoger dan in de laatste zes maanden van 2007. Begin 2009 kan dus nogmaals een forse stijging van de energieprijzen verwacht worden. In zowel juli 2008 als januari 2009 wordt de hoge energieprijs vergezeld door kostprijsverhogende belastingmaatregelen. Stijgende lonen leiden bovendien tot een toename van de kerninflatie. De inflatie zal in juli en januari fors oplopen, om pas aan het einde van 2009 weer langzaam af te zwakken.

Conclusie

De warmer wordende Nederlandse economie wordt dit jaar afgekoeld door een frisse bries vanaf de Atlantische oceaan. Het gunstige van deze afkoeling is dat de toch al oplopende inflatie in de komende jaren niet nog eens extra aangewakkerd zal worden door verder oplopende spanningen in de economie.

Figuur 9: Bijdragen inflatie



Bron: CBS

Tabel 1: Kerngegevens Nederland

jaar op jaar mutatie in %	2006	2007	2008	2009
Bruto Binnenlands Product	3,0	3,5	2½	2¼
Particuliere consumptie*	2,7	2,1	2	1¼
Overheidsconsumptie*	2,2	2,7	1¼	1½
Private investeringen	8,2	5,4	5¼	1¾
Bruto investeringen	7,2	5,1	4¾	1½
Goederen- en dienstenuitvoer	7,0	6,4	4½	3¾
Goederen- en diensteninvoer	8,1	5,5	5½	2¾
Consumentenprijsindex	1,1	1,6	2¾	3
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	5,5	4,5	4	4
Begrotingssaldo overheid (% BBP)	0,5	0,4	1	1
Saldo lopende rekening (% BBP)	7,6	8,4	5¾	6½

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

Bron: CBS, Rabobank

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

Tim Legierse
T.Legierse@rn.rabobank.nl

Eurozone

Consument neemt niet over

Hoge en stijgende energie-, grondstoffen- en voedselprijzen, aanhoudende economische problemen in de Verenigde Staten en een dure euro zijn de ingrediënten die dit jaar leiden tot een stevige groeiterugval in het eurogebied, tot 1¾%. Naar het zich laat aanzien is deze economische tegenwind voor een deel tijdelijk, zodat wij volgend jaar weer een iets hogere groei verwachten, van 2%.

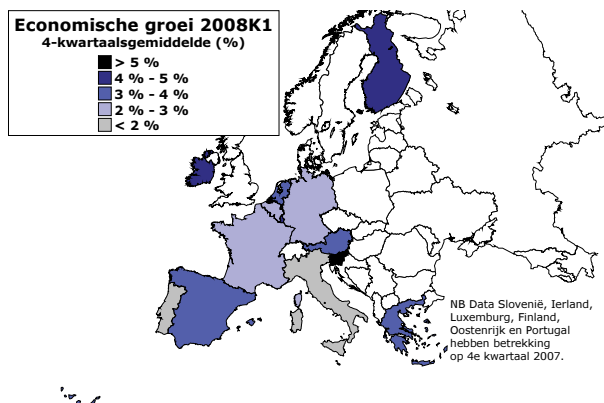
Verrassend hoge groei

De economische volumegroei in het eurogebied bedroeg in het eerste kwartaal van 2008 2,2% ten opzichte van hetzelfde kwartaal een jaar geleden en 0,8% ten opzichte van het laatste kwartaal van 2007. Verrassend sterk, want het externe beeld verzwakte de laatste maanden juist, vooral door aanhoudend slecht nieuws uit de VS. Tegelijkertijd wezen de indicatoren van de Europese consumptie- en investeringsdynamiek eveneens op een lagere groei. De opsplitsing van de groei naar bestedingscomponenten wijst uit dat desondanks de bedrijfsinvesteringen stevig aan de groei hebben bijgedragen. Deze opleving was met name sterk in Duitsland en werd gedragen door veelal eenmalige factoren zoals hoge productiegroei door de zachte wintermaanden en een stevige toename van de voorraadvorming. Wij vermoeden dan ook dat de komende kwartalen minder sterk zullen zijn. Vooral Italië krijgt het dan nog zwaar, daar lag de groei in het eerste kwartaal al op een schamele 0,2% ten opzichte van hetzelfde kwartaal een jaar geleden.

Zorgelijk hoge inflatie

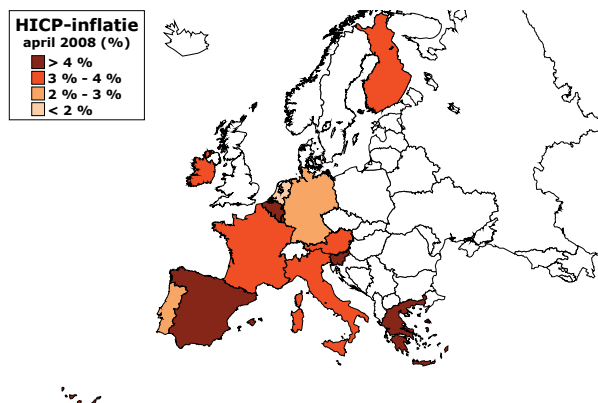
Tegelijkertijd kwam de Europese inflatie gemiddeld over de eerste vier maanden van 2008 uit op 3,3% (j-o-j), tegenover 2,1% voor het jaar 2007 als geheel. Stijgende voedsel- en energieprijzen stoken de inflatie op. Uiteindelijk óók in Nederland, waar de HICP inflatie in 2008 tot nu toe beperkt bleef tot gemiddeld 1,8%. De volledige impact van met name gestegen energieprijzen wordt bij ons pas de komende maanden voelbaar (zie 'Nederland' elders in dit kwartaalbe-

Figuur 1: Economische groei in het Eurogebied



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 2: HICP inflatie in het Eurogebied



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Eurozone

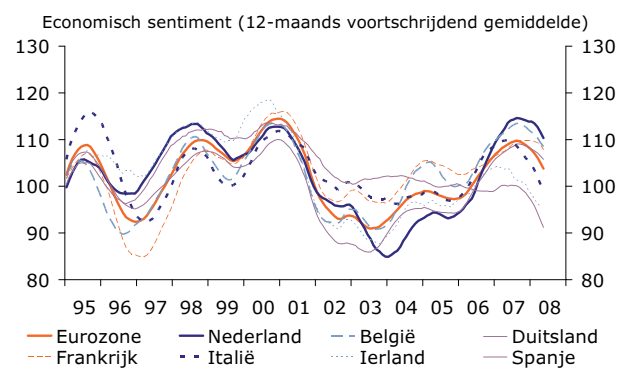
richt). Al met al kunnen we nu al vaststellen dat de ECB haar inflatiedoelstelling -dichtbij, maar lager dan 2%- dit jaar niet gaat halen en het is bovendien onwaarschijnlijk dat dat in 2009 wél gaat lukken. Dus stevenen we af op een opmerkelijk jubileum. De Europese inflatie is dan vanaf 2000 al tien jaar lang elk jaar hoger dan 2%.

Sentiment verzwakt, productie geeft nu nog weinig toe

De indicatoren voor het economische sentiment laten de afgelopen maanden een verdere verzwakking zien. De omslag die zich sinds eind vorig jaar aftekende, wordt hiermee bevestigd en zet zich door (figuur 3). Met Spanje en Ierland zijn het de *usual suspects* die de wind vooral sterk tegen hebben, namelijk die landen waar de huizenmarkten stoom afblazen. Maar de verdere verzwakking van het sentiment wordt overal gevoeld en er is inmiddels geen euroland meer waar het economische sentiment nog niet terugviel.

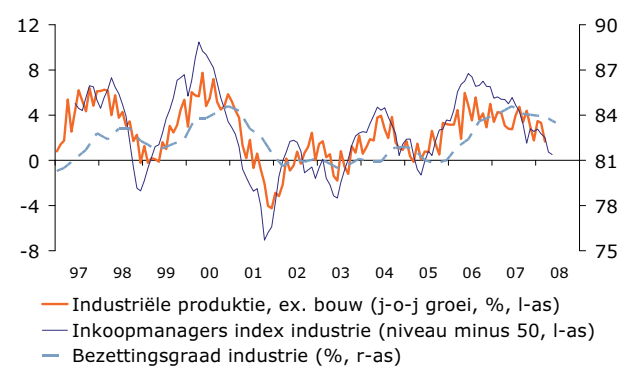
De industrie toonde zich juist weerbarstig. Het productievolume lag daar het afgelopen kwartaal gemiddeld genomen 2,9% hoger dan een jaar geleden (figuur 4). Daarmee bleef de groeiterugval beperkt ten opzichte van de 3,5% groei voor 2007 als geheel en de afsluitende 3,1% in het vierde kwartaal. Het wekt welhaast de schijn dat de duurdere euro nog geen pijngrens heeft bereikt. En dat terwijl de euro op \$1,50 gemiddeld over het eerste kwartaal toch weer 5 dollarcent duurder was dan in het vierde kwartaal van 2007. Ten opzichte van een jaar geleden was de munt het afgelopen kwartaal zelfs 19 dollarcent duurder. Kijkend naar de maandcijfers kunnen we die schijn niet ophouden. Gedurende het kwartaal werden namelijk robuuste groeipercentages gemeten in januari (3,4% j-o-j) en februari (3,3% j-o-j), maar vielen deze sterk terug in maart (1,9% j-o-j). Dit correspondeert met het zachte winterweer in de maanden januari en februari en daardoor een minder sterke productieopleving dan we doorgaans in maart zien. Hoewel de productiecijfers geschoond zijn voor

Figuur 3: Economisch sentiment zakt verder weg



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 4: Productie levert sterk kwartaal



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Eurozone

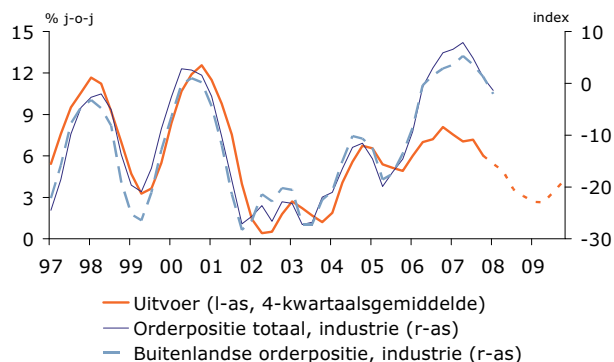
bouwactiviteiten, lokte die sector waarschijnlijk wel extra productie van materiaal en machines uit. Het wegvallen van die weersgerelateerde stimulans zal de economische activiteit het komende kwartaal flink kunnen drukken. Ook de vooruitkijkende inkoopmanagersindex wijst op groeiterugval de komende maanden.

Uitvoergeleide afkoeling

In combinatie met de verder afzwakkende economische vooruitzichten in belangrijke Europese afzetmarkten als de VS en het VK, zien we de effecten van de duurdere euro terug in het oordeel van Europese producenten over hun orderposities. Dit oordeel is sinds medio 2007 steeds minder optimistisch geworden (figuur 5). Hoewel producenten in absolute zin en in historisch perspectief optimistisch blijven over zowel hun totale als hun buitenlandse orderposities, valt het tanende optimisme van de laatste kwartalen samen met een afname van het groeitempo van de uitvoer. In het laatste kwartaal van vorig jaar groeide het uitvoervolume met slechts 0,6% ten opzichte van het voorafgaande kwartaal. Een dergelijk lage groei van de uitvoer werd voor het laatst gemeten in begin 2005, toen het uitvoergeleide economische herstel in Europa tijdelijk stakte.

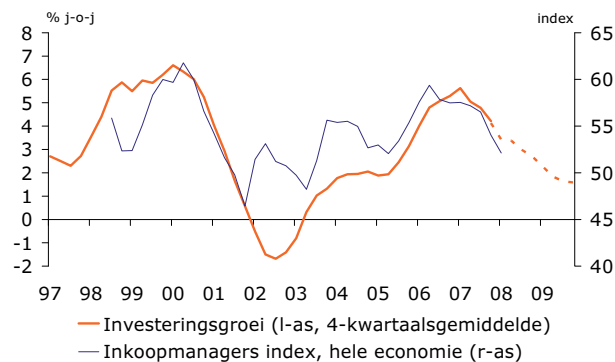
Nu zien we in het sleepspoor van de lagere uitvoergroei ook de vooruitzichten voor de investeringen brozer worden (figuur 6). Verschillende enquêtes bevestigen dit beeld. De vooruitkijkende inkoopmanagersindex wijst op een verdere terugval van de economische groei de komende maanden. Ook de ZEW indicator voor het economisch sentiment zakt geleidelijk verder weg, hoewel de beoordeling van de huidige situatie in absolute zin nog steeds optimistisch is. Het sterke eerste kwartaal voor de investeringen is wat ons betreft dan ook de spreekwoordelijke zwaluw die nog geen zomer maakt. Een gunstiger investeringsklimaat zien wij pas volgend jaar weer ontstaan, wanneer de uitvoer aantrekt als gevolg van onder andere een wat duurdere dollar (zie 'Einde dollartijdperk?' elders in dit Kwartaalbericht) en een gunstiger situatie in Europa's afzetmarkten. Maar

Figuur 5: Harde euro wordt voelbaar



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 6: Investeringsvooruitzichten brozer



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Eurozone

ook dan blijft de investeringsgroei gematigd, omdat de bouwsectoren in de afkoelende huizenmarkten van het eurogebied onder druk blijven staan.

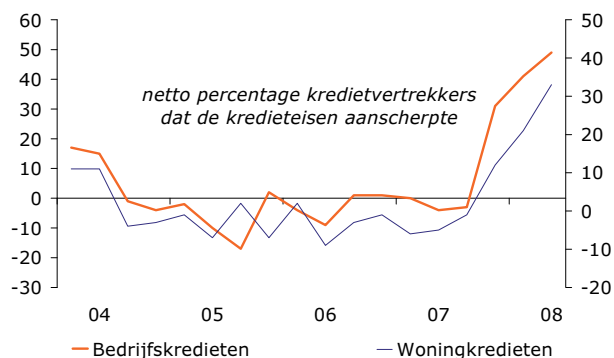
Economische impact kredietcrisis blijft onzeker

Naast de uitvoergeleide economische afkoeling, zijn er nog andere belangrijke economische risico's vanuit de doorwerking van de kredietcrisis. De jongste *Bank Lending Survey* van de ECB geeft aan dat Europese banken ook de afgelopen maanden de kredieteisen weer verder hebben aangescherpt (figuur 7). We moeten hier wel meteen bij opmerken dat we de effecten van die aangescherpte eisen nog niet terugzien in de vorm van een afnemende groei van de kredietverlening aan het Europese bedrijfsleven. Sterker nog, de toename van de kredietverstrekking aan niet-financiële bedrijven lijkt sinds medio vorig jaar zelfs te versnellen. Waarschijnlijk zien we hier voor een deel terug dat bedrijven hun lopende kredietfaciliteiten bij banken nu in sterkere mate benutten dan de afgelopen jaren het geval is geweest. Dat zou dan weer de resultante zijn van het gegeven dat het voor hen door de kredietcrisis moeilijker en duurder is geworden om financiering uit de markt te halen. Maar voor een groot deel toont het ook de uitstekende financiële gezondheid waarin Europese bedrijven over het algemeen verkeren, waarmee zij ook aan de strengere kredieteisen voldoen.

Sobere consument pakt stokje niet over

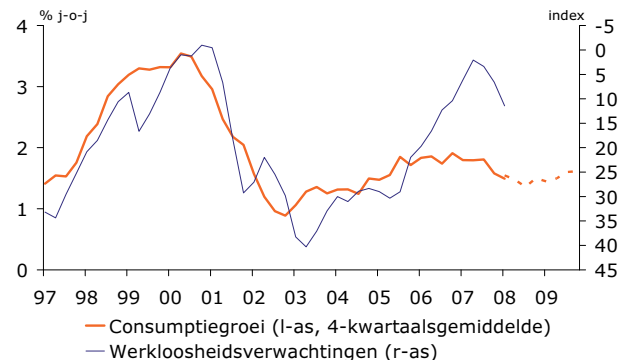
Ook de huishoudens worden geconfronteerd met verscherpte kredieteisen, onder andere via strengere eisen aan woningfinancieringen. Dit vormt natuurlijk een extra risico in die landen waar de huizenmarkten toch al sterk aan het afkoelen zijn, zoals binnen het eurogebied in Ierland en Spanje. Maar de economische tegenwind tempert ook het optimisme van consumenten over de Europese arbeidsmarkt, zoals goed is af te lezen van de ontwikkeling van de werkloosheidsverwachtingen (figuur 8). Nou is het niet zo dat de opleving van het arbeidsmarktoptimisme van de laatste pak weg 2 jaren heeft geleid tot een

Figuur 7: Strengere kredieteisen



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 8: Sterke arbeidsmarkt, sobere consument



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Eurozone

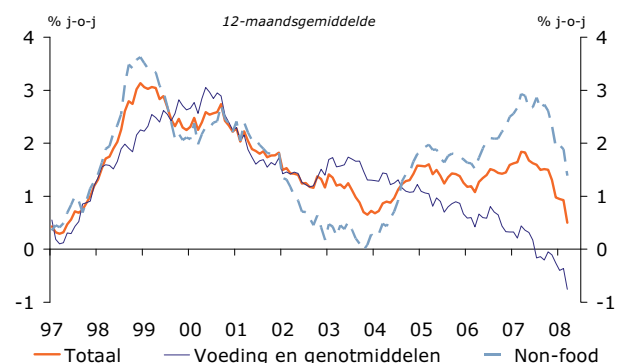
merkbare versnelling van de consumptiegroei. Verre van dat, de consumptiegroei is sinds de tweede helft van 2005 namelijk opmerkelijk stabiel gebleven rond 1¾%, ondanks het bijna ongekend hoge arbeidsmarktvertrouwen. Die ont koppeling in het recente verleden maakt dat we de terugval van het arbeidsmarktvertrouwen van de laatste tijd ook niet zondermeer kunnen doorvertalen naar een terugval van de consumptiegroei van dezelfde proporties. Wel is het zo dat de scherpe daling van dat arbeidsmarktvertrouwen samenviel met een lagere consumptiegroei in het vierde kwartaal van vorig jaar, terwijl de consumptie 2008 ook niet bijzonder sterk is gestart.

De zwakke start van de consument in 2008 is op maandbasis duidelijk zichtbaar in de detailhandelsverkoop (figuur 9). Over de gehele linie vielen de groeicijfers terug in het eerste kwartaal. Non-food verkopen vielen in volumetermen terug van 1,9% gemiddeld over 2007 tot 1,0% gemiddeld over het eerste kwartaal van 2008 (j-o-j), terwijl in maart zelfs 1,3% minder werd verkocht dan een jaar geleden. De verkopen van voedingsproducten vielen in maar liefst acht van de afgelopen twaalf maanden terug ten opzichte van het voorgaande jaar.

Koopkracht onder druk door hoge inflatie

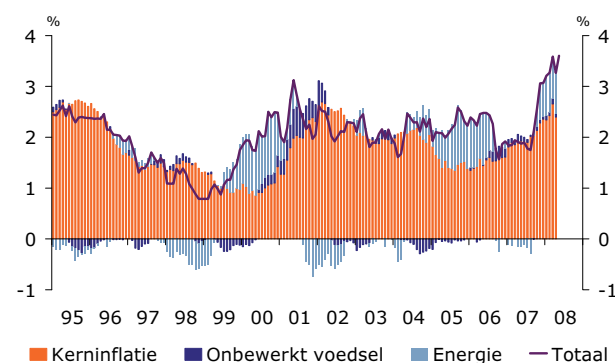
Het is niet alleen de onzekerheid over de economische ontwikkelingen, zoals onder andere tot uitdrukking komt in het afnemende arbeidsmarktoptimisme, dat de lagere consumptiegroei verklaart. De opgelopen inflatie speelt waarschijnlijk ook een zeer tastbare rol. De terugvallende groei van de detailhandelsverkoop valt in ieder geval op het oog wel erg netjes samen met de versnelling van de inflatie sinds eind 2007. De snellere geldontwaarding holt dan ook in rap tempo de koopkracht van de huishoudens uit. Deels is hier overigens sprake van een tijdelijke ontwikkeling, aangezien de forse energie- en voedselprijsstijgingen naar onze mening geen blijvend verschijnsel zijn. Maar ook de kerninflatie is de afgelopen jaren gestaag opgelopen en die zal hardnekkiger blijken. Toch zien we

Figuur 9: Detailhandelsverkoop verslappen



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 10: Inflatie blijft oncomfortabel hoog



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Eurozone

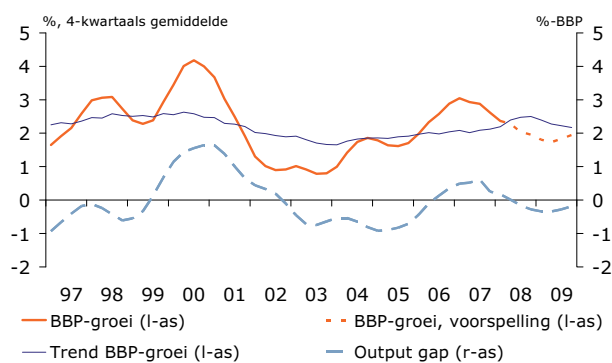
ook voor de consumptiegroei naar het einde van 2008 en gedurende 2009 wel enige verbetering optreden, wanneer de inflatie wat is teruggevallen en de kredietcrisis het economische nieuws niet langer gijzelt.

Dit jaar lagere groei, vooruitzichten 2009 al weer beter

Eerder dit jaar gingen wij er nog van uit dat de geringere groei van de buitenlandse vraag naar Europese producten in ieder geval voor een deel zou worden opgevangen door een snellere stijging van de Europese consumptieve bestedingen. Nu blijkt echter dat die Europese consument, mede als gevolg van verder afkoelende huizenmarkten en strengere kredietwettelijke maatregelen, in meerdere landen juist de hand wat op de knip houdt. Bovendien is het voor de Europese consument nu aantrekkelijk om een groter deel van zijn producten van buiten het eurogebied te halen, omdat die producten daar momenteel door de sterke euro een stuk goedkoper zijn. Het mag dan ook niet verbazen dat de Europese economische groei dit jaar terugvalt, naar onze verwachting tot 1¾%.

Wij voorzien dat de dollar ten opzichte van de euro de komende tijd juist weer wat aan kracht kan herwinnen. Op basis daarvan verwachten wij voor volgend jaar ook weer een iets hogere uitvoergroei, terwijl de invoergroei juist licht zal terugvallen. De economische groei in het eurogebied kan dan aantrekken tot ongeveer 2%. De Europese consument draagt overigens niet heel veel bij aan dit groeiherstel, het consumptievolumen groeit zowel dit als volgend jaar namelijk met ongeveer 1½%. Enerzijds zien wij de inflatie in de loop van dit en begin van volgend jaar wat lager uitpakken, zodat de koopkracht minder wordt uitgehold. Anderzijds zien wij tegelijkertijd de arbeidsmarkt afkoelen, waardoor de inkomensgroei juist wat wordt gedrukt. Al met al blijven wij optimistisch voor wat betreft de dynamiek van de Europese economie met een verwacht herstel van de groei in 2009. Maar evengoed moeten we het dit en volgend jaar doen met een gemiddeld wat lager economisch groeitempo dan de afgelopen jaren.

Figuur 11: Groei valt terug tot beneden trendmatig



Bron: Reuters Ecowin, Rabobank

Tabel 1: Kerngegevens Eurozone

jaar op jaar mutatie in %	'06	'07	'08	'09
Bruto binnenlands product	2,9	2,6	1¾	2
Particuliere consumptie	1,9	1,5	1½	1½
Overheidsconsumptie	2,0	2,3	1¾	1½
Private investeringen	5,6	4,5	2¾	1½
Uitvoer goederen en diensten	8,2	5,8	3	4¼
Invoer goederen en diensten	7,8	4,7	3½	3¼
Consumentenprijzen	2,2	2,1	2¾	2½
Werkloosheid (%)	8,3	7,4	7	7
Begrotingssaldo (% BBP)	-1,5	-0,6	-1	-¾
Saldo lopende rekening (% BBP)	-0,2	0,2	-¼	-½

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

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

Verenigde Staten

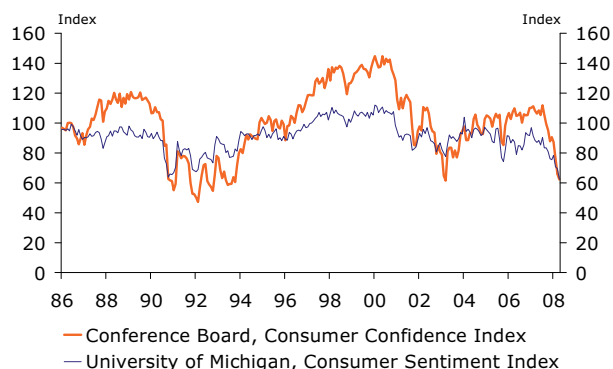
Recessie of niet?

Zit Amerika nu in een recessie of niet? Het groeicijfer voor het eerste kwartaal is licht positief en dat heeft voor opluchting in de markten gezorgd. Toch denken wij dat dit optimisme voorbarig is.

Positief groeicijfer verhult recessie

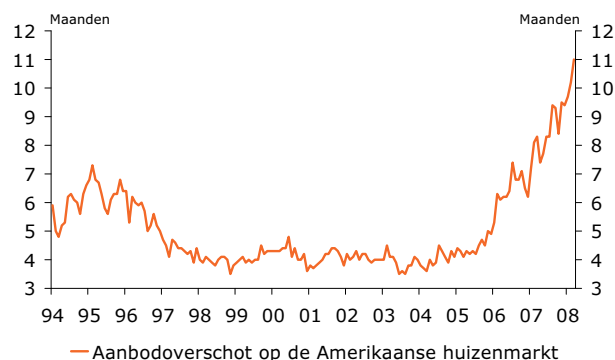
Als we naar de componenten van het Amerikaanse BBP kijken, zien we een sterke vertraging van de consumptiegroei en zelfs een krimp in de bedrijfsinvesteringen. De daling van de investeringen in woningen zette in het eerste kwartaal zelfs nog een tandje bij. Toch wist de groei zich boven de nulgrens te handhaven door een forse bijdrage van de netto exporten en een lagere daling van de voorraden dan in het vierde kwartaal. Niet iedereen weet echter dat economische groeicijfers vastgesteld worden voor hele kwartalen, terwijl recessies in Amerika vastgesteld worden per maand. Dat betekent dat als een recessie in de tweede maand van een kwartaal begint, de positieve groei in de eerste maand voldoende kan zijn om toch nog een positief groeicijfer voor het kwartaal als geheel te krijgen. En dat is precies wat er nu aan de hand lijkt als we kijken naar de maandelijkse indicatoren. De sterke verslechtering van de Amerikaanse economie heeft pas vanaf februari plaatsgevonden. Volgens onze analyse is Amerika pas toen in een recessie terecht gekomen. Daarbij moet gezegd worden dat wij ook niet uitgaan van een heel diepe recessie, wat weer consistent is met een licht positief groeicijfer over het hele kwartaal. Tenslotte moeten we ook rekening houden met revisies van de ramingen van de economische groei zowel dit jaar als in de zomer van 2009. Tijdens de recessie van 2001, die in maart begon en tot en met november duurde, werd herhaaldelijk een positief groeicijfer gepubliceerd voor het eerste kwartaal van 2001, tot de zomer van 2002, toen de jaarlijkse revisie dat groeicijfer bijstelde van +1,3% tot -0,6%. Niets is dus nog zeker.

Figuur 1: Vertrouwen consument op laag niveau



Bron: Reuters Ecowin

Figuur 2: Aanbodoverschot huizen stijgt verder



Bron: Reuters Ecowin

Verenigde Staten

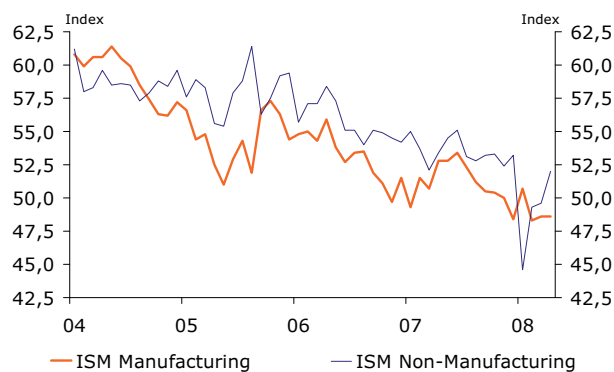
Milde recessie, bescheiden herstel

Het tweede kwartaal kent een aanmerkelijk lagere beginsnelheid dan het eerste. Het vertrouwen van de Amerikaanse consument is verder weggezakt tot op het niveau van de recessie van 1990-1991. Daardoor is ook de kans groot dat de Amerikanen het geld van de fiscale stimulus van de overheid in mei en juni gaan oppotten. Bovendien zal een deel opgaan aan de hogere energieprijzen. In reële termen zullen ze waarschijnlijk niet zoveel extra gaan besteden.

Voor het Amerikaanse bedrijfsleven is het beeld op dit moment gemengd. In de bouw en de industrie gaan nog steeds veel banen verloren. Van de huizenmarkt valt dit jaar weinig positiefs te verwachten. Het aanbodoverschot is nog erg groot en het zal in het huidige verkooptempo nog tot in 2009 duren voordat dit is weggewerkt. Dit betekent ook dat investeringen in woningen in de rest van het jaar waarschijnlijk zullen blijven krimpen en pas in de loop van volgend jaar zullen oppikken. Daarentegen lijkt de dienstensector weer op gang te zijn gekomen en in april was er voor het eerst sinds december zelfs weer sprake van substantiële werkgelegenheidsgroei.

Al met al lijkt het erop dat we met een milde recessie te maken hebben die vooral in het tweede en derde kwartaal van 2008 zal spelen, gevolgd door een bescheiden herstel in het vierde kwartaal. Het niet-financiële bedrijfsleven bevindt zich nog steeds in een gezonde financiële positie en de wereldeconomie biedt naar verwachting ook in 2008 nog voldoende kansen voor Amerikaanse exporteurs. Bovendien zullen de maatregelen van de Fed (verlaging van de beleidsrente van 5,25% tot 2,00%) naar verwachting de noodlijdende binnenlandse vraag van een bodem voorzien de komende maanden. Per saldo gaan wij er dan ook vanuit dat de Amerikaanse economie in 2008 toch nog met 1% zal groeien, na 2,2% in 2007 en 2,9% in 2006. Voor 2009 verwachten wij enig herstel, tot 1½% BBP-groei. Dat is nog steeds beneden trend, omdat de huizenmarkt zoals het er nu uitziet tot ver in 2009 een blok aan het been zal blijven van de Amerikaanse economie.

Figuur 3: Ook vertrouwen inkoopmanagers broos



Bron: Reuters Ecowin

Philip Marey
Philip.Marey@rabobank.com

Tabel 1: Kerngegevens VS

jaar op jaar mutatie in %	'06	'07	'08	'09
Bruto binnenlands product	2,9	2,2	1	1½
Particuliere consumptie	3,1	2,9	1	1¼
Overheidsconsumptie	1,4	1,9	2¾	2¼
Bedrijfsinvesteringen	6,6	4,7	1	2¼
Uitvoer goederen en diensten	8,4	8,1	7	3½
Invoer goederen en diensten	5,9	1,9	1	3
Consumentenprijzen	3,1	2,4	4	3
Werkloosheid (%)	4,6	4,6	5½	6¼
Begrotingssaldo (% BBP)	-2,6	-3,0	-4¼	-5
Saldo lopende rekening (% BBP)	-6,2	-5,3	-5¼	-5

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

China

Geen harde landing voor China

Het debat over of en wanneer de Chinese economie een harde landing kan verwachten is de laatste maanden in intensiteit toegenomen. Er wordt nog altijd gevreesd dat China in de periode na de Olympische Spelen in een economische malaise terecht zal komen. De Chinese economie staat bloot aan twee neerwaartse onzekerheden: een verslechtering van de wereldeconomie die de verwachtingen overtreft en de mogelijkheid dat het anti-inflatiebeleid onnodig restrictief blijkt te zijn. Desondanks blijven wij van mening dat de enorme omvang van de binnenlandse economie de economische groei in China zal blijven schragen, waardoor het land in mindere mate gevoelig is voor externe factoren.

De buitenlandse handel vertraagt...

Het reële BBP nam in het eerste kwartaal van 2008 toe met 10,6% jaar-op-jaar. Dit is lager dan de 11,7% groei in dezelfde periode in 2007. Toch heeft de groei in het eerste kwartaal alle verwachtingen ruim overtroffen. Er werd voorspeld dat de economie aan kracht zou verliezen door de economische verstoring als gevolg van de zware sneeuwstormen en de zwakke Amerikaanse economie. De groeivertraging van het BBP werd grotendeels veroorzaakt door de zwakkere exportgroei. Gedurende de eerste drie maanden van het jaar daalde het totale handelsoverschot met USD 41,6 miljard, een inkrimping van 10,8% in vergelijking met vorig jaar en de eerste daling sinds 2004. Door verlaging van export-subsidies, een gematigdere externe vraag, stijgende lokale kosten van arbeid en grond en een sterke waardestijging van de yuan, is China's exportgroei sinds het derde kwartaal van 2007 aan het afremmen. Uit recentelijk gepubliceerde gegevens blijkt dat het handelsoverschot in april uitkwam op USD 16,7 miljard, een lichte stijging ten opzichte van het gemiddelde maandelijkse overschot van USD 13,8 miljard in het eerste kwartaal. De groei bedraagt echter 0% jaar-op-jaar. De groei van de totale exportwaarde zal naar verwachting afnemen van 26% in 2007 tot 20% dit jaar, als gevolg van de achterblijvende vraag van de kant van China's voornaamste handelspartners. Nu de economische neergang in de VS een uitgemaakte zaak is, zullen ook de markten van de Europese Unie en Japan dit jaar naar verwachting gaan verzwakken. Doordat deze markten goed zijn voor bijna 50% van de totale export van China, zal de achterblijvende vraag vanuit deze markten de Chinese export negatief beïnvloeden. Toch zal de impact hiervan relatief gematigd zijn aangezien er vooral standaard consumptiegoederen worden geëxporteerd, in plaats van luxeproducten. Bovendien blijft China verzekerd van een sterke concurrentiepositie als gevolg van de snelle toename van de productiviteit. De importgroei zal de exportgroei blijven overtreffen, gevoed door een sterkere yuan, hoge goederenprijzen, afnemende importheffingen en beleidsmaatregelen die gericht zijn op het stimuleren van de import - met name die van high-techproducten. Wij verwachten dat dit ertoe zal leiden dat de uitvoer aanzienlijk minder zal bijdragen aan de groei van het reële BBP. En indien de verslechtering van de economieën van de VS, de EU en Japan zwaarder dan verwacht blijkt, zal de Chinese export nog sterker onder druk komen en is een negatieve bijdrage van de netto buitenlandse handel waarschijnlijk.

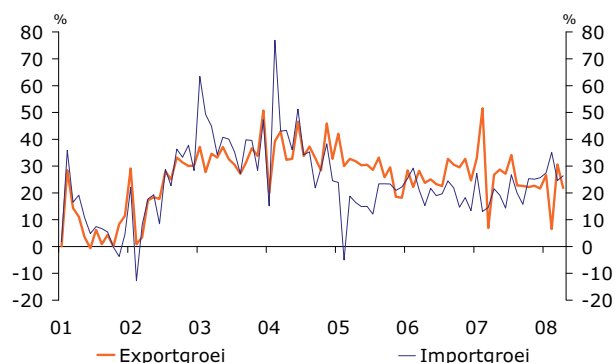
China

... en inflatiebeleid is een netelige kwestie

De barre weersomstandigheden in het begin van het jaar hebben veel schade toegebracht aan de groente- en fruitteelt. Dit leidde in februari tot een torenhoge inflatie, het hoogste niveau van de laatste 11 jaar. Ondanks de lichte terugval in de stijging van de consumentenprijsindex in maart, van 8,7% naar 8,3% in februari, noteerde april wederom een versnelling naar 8,5%. Dit niveau ligt boven de consensus op de markt. Ook hield de opwaartse druk vanuit de aanbodkant aan, wat leidde tot een explosieve ontwikkeling van vooral de voedselprijzen, die in april stegen met 22,1% jaar-op-jaar. In het bijzonder de prijs van varkensvlees nam een hoge vlucht (+68,3%). De non-foodprijzen stegen daarentegen slechts 1,8%. De consumentenprijsindex (CPI) zal naar verwachting in de tweede helft van 2008 gaan zakken, mede als gevolg van het hoge basiseffect vanaf medio 2007. Tevens is de varkensstapel zich aan het stabiliseren. Het opwaartse inflatierisico is hiermee echter niet geweken gezien de hoge goederenprijzen op de wereldmarkt. Bovendien herbergen de stijgende producentenprijzen eveneens een inflatierisico. Het is voor de landbouwsector namelijk relatief eenvoudig om prijsstijgingen aan de klant door te berekenen. De algemene verwachting is dat het inflatietempo in 2008 uit zal komen op 6%, alvorens in 2009 weer terug te vallen naar 4%.

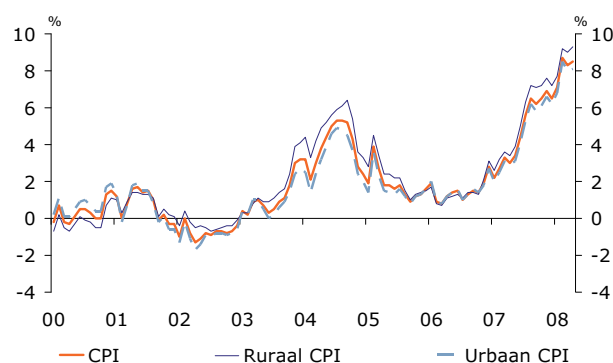
Kort na de publicatie van de inflatiegegevens in april verhoogde de centrale bank de reserveverplichting met nog eens 50 basispunten tot 16,5%. Dit is de vijfde verhoging sinds het begin van 2008. Verdere monetaire maatregelen zijn van cruciaal belang teneinde de inflatie binnen de perken te houden. Niet alleen vanuit een macro-economisch oogpunt, maar ook gezien de sociale stabiliteit. Arme huishoudens worden namelijk het zwaarst getroffen in een periode van hoge inflatie. Wel is het de Chinese beleidsmakers er veel aan gelegen een overmatig restrictief beleid te voorkomen, omdat dat kan leiden tot een forse daling in investeringen. Als de centrale bank het lenen van geld duurder maakt,

Figuur 1: Import groeit sneller dan export



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 2: Inflatie druk blijft hoog



Bron: Reuters EcoWin

China

zullen minder investeerders bereid zijn te investeren. Aan de andere kant dienen de autoriteiten ervoor te waken dat de directe interventies in de prijzen niet te lang worden aangehouden omdat dit de motivatie om productievergroten investeringen te doen kan ondermijnen. Dit zou resulteren in aanhoudende inflatoire druk op de middellange termijn.

...maar binnenlandse kracht heeft overhand

Ook als externe factoren ongunstig uitpakken voor China is het nog steeds onwaarschijnlijk dat het land in een recessie geraakt. De groei kan namelijk bouwen op de binnenlandse kracht. **Investerings** zullen veruit de belangrijkste aanjager van groei blijven. In het eerste kwartaal van 2008 stegen de totale investeringen in vaste activa met 24,6% (jaar-op-jaar). De vrees dat China in de nasleep van de Olympische Spelen die deze zomer plaatsvinden een economische teruggang zal doormaken lijkt zwaar overdreven. Hoewel de aan de Olympische Spelen gerelateerde investeringen op hun eind lopen, zullen de blijvende investeringen van China in infrastructuur en de verbetering van bepaalde industrieën deze neergang helpen af te houden. Bovendien leiden de herstelwerkzaamheden aan de infrastructuur in de door de sneeuwstormen getroffen zuidelijke provincies tot extra bestedingen. Na de zomerspelen in 2008 zal China bovendien gastheer zijn van de World Expo en de Asian Games in 2010, die elk eveneens nieuwe investeringsprojecten met zich meebrengen. China zal een aantrekkelijke investeringsbestemming blijven. In het eerste kwartaal namen de buitenlandse directe investeringen in China sterk toe met 61% (jaar-op-jaar) tot USD 9,3 miljard. De binnenlandse investeringen blijven ook solide, gedragen door de aanhoudende lage leenkosten en sterke stimulansen vanuit lokale overheden om hoge groeicijfers te realiseren.

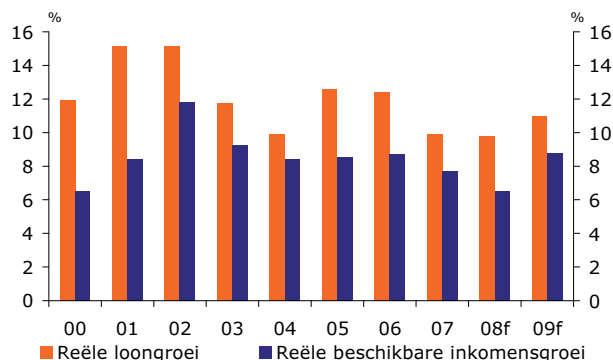
Desondanks zal de groei van de investeringen iets afvlakken. Aan de ene kant hebben de autoriteiten verscheidene maatregelen getroffen om de investeringen te temperen – dit om te voorkomen dat de economie oververhit raakt – en deze maatregelen beginnen resultaat te boeken. Aan de andere kant is het zo dat, ondanks de relatief lage rentevoeten, meer dan de helft van de investeringen gefinancierd zijn met ingehouden winsten van binnenlandse ondernemingen. Nu stegen de winsten van industriële ondernemingen met een jaaromzet boven RMB 5 miljoen in het eerste kwartaal met 16,5%, wat 27,3 procentpunten onder het cijfer van 2007 ligt. Verdere minder harde winststijging heeft mogelijk tot gevolg dat binnenlandse ondernemingen zich gedwongen zien de geplande investeringen naar beneden bij te stellen. Hierdoor zal de bijdrage van de investeringen aan het BBP in 2008-2009 naar verwachting een licht dalend verloop vertonen. Een andere aanjager van groei wordt gevormd door de binnenlandse bestedingen. De **particuliere bestedingen** zijn langzaam aan een opmars begonnen als gevolg van de stijgende inkomens en een verbeterd stelsel van sociale zekerheid. Deze trend wordt onderstreept door de goede omzetcijfers van de detailhandel. In de eerste drie maanden van het jaar groeide de totale

China

verkoop van consumentengoederen in de detailhandel met 20,6% jaar-op-jaar, 5,7 procentpunten hoger dan in dezelfde periode van 2007. Het beschikbare inkomen per hoofd van de stedelijke bevolking steeg 11,5%. De inkomensgroei in de landelijke gebieden lag met 18,5% zelfs nog hoger, waarbij wel opgemerkt dient te worden dat de basis op een laag niveau lag. Daarnaast werd nieuwe wetgeving op het gebied van arbeidscontracten van kracht waardoor veel werknemers nu meer zekerheid hebben. En ondertussen is ook de belastingdruk van huishoudens met een laag inkomen verlaagd doordat de drempel voor het betalen van individuele inkomstenbelasting is verhoogd. Deze maatregelen zullen een positieve en stimulerende bijdrage leveren aan de verdere ontwikkeling van de particuliere bestedingen. Het lijkt echter niet waarschijnlijk dat de particuliere bestedingen de positie van de investeringen als de grootste aanjager van economische groei op de korte termijn zullen overnemen.

In combinatie met de **overheidsbestedingen** zal deze bijdrage daarentegen wel die van de investeringen overtreffen. Als onderdeel van de inspanningen om een 'harmonieuze samenleving' te creëren, zal meer geld worden uitgetrokken voor sociale programma's, vooral op het terrein van ontwikkeling van rurale gebieden, onderwijs, gezondheidszorg en andere sociale programma's. De overheidsbegroting noteerde een overschot van 0,7% van het BBP en de staats-schuld is nog altijd erg laag (18% van het BBP). Wij gaan op dit moment uit van een licht expansief beleid in 2008, waardoor de begroting in evenwicht zal komen. Mocht de verslechtering van de economische omstandigheden erger zijn dan verwacht, dan kunnen de autoriteiten dankzij de toch sterke begrotingspositie de uitgaven verder vergroten en zo de economie ondersteunen, zonder dat hierdoor de overheidsbegroting serieus wordt aangetast. De algemene verwachting is dat de groei van het reële BBP zal vertragen naar ongeveer 10% in 2008 en 9% in 2009, voornamelijk als gevolg van de dalende bijdrage vanuit het exportsaldo aan de economische groei.

Figuur 3: Snelle inkomengroei



Bron: Reuters EcoWin

Tabel 1: Kerngegevens China

Jaar op jaar mutatie in %	'06	'07	'08	'09
Bruto Binnenlands Product	11,6	11,9	10	9
Binnenlandse vraag	7,6	7,1	10	10
Goederen- en dienstenuitvoer	23,9	21,0	14	13
Goederen- en diensteninvoer	16,0	12,2	15	16
Consumentenprijsindex	1,7	4,8	6	4
Saldo lopende rekening (% BBP)	9	11,8	10½	9½

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Dazhou Chen
D.Chen@rn.rabobank.nl

Japan

Groei breed gedragen

Geheel tegendraads begon Japan het eerste kwartaal van dit jaar met mooie groeicijfers. Het reële BBP groeide met maar liefst 0,8% k-o-k. Dat cijfer overtrof niet alleen de verwachtingen, maar was ook een krachtig verweer tegen het

overdreven pessimisme over de Japanse economie. De groeibijdragen van de individuele bestedingscomponenten laten een redelijk positief beeld zien, met steun in de breedte voor de economische groei. Tegenvallers aan de kant van de bedrijfsinvesteringen en overheidsbestedingen werden meer dan gecompenseerd door een sterke groei van de private consumptieve bestedingen, een opleving in de investeringen in de bouwsector en de toegenomen netto buitenlandse vraag.

De robuuste private consumptieve bestedingen springen er in positieve zin uit. Het consumentenvertrouwen was de afgelopen 12 maanden sterk gedaald. Andermaal blijkt wel weer dat

verschuivingen in het consumentenvertrouwen zich niet automatisch vertalen in een afname van de daadwerkelijke consumptieve bestedingen, hoewel dit risico uiteraard wel aanwezig blijft. Het pessimisme van Japanse consumenten zit vooral in de terugkeer van inflatie. Hoewel de consumentenprijsinflatie in internationaal perspectief voorsnog zeer beperkt is en grotendeels voortkomt uit sterke stijgingen van de energie- en voedselprijzen, is de zorg van de consument er niet minder om. Wij gaan er voorsnog van uit dat het hier een tijdelijke aanpassingsperiode betreft, waarin de uiteindelijke consumptieve bestedingen niet al te zeer worden aangetast. De arbeidsmarkt in Japan blijft ronduit krap. Het Tankan-onderzoek van de Japanse centrale bank in april wees hier nogmaals op. Ook zijn er eerste aanwijzingen dat de loongroei iets is toegenomen, wat verdere steun geeft aan de consumptieve bestedingen.

Wij blijven relatief optimistisch over de groeiverwachting voor dit jaar. Uiteraard blijft de buitenlandse vraag gevoelig voor een recessie in de Amerikaanse economie. Japan zal de gevolgen hiervan niet geheel kunnen ontlopen, maar de diversificatie in exportbestemmingen naar ondermeer de rest van de Aziatische regio en Europa helpt wel degelijk bij het beperken van de schade. Verder zal de binnenlandse vraag redelijk op peil blijven, mede door een aanhoudend herstel van de investeringen in de bouwsector. Nieuwe, gecompliceerdere procedures in de bouwgeving hadden vorig jaar een flinke negatieve impact op deze investeringen, met alle gevolgen voor de economische groei van dien. Deze procedures zijn eind 2007 gestroomlijnd, als gevolg waarvan wij in de eerste helft van dit jaar een min of meer kunstmatige opleving in de investeringen in de bouwsector verwachten. De positieve bijdrage aan het BBP dit jaar is daardoor aanzienlijk en betreft het spiegelbeeld van de grote negatieve bijdrage vorig jaar.

Tabel 1: Kerngegevens Japan

jaar op jaar mutatie in %	2006	2007	2008	2009
Bruto binnenlands product	2,4	2,0	1¾	1¾
Particuliere consumptie	2,0	1,5	1¼	¾
Overheidsconsumptie	-0,4	0,8	1¼	1¼
Bedrijfsinvesteringen	4,3	2,1	4¾	3¼
Uitvoer goederen en diensten	9,7	8,8	5½	4¼
Invoer goederen en diensten	4,2	1,7	2	2¾
Consumentenprijzen	0,3	0,0	½	½
Werkloosheid (%)	4,1	3,9	4	4¼
Begrotingssaldo (% BBP)	-2,9	-3,4	-3¾	-3¼
Saldo lopende rekening (% BBP)	3,9	4,8	4½	4¾

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Jan Lambregts
Jan.Lambregts@rabobank.com

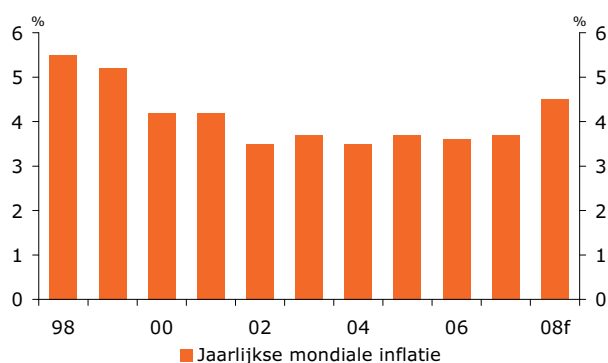
Emerging markets monitor

Emerging markets onder inflatiedruk

Slechts weinigen in het westen kennen nog de desastreuze werking van inflatie. In de jaren '70 mondde een spiraal van loon- en prijsstijgingen uiteindelijk uit in de crisis van de jaren '80. Terwijl onze inflatiezorgen niet groot meer zijn, speelt

het in emerging markets inmiddels weer een grote rol. Grotere vraag naar en daardoor hogere prijzen van voedsel en energie leiden tot hoge inflatiecijfers. Met name de hogere voedselprijzen leiden tot kopzorgen voor de lokale overheden. Wat doen de emerging markets om de inflatiedruk van de ketel te halen?

Figuur 1: Inflatie



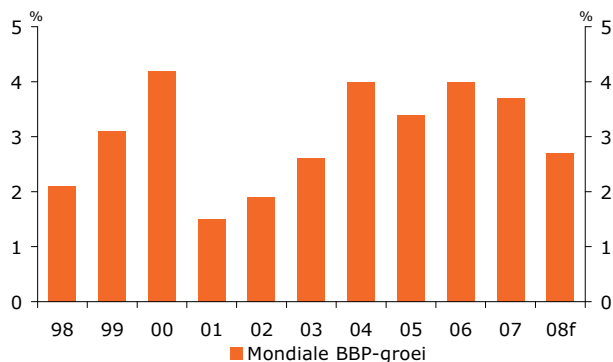
Bron: Economist Intelligence Unit

Vanwaar de inflatiedruk?

De door de VS gestimuleerde en door China gekatalyseerde groei heeft geleid tot hoge groeipercentages in de hele wereld. Door een constante vraag naar grondstoffen kregen veel landen te maken met extra groei en hogere overheidsinkomsten. De inflatie bleef in eerste

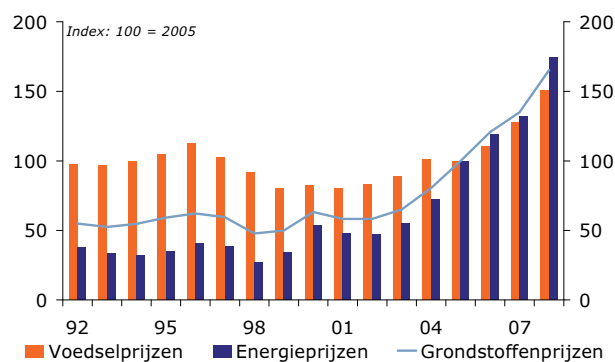
instantie beheersbaar. Overheden zijn voorzichtig met de extra inkomsten omgesprongen. Daarmee hebben zij de inflatie niet extra opgestookt. Desondanks is de inflatiedruk sterker geworden. De reeds genoemde voedsel- en energieprijzen zijn hier een externe oorzaak van. De prijzen van olie en voedsel zijn in de afgelopen drie jaar verdubbeld. Ook de binnenlandse vraag heeft in veel landen tot inflatiedruk geleid. De inflatie leidt tot problemen voor met name de armste groepen. Overheden willen de impact van inflatie op deze groepen verminderen, maar moeten oppassen daarmee de inflatie niet aan te sporen. Emerging markets moeten niet in dezelfde valkuil trappen als het westen in de jaren '70 door inflatie te blijven stimuleren. We maken een korte ronde langs de velden.

Figuur 2: Groei van de wereldeconomie



Bron: Economist Intelligence Unit

Figuur 3: Grondstoffprijzen



Bron: IMF

Emerging markets monitor

Afrika

Vooral de stijgende voedselprijzen hebben veel impact in Afrikaanse landen. Ter vergelijking: In ontwikkelde landen besteedt een huishouden ongeveer 10 tot

20% van het inkomen aan voedsel. In arme landen loopt dit percentage op tot 80%. Verder hebben Afrikaanse landen ook last van de stijgende olieprijs op de wereldmarkt. Veel **olie-importerende landen**, zoals **Mozambique** en **Zuid-Afrika**, zien hierdoor de inflatie oplopen. Stijgende brandstofprijzen hebben tot stakingen geleid van taxichauffeurs in **Mozambique** en **Kameroen**. Om erger te voorkomen, heeft de overheid van Mozambique besloten om diesel te subsidiëren. In Kameroen veranderden de protesten tegen de hogere prijzen in rellen tegen de heersende politieke leiders. In andere West-Afrikaanse landen -**Burkina Faso**, **Senegal** en

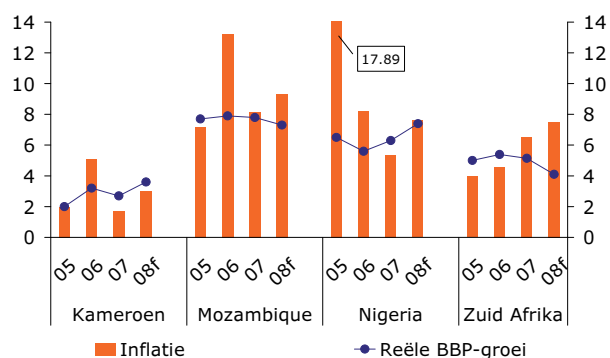
Ivoorkust- zijn protesten tegen hogere prijzen ook gebruikt als een platform om de onvrede over de politiek te uiten.

De inflatiedruk in Afrikaanse landen kent niet uitsluitend externe factoren. De sterke economische groei van de afgelopen jaren heeft er voor gezorgd dat verschillende landen tegen de grenzen van hun productiecapaciteit aanlopen. Vooral de energiesector kan de toegenomen vraag van industrieën en consumenten niet bijbenen. **Zuid-Afrika** is een van de landen waar door de grote vraag het net overbelast raakt op piekmomenten en de stroom uitvalt. Om de investeringen te financieren verhogen nutsbedrijven de energieprijzen. Dit loopt regelmatig in de tientallen procenten. Na diverse rellen hebben verschillende overheden maatregelen genomen om de gevolgen van de prijsstijgingen voor de consument te verzachten. Het geven van subsidies op brandstof en voedsel en het verlagen van importheffingen en BTW is politiek erg aantrekkelijk. Het zal echter een flink gat slaan in de kwetsbare overheidsbegrotingen van Afrikaanse landen. In andere landen heeft de centrale bank de rente verhoogd. De verwachting is dat deze maatregel oververhitting van de economie kan voorkomen. Het effect zal echter sterk afhangen van het ontwikkelingsniveau van het financiële systeem. Daarnaast wordt de inflatie voor een groot deel bepaald door factoren buiten het bereik van de overheden.

Azië

Inflatie is op dit moment één van de grootste problemen van de opkomende landen in Azië. In de grote landen, **China** en **India**, bevindt de inflatie zich al op het hoge niveau van rond de 8% op jaarbasis, maar zeker in landen als **Pakistan** (14%), **Vietnam** (21%) en **Sri Lanka** (30%) heeft de inflatie recordhoogtes bereikt. Het zijn met name de allerarmsten die worden getroffen, doordat

Figuur 4: Afrika



Bron: Economist Intelligence Unit

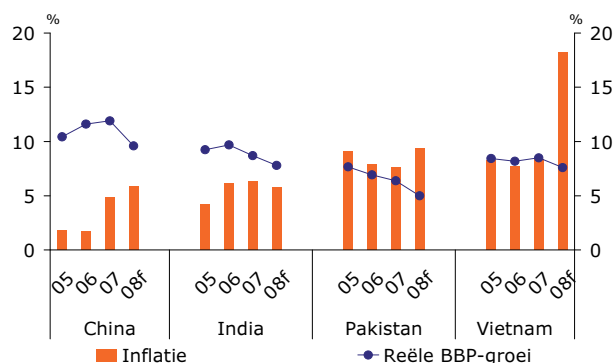
Emerging markets monitor

de prijzen van basisvoedsel, zoals rijst, graan, vlees en olie, de pan uit rijzen. Daarbij nemen de reële inkomensverschillen dramatisch toe door de hoge economische groei. Stakingen, rellen en protesten zijn aan de orde van de dag, wat tot ernstige politieke en sociale consequenties kan leiden in sommige landen. Ook de winstgevendheid van bedrijven in de regio staat onder druk door beduidend hogere grondstofprijzen en looneisen. Overheidsbestedingen nemen onhoudbaar toe in die landen waar de brandstofprijzen laag gehouden worden door subsidies. Als deze subsidies zouden worden verlaagd leidt dat weer tot hogere inflatie. Overheden proberen daarom op allerlei manieren de inflatie in te dammen. In eerste instantie hebben vele centrale banken de beleidsrente opgevoerd. Recentelijk is meer de nadruk komen liggen op het verhogen van de reserves die banken bij de centrale bank moeten aanhouden. Dit om zo min mogelijk effect op de reeds teruglopende groei te hebben. Daarnaast worden ook andere maatregelen doorgevoerd om zowel de inflatie te beteugelen als de voedselvoorziening zeker te stellen. Dit zijn maatregelen als het verbieden van bepaalde voedselexporten, het aanpassen van in- en uitvoerrechten, tegemoetkomingen voor de allerarmsten en het verstrekken van subsidies aan boeren.

Latijns-Amerika

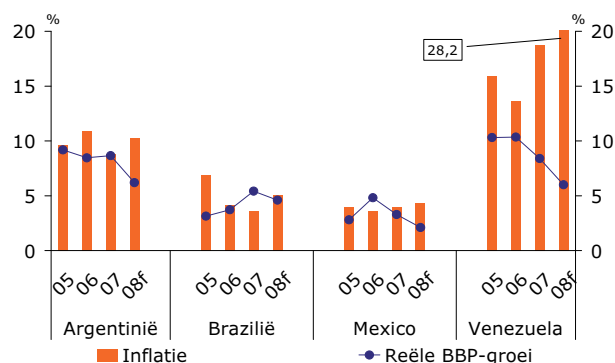
Enkele centrale banken in Latijns-Amerika hebben al enige tijd geleden een halt toegeroepen aan een periode van dalende rentetarieven. In de periode van groei werden centrale banken meer onafhankelijk om de inflatie, een traditioneel probleem in de regio, aan te pakken. **Brazilië** is hier het sterkste voorbeeld van. Bij een inflatiepercentage van ongeveer 4% -binnen de gewenste bandbreedte- heeft de Braziliaanse centrale bank het rentetarief van 19,75% naar slechts 11,25% verlaagd. Uit angst voor inflatie durfde de centrale bank het niet aan om naar een lager reëel percentage te gaan. Dit heeft alles te maken met de collectieve angst voor inflatie in het land. Op dit moment is de centrale bank het tarief al weer aan het verhogen. Ook in landen als **Mexico, Colombia, Chili** en **Peru**

Figuur 5: Azië



Bron: Economist Intelligence Unit

Figuur 6: Latijns-Amerika

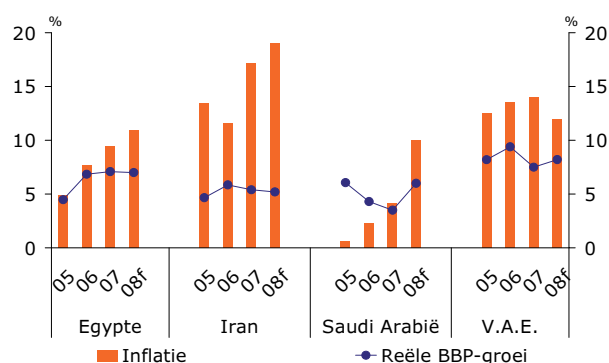


Bron: Economist Intelligence Unit

Emerging markets monitor

is de centrale bank het tarief na een periode van verlagingen weer aan het verhogen. Dit heeft gevolgen voor de groei van de economie. Door de rentetarieven te verhogen worden investeringen beperkt. Hierdoor wordt op lange

Figuur 7: Midden-Oosten



Bron: Economist Intelligence Unit

termijn de ontwikkeling van de lagere sociale klasse bemoeilijkt, doordat de potentiële groei afneemt. Daar komen de gevolgen van hogere voedselprijzen voor deze klasse nog bij. Sociale protesten zijn er reeds geweest en zullen mogelijk het anti-inflatiebeleid veranderen. Er zijn ook economieën die heel anders met het inflatieprobleem omgaan. **Venezuela** annexeert de natuurlijke hulpbronnen om de prijsstijgingen tegen te kunnen gaan en bevolkingsgroepen te subsidiëren. **Ecuador** en **Bolivia** volgen het beleid van de grote broer. Tenslotte heeft **Argentinië** een geheel eigen inflatiebeleid: ontkenning. Hoewel zowel de schattingen van de huidige inflatie als de inflatieverwachting boven de 20% liggen, geeft het statistisch bureau (onder zware staatscontrole) nog rustig percentages rond 9% af. De overheid dwingt 'prijsstabiliteit' af door bedrijven tot prijsafspraken te dwingen op producten in het inflatiemandje en door exporttarieven te heffen op landbouwgoederen om uitvoer te ontmoedigen.

Midden-Oosten

Ook bij inflatie is het in het Midden-Oosten met name van belang dat het niet leidt tot plaatselijke politieke of sociale instabiliteit. Niet alleen de hard stijgende voedsel- en brandstofprijzen, maar ook de snel toegenomen huurprijzen dragen bij aan hoge inflatie. De armen, waaronder veel laagbetaalde immigranten uit met name Azië, worden hard getroffen. Deze immigranten maken een groot deel uit van de totale bevolking in sommige landen.

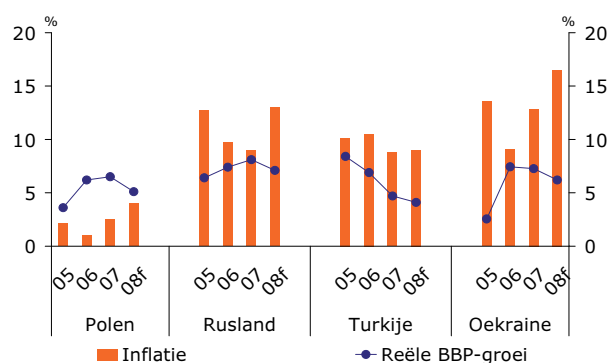
In een aantal landen (**Qatar**, **Egypte** en **Jordanië**) bevindt de inflatie zich rond het niveau van 14% op jaarbasis. De inflatie in **Oman**, de **Verenigde Arabische Emiraten** en **Saudi Arabië** is net iets lager, rond de 10%. Hogere loon-eisen en grondstofprijzen zullen de kosten van bouwprojecten significant doen stijgen. Ook overheidsbestedingen zullen flink stijgen, onder meer door hogere salarissen in de publieke sector, hogere kosten voor infrastructurele projecten en voedselsubsidies. Dit zorgt dan wel weer voor extra inflatiedruk.

Het indammen van de inflatie door het verhogen van de rente, is niet mogelijk voor landen die hun munt aan de Amerikaanse dollar hebben gekoppeld (de **GCC**). Deze landen moeten de renteverlagingen van de FED volgen om de muntkoers in stand te houden. Op korte termijn zal deze koppeling niet worden losgelaten. Terwijl kredietgroei in het algemeen de inflatie aanwakkert, worden banken in **Iran** toch gestimuleerd in het verschaffen van krediet om de

Emerging markets monitor

productie in bepaalde sectoren op te voeren. In **Iran** komt de inflatie maar liefst boven de 20% uit.

Figuur 8: Oost-Europa en CIS



Bron: Economist Intelligence Unit

Oost-Europa en CIS

In deze regio leidt niet alleen de globale stijging van voedsel- en olieprijsen tot hogere inflatie. Een aantal landen in de regio vertoonden al eerder signalen van oververhitting van de economie, waaronder een toenemend tekort op de lopende rekening. Voeg daarbij de financiële impulsen van de overheid in landen als **Roemenië**, **Servië**, en de **Baltische Staten** en het is duidelijk dat ook hier de totale druk toeneemt. Oververhitting wordt hier als basis gezien voor de stijging van de kerninflatie.

Er is een groot verschil in de reactie van de overheden op de toegenomen inflatiedruk. Een

aantal voormalige Sovjet-staten (**Rusland**, **Oekraïne**, **Kazachstan**) heeft een beperking ingesteld op de export van graan. Deze graanschuren van de wereld willen door middel van exportbeperking de stijging van lokale voedselprijzen tegengaan. Maatregelen zijn ook nodig gezien de huidige inflatiecijfers van 14% (Rusland), 26% (Oekraïne) en 19% (Kazachstan). Waarschijnlijk zullen de genomen maatregelen weinig effectief blijken.

In landen als **Polen** en **Tsjechië** lijkt de inflatiedruk minder te zijn toegenomen dan in andere landen van de regio, hoewel ook deze landen niet helemaal ontsnappen aan hogere voedsel- en olieprijsen. In Polen heeft de centrale bank de rente verhoogd om de inflatie zo snel mogelijk weer binnen de Maastricht criteria te krijgen. Op dit moment is inflatie namelijk de enige factor die toetreding tot het ERM-II mechanisme in de weg staat. In Tsjechië lijken de gevolgen kleiner. 2008 zal naar alle waarschijnlijkheid een hoger inflatiecijfer dan gebruikelijk laten zien, maar dat heeft meer te maken met enkele administratieve maatregelen als een hoger BTW tarief, dan met een druk op de inflatie zelf. Tsjechië verwacht voor 2010 aan de doelen van de EU voor toetreding tot de euro te kunnen voldoen.

Actie is geboden bij de bestrijding van inflatie, zowel uit sociale als economische overwegingen. Veel landen zijn bang om inflatiebestrijding ten koste te laten gaan van economische groei en zetten hiermee de deur open voor een groter inflatieprobleem in de toekomst. Vooral maatregelen om de prijs direct te beïnvloeden -door middel van subsidies of exportbeperkingen- werken uiteindelijk contraproductief. Gelukkig zijn er ook landen die met behulp van een proactieve centrale bank inflatie direct aanpakken.

Jeroen van IJzerloo
J.IJzerloo@rn.rabobank.nl

Einde dollartijdperk?

Dollar verliest bijzondere status

Zoals de 19^e eeuw de eeuw van het pond Sterling was, kan de 20^e eeuw worden gekarakteriseerd als de eeuw van de dollar. Sterling was tijdens de Gouden Standaard, toen de belangrijkste munten aan het goud waren gekoppeld, de valuta waar in de praktijk alles om draaide, terwijl de dollar diezelfde rol sinds de Tweede Wereldoorlog heeft vervuld. Tussen 1944 en 1973 gebeurde dit in het kader van het stelsel van Bretton Woods. Nadien speelt noch het goud, noch de dollar een officiële rol als internationale reserve-eenheid. Toch is de Amerikaanse munt nog steeds de ankervaluta van het mondiale monetair stelsel.

In de 21^e eeuw lijkt de dollar echter haar bijzondere status in recordtempo te verliezen. De koers van de euro steeg van een dieptepunt van 83 dollarcent in oktober 2000 tot een record van 1,60 dollar in april dit jaar. Tegelijkertijd neemt de rol van de dollar als reservevaluta af. Tussen het eerste kwartaal van 1999 en eind 2007 daalde het aandeel van de dollar in de reserves die centrale banken wereldwijd aanhouden van 71 tot 64 procent. Tegelijkertijd steeg het aandeel van de euro van 18 naar 27 procent. De zwakke dollar van de afgelopen jaren heeft geleid tot speculaties over het naderende einde van het dollartijdperk. Dit wordt onder meer geïllustreerd door een documentaire 'de dag dat de dollar valt' (VPRO-tegenlicht) en een boek met ongeveer dezelfde titel¹. Dit alles lijkt echter nogal prematuur. De dollar is nog steeds de valuta van de grootste economie ter wereld. Wel lijkt de Amerikaanse munt veel van zijn glans te hebben verloren.

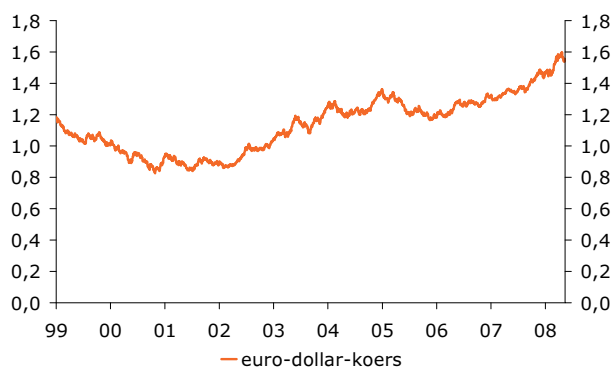
De reïncarnatie van Bretton Woods

Veel landen hebben hun valuta nog altijd strak aan de dollar gekoppeld. Het huidige systeem is daarom de afgelopen jaren wel eens beschreven als een tweede Bretton Woods systeem², waarbij ditmaal niet Europa en Japan -zoals in de jaren vijftig en zestig- maar nieuw opkomende Aziatische landen (o.a.

¹ Willem Middelkoop, *Als de dollar valt*, Uitgeverij Nieuw Amsterdam, 2007

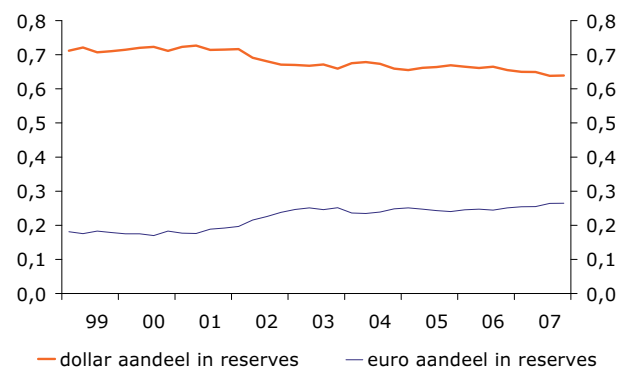
² Dooley, M.P., Folkerts-Landau, D. & Garber, P. (2003). *An essay on the revived Bretton Woods system*. NBER Working Paper 9971.

Figuur 1: Euro-dollar-koers



Bron: Reuters Ecowin

Figuur 2: Aandelen in de reserves van centrale banken



Bron: IMF

Einde dollartijdperk?

China, Korea en Taiwan) een periferie vormen met een min of meer vaste wisselkoers ten opzichte van de dollar. De Aziatische landen houden hun munt op kunstmatige wijze ondergewaardeerd ten opzichte van de dollar om via de export naar de Verenigde Staten de eigen economische groei te stimuleren. Hierbij ontstaan forse betalingsbalansonevenwichtigheden, te weten een groot tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten, waar grote overschotten in de Aziatische landen tegenoverstaan. Deze landen bouwen op deze wijze grote dollarreserves op, waarbij zij dus het Amerikaanse tekort financieren. Als bijkomend voordeel maken deze reserves landen minder gevoelig voor een acute uitstroom van kapitaal, zoals tijdens de Aziatische financiële crisis in de jaren '90. Ondertussen kunnen de Verenigde Staten blijven consumeren en investeren, zonder te sparen. Tot op zekere hoogte is dit een herhaling van het oorspronkelijke Bretton Woods systeem, waarin Europa en Japan hun door de Tweede Wereldoorlog verzwakte economieën weer probeerden op te bouwen. Wel zijn er enkele aanzienlijke verschillen, die duidelijk naar voren komen als wij het oorspronkelijke stelsel kort beschrijven.³ In het stelsel van Bretton Woods, dat in 1944 werd ontworpen, waren de munten van alle deelnemende landen gekoppeld aan de Amerikaanse dollar tegen een vaste wisselkoers (pariteit). Wel kon deze pariteit in onderling overleg worden aangepast, als er sprake was van een fundamentele onevenwichtigheid op de betalingsbalans. De dollar was op zijn beurt gekoppeld aan en inwisselbaar tegen goud. Het betrof dus een zogeheten goudkernstandaard. Het IMF bewaakte het stelsel en verschaftte landen met tekorten in het lopende verkeer liquiditeitssteun.

De verschillen tussen het eerste stelsel van Bretton Woods en de huidige situatie zijn duidelijk. Het eerste was een formeel stelsel, waar officiële afspraken en voor alle deelnemende landen geldende spelregels aan ten grondslag lagen. Daar is in de huidige situatie geen sprake van. In het stelsel van Bretton Woods zorgde het IMF ervoor dat de betalingsbalansonevenwichtigheden niet te ver opliepen. Ook dat is ditmaal niet het geval. Tot slot was de dollar tot 1971 inwisselbaar tegen goud, terwijl goud nu geen monetaire rol meer speelt. Het stelsel van Bretton Woods kwam onder druk toen de Verenigde Staten omvangrijke tekorten op de betalingsbalans kregen. Daarbij ging het indertijd niet om tekorten in het lopende verkeer, maar op de financiële rekening. Amerikaanse beleggers en bedrijven investeerden massaal in het buitenland en betaalden die investeringen met dollars. Daardoor liepen de dollarreserves van de landen waar de Amerikanen investeerden sterk op. Toen in 1971 enkele landen, waaronder Nederland, hun dollarreserves in goud wilden omwisselen, schortten de Amerikanen al snel de inwisselbaarheid van de dollar tegenover het goud op. In 1973 viel het stelsel helemaal uiteen.

Uiteindelijk is het Bretton Woods stelsel dus uiteengevallen doordat de centrale banken van enkele overschotlanden niet langer bereid waren om hun dollar-

³ Een beknopte maar adequate beschrijving van het stelsel van Bretton Woods kan worden gevonden in F. de Roos, het Internationale Monetair Stelsel, Leiden, 1976.

Einde dollartijdperk?

reserves verder te laten oplopen. De vraag rijst of en wanneer dit ook het geval zal zijn met de huidige, informele versie van het Bretton Woods systeem. Een belangrijk verschil tussen het oorspronkelijke Bretton Woods stelsel en de huidige situatie is de samenhang tussen de landen in de periferie⁴. De Aziatische landen zijn namelijk minder homogeen in economische ontwikkeling en de politieke coördinatie is ook minder ontwikkeld dan destijds in Europa. Verder is het de Aziatische landen natuurlijk niet ontgaan dat het eerste Bretton Woods systeem niet het eeuwige leven heeft gehad. Ook bestaat nu, nog meer dan begin jaren '70, gereede twijfel of de Verenigde Staten bereid zijn de waarde van de reserves van Aziatische centrale banken te ondersteunen. De recente ontwikkelingen duiden erop dat de Amerikanen dat noch hun verantwoordelijkheid, noch hun probleem vinden. Een extra complicatie is het feit dat de dollar geen koppeling aan het goud meer kent. Daardoor zal, als buitenlandse banken hun dollarreserves willen verminderen, dit alleen kunnen door dollars in te ruilen tegen andere valuta's, waardoor de koers van de dollar sterk onder druk komt.

De koersdaling van de dollar in de jaren 2001 – 2007 heeft de rest van de wereld al een valutaverlies van naar schatting circa \$1.300 miljard opgeleverd. De lust tot het verder opbouwen van dollarreserves zal de meeste buitenlandse centrale banken hierdoor ondertussen wel zijn vergaan. Uiteindelijk zullen de landen in de periferie het huidige informele systeem naar verwachting dan ook verlaten en overgaan op een ander wisselkoersregime. De vraag is wat ervoor in de plaats komt. Na de ineenstorting van het Bretton Woods stelsel in 1973 was er geen alternatief voor de dollar voorhanden, de andere munten waren domweg veel te klein. Tegenwoordig is er echter wel degelijk een levensvatbaar alternatief voor de dollar, de euro.

Kan de euro de rol van de dollar overnemen?

In veel opzichten ontwikkelt de euro zich tot een munt met een vergelijkbaar gewicht als de dollar. Toch is het nog maar de vraag of de euro de dollar kan opvolgen als standaardvaluta. Zowel het pond Sterling in zijn tijd als de dollar na de Tweede Wereldoorlog waren de valuta's van de op afstand grootste economieën ter wereld, met de belangrijkste financiële centra en met aanvankelijk een sterke crediteurpositie. De Britten en de Amerikanen hadden een ongekend grote internationale invloed en konden hun belangen en die van hun partners wereldwijd op krachtige wijze behartigen via een dominante wereldwijd opererende marine. Aan de dominantie van het pond sterling kwam een einde toen de financiële en politieke positie van het Empire serieus was verzwakt, waarbij de Eerste Wereldoorlog nog eens als katalysator fungeerde. Ditmaal is het de financiële positie van de VS die sterk is verzwakt. Het huidige economische en politieke gewicht van de Europese Unie op het wereldtoneel is echter bij lange na niet zo dominant als dat van het British Empire aan het begin van

⁴ Eichengreen, B. (2004). Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods. NBER Working Paper 10497.

Einde dollartijdperk?

de Gouden Standaard of de Verenigde Staten vlak na de Tweede Wereldoorlog. De kans dat de euro (of de Chinese renminbi) ooit zo dominant wordt als de dollar in zijn hoogtijdagen schatten wij dan ook laag in. Het ligt meer voor de hand dat de euro en de dollar min of meer als gelijkwaardige valuta's naast elkaar zullen bestaan en dat de wereld het zonder één dominante standaardvaluta moet stellen. Toch zal dit proces niet zonder slag of stoot verlopen, omdat de dollar vandaag de dag nog de belangrijkste transactievaluta ('medium of exchange') is in bijvoorbeeld de internationale grondstoffenhandel. Verder worden de prijzen van vrijwel alle grondstoffen nog altijd in dollars uitgedrukt. De Amerikaanse munt is dus ook in zijn huidige verzwakte status nog steeds de maat der dingen ('unit of account'). Tenslotte wordt de dollar nog altijd het meest gebruikt als 'vehicle currency' op de financiële markten (als 'tussenstap' in de handel tussen twee minder courante valuta's). De te beantwoorden vraag is dan ook langs welke lijnen en in welk tijdsbestek de verdere afkalving van de positie van de dollar zich zal voltrekken.

De opmars van de euro

Ten eerste speelt de opstelling van buitenlandse centrale banken een cruciale rol. Als de centrale banken in met name Azië, maar ook in het Midden Oosten, hun dollarreserves gaan afbouwen is de euro het belangrijkste alternatief. Maar ook het aandeel van andere Aziatische munten in de reserves zal waarschijnlijk gaan toenemen, als de ontwikkeling van een regionale Aziatische obligatiemarkt op gang komt. Het gevolg hiervan is een daling van de waarde van de dollar ten opzichte van Aziatische munten en de euro, en een grotere rol van de euro als reservevaluta. Dit proces zal overigens al beginnen als de betrokken centrale banken zouden ophouden met het verder vergroten van hun dollarreserves. Het systeem wankelt al als de rest van de wereld niet meer bereid is om Amerikaanse spaartekorten te financieren. Uiteindelijk zou een systeem met meer dan één reservevaluta kunnen ontstaan, waarbij de euro, maar op termijn wellicht ook de renminbi, een gelijkwaardige rol naast de dollar opeist.⁵

Ook als bepaalde belangrijke energie- en grondstoffenexporteurs hun exportopbrengsten niet langer in dollars, maar in euro's willen ontvangen kan het belang van de dollar als transactievaluta snel afnemen. Landen als Iran en Rusland zullen hier graag aan meewerken. Cruciaal in deze is natuurlijk de opstelling van de oliestaten in het Midden Oosten. Als zij hun munt loskoppelen van de dollar of, zo mogelijk nog ingrijpender, een gemeenschappelijke golfmunt invoeren, kan het belang van de dollar snel afkalven.⁶ Of zij dit ook daadwerkelijk gaan doen is echter nog niet duidelijk.

⁵ W.W.Boonstra, *Leven na de dollarstandaard*, Rabobank Nederland, Themabericht 2005/1, januari 2005

⁶ R. de Milliano, *Gulf Cooperation Council, Special Report 2007/03*, Rabobank Nederland, juni 2007.

Einde dollartijdperk?

Tot besluit

De lange termijn vooruitzichten voor de koers van de dollar zijn niet gunstig. Toch verwachten wij op korte termijn niet dat de dollar verder terrein moet prijsgegeven ten opzichte van de euro. Hoewel de dollar wordt gesteerd door enkele structurele zwaktes, mag in de komende maanden een cyclisch herstel van de dollar worden verwacht. De financiële markten hebben een milde recessie in de VS al grotendeels ingeprijsd en het laat zich aanzien dat de Fed een pauze overweegt in haar pogingen de recessie te verzachten met renteverlagingen. Tegelijkertijd begint de economie van de eurozone de gevolgen te ondervinden van de recessie in de VS en de dure euro. Tegen deze achtergrond ligt een tijdelijk herstel van de dollar tegenover de euro voor de hand. Als de Amerikaanse economie weer op gang is gekomen zou de koers van de euro tegen het einde van 2009 weer op 1,43 dollar kunnen staan.

Ondanks het verwachte cyclische herstel, hebben de ontwikkelingen van de afgelopen maanden bij velen de twijfels vergroot over de rol van de dollar in het internationale monetaire systeem op de lange termijn, als we over de huidige conjunctuuryclus heen kijken.

De grootste structurele zwakte van de dollar is natuurlijk het omvangrijke Amerikaanse spaartekort, zoals dat tot uiting komt in het tekort op de lopende rekening. Andere landen zullen in de toekomst in veel mindere mate bereid zijn om Amerikaanse spaartekorten te financieren in – laagrenderende – dollars. De Verenigde Staten zullen een spaaroverschot of op zijn minst een evenwicht op de lopende rekening van de betalingsbalans moeten zien te realiseren. Dat betekent of een lagere groei, of een veel lagere dollar, of beide. Maar de situatie van voor de kredietcrisis komt in de oude vorm waarschijnlijk niet meer terug. Al met al lijkt daarmee het uiteenvallen van het informele Bretton Woods-II systeem en de opkomst van de euro en op termijn de renminbi als belangrijke reservevaluta een kwestie van tijd. Toch betekent dit niet dat de dollar 'ineenstort'. De Verenigde Staten blijven een majeure economie met een substantieel gewicht in de wereldeconomie. De dollar blijft dus een belangrijke munt. Wel zal de munt zijn speciale status als mondiale ankervaluta kwijtraken en bij het verlies van die status hoort een forse neerwaartse aanpassing in de wisselkoers ten opzichte van andere belangrijke munten. Een eurokoers van 2 dollar op een termijn van vijf tot tien jaar behoort daarbij zeker tot de mogelijkheden. Bij dit lange termijn perspectief hoort dan wel de belangrijke kanttekening dat de dollar in de tussentijd zonder twijfel nog wel eens zal opveren, zoals wij ook voorzien voor de komende anderhalf jaar. Maar dat zijn dan tijdelijke stijgingen op een overigens dalend trendmatig pad.

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

Philip Marey
Philip.Marey@rabobank.com

Economische kerngegevens

Internationale kerngegevens*

BBP-volumemutatie in %	2007	2008	2009
Verenigde Staten	2,2	1	1½
EMU	2,6	1¾	2
Japan	2,0	1¾	1¾

Kerngegevens Nederland

Jaar-op-jaar volumemutatie in %	2007	2008	2009
BBP	3,5	2½	2¼
Particuliere consumptie	2,1	2	1¼
Overheidsconsumptie	2,7	1¼	1½
Bruto investeringen	5,1	4¾	1½
Uitvoer van goederen en diensten	6,4	4½	3¾
Invoer van goederen en diensten	5,5	5½	2¾
Inflatie (%)	1,6	2¾	3
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	4,5	4	4
Begrotingssaldo overheid (% BBP)	0,4	1	1
Saldo lopende rekening (% BBP)	8,4	5¾	6½

Geldmarktrente 3-maands (%)*

	2 juni 2008	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	2,68	2,30	3,10
EMU	4,86	4,60	3,80
Japan	0,92	0,60	1,10

Staatsrente 10-jaars (%)*

	2 juni 2008	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	4,03	3,80	4,30
EMU	4,39	4,20	4,50
Japan	1,75	1,70	1,90

Wisselkoers ten opzichte van euro*

	2 juni 2008	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	1,56	1,54	1,42
Japan	162,8	158	141

* 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 mede gebaseerd op gegevens uit door ons betrouwbaar geachte bronnen, waaronder Reuters EcoWin. Deze bronnen zijn op zorgvuldige wijze in onze analyses verwerkt. De economische groeivoorspellingen zijn gegenereerd met behulp van het werelddekkende econometrische structuurmodel NiGEM.

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 informatie kunt u ontvangen door een mail te sturen naar 'fu_kira@rn.rabobank.nl' onder vermelding van 'Kennismail'. Hierdoor wordt u op de verzendlijst geplaatst van de gratis digitale nieuwsbrief van Kennis en Economisch Onderzoek die tenminste eens per maand uitkomt. In deze 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 Kennis en Economisch Onderzoek via tel. 030 - 2160651. U kunt ons ook bereiken op het volgende e-mailadres: 'C.R.Frentz@rn.rabobank.nl'.

Eindredactie:
dr. W.W. Boonstra, hoofd Kennis en Economisch Onderzoek
Drukkerij:
GrafiPrint B.V. Eindhoven
Productiecoördinatie:
C.R. Frentz
Graphics:
drs. L.H.T. de Waard/W. Li Msc

KEO op internet

www.rabobankgroep.nl/kennisbank

Postadres

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

Bezoekadres

Rabobank Nederland
Croeselaan 18
3521 CB Utrecht



Rabobank