



Rabobank

Economisch Kwartaalbericht

Maart 2006

Thema: dollarcrisis

Kennis en Economisch Onderzoek

Inhoudsopgave

Visie vooraf	5
Aardverschuivingen	5
Internationaal	6
Wereld BBP-groei breder gedragen	6
Nederlandse conjunctuur	9
Conjuncturele zomer op komst	9
Woningmarkt	13
Waken voor al te veel optimisme	13
Risicoscenario dollar	15
Gevolgen dollarcrisis	15
Reservepolitiek: de tikkende tijdbom	19
Kapitaalstromen onder druk bij zwakke dollar?	22
Azië: de tol van de exportfocus	27
Europa: scherpe daling groei	30
Latijns-Amerika: weerbaarheid topprioriteit	34
Midden-Oosten & Afrika: dubbele verliezen	38
Langs welk kanaal worden de landen het hardst getroffen?	40
Recentelijk verschenen	41
Gepubliceerde studies (vanaf september 2005)	41
Economische kerngegevens	42
Colofon	43

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

Afsluitdatum 16 maart 2006

Visie vooraf

Aardverschuivingen

De gemeenteraadsverkiezingen van 7 maart jongstleden hebben op lokaal niveau tot een ware politieke aardverschuiving geleid. Na een buitengewoon forse winst voor de oppositiepartijen PvdA en SP en een gevoelig verlies voor alledrie de regeringspartijen zullen laatstgenoemde de Tweede Kamerverkiezingen, die uiterlijk in mei 2007 zullen plaatsvinden, met de nodige vrees tegemoet zien.

Toch zal het kabinet hoop putten uit het opklarende economische klimaat. Met een breed gedragen conjunctuurherstel, een aantrekkende banengroei en een dalende werkloosheid mag de regering inderdaad hopen dat de kiezer straks bereid is om haar hiervoor te belonen. Het fraaie economische beeld volgt op een reeks van jaren waarin de economische groei in ons land zich zo ongeveer de zwakste economie van de Europese Unie toonde. Daardoor wordt de huidige opleving door iedereen van links tot rechts met vreugde begroet. Het werd ook wel weer eens tijd voor een meevallende ontwikkeling.

Er zijn echter enkele risico's die het herstel kunnen doen ontsporen. Het eerste risico is, zoals gewoonlijk, gelegen in het begrotingsbeleid. Nu de parlementsverkiezingen naderen en de overheidsfinanciën weer meevallers laten zien staan de politieke partijen kamerbreed klaar om deze meevallers aan te wenden voor extra uitgaven. Blijkbaar is men alweer collectief vergeten dat de noodzaak voor het strenge bezuinigingsbeleid gelegd van de huidige kabinetsperiode werd gelegd in het laatste jaar van Paars-II. Toen werd immers een overschot op de begroting in een ongekend tempo verjubeld. De economisch zeer moeilijke jaren die wij net hebben afgesloten kunnen zeker niet alleen aan het beleid van het huidige kabinet worden toegeschreven. Het gebrek aan begrotingsdiscipline in de nadagen van Paars-II vormt ook een belangrijke verklaring. Het is schrijnend dat, nu de verkiezingen naderen, de Tweede Kamer zich alweer opmaakt om de fouten uit 2000/2001 te herhalen. Door de meevaller nu alweer in extra uitgaven of lastenverlichting om te zetten, worden de toekomstige begrotingsproblemen alweer gezaaid. Dit terwijl de overheidsfinanciën ondanks de recente meevallers nog steeds een tekort vertonen. Budgettair belooft 2006 dus opnieuw een spannend jaar te worden.

Het tweede risico dat niet alleen de Nederlandse, maar de gehele wereldeconomie bedreigt is dat van een acute dollarcrisis. Wij gaan er in ons basisscenario nog steeds vanuit dat de dollar geleidelijk in waarde zal dalen naar meer houdbare niveaus, waarbij de externe positie van de VS niet verder verslechtert. Een acute vertrouwensbreuk rond de dollar is echter wel degelijk een relevant risicoscenario. Dit wint aan belang naarmate de Amerikaanse munt langer rond het huidige niveau blijft hangen en de onderliggende economische onevenwichtigheden verder oplopen. In de literatuur woedt al geruime tijd een stevig debat over de dollar, waarbij veel economen zich op het standpunt stellen dat de Amerikaanse munt uiteindelijk rond de 30% in waarde moet dalen om de Amerikaanse externe positie weer in evenwicht te krijgen. Ofschoon er een verregaande consensus bestaat over de richting waarin de dollarkoers uiteindelijk moet gaan bewegen, bestaat er geen eensgezindheid over het tempo waarin zich een en ander zal voltrekken.

Het tweede deel van dit Kwartaalbericht staat daarom in het teken van een acute dollarcrisis. Niet omdat wij die op korte termijn verwachten, maar wel omdat wij het ook niet kunnen uitsluiten. Uit de verschillende bijdragen komt naar voren dat een dollarcrisis de wereldeconomie in een recessie zal storten, met ernstige gevolgen voor vrijwel alle landen, zonder winnaars. Juist vanwege de ernstige gevolgen van een dollarcrisis voor economische groei, werkloosheid en overheidsfinanciën, hopen wij dat de centrale banken wereldwijd met een gezamenlijk interventiebeleid zullen bewerkstelligen dat het zover niet komt. Dit zal de nodige stuurmanskunst vergen, maar het is zeker de moeite van het proberen waard. Niemand zit immers op een echte dollarcrisis te wachten.

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

Internationaal

Wereld BBP-groei breder gedragen

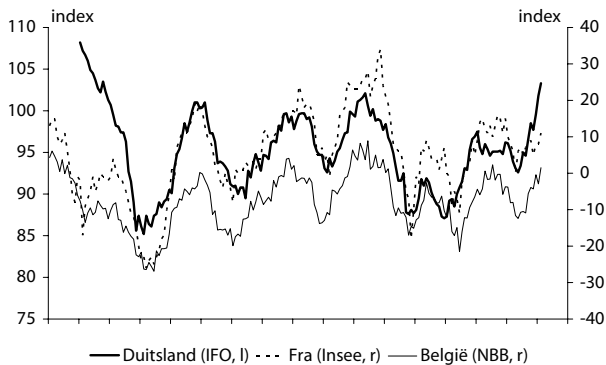
De wereldeconomie heeft in 2005 een gezonde groei gekend. Ook voor 2006 zijn de vooruitzichten positief. Het komende jaar zal het groeitempo in de Verenigde Staten iets afremmen, maar zullen de economieën van Japan en de Eurozone naar verwachting juist harder gaan groeien.

De economie van de **Eurozone** is in 2005 met 1,4% in volume gegroeid. Het vierde kwartaal van 2005 kende een teleurstellende ontwikkeling. Alhoewel het reële Bruto Binnenlands Product (BBP) ten opzichte van een jaar eerder met 1,7% was toegenomen, kwam de groei ten opzichte van het derde kwartaal met 0,3% tamelijk laag uit. De twee grootste landen in de Eurozone, Duitsland en Frankrijk, trokken het gemiddelde naar beneden. De Duitse economie kwam ten opzichte van het derde kwartaal zelfs vrijwel tot stilstand. Hiermee maakte Duitsland de hooggespannen verwachtingen vooralsnog niet waar.

Toch zijn de afgelopen maanden de vooruitzichten voor de Europese economie verbeterd. Voor 2006 verwachten we dat de economische groei in de Eurozone zal uitkomen op 2,2%. Alle seinen voor herstel lijken op

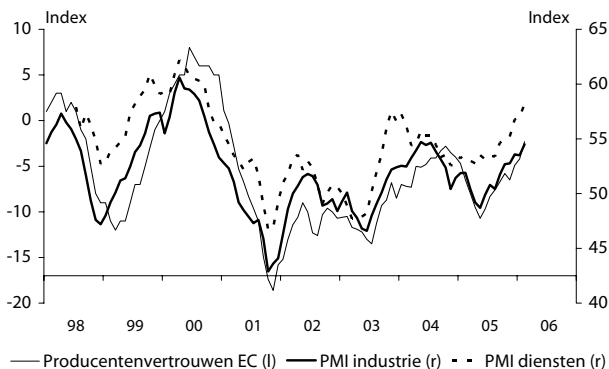
groen te staan. Producenten zijn in de afgelopen zes maanden aanmerkelijk positiever geworden. Ook het consumentenvertrouwen ontwikkelt zich gestaag in opwaartse richting, al is de algemene stemming onder consumenten nog steeds pessimistisch te noemen. De opstelling van de consument is cruciaal in het herstel. De consumptie maakt in de Eurozone 56% van de totale omvang van het Bruto Binnenlands Product uit. Daarom is het essentieel dat de arbeidsmarkt weer aantrekt. Meer banen jagen de economische groei allereerst aan via het totale inkomen. Voorts is banengroei een belangrijke steun voor het vertrouwen onder consumenten. Voor de hele Eurozone verwachten we een terugloop van de werkloosheid van 8,6% in 2005 naar 8,3% in 2006. Ook de investeringen kunnen in het kielzog van het toegenomen producentenvertrouwen aantrekken. Tot slot speelt nadrukkelijk mee dat de monetaire condities nog steeds uitermate ruim zijn. De ECB heeft weliswaar de herfinancieringsrente wederom verhoogd, maar zolang de rente zich onder het neutrale niveau van ongeveer 3,5% bevindt, blijft de stimulans voor investeringen

Producentenvertrouwen (seizoensgecorrigeerd)



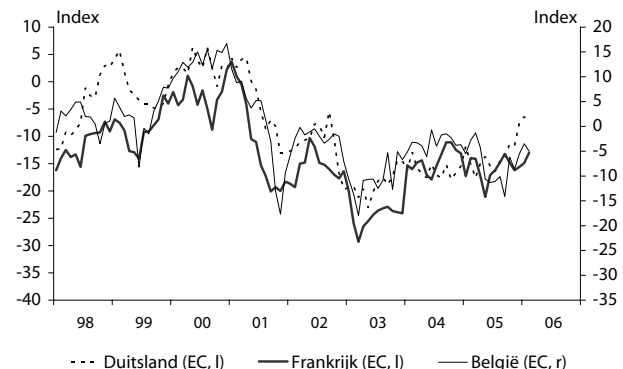
Bron: Thomson Financial Datastream

Inkoopmanagersindices vertonen stijgende lijn



Bron: Thomson Financial Datastream

Consumentenvertrouwen (seizoensgecorrigeerd)



Bron: Thomson Financial Datastream

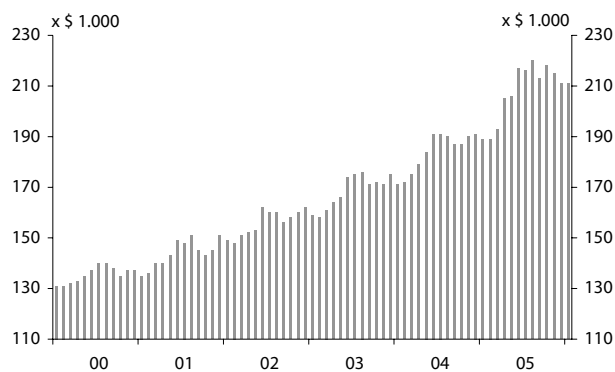
Internationaal

en consumptie bestaan. Het feit dat de ECB al behoedzaam begonnen is met renteverhogingen zien we vooral als een bewijs dat ook de beleidsraad van de ECB gelooft in het doorzetten van het huidige herstel.

Ook de **Verenigde Staten** boekten in het vierde kwartaal een lager dan verwachte reële BBP-groei. Bij nadere beschouwing bleek dit echter vooral het gevolg van een ongebruikelijke samenloop van omstandigheden, zoals lagere defensie-uitgaven en een daling van de autoverkoop. Sindsdien zijn er weer veel positieve data uitgekomen. De werkgelegenheid blijft zich goed ontwikkelen en de detailhandelsverkoop van januari zijn erg sterk. Alhoewel het matige vierde kwartaal dus geen indicatie vormt voor een snelle afremming, verwachten we wel dat de economische groei in de VS langzaam vaart zal minderen. Terwijl in 2005 nog sprake was van een groei van 3,5%, verwachten we voor 2006 een reële toename van het BBP met 2,8%. De prijsontwikkeling op de huizenmarkt speelt hierbij een grote rol. Na de onstuimige waardeontwikkeling op de koopwoningmarkt in de afgelopen jaren, vertoont de huizenmarkt de afgelopen maanden tekenen van stabilisatie. De stimulerende werking die de afgelopen jaren van de huizenmarkt uitging op de consumptie, vermindert hierdoor.

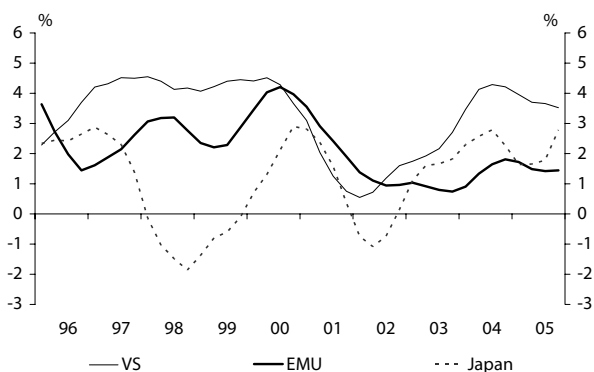
Vergeleken met de enigszins teleurstellende kwartaalcijfers van de Eurozone en de VS, waren de **Japanse** cijfers extra verrassend. De Japanse economie groeide in het vierde kwartaal seizoensgecorrigeerd met 1,4% ten opzichte van het derde kwartaal. Geannualiseerd komt dit neer op 5,5%. Bovendien werden de eerste drie kwartalen iets naar boven bijgesteld. Dit resulteerde in een economische groei over heel 2005 van 2,8%, maar liefst twee keer zoveel als de groei in de Eurozone. De Japanse cijfers zijn vooral zo positief omdat de economische groei breed gedragen wordt. Vrijwel alle componenten droegen eraan bij. Zelfs de consument is – na een decennium van afwezigheid – weer nadrukkelijk terug op het economische toneel. We verwachten voor 2006 een economische groei van 3,3%. Sinds november 2005 ligt de kerninflatie weer boven de 0%. Hiermee lijkt nu echt een einde te zijn gekomen aan een lange periode van deflatie. Als reactie op de deflatie bracht de Japanse centrale bank in de jaren negentig de rente terug naar 0%. Daarnaast voorzag de Bank of Japan de commerciële banken met kapitaal. Aan dit beleid van kwantitatieve verruiming wordt de komende drie maanden geleidelijk een einde gemaakt, zo kondigde de bank aan. Daarmee heeft zij een belangrijke stap gezet in het monetaire beleid, al bestaat bij sommigen de angst dat zij te vroeg een monetaire verkrapping zal inzetten.

Huizenprijsontwikkeling in de Verenigde Staten



Bron: Thomson Financial Datastream

Volumemutatie BBP (vierkwartaalsgemiddelde jaar-op-jaar)



Bron: Thomson Financial Datastream

Internationaal

Renteverwachtingen

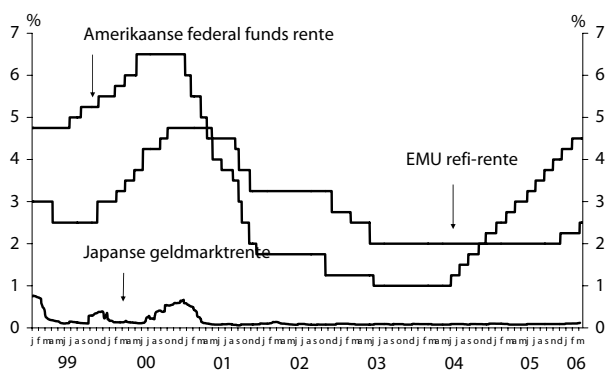
De hogere groeiverwachtingen voor de Eurozone zorgen voor een stijgende korte rente. In december verhoogde de ECB de rente voor het eerst sinds de zomer van 2003. Begin maart verhoogde de beleidsraad opnieuw, naar een niveau van 2,5%. Het komende jaar zal voor de ECB iedere rentebeslissing afhangen van de economische cijfers. Uitgaande van onze groeiverwachting voor de Eurozone (2,2% voor 2006) en afhankelijk van de realisatie van deze groei, verwachten we dat de ECB doorgaat met verhogen tot een niveau van 3,5% begin 2007. De Amerikaanse centrale bank zal ook meer naar de uitkomende data gaan kijken. Omdat de rente zich nu binnen de bandbreedte bevindt waarin het neutrale niveau ligt, zijn renteverhogingen in de VS niet meer vanzelfsprekend. De Fed zal vooral kijken naar de stijgende bezettingsgraad en de dalende werkloosheid. We verwachten dat de Fed nog twee keer de rente zal verhogen, naar 5%. Aan het einde van het jaar kan de Fed in onze optiek echter al weer beginnen met renteverlagingen.

De geldmarktrente en de kapitaalmarktrente liggen al enkele maanden erg dicht bij elkaar. Op de lange rente zijn dan ook andere factoren van invloed. De lange rente wordt momenteel vooral bepaald door een grote, niet primair rendementsgedreven vraag naar langlopend papier. Met name Aziatische centrale banken, die hun wisselkoers laag willen houden, kopen met hun valutareserves veel Amerikaanse staatsobligaties. Ook pensioenfondsen oefenen een grote vraag naar langlopende vastrentende waarden uit. Toezichthouders verplichten hen in toenemende mate de looptijd van de beleggingen in lijn te brengen met de looptijd van de verplichtingen. De sterk gestegen olieprijs heeft tot slot ook een stroom oliedollars op gang gebracht op zoek naar rendement.

Dollarverwachting

Zoals in de onderstaande grafiek te zien is, is het renteverskil tussen de Eurozone en de VS in 2005 groter geworden. Dit heeft de dollar ondersteund en voldoende tegenwicht geboden tegen de risico's die het overheidstekort en het tekort op de handelsbalans met zich mee brengen. In de tweede helft van 2006 zal dit renteverskil naar verwachting weer kleiner worden als de ECB de verhogingen doorzet. Verder verwachten we, zoals hierboven beschreven, een afremming van de groei in de VS en een aantrekkende Europese economische groei. Dit vormt de basis voor de verwachting dat de dollar in de tweede helft van het jaar geleidelijk zal verzwakken. Alhoewel het dubbeltekort van de VS een voortdurend risico is, gaan we er in ons basisscenario niet van uit dat zich het komende jaar een crashscenario zal voordoen. Wel is duidelijk dat de dollar uiteindelijk een forse verdere neerwaartse correctie moet ondergaan.

Officiële rentetarieven



Bron: Thomson Financial Datastream

Internationale kerngegevens

BBP-volumegroei in %	2005	2006	2007
Verenigde Staten	3,5	2,8	3,0
Eurozone	1,4	2,2	2,0
Japan	2,8	3,3	2,3
rente in %	13 maart	+ 3M *	+ 12M *
3-maands Verenigde Staten	4,91	5,1	4,4
3-maands eurozone	2,70	2,9	3,6
10-jaars staats Verenigde Staten	4,78	4,9	4,6
10-jaars staats eurozone	3,70	3,7	3,9
wisselkoers t.o.v. euro	13 maart	+ 3M *	+ 12M *
Amerikaanse dollar	1,19	1,15	1,20
Japanse yen	142	140	135

* prognoses over 3 en 12 maanden

Bron: Financial Markets Research, Rabobank International

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

Nederlandse conjunctuur

Conjuncturele zomer op komst

Na vijf jaren van ondermaatse groei kan de Nederlandse economie in 2006 eindelijk weer een hoog groeipeil bereiken (2¾%). Met dank aan een aantrekkende expansie van de Europese economie en een gunstiger ontwikkeling van de concurrentiepositie kan de uitvoergroei versnellen. Daarnaast zal de afnemende onzekerheid rondom de arbeidsmarkt en de stelselwijzigingen de consument wat meer vertrouwen kunnen inboezemen. Bovendien helpt de overheid een handje door de koopkracht te stimuleren. Bedrijven hebben baat bij de aantrekkende uitvoergroei en de hogere consumptie. Derhalve kunnen de binnenlandse bestedingen dit jaar eindelijk weer opleven. De vooruitzichten voor 2007 zijn in onze optiek nog wat zonniger. De economie komt dan pas echt goed op stoom, waarbij alle bestedingscategorieën opnieuw een duit in het zakje doen.

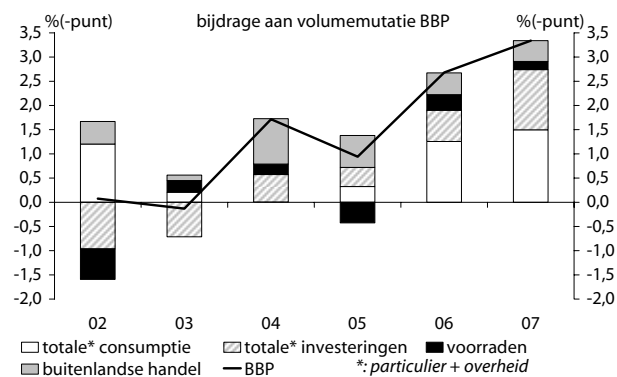
Economie trekt flink aan

Het reële Bruto Binnenlands Product (BBP) nam vorig jaar met 0,9% toe. Dit betekende ongeveer een halvering ten opzichte van het voorgaande jaar, toen de economische groei nog op 1,7% uitkwam. Gedurende het jaar leefden de particuliere consumptie en de bedrijfsinvesteringen vrij krachtig op. In het vierde kwartaal trad daarin echter enige correctie op. Gelet op de voorlopende indicatoren zal deze hapering waarschijnlijk niet van lange duur zijn. Naar verwachting zal de economie in 2006 dan ook aanzienlijk kunnen groeien, namelijk met 2¾%, het hoogste groeipercentage sinds 2000. Volgend jaar kan de volumestijging van het BBP nog wat hoger uitvallen: 3¼%. Vooral de consumptieve bestedingen en de bedrijfsinvesteringen schragen die verdere versnelling.

Herstel Europese economie stimulans voor uitvoergroei

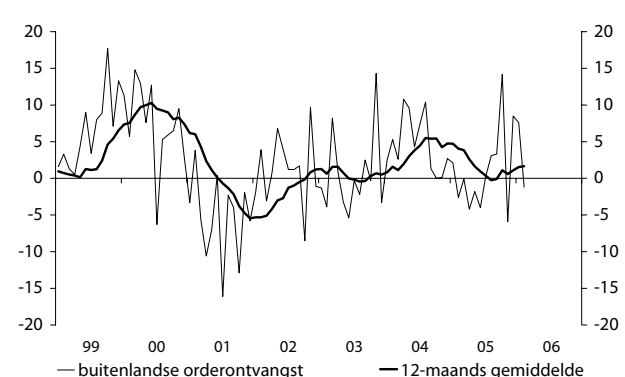
De Europese economie leeft dit jaar naar verwachting op (zie voorgaande pagina's). Dit is gunstig voor de Nederlandse uitvoer, aangezien die voor een groot deel naar landen in de Eurozone gaat. De voor Nederland relevante wereldhandelsgroei kan dan ook toenemen. De orderontvangst van de Nederlandse verwerkende industrie laat daarom ook al enige tijd weer een opgaande lijn zien. Ook het beloop van de concurrentiepositie is, dankzij loonmatiging en een wat verzwakte euro, gunstig voor de Nederlandse uitvoer. Voor 2007 wordt verwacht dat de euro weer aan kracht kan winnen en ook de lonen onder invloed van de economische opleving weer harder kunnen toenemen. De volumestijging van de uitvoer kan volgend jaar echter nog wel wat hoger uitvallen dan dit jaar. De wat minder sterk wordende concurrentiepositie werkt immers met enige vertraging door, zodat de uitvoer daar pas tegen het einde van het jaar door zal worden gehinderd.

Binnenlandse bestedingen dragen meer bij aan reële BBP-groei



Bron: Rabobank, Centraal Bureau voor de Statistiek

Voorzichtig opwaartse trend buitenlandse orders industrie



Bron: Centraal Bureau voor de Statistiek, Rabobank

Nederlandse conjunctuur

Overigens blijft de expansie van de uitvoer wel beneden het peil van 2004 (reëel 8,5%). Toen groeide de wereldeconomie harder dan voor de komende twee jaren wordt verwacht. Al met al gaan we ervan uit dat het volume van de uitvoer in 2006 met 6¼% kan toenemen en in het daaropvolgende jaar met 7%.

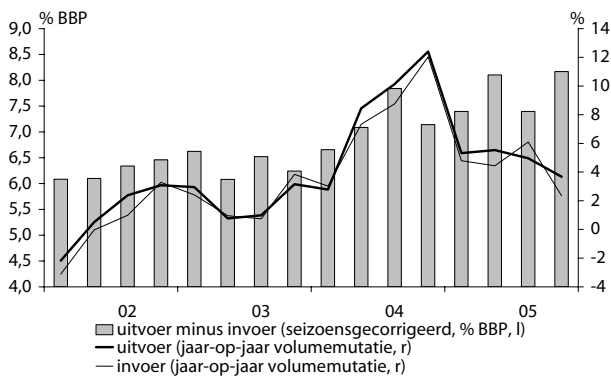
De invoergroei kan de komende jaren eveneens flink accelereren. Allereerst zorgt het grote belang van de wederuitvoer (uitvoer van goederen die zijn ingevoerd en in ons land nauwelijks enige bewerking hebben ondergaan) ervoor dat een fikse uitvoerstijging automatisch een aanzienlijke verhoging van de invoergroei met zich meebrengt. Daarnaast zullen, zoals verderop wordt beschreven, de binnenlandse bestedingen naar verwachting opveren. Een deel van die toename 'lekt weg' naar de invoer.

Eindelijk doorzettend herstel investeringen

Het volume van de bedrijfsinvesteringen nam in 2005 met 2,2% toe. Dit was een flinke terugval na de stijging van 4,9% in 2004. Vooral het laatste kwartaal van 2005 was verrassend sterk negatief en had daardoor veel weg van een (tijdelijke) correctie op de eerdere kwartalen, die juist flinke stijgingen te zien gaven. Voor dit en volgend jaar is echter in onze optiek optimisme ten aanzien van de investeringen op zijn plaats. Het producentenvertrouwen is sinds medio vorig jaar fors toegenomen en bevindt zich inmiddels ruim boven het historische gemiddelde. Bovendien zien zowel de binnenlandse als de buitenlandse afzetvooruitzichten er, gegeven het herstel van de Europese en Nederlandse economie, goed uit. Een punt van zorg is op dit moment nog de ontwikkeling van de bezettingsgraad van de verwerkende industrie, die nog niet echt lijkt te willen stijgen. Met een verder op stoom komende (binnenlandse) economie zou ook dat echter binnen afzienbare tijd tot het verleden moeten kunnen behoren. Een stabilisatie van de olieprijs (zij het op een hoog niveau) en een slechts beperkt stijgende reële rente bieden ruimte voor een gezonde winstontwikkeling. Voor dit jaar verwachten we daarom een volumestijging van de totale investeringen (van bedrijven en overheid) van 3¼%.

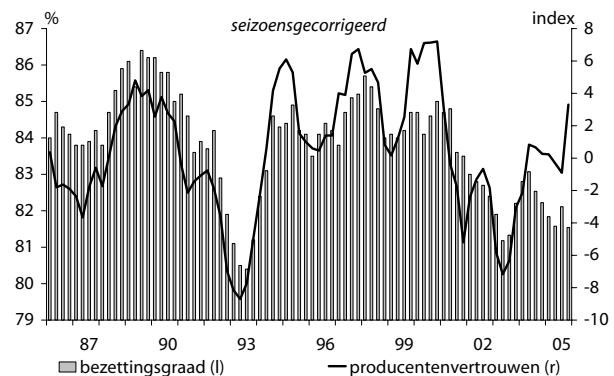
In 2007 kunnen de investeringen een duidelijk hoger groeipeil bereiken (6¼%). Daarmee kan ook het aandeel van de investeringen in het BBP weer op een 'normaler' niveau belanden. Vooral de verbeterde bezettingsgraad en de aangetrokken binnenlandse economie kunnen aan de hogere investeringsgroei bijdragen.

Groei uitvoer en invoer in 2005 geringer dan in 2004



Bron: Centraal Bureau voor de Statistiek, Rabobank

Ondernemers aanzienlijk positiever, bezettingsgraad nog laag



Bron: Centraal Bureau voor de Statistiek

Nederlandse conjunctuur

Consument kruipt uit zijn schulp

Vooral in de periode 2003 tot en met 2005 is de volumegroei van de particuliere consumptie aanzienlijk teruggevallen. Als gevolg daarvan was het consumptievolumen vorig jaar nog altijd 0,3% kleiner dan in 2002. Onverklaarbaar was deze terugval geenszins. De koopkracht van gezinnen kreeg de afgelopen jaren immers verscheidene klappen te verwerken. Als daarmee rekening wordt gehouden, deed de consument het zo slecht nog niet. Dit jaar kan de particuliere consumptie in onze optiek eindelijk weer substantieel toenemen, namelijk met 1¾% (gecorrigeerd voor de administratieve effecten van de invoering van het nieuwe zorgstelsel). De – gemiddelde – koopkracht neemt weer toe, hoewel signalen er wel op wijzen dat de spreiding aanzienlijk is. Inmiddels heeft minister-president Balkenende bekendgemaakt dat de zorgtoeslag dit jaar niet zal worden verlaagd, ofschoon de ziektekostenpremies lager zijn uitgevallen dan het kabinet vorig jaar voorzag. Gunstig voor de consumptie is verder dat werkgelegenheidsgroei dit jaar kan aantrekken (zie verderop). Dit heeft allereerst invloed op het totale inkomen. Daarnaast neemt de baan zekerheid toe, hetgeen een positief effect heeft op het consumentenvertrouwen. Dat is ook nodig, aangezien vooral de koopbereidheid nog altijd laag is. Een opleving van de koopbereidheid blijft een belangrijke voorwaarde voor het van de grond komen van een consumptieherstel.

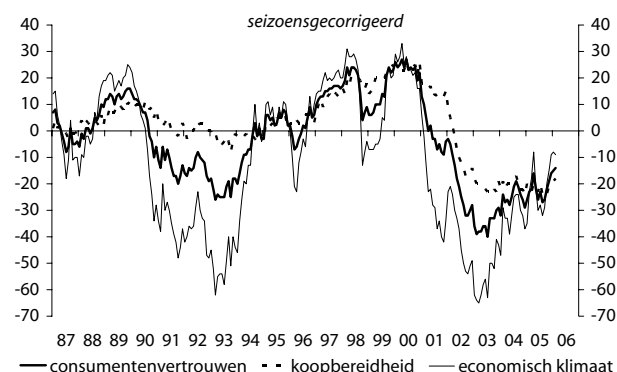
Een laatste gunstige invloed voor de particuliere consumptie kan komen uit vermogenseffecten. Zowel de aandelenbeurs als de huizenmarkt hebben een goed jaar achter de rug. Wanneer dat met de gebruikelijke vertraging doorwerkt in de consumptieve bestedingen, uit zich dat dit jaar. Bovendien lijkt de aandelenmarkt die gunstige ontwikkeling nog wel even te kunnen voortzetten. De huizenprijzen zullen naar verwachting dit jaar verder stijgen, zij het in mindere mate dan vorig jaar (zie verderop).

In 2007 kan de particuliere consumptie nog wat harder groeien, te weten met 2¼%. De koopkrachtontwikkeling zal ook dan waarschijnlijk gunstig zijn, zeker in het licht van de Tweedekamer-verkiezingen. Bovendien kan de werkgelegenheid dan nog wat harder toenemen.

Verbetering arbeidsmarkt in gang gezet

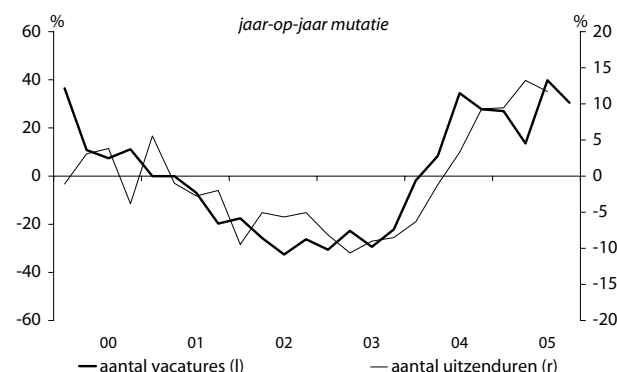
Verscheidene indicatoren schetsen zonnige vooruitzichten voor de arbeidsmarkt. De vacatures bevinden zich inmiddels op het hoogste niveau sinds 2001 en het aantal uitzenduren neemt al weer enige tijd toe. Daarnaast is de stijging van het aantal faillissementen aanzienlijk verminderd. De toenemende economische groei kan het aantal faillissementen over enige tijd weer doen gaan dalen. We gaan ervan uit dat de omvang van de beroepsbevolking ook weer zal gaan toenemen.

Consumentenvertrouwen nog laag, maar wel bezig met opmars



Bron: Centraal Bureau voor de Statistiek

Ontwikkeling vacatures en uitzenduren al enige tijd opwaarts



Bron: Centraal Bureau voor de Statistiek, Rabobank

Nederlandse conjunctuur

De afgelopen twee jaar was die gelijk aan het voorgaande jaar. De ongunstige omstandigheden op de arbeidsmarkt zetten mensen nu niet bepaald ertoe aan om een baan te gaan zoeken. Nu de economie weer in een gunstiger vaarwater is beland, zullen weer meer mensen zich op de arbeidsmarkt gaan aanbieden. De werkgelegenheidsgroei zal naar verwachting in 2006 hoger uitvallen dan de groei van de beroepsbevolking. Daardoor kan de werkloosheid dalen van 6,5% naar 6% van de beroepsbevolking. Volgend jaar kan het aantal werklozen sterker afnemen tot 5% van de beroepsbevolking.

Inflatie valt terug door overheidsmaatregelen

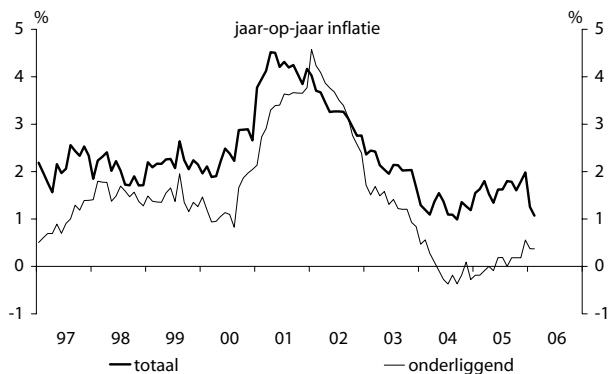
Het afgelopen jaar is de inflatie gestegen als gevolg van de forse toename van de olieprijs en de daarmee samenhangende fikse verhoging van de elektriciteits- en gasarieven. In 2006 kan het tempo van de geldontwaarding echter wat terugvallen. Vooral de afschaffing van de onroerende-zaakbelasting (ozb) en de verhoogde overheidsbijdrage voor kinderopvang zorgden in januari voor een flinke daling van het inflatiepercentage. Tegelijkertijd verwachten wij niet dat de olieprijs dit jaar fors verder zal stijgen, waarmee een van de opwaartse krachten achter de inflatie in het afgelopen jaar wegvalt.

In de loop van 2006 en vooral in 2007 kan wel, onder invloed van de economische opleving, de loonstijging weer omvangrijker worden. Gepaard met een gematigde productiviteitsgroei kan die ontwikkeling ertoe leiden dat de arbeidskosten per eenheid product weer sneller gaan stijgen. Daardoor kan de inflatie in 2007 weer oplopen. Daarbij komt nog dat de verbeterende marktomstandigheden bedrijven in 2007 meer in staat zullen stellen eventuele kostenstijgingen, zoals hogere arbeidskosten per eenheid product, door te berekenen aan de klant. Samenvattend voorzien wij voor 2006 een daling van de inflatie van 1,7% naar 1%, waarna in 2007 een inflatiepercentage van 2 kan worden bereikt.

Overheidsfinanciën sterk verbeterd

Het EMU-tekort is in 2005 verrassend sterk gedaald tot 0,5% BBP. Volgens het Ministerie van Financiën wordt de afname ten dele veroorzaakt door eenmalige meevallers. De verwachtingen voor 2006 en 2007 zijn niet eenduidig. De economische opleving kan zorgen voor nieuwe meevallers. Tegelijkertijd schijnen de meevallers van 2005 ten dele te resulteren in tegenvallers in 2006, omdat sommige uitgaven bijvoorbeeld zijn uitgesteld. Bovendien zijn additionele lastenverlichtingsoperaties, met het oog op de verkiezingen in 2007, ook niet onwaarschijnlijk.

Inflatie in januari flink gedaald vanwege overheidsmaatregelen



Bron: Centraal Bureau voor de Statistiek, Rabobank

Martin van Oijen
M.A.J.A.Oijen@rn.rabobank.nl

Kerngegevens

jaar-op-jaar mutatie in %	2004	2005	2006	2007
Bruto Binnenlands Product	1,7	0,9	2¾	3¼
Particuliere consumptie	0,0	0,3	1¾*	2¼
Overheidsconsumptie	0,0	0,7	1¾*	1½
Bruto investeringen	2,9	2,0	3¼	6¼
Goederen- en dienstenuitvoer	8,5	4,8	6¼	7
Goederen- en diensteninvoer	7,8	4,4	6¼	7¼
Consumentenprijsindex	1,2	1,7	1	2
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	6,5	6,5	6	5
Begrotingssaldo overheid (% BBP)	-2,1	-0,5	-1	-¾
Saldo lopende rekening (% BBP)	6,2	7,7	7½	7¼

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

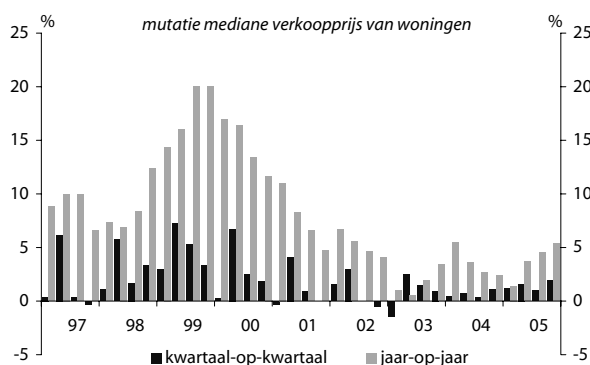
Woningmarkt

Waken voor al te veel optimisme

Hoewel de huizenprijzen in 2005 maar liefst 5,4% zijn gestegen, is een gematigd optimisme voor 2006 op zijn plaats. De vooruitzichten zijn weliswaar goed, maar in de eerste kwartalen van dit jaar doen zich ontwikkelingen voor die een krachtige groei van de huizenprijzen kunnen tegengaan. Voorts is de

betalbaarheid van koopwoningen voor een aantal belangrijke groepen momenteel een probleem. Oplossingen hiervoor moeten vooral aan de aanbodzijde worden gezocht.

Figuur 1: Prijsontwikkeling bestaande woningen



Bron: NVM

Prijsontwikkeling in 2005

Zowel de NVM-cijfers als die van het Kadaster lieten over 2005 een verrassend hoge prijsstijging van koopwoningen zien, respectievelijk van 5,4% en 4,7%. De verwachte rentestijging bleef uit; eind 2005 lagen de hypotheektarieven gemiddeld zelfs lager dan eind 2004. Bovendien is nog altijd sprake van een structureel tekort aan woningen. En aangezien de door sommigen herhaaldelijk voorspelde daling van de huizenprijzen almaar uitbleef, besloot de aspirant-koper in 2005 zijn aankoop niet langer uit te stellen. Hij leek zelfs bereid om, geholpen door de historisch lage rentestand, relatief diep

in de buidel te tasten voor een huis. Gemiddeld bedroeg de prijs van een koopwoning eind 2005 ongeveer 230.000 euro. Appartementen namen het afgelopen jaar het meest in prijs toe (6,2%), gevolgd door hoekwoningen (5,8%), twee-onder-één-kapwoningen en vrijstaande huizen (circa 5%) en tussenwoningen (4,6%).

Verkooptransacties in 2005

Doorgaans laten de laatste maanden van het jaar een afkoeling zien van het aantal verkooptransacties, maar daarvan was eind 2005 geen sprake. In totaal registreerde het Kadaster in 2005 maar liefst 206.629 verkooptransacties in de bestaande woningvoorraad. Dit is 7,7% meer dan in de twaalf maanden daarvoor. Deze ontwikkeling is deels terug te voeren op een verdere daling van de hypotheektarieven in de loop van het jaar. Zij doken zelfs gedurende enkele maanden - en voor het eerst in 45 jaar - onder het niveau van 4% (rentevaste looptijd van vijf jaar). Inmiddels is de gemiddelde hypotheekrente weer iets opgelopen, wat naar verwachting pas na het eerste kwartaal van 2006 zijn weerslag zal hebben op de koopbereidheid. Het kadaster noteerde vorig jaar 1.889 gedwongen verkopen, 45% meer dan in 2004. Maar vanaf de zomer van 2005 lijkt dit aantal te stabiliseren.

Indrukwekkend was het aantal opgeleverde nieuwbouwwoningen, met name in de huursector. In de eerste elf maanden van 2005 kwamen maar liefst 12% meer woningen af dan in diezelfde periode van 2004. Qua huurwoningen was dat zelfs een toename van 36%. Dit krachtige herstel heeft deels te maken met de geringere grootte van de nieuwe woningen. In maart 2004 bedroeg de gemiddelde grootte van een huurwoning 384 m³. In oktober vorig jaar was dit teruggelopen tot 349 m³. De toename van het aanbod is goed nieuws voor starters.

Hypotheekverstrekking

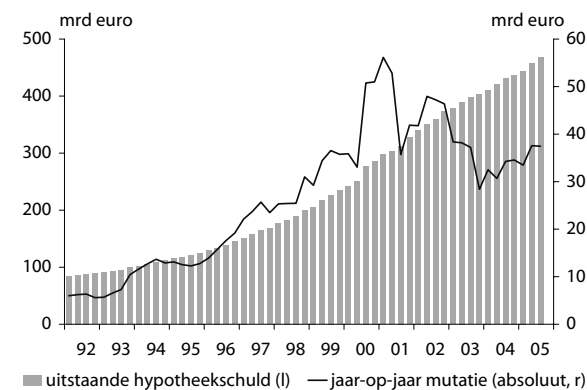
De verdere daling van de hypotheekrente gaf in 2005 een forse impuls aan de hypotheekverstrekking. De vraag is of en in welke mate de verwachte rentestijging de hypotheekproductie de komende kwartalen gaat afremmen. Naar verwachting zal de kapitaalmarktrente in 2006

Woningmarkt

namelijk niet fors oplopen en ook dit jaar zal de concurrentie op de hypotheekmarkt fel zijn. Beide kunnen bijdragen aan een sterke groei van de (bruto-) hypotheekverstrekking. Aan de andere kant zijn de vooruitzichten voor wat betreft de kredietruimte minder gunstig. Met de Wet financiële

dienstverlening komt een toenemend accent te liggen op de risicobeheersing en risicovorlichting door hypotheekverstrekkers. Voorts wil minister Zalm de gedragsregels voor tophypotheekleningen aanscherpen om de risico's van overkreditering bij met name starters te beperken. Daarbij kijkt hij vooral naar de verstrekking van hypotheeksommen die relatief hoog zijn ten opzichte van de waarde van de woning of ten opzichte van het inkomen. Het afsluiten van dergelijke leningen moeten volgens de minister worden ontmoedigd. Ook de hogere kosten die met het nieuwe ziektenkostenstelsel gepaard gaan, hebben een minder gunstig effect op de woonbudgetten van de consument. Overigens is de Nederlandse bruto hypotheekschuld ten opzichte van het BBP de afgelopen jaren fors toegenomen: van 73% aan het einde van 2001 tot 94% aan het einde van het derde kwartaal van 2005.

Figuur 2: Uitstaande hypotheekschuld



Bron: DNB, Rabobank

Oplossingen zoeken aan de aanbodzijde

De (on-)betaalbaarheid van woningen is momenteel een probleem voor een aantal belangrijke groepen op de woningmarkt. Starters en steeds vaker ook doorstromers met één of een relatief beperkt gezinsinkomen kunnen de door hen gewenste koopwoning nauwelijks financieren. Oplossingen hiervoor zouden aan de aanbodzijde moeten worden gezocht. Een grotere verkoop van huurwoningen, een minder strikt ruimtelijk ordeningsbeleid en het stroomlijnen van de bouwprocedures kunnen daarbij wellicht helpen. Alleen door een ruimer aanbod van betaalbare woningen kan de krapte aan de onderkant van de woningmarkt verminderen of op termijn verdwijnen, waarmee de kansen van starters en genoemde doorstromers toenemen.

Vooruitzichten positief

Al met al zijn de vooruitzichten voor de Nederlandse woningmarkt positief, hoewel het verrassend hoge groeicijfer van 2005 waarschijnlijk niet zal worden geëvenaard. Waken voor al teveel optimisme is dus op zijn plaats. Naar verwachting zal het aantrekken van de economische groei in 2006 voldoende krachtig zijn om de remmende invloed van de voorziene lichte stijging van de geld- en kapitaalmarktrentes te compenseren. Daarnaast is het herstel van de nieuwbouwproductie nog te gering om het structurele woningtekort significant terug te dringen. De krapte op delen van de woningmarkt en een doorzettend vertrouwensherstel bij de consument zullen voor extra opwaartse druk zorgen op de huizenprijzen. Aan de andere kant is het prijsniveau van koopwoningen al hoog en valt vanuit de gematigde inkomensgroei voorlopig geen inhaalslag te verwachten. Bovendien kunnen de eerder al genoemde inwerkingtreding van de Wet financiële dienstverlening en de voorstellen van minister Zalm ter beperking van tophypotheekleningen bij starters de kredietruimte beperken. Hierdoor is een meer gematigd verloop van de huizenprijzen waarschijnlijk. Wij verwachten voor komend jaar dan ook een prijsstijging van circa 2½%.

Annelies Hogenbirk
A.E.Hogenbirk@rn.rabobank.nl

Enrico Versteegh
H.T.Versteegh@rn.rabobank.nl

Risicoscenario dollar

Gevolgen dollarcrisis

De focus van ons Kwartaalbericht staat ditmaal in het teken van een mogelijke dollarcrisis. Hoewel wij in ons basisscenario uitgaan van een langzame verzwakking van de Amerikaanse munt, hopen de risico's van een heuse dollarcrisis zich gestaag op. Een acute dollarcrisis zal niet alleen sterk negatieve gevolgen hebben voor de wereldeconomie, maar het prille herstel in ons land weer smoren. Daarom roepen wij de centrale banken op om de dollar bijtijds in een beheerst proces naar een houdbaar niveau te brengen.

Een schuldenland van formaat

Sinds het begin van de jaren '80 van de vorige eeuw boekt de Amerikaanse economie alleen nog maar tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans. Zo'n tekort moet met buitenlands kapitaal worden gefinancierd. Eind 2005 hadden de VS een netto schuldpositie ten opzichte van het buitenland ter grootte van naar schatting circa \$ 3.500 miljard (circa 30% BBP).

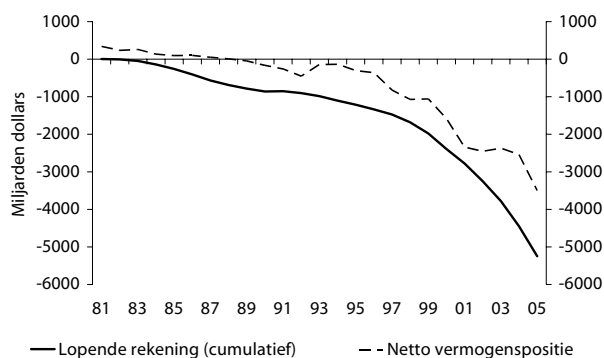
De VS hebben zich dus ontwikkeld tot een schuldenland van formaat. Ook is het duidelijk dat bij de huidige wisselkoersverhoudingen de Amerikaanse industrie niet meer concurrerend is. Door dit alles zijn er steeds meer economen die verwachten, dat de Amerikaanse munt aan de vooravond van een sterke koersval staat. Het probleem daarbij is, dat weliswaar verregaande consensus over de richting bestaat, maar dat over de timing, snelheid en omvang van de te verwachten dollardaling sterk uiteenlopende visies bestaan.

In deze bijdrage wordt ingegaan op de gevolgen van een forse en vooral snelle waardedaling van de dollar. Daartoe wordt eerst kort beschreven hoe de VS hun tekorten de afgelopen jaren hebben gefinancierd. Hierbij zal speciale aandacht worden geschonken aan de rol die centrale banken spelen bij het op peil houden van de dollarkoers. Daarbij wordt besproken wat de economische effecten zijn van de huidige situatie, waarbij wordt ingezoomd op de belangrijkste spelers: de VS en China. Vervolgens wordt ingegaan op een crashscenario: wat zouden de economische gevolgen zijn van een acute vertrouwensbreuk ten aanzien van de dollar?

De huidige situatie

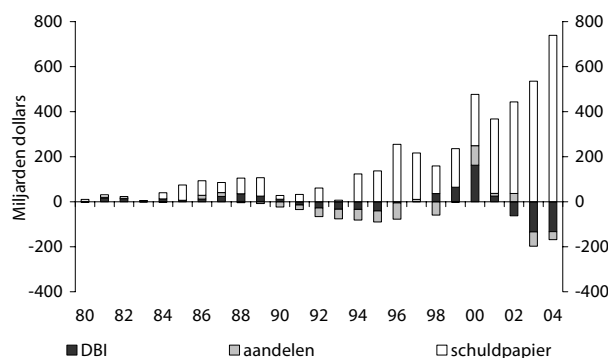
Het Amerikaanse tekort op de lopende rekening wordt gefinancierd met invoer van buitenlands kapitaal. Het is zelfs zo, dat de Amerikanen niet alleen een tekort op de lopende rekening hebben, maar dat er ook nog eens een netto uitstroom aan aandelenbeleggingen en directe investeringen plaatsvindt. Daar staat dan een enorme instroom aan buitenlandse beleggingen in Amerikaans

Grafiek 1: Lopende rekening en netto vermogenspositie VS



Bron: BEA

Grafiek 2: Samenstelling kapitaalvoer VS (1980 - 2004)



Bron: IMF, IFS

Risicoscenario dollar

schuldpapier tegenover (grafiek 2). De instroom van buitenlands kapitaal bestaat voor een groot deel uit officieel kapitaal (grafiek 3). Het blijkt, dat de dollar in belangrijke mate op peil wordt gehouden door het ingrijpen van centrale banken, met name die in Azië.

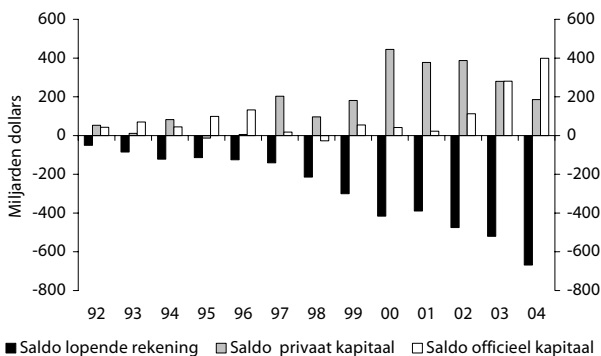
De rol van China is opvallend. De Chinese economie vertoont een zeer hoge, exportgeleide groei. Dit hoge groeitempo is nodig ter ondersteuning van de transformatie van de Chinese economie van een planeconomie naar een markteconomie. Er zijn op dit moment in China onvoorstelbaar veel mensen die nog niet of nauwelijks profiteren van de snelle groei van de Chinese economie. Er moeten in de marktsectoren daarom nog honderden miljoenen banen worden gecreëerd. Zou de Chinese economie, bijvoorbeeld door een inzakkende export, stilvallen, dan dreigt deze transformatie te verzanden. Daarom ondersteunt de Chinese centrale bank de transformatie met een wisselkoersbeleid, gericht op het ondergewaardeerd houden van de renminbi tegenover de Amerikaanse dollar. De Chinezen hebben er al met al veel voor over om de huidige situatie in stand te houden. De prijs van dit beleid is dat de Chinese dollarreserves steeds hoger oplopen.

Hoe houdbaar is de huidige situatie?

Als centrale banken de dollar blijven steunen kan de Amerikaanse munt zich rond het huidige niveau handhaven. Toch worden er steeds meer onderliggende spanningen opgebouwd. Voor de VS lijkt er op het eerste gezicht niet zoveel aan de hand te zijn. Zolang de Chinese centrale bank massaal dollars blijft opkopen, kunnen de VS hun invoer wel heel erg makkelijk blijven financieren. Toch zijn onderliggend de kosten wel degelijk aanwezig. Zo bedraagt de Amerikaanse uitvoer nog maar ruim de helft van de invoer. Dit betekent, dat zelfs als de uitvoer twee keer zo snel zou stijgen als de invoer, er nog steeds geen noemenswaardige verbetering op de betalingsbalans optreedt. Zou men ooit de lopende rekening weer in evenwicht willen brengen, dan zou daartoe een langdurige periode nodig zijn met een aanhoudende binnenlandse laagconjunctuur, in combinatie met een veel zwakkere dollar.

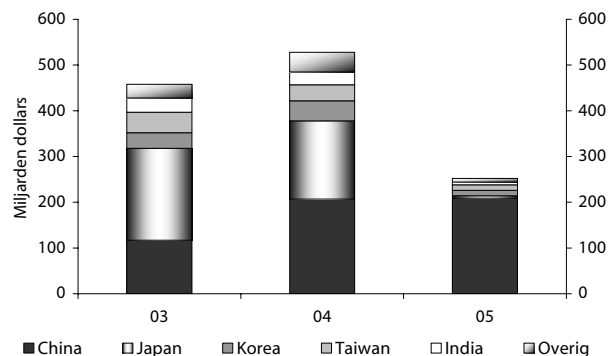
Niet alleen in de VS, ook in Europa wordt van tijd tot tijd geklaagd over de "oneerlijke" concurrentie vanuit China. Naarmate nog duidelijker blijkt dat China zijn wisselkoers manipuleert neemt de roep om handelsbelemmerende maatregelen toe. Het is met name de Amerikaanse industrie die de pijn van de Chinese concurrentie voelt. De Amerikaanse industrie zal zeker trachten een politieke lobby ten faveure van protectionistische maatregelen te mobiliseren. Een tweede pijnpunt voor de Amerikanen bestaat uit het feit dat zij steeds afhankelijker worden van Chinees kapitaal. Het is nu al zo, dat het renteniveau op de Amerikaanse kapitaalmarkt door de Chinese

Grafiek 3: De Amerikaanse betalingsbalans (1992 – 2004)



Bron: BEA

Grafiek 4: Toename deviezenreserves Azië



Bron: IMF

Risicoscenario dollar

centrale bank kunstmatig laag worden gehouden. Zodra de Chinezen hun beleid aanpassen, zal de Amerikaanse lange rente direct oplopen.

Voor China bestaan de potentiële kosten uit het te verwachten verlies op de opgebouwde deviezenvoorraden. Eind 2005 bestond die deviezenvoorraad uit \$ 819 miljard. Dit is een stijging met \$ 209 miljard ten opzichte van eind 2004. Als de dollar met 10% in waarde daalt, betekent dat voor de Chinese centrale bank, maar ook voor het wankel Chinese bankwezen, een gevoelig vermogensverlies ter grootte van in totaal ruim 4% van het BBP. Hoe langer de dollarcorrectie uitblijft, des te hoger zullen de kosten voor China uitvallen. Verder speelt voor China het gevaar, dat het land met protectionistische maatregelen wordt geconfronteerd.

Het crisisscenario

Gezien het voorgaande zal het weinigen verbazen dat de kans op een diepe koersval van de dollar reëel aanwezig is. Een crisisscenario zou werkelijkheid kunnen worden als particuliere beleggers hun vertrouwen in de dollar kwijtraken en massaal hun beleggingen uit de VS repatriëren of gaan speculeren tegen de dollar. Het zou ook kunnen gebeuren als belangrijke olie-exporterende landen zoals Rusland of Iran aankondigen dat zij hun energieprijzen voortaan in euro zullen noteren, hun uitvoer in euro willen afwickelen en hun reserves in euro gaan aanhouden. Ook kan een vertrouwenscrisis rond de dollar ontstaan als in de VS protectionistische sentimenten oplaaien, bijvoorbeeld in de aanloop naar de volgende Congres- of Presidentsverkiezingen. Wij gaan ervan uit dat China, dat tot dusver wel bereid is geweest om het Amerikaanse tekort op de lopende rekening verregaand te financieren, niet in staat of bereid is om een uittocht van buitenlands kapitaal uit de VS op te vangen. De Chinezen zullen derhalve gedwongen zijn om de koppeling tussen renminbi en dollar los te laten.

De gevolgen op korte termijn

Stel dat de dollar in korte tijd met 40% in waarde zou dalen. In de VS gaat dit gepaard met een scherpe stijging van de lange rente, die leidt tot een forse daling van de huizenprijzen. De binnenlandse vraag daalt scherp en de VS komen in een recessie terecht, onder een gelijktijdig oplopen van de (import-)inflatie. De Fed staat machteloos, omdat de dollarzwakte en de acute stagflatie geen ruimte biedt voor een rentedaling. Een onverwachte recessie, een forse stijging van de lange rente en een hogere inflatie leiden tot een scherpe correctie op de beurs. De werkloosheid loopt op en het vertrouwensklimaat verslechtert acuut.

Met de belangrijkste afzetmarkt in recessie en een verslechterde concurrentiepositie raakt ook Europa in een recessie. De Europese beurzen gaan net als de Amerikaanse scherp omlaag. De negatieve vermogenseffecten leiden tot een extra neerwaartse druk op de consumptieve uitgaven en de bedrijfsinvesteringen. De Europese inflatie neemt echter juist af vanwege een scherpe daling van de invoerprijzen. Dit biedt in Europa ruimte voor daling van zowel de lange als de korte rente. Het zal echter enige tijd duren voordat de binnenlandse vraag in reactie hierop aantrekt.

China wordt eveneens met een scherp terugvallende economische groei geconfronteerd. Deze brengt het transformatieproces in gevaar, waarbij het risico van sociale instabiliteit toeneemt. Nu reeds bestaan er binnen China spanningen, omdat de economie er zelfs bij het huidige hoge groeitempo maar ternauwernood in slaagt om voldoende banen te creëren voor de grote groepen werkzoekenden. Een acute groeidaling zou die spanningen aanmerkelijk doen oplopen. Ook Nederland zou zwaar te lijden krijgen onder de recessie bij onze buurlanden en in de VS. Deze zal zeer slecht uitpakken voor onze exportindustrie, die ook al te lijden heeft onder de verslechterde concurrentiepositie. Net als de buitenlandse beurzen zou ook de AEX een stevige neerwaartse

Risicoscenario dollar

correctie laten zien, die vanwege de relatief grote dollargevoeligheid van de beursgenoteerde bedrijven waarschijnlijk geprononceerder zal uitpakken dan elders in Europa. Ook in ons land zou dus sprake zijn van stevig negatieve vermogenseffecten. Hierdoor en door een dalende uitvoer zal het groeiherstel ruw worden afgebroken. Het overheidstekort loopt weer op. Pensioenfondsen zien door de dalende aandelenkoersen hun dekkingsgraad net als een paar jaar geleden opnieuw fors dalen. Als zij opnieuw zouden worden gedwongen om deze in geforceerd tempo te herstellen, zouden hogere pensioenpremies leiden tot hogere loonkosten en extra banenverlies.

De reactie op de wat langere termijn

Na verloop van tijd zal sprake zijn van enig herstel van de koers van de dollar, omdat een hogere rente en een lagere koers de dollar in de ogen van beleggers weer aantrekkelijk zullen maken. Wel mag worden verwacht dat, in lijn met andere valutacrisis, de dollar eerst doorschiet in neerwaartse richting, waarna eveneens een scherpe, doch gedeeltelijke correctie mag worden verwacht. Een terugkeer naar de huidige koersniveaus ligt niet voor de hand. Wereldwijd zullen de monetaire autoriteiten de geldkraan opendraaien, teneinde het herstel te bevorderen. Hoe effectief deze monetaire stimulans zal uitpakken is een moeilijk te beantwoorden vraag, omdat de banken waarschijnlijk met een sterk verslechterde leningenportefeuille zitten en terughoudend zullen zijn in het verstrekken van nieuwe kredieten. Het begrotingsbeleid zal, met name in Europa, expansiever worden. Door de crisis zal het Stabiliteits en groeipact worden opgeschort. Dit zal enig tegenwicht vormen tegen de recessie, maar uit oogpunt van financiële houdbaarheid op langere termijn is het niet gunstig. Na verloop van enkele jaren zal de groei van de wereldeconomie weer aantrekken, maar er zullen vele jaren voorbij gaan voordat de schade in termen van werkgelegenheid, geleden vermogensverliezen en opgelopen schulden weer is gerepareerd. Het mag niet worden uitgesloten, dat de VS na een crisis door teleurgestelde beleggers worden gedwongen om hun lopende rekeningtekorten voortaan in euro, yen of op termijn zelfs renminbi te financieren. Daarmee zouden de VS hun speciale positie verliezen en een "gewoon" schuldenland worden. Daarmee raken zij de voordelen die zij ontleen aan de status van de dollar als ankerpunt van het internationale monetaire stelsel verregaand kwijt. Of daarmee de deur openstaat voor de euro om de rol van de dollar over te nemen zal ook afhangen van het antwoord op de vraag of Europa tegen die tijd de eigen bestuurscrisis overwonnen heeft.

Voorkomen is beter dan genezen

De negatieve gevolgen van een acute dollarcrisis zouden al met al zeer ingrijpend zijn. Hoe langer een correctie uitblijft, des te groter zijn de onderliggende onevenwichtigheden opgelopen en des te heviger zal de uiteindelijk onontkoombare reactie uitpakken. Daarom zou het een goede zaak zijn als de centrale banken in een gezamenlijke actie de koers van de dollar geleidelijk omlaag brengen naar een meer houdbaar niveau. Hoewel de onevenwichtigheden vooral voortvloeien uit de verhouding tussen de dollar en de Chinese renminbi, vereist dit een gecoördineerde actie van alle belangrijke centrale banken. De schade in geval van mislukking raakt immers allen. Natuurlijk moeten de Amerikanen zelf een grote bijdrage leveren via het terugdringen van hun begrotingstekort en het afremmen van hun binnenlandse vraag. Uitstel van een dergelijk beleid maakt de kans op een echte dollarcrash en een mondiale recessie alleen maar groter. Ook een forse, doch beheerste waardedaling van de dollar zal tot een behoorlijke verschuiving in het economische krachtenveld leiden. De ervaring uit de tweede helft van de jaren '80 van de 20^e eeuw en de periode 2002 – 2004 leert evenwel, dat de wereldeconomie een dergelijke dollarschok best kan opvangen. Er is dus alle reden voor centrale banken om tot gecoördineerde actie over te gaan, in plaats van de huidige onevenwichtigheden in stand te houden.

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

Risicoscenario dollar

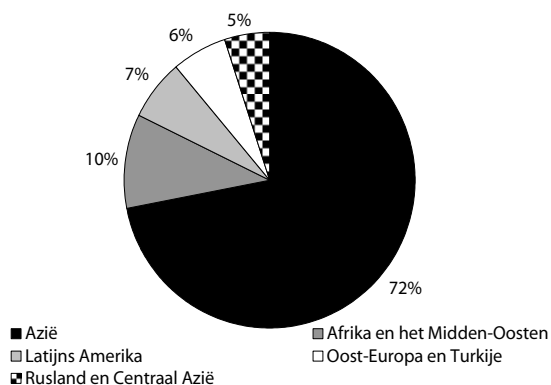
Reservepolitiek: de tikkende tijdbom

De laatste jaren zijn de reserves in Azië en het Midden-Oosten gegroeid als kool. De totale waarde van buitenlandse valuta in de kluisen van Aziatische centrale banken ligt eind 2005 rond de 2.600 miljard dollar, bijna tien keer zoveel als in 1990. De voorraad vreemde valuta van zowel Japan als

China ligt al rond de 800 miljard dollar. In het Midden-Oosten zijn de officiële reserves ook enorm gestegen: met 250 miljard dollar gaat het natuurlijk om een heel andere orde van grootte, maar het is nog altijd vijf maal zoveel als in 1990.

Daarnaast moeten we niet voorbij gaan aan de astronomische bedragen die beheerd worden door speciale fondsen. Hoewel we geen zicht hebben op de precieze omvang, zouden de officieuze reserves in het Midden-Oosten gezien de overschotten op de lopende rekening meer dan 1.000 miljard dollar kunnen bedragen. De beschikking over dergelijke hoeveelheden deviezen brengt een hoop macht, maar ook een hoge verantwoordelijkheid met zich mee. Hoe komen deze landen aan zoveel buitenlands geld en wat kunnen ze ermee doen?

Officiële deviezenvoorraden... vooral in Azië en het MO

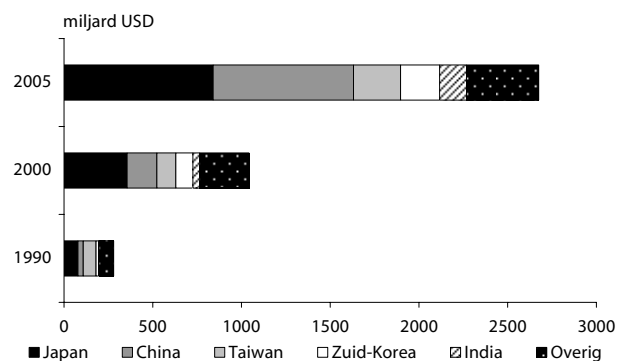


Bron: EIU

Pakhuizen vol in Azië

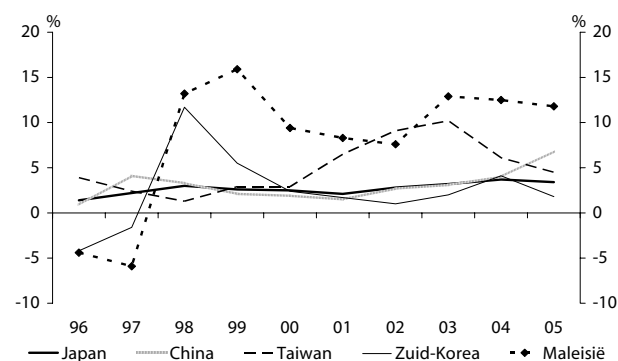
De Aziatische landen hebben hun enorme deviezenvoorraden verworven om sterk uiteenlopende redenen. Ten eerste heeft het geïndustrialiseerde Japan al een flink aantal jaren te maken met het deflatiespook. Rond de millenniumwisseling was de economie van het land zowat stil komen te liggen en om de boel weer aangezwengeld te krijgen, ontstond er in Japan een inflatiebehoefte. Hoewel de centrale bank het printen van geld van nature tegenstaat (hyperinflatie in de jaren '40), vond zij vooral omdat zij haar rente-instrument al had uitgeput (negatieve reële rente), het aankopen van dollars in ruil voor yen een verantwoorde tactiek. Het ging de Japanners hierbij niet om het opkopen van de dollars, maar om het in omloop brengen van hun yen. Een andere verklaring voor de opbouw van de reserves in Azië is de angst voor een tweede Aziatische crisis zoals die zich in 1997 ontvouwde.

Deviezenvoorraden in Azië



Bron: EIU

Overschotten op de lopende rekening in Azië



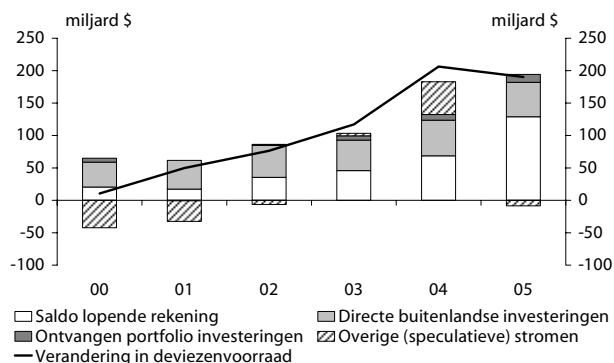
Bron: EIU

Risicoscenario dollar

Toen hadden de meeste Aziatische landen, in samenhang met overgewaardeerde munten, stevige tekorten op hun lopende rekeningen. In een poging de koers van het Thaise baht tegen een speculatieve aanval te verdedigen, droogden de Thaise reserves op en devalueerde de munt. De markt realiseerde dat een aanval op andere munten eveneens succesvol kon zijn en de crisis verspreidde zich razendsnel over het continent. Hieruit hebben de Aziatische centrale banken de les getrokken dat de geloofwaardigheid van hun wisselkoersbeleid direct afhankelijk is van hun reservepositie. Ten derde is er natuurlijk het fenomeen dat de Aziaten omwille van hun concurrentiepositie hun munten kunstmatig laag houden. Hiertoe moeten hun centrale banken enorme hoeveelheden dollars blijven opkopen. Maar die dollars worden voor het overgrote deel weer aangewend om Amerikaans staatspapier op te kopen, waardoor de Amerikaanse consument buitenlandse producten kan blijven kopen. Doorgaans wint de Amerikaanse consument door een lagere rente echter meer, dan de Amerikaanse producent verliest door sterkere concurrentie. Bovendien is deze gang van zaken goed voor de economische groei in Azië. Het lijkt dus volkomen rationeel dat de exportgeleide economieën in Azië zulke enorme dollarvoorraden tot hun beschikking hebben. Als laatste spelen buitenlandse directe investeringen en de grillen van 'hot money' een duidelijke rol in de opbouw van Aziatische reserves (zie linker grafiek onder).

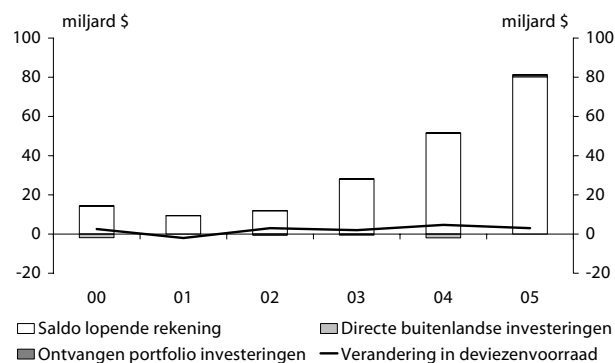
Een mogelijke aanleiding tot de in het scenario geschetste koersval van de dollar ligt in Azië. Hoewel de Aziaten baat hebben bij een continuering van de huidige status quo, wordt het voor hen steeds risicovoller om deze situatie voort te laten bestaan. Hoe hoger de deviezenvoorraad, hoe groter het waardeverlies bij een eventuele koersval van de Amerikaanse munt. Hoewel de valutaspreiding van de deviezenvoorraden door de meeste autoriteiten niet wordt vrijgegeven, mag worden aangenomen dat zij voor het merendeel uit dollars bestaan. Het is tenslotte de wisselkoers ten opzichte van de dollar die de centrale banken trachten te beïnvloeden. Men helpt dus in feite de dollar te ondersteunen. Om het gigantische waardeverlies van de reserves bij een koersval van de dollar wat in te perken, is het derhalve niet vreemd dat de Aziatische centrale banken, heel voorzichtig, stukje bij beetje, hun deviezenvoorraden willen diversifiëren. Grote spelers zoals Japan en China kunnen dit echter niet van vandaag op morgen, omdat zij direct de markt koers onderuit zouden halen en hiermee dus een slag zouden toebrengen aan de waarde van hun eigen portefeuille. Eén verkeerde beweging van hun kant zou de markt kunnen doen geloven dat de dagen van de dollar geteld zijn en haar dollargenomineerde bezittingen massaal in de etalage zetten. Vandaar dat zij zeer voorzichtig te werk moeten gaan om de

Verklaring van opbouw van Chinese deviezenvoorraad



Bron: EIU

Verklaring van opbouw Saoedische deviezenvoorraad



Bron: EIU

Risicoscenario dollar

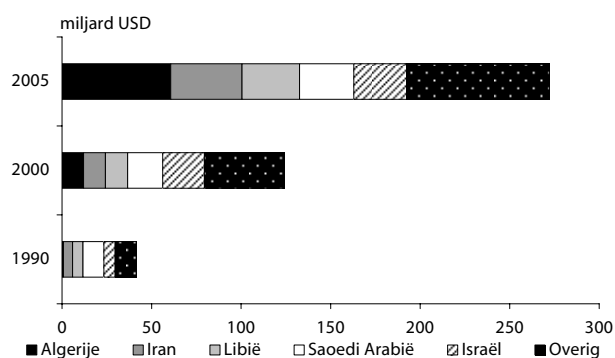
onevenwichtigheden te helpen herstellen. De Chinese centrale bank heeft de officiële pariteit met de dollar vorig jaar formeel losgelaten waardoor de renminbi licht apprecieerde. De koerswinst van slechts 2% ten opzichte van de dollar leidde gelukkig niet tot een schokgolf op financiële markten. Het lijkt erop te duiden dat het beleid gewoon zal worden voortgezet.

Vogelvrije tegoeden in het Midden-Oosten

Omdat de olieprijs tussen 2003 en 2005 is verdubbeld, raakten de olie-exporterende landen in het Midden-Oosten overspoeld met dollars. De olieopbrengsten worden voor een aanzienlijk deel aangewend voor consumptie en investeringen in de Arabische landen zelf, maar hun economieën zijn gewoonweg te klein om het enorme aanbod van kapitaal te verwerken. Bovendien sparen Arabische landen doorgaans meer dan olieconsumerende landen en worden extra importen ontmoedigd door de vaste wisselkoersen met de dollar. Desalniettemin bedroeg het gemiddelde overschot op de lopende rekening in de Golfregio maar liefst 25% van het BBP in 2005. Dit heeft geleid tot een stevige groei van de deviezenvoorraad, maar staat in geen verhouding tot de olieopbrengsten. Slechts 30% van de overschotten op de lopende rekening vloeit in de officiële deviezenvoorraad. Waar blijven al die andere oliedollars?

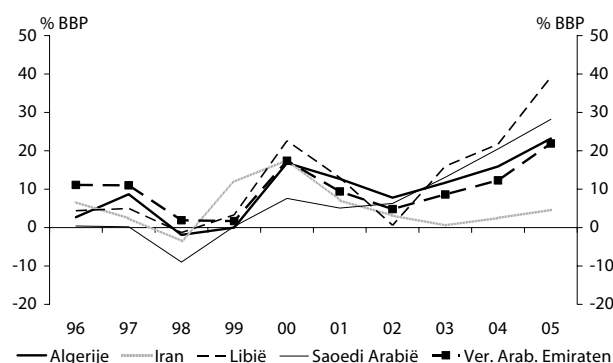
De hoge olieopbrengsten in 2005 zijn niet terug te vinden op rekeningen van Westerse banken, noch in extra aankopen van Amerikaans staatspapier. De grootste portie oliedollars verdwijnt, zo blijkt, in stabilisatie- en investeringsfondsen, zoals de investeringsautoriteit van Abu Dhabi die zo'n slordige 250 miljard dollar in haar boeken heeft. Dit bedrag komt al aardig in de buurt van het totaal aan officiële reserves in de hele regio! Dollarbezitters van dergelijke statuur zijn geduchte spelers, omdat zij zich veel vrijer kunnen bewegen dan bijvoorbeeld de Aziatische centrale banken. Zij zijn namelijk niet gedwongen een aanzienlijk deel van hun deviezen liquide aan te houden om een munt te verdedigen of het macro-economisch klimaat te beïnvloeden. Ze zouden hun bezittingen in dollars makkelijker kunnen verkopen als ergens anders een hogere opbrengst verwacht wordt en kunnen zich ook makkelijker beschermen tegen een eventuele koersval van de dollar. Het is niet in te schatten hoeveel en welk soort dollarbezittingen deze fondsen aanhouden, maar het staat als een paal boven water dat er zoveel geld in deze fondsen omgaat dat ze een serieuze bedreiging voor de dollar kunnen vormen, alhoewel ze zelf bij een dollarcrisis geen belang hebben.

Deviezenvoorraden in het Midden-Oosten



Bron: EIU

Lopende rekening overschotten in het Midden-Oosten



Bron: EIU

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

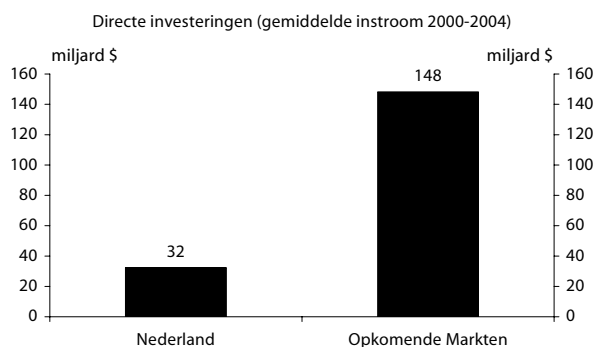
Risicoscenario dollar

Kapitaalstromen onder druk bij zwakke dollar?

De laatste jaren is er een ongekend optimisme ontstaan over de economische kracht van ontwikkelingslanden. Vooral de zogenoemde opkomende markten¹ staan in de belangstelling. Dit zijn landen waar het inkomenspeil nog laag is, maar waar de economische structuur al een zekere

diepte heeft. Hoewel enig optimisme op zijn plaats is, zijn er kanttekeningen te plaatsen bij deze hausse. De vraag is of opkomende markten via het kanaal van kapitaalstromen onder druk komen te staan als er een dollarcrisis losbarst. Hieronder volgt een uitwerking van deze vraag.

Grafiek 1: Directe investeringen uit het buitenland



Bron: IMF, Rabobank

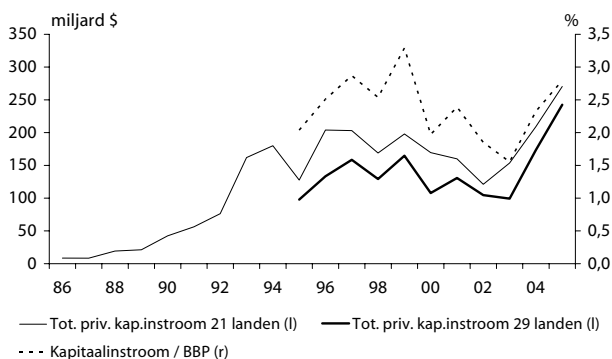
Bonanza

De buitenlandse directe investeringen in opkomende markten zijn inderdaad omvangrijk. China bekleedde in 2005 van alle landen in de wereld de derde plaats als magneet voor directe investeringen uit het buitenland, terwijl Brazilië de lieveling is van investeerders in Latijns-Amerika. Grafiek 1 laat zien dat de opkomende markten als groep van 29 landen in de jaren 2000-2001 gemiddeld ruim 4½ maal zoveel buitenlandse directe investeringen ontvingen als Nederland.

Internationale kapitaalstromen naar opkomende markten namen in de afgelopen twee jaar weer een hoge vlucht. Ten opzichte van de periode 2000-2002 groeide het totaal aan particuliere directe investeringen en beleggingen in absolute zin zelfs met een factor 2½. Kijken we in grafiek 2 iets verder terug en zetten we deze stroom af tegen het BBP, dan zien we echter dat het niveau van net vóór de Aziatische crisis in 1997 nog maar nauwelijks is gehaald. De afgelopen twee jaar kenden de kapitaalstromen dus een zeer sterke groei, maar het startniveau was relatief laag.

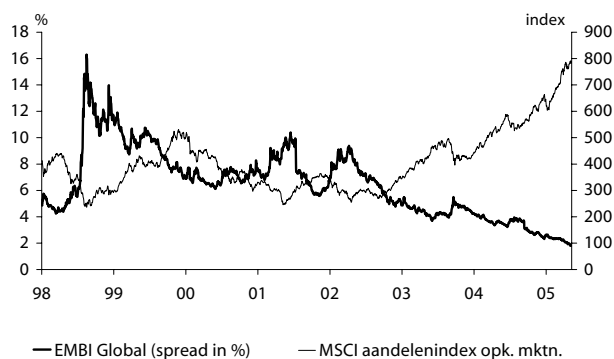
De financiële markten bevestigen dit beeld, zoals grafiek 3 laat zien. De zogeheten MSCI-aandelenindex voor verschillende opkomende regio's steeg begin dit jaar tot recordniveaus. En het enthousiasme van obligatiehandelaren wordt geïllustreerd door de ontwikkeling van de zogenoemde *spread* op de Emerging Market Bond Index (EMBI Global) van JP Morgan.

Grafiek 2: Totale instroom privaat kapitaal



Bron: EIU, Rabobank

Grafiek 3: Enthousiasme op financiële markten



Bron: Rabobank, EcoWin, Thomson Financial Datastream

¹ Met opkomende markten of emerging markets bedoelen we hier een groep van 29 landen, te weten: Algerije, Argentinië, Brazilië, Bulgarije, Chili, China, Colombia, Ecuador, Egypte, Filipijnen, Hongarije, India, Indonesië, Maleisië, Marokko, Mexico, Peru, Polen, Roemenië, Rusland, Slowakije, Thailand, Tsjechië, Tunesië, Turkije, Uruguay, Venezuela, Zuid-Afrika en Zuid-Korea.

Risicoscenario dollar

Deze spread is de premie voor obligatiebeleggingen in opkomende markten en wordt als maatgevend gezien voor het - door de markt geschatte - landenrisico. Met waarden onder de 200 basispunten ofwel 2% is deze inderdaad historisch laag. Deze premie wordt berekend bovenop de rente op risicovrij geachte beleggingen in Amerikaans schatkistpapier. Nu beiden op een zeer laag niveau staan, hebben opkomende markten de afgelopen jaren ongekende mogelijkheden gehad om relatief goedkoop te financieren, zoals we later zullen zien.

Al met al is de voorraad aan buitenlandse directe investeringen in genoemde opkomende markten gegroeid van 11% van het BBP in de jaren '90 tot meer dan 20% in de laatste vijf jaar. De kapitaalstroom naar opkomende markten is dus omvangrijk, hoewel er na de Azië-crisis en vóór de huidige hausse wel een pauze is geweest in deze ontwikkeling.

Duwen of trekken: drijfveren achter kapitaalstromen

Zonder al te veel in detail te willen treden kunnen achter kapitaalstromen drie soorten drijfveren worden onderscheiden: de psychologie van beleggers en investeerders, factoren binnen de opkomende markten (intern) en die in de geïndustrialiseerde wereld (extern).

De *psychologie* van beleggers en investeerders vormt een voorname schakel tussen de ontwikkelingen in landen en internationale kapitaalstromen. Hier gaat het dan om de risico-aversie van beleggers, in relatie tot hun zucht naar rendement. Goed nieuws verspreidt zich snel en beleggers zijn uiteraard op zoek naar terreinen die door anderen nog niet zijn ontdekt. Het omgekeerde geldt eveneens. Slecht nieuws veroorzaakt onrust, waardoor de beleggers massaal en zo snel mogelijk de uitgang willen bereiken om hun individuele verliezen te minimaliseren. Dit wordt ook wel *herd behaviour* genoemd.

Beleggers en investeerders reageren daarbij onder meer op de *interne factoren*, die momenteel aangeven dat de opkomende markten, ondanks alle inherente risico's, een grote belofte inhouden. De economische groei ligt er op een hoog niveau, het beschikbare inkomen neemt toe en door een veelal hoge bevolkingsgroei en de toenemende wereldwijde integratie ontwikkelen productiviteit en lokale consumentenmarkten zich in hoog tempo. Verder zijn de lagere productiekosten een belangrijke reden om er te investeren. Deze *fundamentele ontwikkelingen* kunnen echter ook een uitstroom van beleggingskapitaal veroorzaken. Economische, politieke of sociale onrust kan het ook onaantrekkelijk maken om investeringen te handhaven, temeer daar de rechtszekerheid er vaak van een andere orde is dan die in industrielanden.

Vanuit het perspectief van de opkomende markten zijn er echter ook belangrijke *externe factoren* aan het werk. Een zeer belangrijke push-factor achter de huidige internationale kapitaalstromen is de veelgenoemde '*search for yield*', ofwel de zoektocht van beleggers naar rendement. Zodra beleggingen in Amerikaanse (of andere 'veilige') obligaties door een lage rentestand weinig rendabel meer zijn moeten deze beleggers, zoals pensioenfondsen, naar alternatieven zoeken. Deze vinden ze onder meer in het hoger renderende schatkistpapier van ontwikkelingslanden. Posities worden echter weer afgebouwd op het moment dat de Amerikaanse rendementen toenemen, zoals het verleden vaak heeft uitgewezen.

Ervaringen uit het verleden...

Hoewel onderzoek naar externe factoren niet geheel eenduidig is, werden de bekende crises in opkomende markten inderdaad, naast een reeks overige factoren, zonder uitzondering voorafgegaan door forse renteverhogingen in de VS. De Amerikaanse financiële crisis in de jaren '20 leidde niet alleen tot de crash op Wall Street, maar deed ook de buitenlandse beleggingen van Amerikanen opdrogen, met een wereldwijde recessie als gevolg. Later, na de oliecrisis in de jaren '70, kenden de VS een negatieve reële rente en was er in de wereldeconomie een overschot aan investeerbaar kapitaal ontstaan op basis van met olie verdiende petrodollars.

Risicoscenario dollar

De Latijns-Amerikaanse schuldencrisis van de jaren '80 werd vervolgens mede ingeluid doordat de Fed de negatieve reële rente tegenging door verhoging van de beleidsrente, waardoor bovendien de uitstroom van Amerikaans kapitaal tot stilstand kwam. Ook de Mexicaanse tequila-crisis (1994)

en de Azië-crisis (1997) werden door Amerikaanse (en Japanse) renteverhogingen voorafgegaan.

Uiteraard is dit slechts een deel van het verhaal. Interne factoren speelden eveneens een belangrijke rol in de Azië-crisis. De markten voor onroerend goed en aandelen waren sterk overgewaardeerd en de wisselkoersen waren veelal gekoppeld op een onhoudbaar niveau. Hedge-funds, beleggingsfondsen die met zeer grote sommen geld speculeren op kleine koersfluctuaties, sprongen daarop in. Speculatie tegen de baht bracht de Thaise economie op haar knieën en verspreidde vervolgens het virus over de regio. Indonesië werd buitenproportioneel getroffen doordat de devaluatie de slecht gefinancierde banken en grote bedrijven merendeels insolvent maakte. Het land had bovendien te maken met een diepe politieke crisis.

De Azië-crisis leek destijds lastig voorspelbaar en veel

internationale banken hebben in deze periode zware averij opgelopen. Een kritische evaluatie van die periode leert echter dat er wel degelijk sterke signalen waren dat het mis dreigde te gaan, zoals overwaardering van onroerend goed en aandelen. Dan richt de vraag zich dus op de psychologie van de investeerders. Wilden zij op dat moment de risico's wel zien? Het was immers de tijd van de ongebreidelde economische groei van de Aziatische Tijgers, die binnen afzienbare tijd tot het selecte gezelschap der industrielanden zouden behoren.

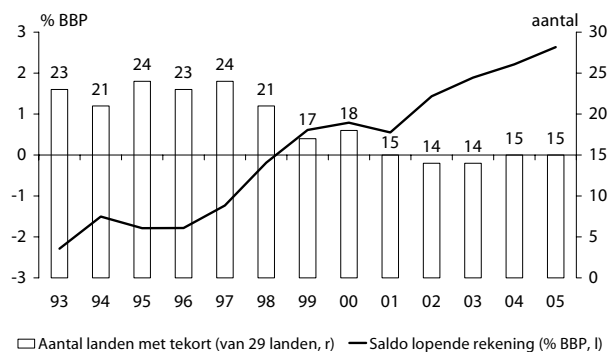
...bieden lessen voor het heden...

In het afgelopen decennium zijn de lessen uit het verleden ter harte genomen, mede ondersteund door de sterke economische rugwind. De interne factoren laten in veel landen een positiever beeld zien. In het verleden waren structurele tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans eerder regel dan uitzondering, nu is dat beeld heel anders (grafiek 4). Dit wordt uiteraard positief beïnvloed door de goede opbrengsten van bijvoorbeeld grondstoffen, maar bovenal lijkt hier in veel gevallen sprake te zijn van een structurele ommekeer. Zo zijn ook de reserves aan buitenlandse deviezen sterk toegenomen. Dit maakt opkomende markten minder kwetsbaar voor speculatief gedrag, hoewel de enorme reserves van China, India en de rijke oliestaten ook een onlosmakelijk onderdeel vormen van de huidige wereldwijde onbalans.

De overheidsfinanciën van veel landen zijn bovendien verbeterd. Substantiële tekorten op de overheidsbegroting zijn structureel op orde gebracht. Strikte doelstellingen dragen tevens bij aan een verhoogde transparantie. Als overheden de kwaliteit van informatie voor internationale beleggers verhogen kunnen deze laatsten hun portfolio's bijtijds aanpassen.

Tegelijkertijd is er een duidelijke verschuiving geweest van schuldfinanciering naar investeringen. In die context is het opmerkelijk om in grafiek 5 te zien dat de totale voorraad aan buitenlandse directe investeringen in opkomende markten de afgelopen 25 jaar een sterke acceleratie laat zien, terwijl de totale schuld vrijwel lineair groeit. De jaren vanaf 2000 behoeven nog een nadere toelichting: mede als gevolg van omvangrijke steunoperaties hadden landen in Azië en Latijns-Amerika aanzienlijke verplichtingen ten aanzien van onder meer het IMF. Deze verplichtingen werden na 2000 afgelost. In de afgelopen twee jaar hebben overheden van schuldenlanden hun

Grafiek 4: Lopende rekening structureel sterker

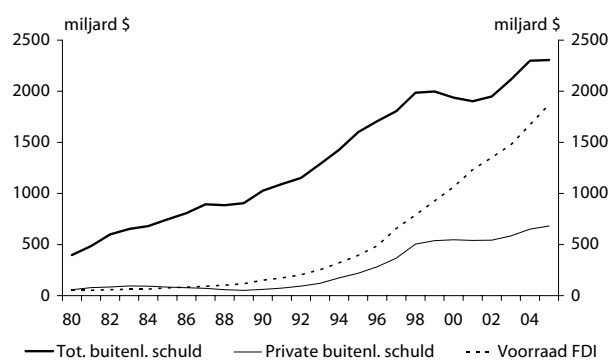


Bron: EIU, Rabobank

Risicoscenario dollar

betalingsverplichtingen voor het komende decennium echter op grote schaal vooraf gefinancierd. Ze profiteerden daarmee van de gunstige marktomstandigheden om hun toekomstige schuldendienst te verlichten.

Grafiek 5: Verschuiving van schulden naar investeringen



Bron: EIU, Rabobank

We zien verder dat een zwakke financiële sector meermaals een versterkende factor vormde bij het ontstaan van crises. Wanneer spaarders het vertrouwen in hun bank verliezen gaat niet alleen de bank, of de sector, onderuit. Het opgenomen geld zal in veel gevallen binnen korte tijd over de grens worden gebracht en daarmee de betalingsbalans, en dus de munt, nog verder uit het lood trekken. De financiële sector heeft in veel landen evenwel een sterke verdiepingsslag doorgemaakt door meer buitenlands eigenaarschap, betere financiële ratio's en hogere efficiëntie.

Deze opsomming is uiteraard niet compleet. Duidelijk is echter dat de opkomende markten over het algemeen aardig wisten te profiteren van de sterke economische rugwind van de afgelopen jaren en dat er veel werk is verzet op het vlak van structurele versterking.

...en waarschuwingen voor de toekomst!

Het lijkt er dus op dat we tegenwoordig volop kunnen investeren in opkomende markten, terwijl de risico's steeds verder af zijn genomen. De vraag is echter of dit genoeg is om deze landen onkwetsbaar te maken wanneer het eerder geschetste negatieve scenario - een ongecontroleerde val van de dollar - bewaarheid zou worden.

Kijken we naar de lessen uit verleden en naar het gedrag van investeerders in tijden van wereldwijde economische crises, dan valt te verwachten dat de kapitaalstromen zullen ombuigen. Met een hogere Amerikaanse rente zullen velen de risico's in opkomende markten niet langer voor lief nemen. Voorts zullen de nog steeds aanwezige fundamentele zwaktes in deze landen door verschillende oorzaken weer sterker aan het licht komen. Als dit voor verrassingen zorgt in de gemeenschap van beleggers, dan kan dit opnieuw tot kuddegedrag leiden en zorgen voor een grootscheepse, wellicht overdreven, uitstroom van kapitaal uit opkomende markten. De verhoogde transparantie vanuit overheden zou dit effect overigens kunnen dempen. Tegelijkertijd is het de vraag of de waardering van onroerend goed, aandelen en obligaties wel in de pas heeft gelopen met de fundamentele ontwikkeling van deze economieën. Daarnaast kunnen binnenlandse politieke factoren een uitstroom van kapitaal aanwakkeren. Ten slotte is de geopolitieke dreiging een donkere wolk boven iedere voorspelling op economisch gebied. Een uitstroom van kapitaal zal veel landen ernstig schaden, vooral omdat tegelijkertijd, binnen het gegeven scenario, een ernstige verzwakking van de export zal optreden. Hoe het ook zij, in de komende jaren zal blijken dat landen waar de economie en de maatschappelijke structuur fundamenteel zijn versterkt, minder te vrezen hebben dan landen die de rugwind van de afgelopen jaren niet hebben weten te benutten. We zullen de sterke en zwakke punten van deze landen toelichten in de hierna volgende artikelen.

Joost van den Akker
J.Akker@rn.rabobank.nl

Risicoscenario dollar

Gevolgen dollarcrash voor emerging markets

Op de navolgende pagina's werpen we een blik op de mogelijke gevolgen die deze koersval zou kunnen hebben voor ontwikkelingslanden en de zogenaamde 'emerging markets'.

Gezien de huidige onhoudbare onevenwichtigheden in de wereldeconomie, met het tekort op de Amerikaanse lopende rekening voorop, lijkt het een kwestie van tijd voordat de dollarkoers fors omlaag gaat. Overheden en centrale banken in de wereld bepalen deels het tempo waarin dit zal gebeuren. Een plotselinge val van de dollar zou leiden tot een directe en hevige verstoring van de huidige economische verhoudingen. De aanpassingen die de economieën moeten maken, zullen in dat geval zeer pijnlijk zijn. Een meer geleidelijke waardedaling van de dollar, ofwel het achterwege blijven van een grote schok, geeft een economie daarentegen meer tijd om zich aan te passen. Voor een geleidelijke waardedaling zouden de Aziatische centrale banken de koppeling van hun valuta aan de dollar los moeten laten. Ook zou de overheid van de VS kunnen helpen om het tekort op de lopende rekening terug te dringen door het begrotingstekort te verkleinen.

Zoals in het scenario staat beschreven, zal een val van de dollar leiden tot een recessie in de VS. Deze zal ook haar uitwerking hebben op de wereldeconomie. Door het wegvallen van de vraag uit de VS zullen zowel de vraag naar industriële goederen als die naar grondstoffen afnemen. Voor ontwikkelingslanden heeft dit grote gevolgen, aangezien vele van hen sterk afhankelijk zijn van de export van slechts enkele grondstoffen. In de afgelopen jaren zijn de grondstofprijzen zeer sterk gestegen door de toenemende vraag uit China. Deze extra vraag zal weer verdwijnen als de grote afnemer van Chinese producten (de VS) in recessie raakt. De grondstofprijzen zullen vervolgens ook dalen. Bovendien wordt de concurrentiepositie van de ontwikkelingslanden ten opzichte van producenten in de VS aangetast doordat zij in het scenario de koppeling met de dollar niet meer vast kunnen houden.

Een val van de dollar leidt ook tot een stijging van de lange rente in de VS. Verschillende studies hebben aangetoond dat bij een stijging van de Amerikaanse rente, de rente in ontwikkelingslanden nóg scherper oploopt. Deze extra rentelast zorgt voor problemen met de houdbaarheid van de schuld van deze ontwikkelingslanden. Goedkope leningen zullen moeten worden doorgerold in duurdere leningen. Bovendien heeft internationaal kapitaal sowieso de neiging om uit ontwikkelingslanden weg te trekken als er paniek ontstaat op de internationale kapitaalmarkt, zoals we ook zagen in het artikel *Kapitaalstromen*.

De directe gevolgen van een acute val van de dollar zullen per land en per regio verschillen. In Sub-Sahara Afrika bestaan de inkomsten van landen vooral uit exportinkomsten van grondstoffen, terwijl in Azië industriële producten worden geëxporteerd en de kapitaalstroom uit industriële landen groter is. Terwijl de Aziatische landen hun munten min of meer hebben gekoppeld aan de dollar, zijn de munten in Latijns-Amerika weer vrijer verhandelbaar. De onderlinge concurrentiepositie tussen beide regio's zal dan ook veranderen. De Oost-Europese landen hebben te maken met een euro die versterkt ten opzichte van de dollar. Maar hun handel zal relatief minder lijden onder de gevolgen dan die van West-Europa, omdat hun afzetmarkt zich hoofdzakelijk beperkt tot Europa.

In de komende hoofdstukken bespreken we de mogelijke gevolgen van een val van de dollar voor de vier regio's Azië, Europa, Latijns-Amerika en Midden-Oosten & Afrika. Hierbij besteden we apart aandacht aan de zogenaamde T-BRIC landen: Turkije, Brazilië, Rusland, India en China.

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

Risicoscenario dollar

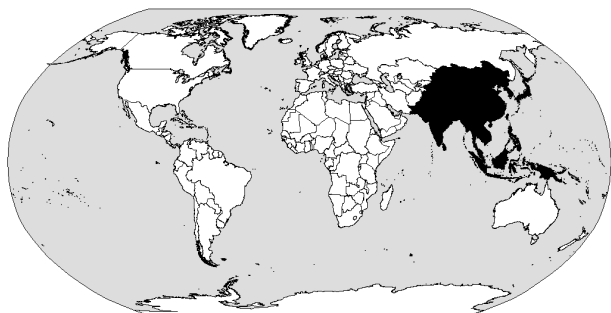
Azië: de tol van de exportfocus

Een scherpe koersdaling van de dollar zal Azië niet ongemerkt voorbijgaan. Sterker nog, het werelddeel zal wellicht een hoge prijs betalen voor zijn onverzadigbare focus op export.

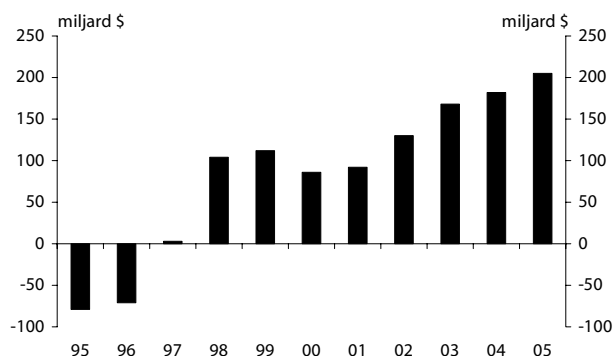
Als gevolg van de Azië-crisis waren veel Aziatische munten aan het eind van de vorige eeuw in waarde gedaald ten opzichte van de dollar en de belangrijkste Europese munten. Dit leidde tot een sterk verbeterde concurrentiepositie. Doordat de export vervolgens fors toenam, sloeg het gezamenlijke Aziatische tekort op de lopende rekening (exclusief Japan) om in een overschot dat inmiddels ongeveer 200 miljard dollar bedraagt (zie figuur 1). De export werd de groeimotor van vele Aziatische economieën. Hun producten vonden en vinden vooral gretig aftrek bij de immer kooplustige Amerikaanse consumenten. Door het op een (te) laag niveau geheel of gedeeltelijk koppelen van hun valuta aan de dollar konden veel Aziatische landen hun concurrentiepositie behouden en dus de export blijven stimuleren. Om de koers van de dollar te blijven ondersteunen werden de instromende dollars massaal omgezet in Amerikaanse staatsobligaties. Hierbij vergaten de Aziaten veelal te investeren in hun eigen binnenlandse markten,

die derhalve kwetsbaar en onderontwikkeld bleven. Investerings in Azië kwamen voor een substantieel deel uit niet-Aziatische landen, veelal van bedrijven die een deel van hun productiefaciliteiten naar Azië verplaatsten om vervolgens de eindproducten weer te exporteren. Behalve economische voorspoed heeft het economische beleid van de afgelopen jaren de Aziaten een enorme hoeveelheid buitenlandse reserves opgeleverd. Sinds 2000 zijn deze reserves opgelopen van 1.000 miljard dollar naar 2.600 miljard dollar in 2005. Een daling van de dollar zal een aanzienlijk waardeverlies van deze reserves tot gevolg hebben. Toch staat de impact van deze kapitaalvernietiging niet in verhouding tot de gevolgen van een scherp lagere dollar op de export en het investeringsklimaat voor de Aziatische landen. Ondanks dat de meeste Aziatische munten inmiddels niet meer volledig gekoppeld zijn aan de dollar –alleen de Hong Kong dollar is nog nagenoeg volledig gekoppeld– is voor een groot aantal munten de verwevenheid met de dollar groot (zie grafiek 2). Een forse waardedaling van de dollar zal de Aziatische export dan ook

Kaart Azië

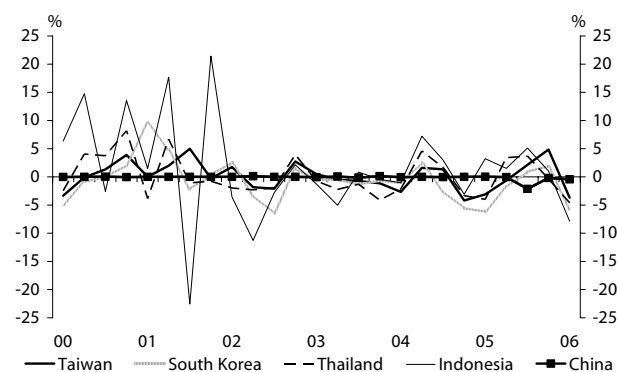


Gezamenlijke lopende rekening Azië (exclusief Japan)



Bron: EIU, 2006

Wisselkoersfluctuaties ten opzichte van de dollar



Bron: Thomson Financial Datastream

Risicoscenario dollar

flink afremmen. De economische afhankelijkheid van export en het op orde hebben van de binnenlandse economische huishouding bepalen in belangrijke mate hoe diep de gevolgen hiervan voor de verschillende Aziatische landen zullen zijn. Niet alleen China, hofleverancier van de Amerikaanse consumptiemaatschappij, zal worden getroffen, maar ook de landen die belangrijke toeleveranciers zijn voor de Chinese exportindustrie. Dit zijn met name Zuid-Korea, Japan en Taiwan. Voor deze drie landen geldt echter dat zij zelf over behoorlijk ontwikkelde binnenlandse markten beschikken waardoor het lokale bedrijfsleven niet alleen steunt op exporten. Daarnaast hebben deze landen hun financiën op orde. Een forse daling van de dollar zal hun economische groei substantieel afremmen en aanzienlijke negatieve gevolgen hebben voor de lokale aandelenbeurzen

Valt ook China als de dollar crasht?

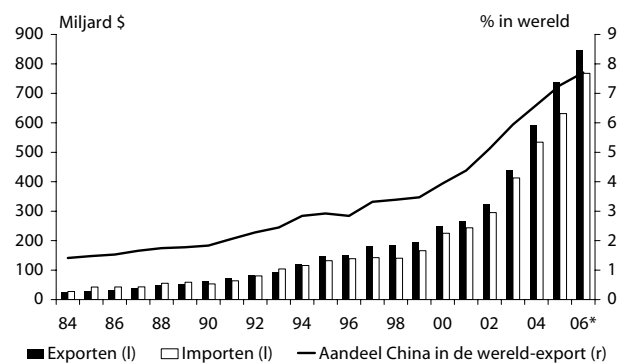
Een forse daling van de dollar zal niet alleen rampzalige gevolgen hebben voor de economische groei van China, zij kan ook de interne politieke en sociale stabiliteit van het land ondermijnen. China is in een relatief korte tijd uitgegroeid tot een economische speler van wereldformaat, dankzij de export en aanzienlijke buitenlandse investeringen. China is verantwoordelijk voor bijna 8% van de totale wereldexport. Daarnaast trekt het land jaarlijks ongeveer 50 miljard dollar aan buitenlandse investeringen; meer dan India, Brazilië en Rusland samen. China profiteert van lage loon- en productiekosten. Daarnaast is de koppeling van de renminbi met de dollar nog steeds een belangrijk instrument om de economische ontwikkeling te stimuleren. Een daling van de dollar –en dus het loslaten van die koppeling– zou de concurrentiepositie van het land ernstig verzwakken. Van de totale Chinese export gaat ruim 20% naar de Verenigde Staten. Bij een forse daling van de dollar zal de Amerikaanse consument voor deze producten dieper in de buidel moeten tasten. De kans is klein dat ze dit zullen doen. De Chinezen exporteren vooral (luxe) consumptiegoederen waaraan in een economische recessie minder behoefte is. Naast de export zal de tweede pijler van de Chinese economie getroffen worden; een val van de dollar zal investeren in China duurder maken. Jaarlijks komt ongeveer 8-10% van de totale buitenlandse

investeringen in China rechtstreeks uit de VS. Daarbij komen nog de aanzienlijke Amerikaanse investeringen die via Hong Kong (China's financiële hub) in China worden gedaan. Meer dan 50% van de multinationals noemt een depreciatie van de dollar een reden om investeringsbeslissingen te herzien. Niet alleen de initiële investering zal immers duurder worden, ook de opbrengst van die investering, door tegenvallende exporten en economische groei in China zelf, zal lager uitvallen.

Bedreiging voor de binnenlandse stabiliteit

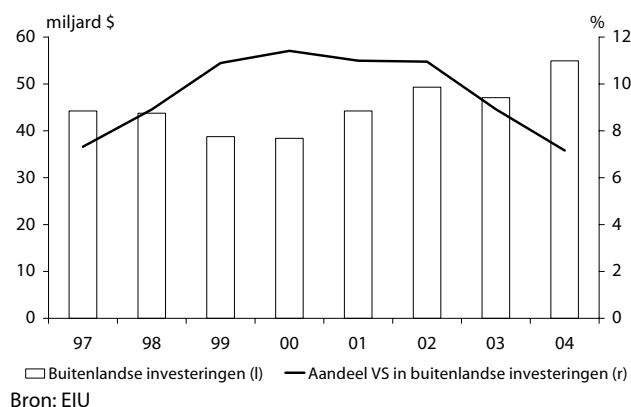
Het afremmen van China's onstuimige economische groei hoeft niet per definitie problematisch te zijn. Bij de huidige groeipercentages van ruim 9% per jaar bestaat immers de kans op oververhitting van de economie. Veel belangrijker is echter *de mate* waarin de economische groei wordt afgeremd. Bij een abrupte waardedaling van 30-40% van de dollar is het aannemelijk dat China's economische groei zal terugvallen tot onder de 6%. Dat percentage wordt als minimum beschouwd om een grote groep Chinezen te laten profiteren van de welvaarts-groei. Die welvaartsgroei is voor de Chinese bevolking tot nu toe een belangrijke reden geweest om de groeiende kloof tussen arm en rijk, de sterk toenemende (lucht-)vervuiling, de omvangrijke corruptie en de politieke onvrijheden redelijk gelaten te accepteren. Het is maar zeer de vraag of dit zo blijft als de welvaartsgroei teveel afremt.

China's export ontwikkeling



* prognose
Bron: EIU 2006

Buitenlandse investeringen in China



Bron: EIU

Risicoscenario dollar

vanwege het terugvloeien van portfolio investeringen naar de Verenigde Staten. Een diepe economische crisis is voor deze landen waarschijnlijk niet aan de orde. Heel anders zijn de vooruitzichten voor de financieel zwakkere landen in de regio. Bangladesh, de Filippijnen en Indonesië hebben niet alleen een eenzijdige exportstructuur, maar bovendien forse buitenlandse schulden, een onderontwikkelde binnenlandse markt en relatief weinig buitenlandse reserves. De gevolgen van het wegvallen van een deel van de export zal voelbaar zijn voor een groot gedeelte van de bevolking. De werkloosheid kan oplopen, de inkomsten voor de overheid zullen dalen en de toch al lage buitenlandse investeringen zullen alleen nog maar verder afnemen. Een scenario waarbij deze landen acute betalingsproblemen krijgen, is niet ondenkbaar.

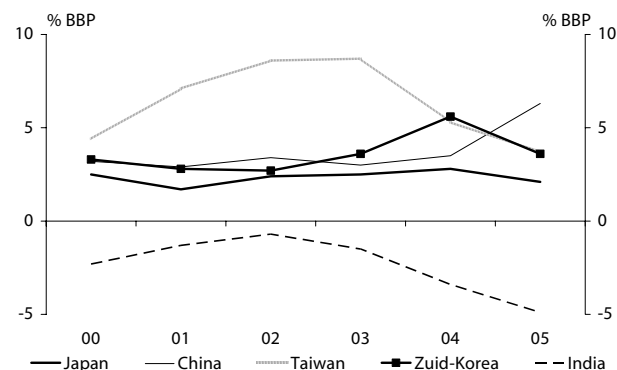
Een minder belangrijke rol van de dollar biedt echter ook kansen. Als de Aziaten hun binnenlandse markten gaan ontwikkelen zal de intra-Aziatische handel hiervan sterk kunnen profiteren. De resterende valutakoppelingen met de dollar kunnen verder losgelaten worden ten faveure van de Chinese renminbi die dan wellicht een veel veiliger anker is en die op termijn de Japanse yen kan overvleugelen als de belangrijkste valuta in de regio.

Kruipt India weer in zijn schulp?

Met een economische groei van 7% per jaar ontwikkelt 's werelds grootste democratie zich in razend tempo tot een mondiale speler. De Indiase deviezenvoorraad stond in 2005 met een totaal van zo'n 150 miljard dollar in de top 5 van Amerikaanse valutaverzamelaars. Hoewel een koersval van de dollar de waarde van deze voorraad flink zou devalueren, zal deze gebeurtenis voor India minder verstrekkende gevolgen hebben dan voor andere Aziatische landen. Dit komt in de eerste plaats door het nog altijd relatief gesloten karakter van de Indiase economie. Internationale handel vertegenwoordigt slechts 29% van het BBP terwijl de Chinezen 56% van hun inkomen verdienen uit handel met het buitenland. Met een tekort op de handelsbalans van bijna 5% van het BBP in 2005 onttrekt India zich aan het typische beeld van Aziatische handelsoverschotten (figuur 1). Ten tweede is India, met slechts 1% van het BBP, nog niet zo

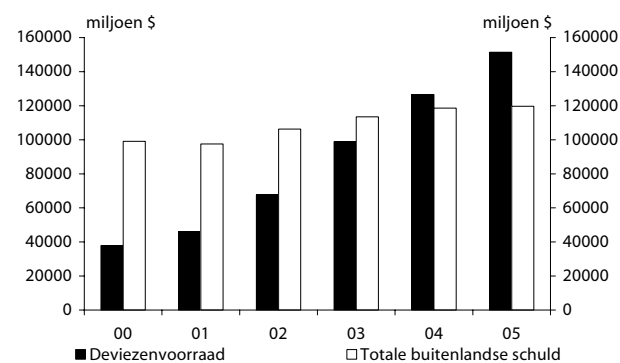
ontvankelijk voor buitenlandse investeringen en dus ook nog niet zo afhankelijk van het sentiment op de internationale kapitaalmarkt. Dat investeringen voornamelijk worden gefinancierd uit binnenlandse middelen blijkt ook uit de relatief lage en bovendien stabiele buitenlandse schuld. Met een bruto schuld van slechts 18% van het BBP staat India er wat dit betreft beter voor dan meer ontwikkelde Aziatische landen zoals Thailand en Maleisië. Daarnaast is de totale buitenlandse schuld inmiddels ruimschoots overstegen door de deviezenvoorraad, waardoor de liquiditeitspositie de laatste jaren sterk is verbeterd (figuur 2). Voorts zou de zwevende rupee een deel van de dollarschok op kunnen vangen, maar de autoriteiten zullen ingrijpen als de economische groei te ver inzakt. Al met al zou een koersval van de dollar de ontwikkeling van de Indiase economie behoorlijk kunnen vertragen, maar is het land beter toegerust deze schok te doorstaan dan veel van zijn buurlanden.

Figuur 1: Handelsbalansen van de top 5 dollarverzamelaars



Bron: EIU,2006

Figuur 2: Deviezenvoorraad, buitenlandse schuld India



Bron: EIU,2006

Dazhou Chen
D.Chen@rn.rabobank.nl

Mischa Kleukers
M.H.L.Kleukers@rn.rabobank.nl

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

Risicoscenario dollar

Europa: scherpe daling groei

Een acute dollarcrisis zou de economische groei in Europa scherp doen terugvallen.

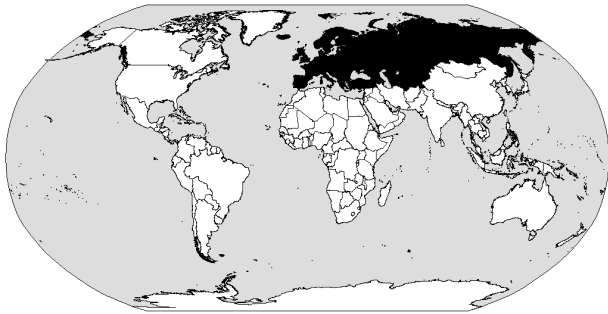
Een recessie in de Verenigde Staten en een verslechterde concurrentiepositie in Europa zal tot een scherpe daling van de economische groei in Europa leiden, waarschijnlijk zelfs tot een recessie. In

navolging van de dalende beurskoersen in de VS zullen ook de Europese beurzen kelderen. De negatieve vermogenseffecten leiden tot een extra neerwaartse druk op de investeringen en consumptieve bestedingen. Per saldo zal de appreciatie van de euro (als spiegelbeeld van de depreciatie van de dollar) zeer negatief zijn voor de economische groei in Europa, voornamelijk West-Europa. De minder ontwikkelde economieën in Oost-Europa worden daarbovenop geconfronteerd met een kapitaaluitstroom en verminderde interesse voor hun obligaties.

De keerzijde van de zwakke dollar is een sterke euro. Europese exportbedrijven zullen dit in eerste instantie in hun portemonnee voelen, omdat hun afzet daalt. Als zij hun concurrentiepositie verdedigen door hun prijzen te verlagen, zullen hun winsten lager uitvallen. Als gevolg van de druk op exporteurs, is het niet onwaarschijnlijk

dat bedrijven kostenreducties in capaciteit en personeelsbestand doorvoeren. Deze maatregelen zullen de investeringen en consumptie beperken en wellicht ook leiden tot een versnelde 'outsourcing' (verplaatsing van de productie naar lagelonenlanden in Oost-Europa en/of Azië). Ook Europese ondernemingen met grote belangen in de Verenigde Staten zullen de effecten van een sterke euro voelen. Geld dat in de VS is verdiend, blijkt in Europa immers een stuk minder waard. Toch is het niet zo dat een sterke euro alleen maar nadelige effecten heeft. Door de zwakke dollar worden Amerikaanse producten en diensten een stuk goedkoper. Dit heeft weer een gunstig (neerwaarts) effect op de Europese inflatie. Een sterke euro tempert ook de stijging van de olieprijs (gedenomineerd in US dollars).

Kaart Europa

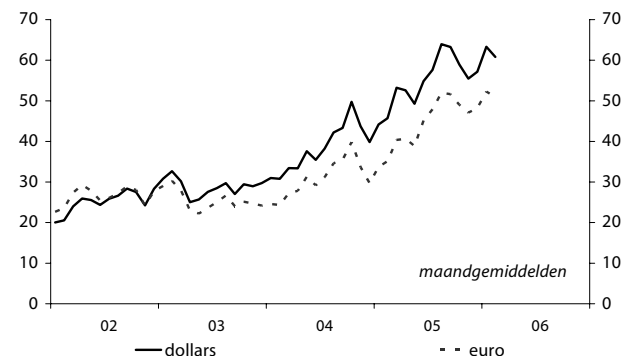


Euro-dollarcoers (1 euro = x dollar)



Bron: Thomson Financial Datastream

Olieprijs (Brent) in US dollar en euro



Bron: Thomson Financial Datastream

Risicoscenario dollar

Dit betekent dat olie voor Europese importeurs goedkoper wordt. In de top-10 van de netto olie importerende landen vinden we vier (West-)Europese landen, te weten Duitsland, Frankrijk, Italië en Spanje. EU-lidstaten importeren hun olie voornamelijk uit Rusland, Noorwegen en het Midden-Oosten. Als de dollar sterk daalt, wordt het voor energieproducenten zoals Rusland aantrekkelijker om de prijzen van olie en gas uit te drukken en de uitvoer af te rekenen in euro's (in plaats van in dollars). Sinds het begin van 2003 is de prijs van een vat ruwe olie (Brent) in dollartermen gestegen met 98%, terwijl deze uitgedrukt in euro's "slechts" met 73% is toegenomen.

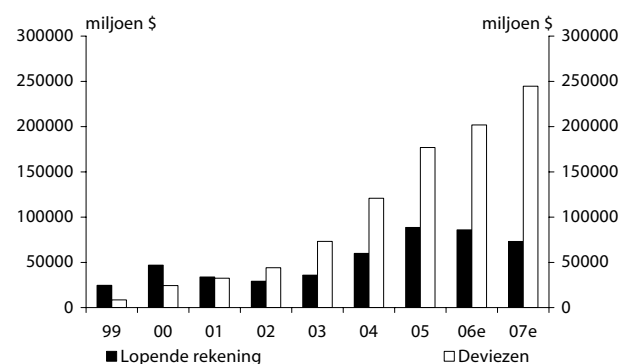
Eenzijds gaat een sterke euro dus ten koste van de concurrentiepositie, anderzijds houdt deze ook een stijging van de koopkracht in. Bovendien moet de invloed van de wisselkoers op de concurrentiepositie niet worden overschat. Het overgrote deel van de Europese export blijft binnen Europa. Circa 75% van de Nederlandse exporten blijft binnen de eurozone, tegenover ongeveer 9% naar de VS. Gebruiken de handelspartners dezelfde munt (euro) dan is er onderling geen sprake meer van wisselkoersrisico's. De economieën in Oost-Europa, net als Nederland relatief open, zijn voor hun exporten nog minder afhankelijk van de VS dan Nederland.

Rusland

Een forse depreciatie van de dollar zal de Amerikaanse economie in een recessie storten met aanzienlijke gevolgen voor de rest van de wereld. Een stagnerende wereldeconomie zal resulteren in een dalende vraag naar olie. De Verenigde Staten, als grootste oliebruiker van de wereld, spelen hierin een belangrijke rol. Bij een gelijkblijvend aanbod zullen de olieprijs dalen. Hoewel juist dalende olieprijs kunnen bijdragen aan een snel economisch herstel, kunnen de gevolgen voor de op olie-export steunende Russische economie aanzienlijk zijn. Volgens berekeningen van het Internationaal Monetair Fonds betekent een daling van de olieprijs met slechts 1 dollar voor Rusland een afname van de overheidsinkomsten met 1 miljard dollar, een daling van de exportwaarde met 2 miljard dollar en een afname van de reële BBP groei van 1 tot 1,3% -punt. Rusland heeft zijn externe schuldenpositie de laatste jaren bovendien sterk weten te verbeteren dankzij de olie-inkomsten. Daar waar Rusland in de jaren negentig nagenoeg failliet was, hebben olie-inkomsten het land onafhankelijk gemaakt van externe financiers. Een daling van de dollar heeft niet alleen gevolgen

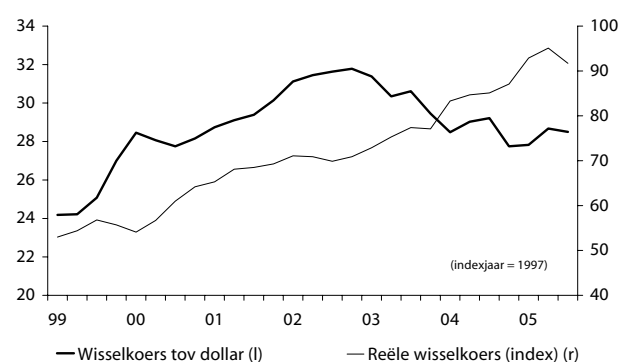
voor de inkomsten van het land, maar tast ook direct de waarde van Ruslands forse vreemde valutareserves (2005: 180 miljard dollar) aan. De Russische overheid zal genoodzaakt zijn om minder te spenderen aan onderwijs, huisvesting, pensioenen en salarissen voor ambtenaren. Vooral de toch al aanzienlijke groep Russen met minimale inkomens zullen de klappen hiervan moeten opvangen en dat terwijl de tevredenheid onder deze bevolkingsgroep over het politieke en sociale klimaat toch al niet zo groot is. Behalve binnenlandse problemen zal de overheid ook geconfronteerd worden met een onvermijdelijke appreciatie van de roebel ten opzichte van de dollar, wat tot nu toe steeds verhinderd kon worden door de Russische centrale bank. Aangezien een substantieel deel van Ruslands gas- en olie-exporten naar de EU gaan, zullen de Russen hun olie en gas wellicht in de toekomst in harde euro's betaald willen zien. Een wijziging van het valutamandje dat de koers van de roebel bepaalt van 40% euro en 60% dollar naar bijvoorbeeld 70% euro en 30% dollar ligt dan voor de hand. Dit zorgt extra opwaartse druk op de wisselkoers van de roebel.

Deviezenvoorraad en lopende rekening Rusland



Bron: EIU

Nominale en reële wisselkoers roebel-dollar



Bron: EIU

Risicoscenario dollar

Hoewel de export van Rusland naar de VS niet omvangrijk is, heeft het land wel een grote hoeveelheid (olie-)dollars (circa 125 miljard in 2005) in bezit. Door de zwakte van de dollar zal de Russische Centrale Bank de samenstelling van haar buitenlandse reserves en deviezen wijzigen, zodat het aandeel in dollars (nu ongeveer 65%) verder wordt gereduceerd ten gunste van de euro.

Exporten 'Visegrad'

Hongarije		Polen	
Aandeel exporten naar:		Aandeel exporten naar:	
VS	3.2%	VS	2.2%
EU-15	73.5%	EU-15	68.8%
Overig Europa*	16.5%	Overig Europa*	21.5%

Slowakije		Tsjechië	
Aandeel exporten naar:		Aandeel exporten naar:	
VS	4.3%	VS	2.4%
EU-15	57.9%	EU-15	69.7%
Overig Europa*	26.0%	Overig Europa*	21.3%

*Overig Europa exclusief Zwitserland, Noorwegen en IJsland

Bron: IMF

Euro als reservemunt

Reeds in 1965 beargumenteerde de toenmalige Franse president Charles de Gaulle dat de Verenigde Staten oneerlijke economische voordelen behaalden uit het feit dat de dollar de belangrijkste internationale reservemunt is. Om preciezer te zijn, de VS financierden hun eigen tekort op de betalingsbalans door dollars aan het buitenland te verkopen die zeer waarschijnlijk in waarde zouden dalen. De analyse van generaal De Gaulle blijkt nog steeds op te gaan, hoewel hij in zijn bedoeling om de dollar van de eerste plaats op de wereldranglijst te stoten volkomen faalde. Anno 2006 heeft de euro in veel opzichten de potentie om de dollar naar de kroon te steken als de belangrijkste internationale reservemunt.

Ondanks dat de Europese Unie in politiek opzicht nog steeds geen eenheid vormt, is de EU in economisch opzicht wel een belangrijke speler. Ter illustratie: in termen van het bruto binnenlands product is de EU-15 reeds groter dan de VS. In de toekomst zullen nog meer landen de euro invoeren, waarvoor zij moeten voldoen aan de (nominale) convergentiecriteria van Maastricht. Op dit moment nemen Denemarken, Cyprus, Malta, Slovenië, Slowakije en de Baltische Staten deel aan het Europese Wisselkoersmechanisme (ERM II), dat de munten van deze landen koppelt aan de euro. In de 'wachtkamer voor de euro' geldt een ruime fluctuatiband (+/-15%) waarbinnen de koers zich vrijelijk kan bewegen. Eventueel kunnen landen zelf een smallere fluctuatiband afkondigen. Enige wisselkoersfluctuatie kan echter zeer wenselijk zijn, zeker in geval van onvoldoende convergentie. Een ruimere wisselkoersfluctuatie maakt het makkelijker om externe schokken, zoals een sterke daling van de euro of een recessie, op te vangen.

Wisselkoersbeleid, ERM II en verwachte invoering euro

	Wisselkoersbeleid	Reeds in ERM II	Verwachte invoering euro
Cyprus	Koppeling aan euro	Ja	2008
Estland	Koppeling aan euro	Ja	2007
Hongarije	Koppeling aan euro	Nee	2012
Letland	Koppeling aan euro	Ja	2007-08
Litouwen	Koppeling aan euro	Ja	2007
Malta	Koppeling aan euro	Ja	2007-08
Polen	Zwevende wisselkoers	Nee	2009-10
Slovenië	Koppeling aan euro	Ja	2007
Slowakije	Koppeling aan euro	Ja	2009
Tsjechië	Zwevende wisselkoers met euro als referentie	Nee	2009-10
Bulgarije	Currency board met euro	Nee	2012-14
Roemenië	Zwevende wisselkoers	Nee	2012-14

N.B.: currency board is een (grondwettelijk) vastgelegde wisselkoerskoppeling, waarbij de geldhoeveelheid wordt gedekt door buitenlandse valuta.

Bron: EIU, Rabobank

Risicoscenario dollar

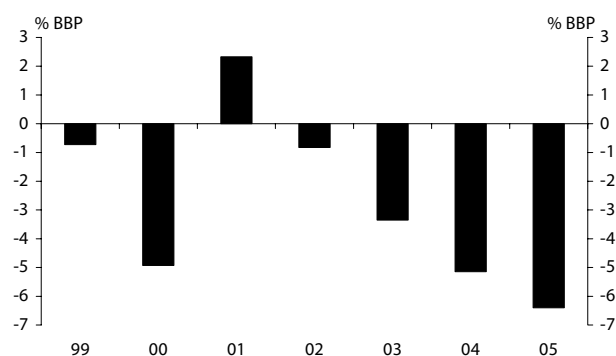
In het door ons geschetste crisisscenario raakt de dollar de status als ankerpunt van het internationale monetaire stelsel verregaand kwijt. Gezien de kracht van de euro zal de afloop van het uiteenvallen van de dollarstandaard pijnlijker zijn voor de Amerikaanse economie dan destijds bij het uiteenvallen van de Bretton Woods standaard het geval was. Of generaal De Gaulle als laatste lacht en de euro daadwerkelijk de rol van de dollar overneemt, zal tevens afhangen van de wijze waarop de EU haar interne bestuurscrisis weet te overwinnen. Hoe sterk de val van de dollar uiteindelijk zal zijn, wordt mede bepaald door de reactie van de Europese Centrale Bank en de Chinese Centrale Bank (People's Bank of China). Zullen zij een pact sluiten met de FED in een gezamenlijke actie de koers van de dollar geleidelijk omlaag te brengen naar een meer houdbaar niveau? Of zullen zij de dollar laten 'crashen'? Hoewel de wisselkoers geen doel op zich is voor de ECB, komen buitensporige koersveranderingen de economische stabiliteit in de eurozone uiteraard niet ten goede. Een gecoördineerde actie, zo leert ook het verleden, zal dan ook minder pijnlijk zijn voor de mondiale economie.

Turkije

In het verleden kenmerkte de Turkse economie zich door grote verstoringen van het evenwicht, waaronder een torenhoge inflatie en een zeer hoog begrotingstekort. Na twee economische crises (in 2000 en 2001) werd een indrukwekkend aantal economische hervormingen doorgevoerd, ondersteund door het grootste IMF-programma aller tijden. De groei trok weer aan en de inflatie werd aanzienlijk teruggedrongen (minder dan 8% in 2005, vergeleken met bijna 100% in 1997). De gevoeligheid van de overheidsschuld voor externe schokken (zoals een scherpe val van de dollar) is inmiddels sterk verminderd, mede door een verlenging van de looptijd en een reductie in het aandeel van dollargerelateerde schuld. De Turkse handelsbalans (en ook de lopende rekening van de betalingsbalans) vertoont constant een tekort, aangezien Turkije van oudsher veel brandstoffen, technologie, machines en delfstoffen voor de industrie moet importeren. De EU, waarvan Turkije nu officieel kandidaat-lidstaat is, is verreweg de belangrijkste handelspartner. De VS daarentegen nemen slechts circa 9% van de Turkse exporten af.

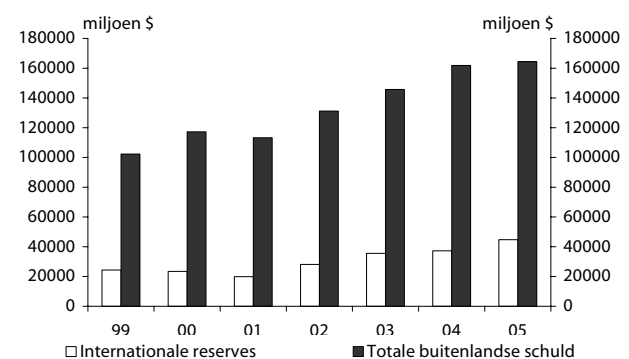
Turkije profiteert dus van de sterke euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Hoewel het tekort op de lopende rekening (6% van het BBP) inmiddels voor een groot deel kan worden gefinancierd uit buitenlandse directe investeringen – die hoofdzakelijk afkomstig zijn vanuit de EU – blijft het een zwak punt. Het vergroot immers de zorgen over de houdbaarheid van de wisselkoers van de Turkse lire alsmede de toenemende buitenlandse schuld van de private sector. In tegenstelling tot bijvoorbeeld Brazilië heeft Turkije nog een redelijk hoge dollarisatiegraad. De reden hiervoor is hoofdzakelijk een verhoogde efficiëntie in het betalingsverkeer (minder bankbiljetten nodig om betalingen te verrichten), hoewel ook het vertrouwen in de Turkse lire nog niet helemaal op peil is. Gezien de verwachte verminderde internationale liquiditeit, zal de Turkse lire onder druk komen te staan. Gecombineerd met een verminderd vertrouwen in de dollar, zal de roep om harde euro's sterker worden. Echter, voor een officiële inlijving van de euro door Turkije is het nog veel te vroeg.

Lopende rekening van de betalingsbalans Turkije



Bron: EIU

Internationale reserves en buitenlandse schuld Turkije



Bron: EIU

Susan ter Voert
S.B.Voert@rn.rabobank.nl

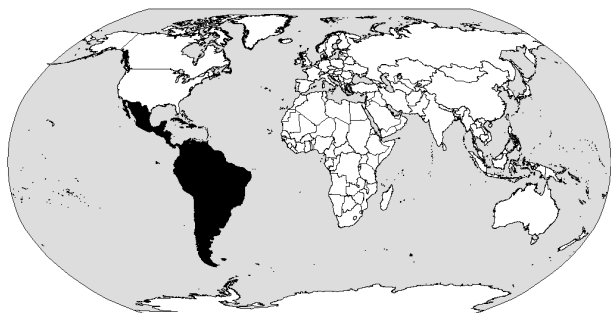
Dazhou Chen
D.Chen@rn.rabobank.nl

Risicoscenario dollar

Latijns-Amerika: weerbaarheid topprioriteit

De gevolgen van een dollarcrash voor Latijns-Amerika verschillen per land. De meer weerbare economieën, zoals die van Chili, zouden een storm misschien kunnen weerstaan. Maar voor het nog steeds van de crisis van 2001 herstellende Argentinië zullen de gevolgen rampzalig zijn.

Kaart Latijns-Amerika



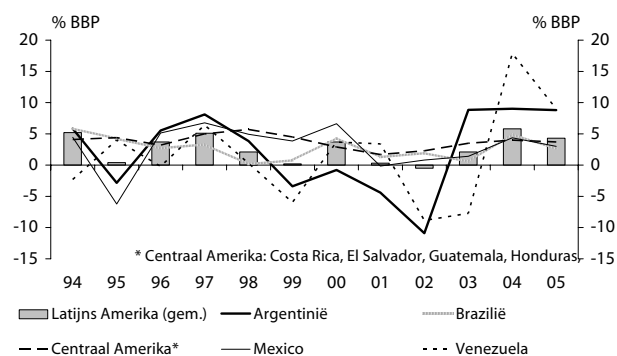
Door de Verenigde Staten wordt Latijns-Amerika wel eens geschetst als *America's backyard*. In deze regio hebben de VS meer dan eens ingegrepen in lokale economische en politieke kwesties. Ook vanuit de Latijns-Amerikaanse landen is de verbondenheid met de VS zeer groot. Als grootste economie van de wereld heeft dat land een bepalende werking op de economie van de regio. Van een land als Mexico gaat bijvoorbeeld 88% van de exporten naar de VS. Bovendien worden in de regio initiatieven ontplooid om de handel tussen de VS en de Latijns-Amerikaanse landen te bevorderen.

De economische ontwikkeling in Latijns-Amerika wordt gekenmerkt door een zeer grote volatiliteit. In grafiek 1 zijn de enorme verschillen in de jaarlijkse groei van het BBP af te lezen. Vooral Venezuela, dat als olieproducent sterk afhankelijk is van de olieprijs, vertoont een sterk fluctuerende ontwikkeling. Maar ook in Brazilië en

Argentinië, landen die niet sterk afhankelijk zijn van één product, is de groei erg wisselvallig. De verklaring voor de volatiliteit is tweeledig: ten eerste is Latijns-Amerika sterk afhankelijk van internationale ontwikkelingen. Al in de jaren '30 bleek hoe de Grote Depressie mede oorzaak was van het grote verval van de Argentijnse economie. Meer recent was de Russische crisis in 1998 aanleiding tot een crisis in Brazilië.

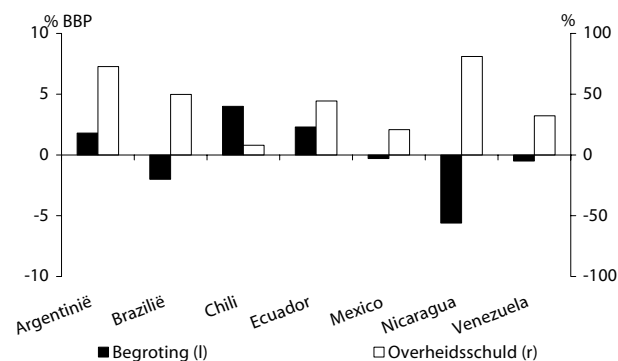
Ten tweede hebben de meeste landen in Latijns-Amerika regelmatig te maken met een instabiele overheid. Democratie en de daarbij behorende periodieke machtsoverdrachten zijn nog niet sterk geworteld in de Latijns-Amerikaanse cultuur. Daarbij is het verschil tussen arm en rijk in Latijns-Amerika vaak enorm. Dit leidt tot diepe verschillen van mening over de te varen politieke en economische koers in de diverse Latijns-Amerikaanse landen. In tegenstelling tot in de meeste westerse landen kan een machtsoverdracht in Latijns-Amerika leiden tot een radicaal veranderend

Wisselvallige groei



Bron: EIU

Overheidsbegroting en schuld



Bron: EIU

Risicoscenario dollar

economisch beleid. Typische voorbeelden zijn op dit moment Argentinië en Venezuela, waar het beleid wordt bepaald door een door populisme gedreven korte termijnvisie. Het beleid voldoet aan de wensen van de armen, maar de belangen van de middenklasse worden hierbij vergeten. Omgekeerd leidt restrictief economisch beleid gericht op structurele economische vooruitgang vaak tot sociaal onaanvaardbare gevolgen op korte termijn. Mede door het voeren van een door populisme gedreven politiek hebben veel Latijns-Amerikaanse landen een vrij hoge schuldenlast. De gemiddelde buitenlandse schuld in Latijns-Amerika is met 40% van het BBP vrij fors te noemen. Ter vergelijking: in Sub-Sahara Afrika bedraagt de gemiddelde schuld 36% van het BBP. Ook in termen van export zijn de schulden van Latijns-Amerikaanse landen hoog, gemiddeld 104% van de exportinkomsten. Met name Argentinië, Uruguay en Bolivia zijn wat dit betreft zeer kwetsbaar.

Dollarcrash en de handel

Een val van de dollar zal leiden tot een verslechterende concurrentiepositie van de Latijns-Amerikaanse landen ten opzichte van de lokale producenten in de VS. De meeste munten in Latijns-Amerika zijn vrij zwevend of beheerst zwevend (*managed floating*). Dit houdt in dat de

Brazilië

De Braziliaanse economie is reeds een aantal jaren in de herstelfase van de laatste crisis in 1998. Sindsdien hebben de elkaar opvolgende regeringen vastgehouden aan min of meer goed economisch beleid: de begroting is redelijk op orde, armoedebestrijding staat hoog op de agenda en Brazilië wordt steeds meer een speler op het internationale speelveld. Deze ontwikkelingen zullen in de knop worden gebroken bij een val van de dollar. De afgelopen drie jaar kon Brazilië eindelijk weer eens een positief resultaat boeken op de handelsbalans. Een mondiale recessie zal hier een einde aan maken. De Braziliaanse munt, die toch al te maken heeft met een opwaartse druk, zal daadwerkelijk stijgen en de Braziliaanse export uit de markt prijzen.

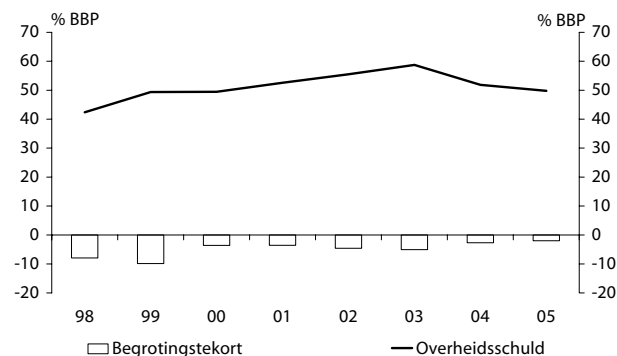
Voorts zijn ook de gevolgen voor de overheid niet te overzien. De overheidsschuld in Brazilië is met 50% van het BBP hoog te noemen. Helaas zal Brazilië niet kunnen

profiteren van de val van de dollar aangezien de overheidsschuld voor het overgrote deel bestaat uit binnenlandse schuld. De val van de dollar zal dus leiden tot verminderde belastingopbrengsten uit exportopbrengsten bij gelijkblijvende uitgaven en schuld.

Bovendien is de rentestand in Brazilië al fors te noemen. De korte rente is de laatste tijd dan wel gedaald, maar staat nog steeds boven de 17%. Ter vergelijking: in Europa hanteert de ECB een korte rente van 2,25%. Aangezien inflatie in Brazilië tussen de 6 en 7% schommelt, is de reële rente ook enorm hoog. De huidige positieve ontwikkelingen op de Braziliaanse kapitaalmarkt zullen dan ook 180 graden worden gedraaid door de val van de dollar.

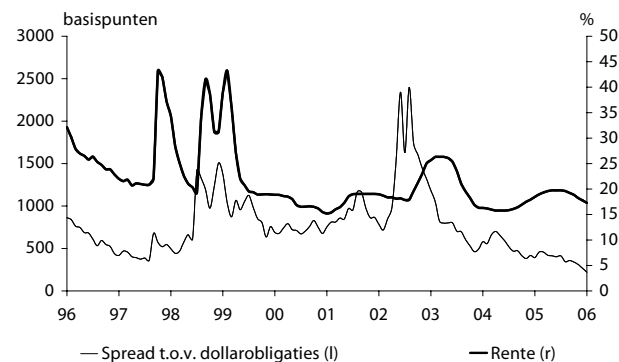
Wat al deze problemen voor gevolgen zullen hebben voor de armoedebestrijding en eenheid van economisch beleid laat zich raden. De gevolgen zouden rampzalig zijn.

Overheidsschuld en begrotingstekort Brazilië



Bron: Economist Intelligence Unit

Rente en spread Brazilië



Bron: Internat. Financial Statistics, Thomson Financial Datastream

Risicoscenario dollar

dollar relatief goedkoper zal worden ten opzichte van de lokale munt. Een deel van de opbouw van de industrieën in met name Centraal Amerika zal daarvan te lijden hebben. Gezien het feit dat de meeste landen in Latijns-Amerika een vrije wisselkoers hanteren in tegenstelling tot de meeste Aziatische landen, zal de relatieve concurrentiepositie ten opzichte van Azië echter wel verbeteren. De Aziatische munten zullen in verhouding tot de Latijns-Amerikaanse munten meer appreciëren ten opzichte van de dollar.

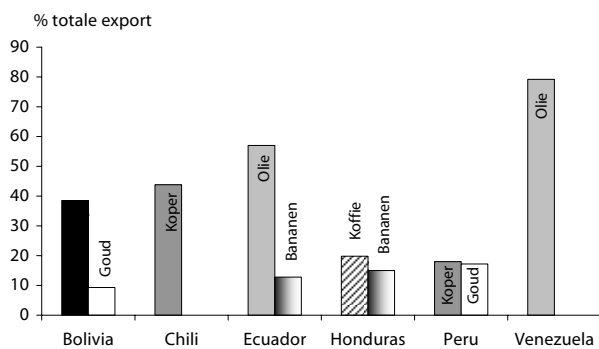
De verminderde concurrentiepositie is niet het enige gevolg voor de Latijns-Amerikaanse landen. Veel van deze landen zijn ook hoofdproducent van basisgoederen. Zo is Chili de grootste koperproducent in de wereld en leidt Brazilië de wereldproductie van suiker en koffie. De wereldwijde recessie die het gevolg zal zijn van de val van de dollar zal leiden tot een verminderde mondiale vraag naar deze goederen. Aangezien in de desbetreffende productielijnen over het algemeen vooral lager opgeleiden werkzaam zijn, zal deze afname resulteren in een vergroting van de armoede en de bijbehorende sociale onrust en politieke instabiliteit.

Dollarcrash en kapitaal

Niet minder belangrijk dan het verminderen van de export naar de nummer één-bestemming is de verwachting dat bij een val van de dollar geld zal wegvloeien uit ontwikkelingslanden. Zeker Latijns-Amerika, waar de laatste jaren veel geld naartoe is gegaan, kan te maken krijgen met kapitaalvlucht. De interne kapitaalmarkten van de meeste landen zijn niet diep genoeg om de klap van vluchtend kapitaal op te vangen. Gunstig voor deze landen is dat de buitenlandse schuld voornamelijk in dollars is gedenomineerd, maar deze schulden zijn vaak op korte termijn aangegaan met een flexibel rentepercentage. Gezien de verwachting van oplopende rente in de VS en de daarmee gepaard gaande extra stijging van de rente in ontwikkelingslanden kan dit desastreuze gevolgen hebben.

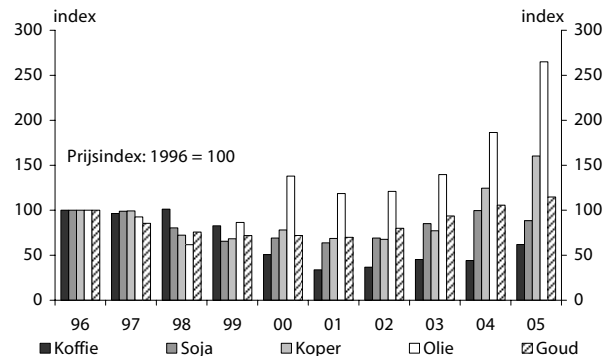
Zeer van belang voor de Latijns-Amerikaanse landen is in hoeverre zij de kapitaalinstroom van de afgelopen jaren, met de daaraan gepaarde gunstige leningsvoorwaarden, hebben gebruikt om de economie op een structureel hoger niveau te brengen. Deze ontwikkeling zal bepalend zijn voor hoe het betreffende land om zal kunnen gaan met een crisis. Een land als Chili heeft reeds jarenlang een goed economisch beleid en een redelijk gediversifieerde economie. De ontwikkeling van een interne kapitaalmarkt is van het grootste belang, omdat die een eventuele externe schok

Basisgoederen als onderdeel van de export



Bron: Economist Intelligence Unit

Prijzen van basisgoederen 1996 - 2005



Bron: Thomson Financial Datastream

Risicoscenario dollar

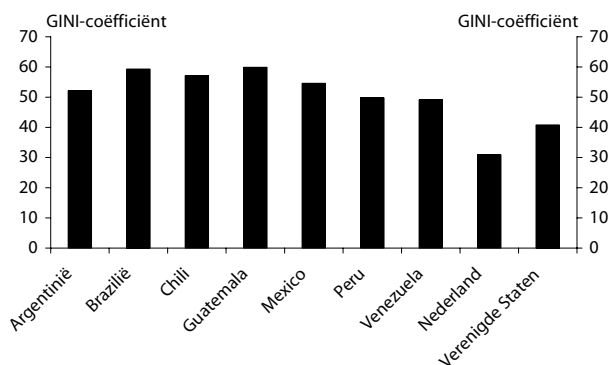
zou moeten opvangen. Helaas lijkt het zo dat in Latijns-Amerika met name de middenstand niet de kans krijgt om op politiek en economisch vlak door te breken. De GINI-coëfficiënten van de landen wijzen daar ook op. De GINI-coëfficiënt is een indicator voor inkomens(on)gelijkheid. Een GINI-coëfficiënt van 0 geeft volstrekte gelijkheid aan, in een land met een GINI-coëfficiënt van 100 verdient één persoon het volledige BBP. Enkele landen in Latijns-Amerika raken zelfs aan een GINI-coëfficiënt van 60. In Brazilië verdienen de 10% rijkste Brazilianen ongeveer 47% van het BBP. Het kapitaal van deze rijken is mobieler dan het kapitaal van middenstanders en biedt dan ook geen steun in tijden van recessie. Vandaar dat het opbouwen van een middenstand van het grootste belang is.

Gevolgen in Latijns-Amerika

Zoals reeds aangegeven vaart Latijns-Amerika over het algemeen wel bij de huidige mondiale economische ontwikkelingen. Een val van de dollar die leidt tot een globale recessie zal resulteren in lagere prijzen voor basisgoederen en hogere rentetarieven. Landen waar de juiste maatregelen zijn genomen in de huidige goede tijden, zullen een eventuele storm kunnen weerstaan. Helaas wordt in Latijns-Amerika een ideologische strijd gevoerd. De basis hiervan ligt in Venezuela, waar president Chávez gesteund door de hoge olieprijs de overheid een steeds grotere rol laat spelen in de economie. Hierdoor worden private ondernemingen de markt uitgedruisd. In Argentinië wordt zijn voorbeeld gevolgd. Sinds de crisis van 2001 heeft Argentinië voor het eerst sinds jaren een positief resultaat op de handelsbalans en kent het hoge economische groei. Helaas worden de opbrengsten voor de overheid niet omgezet in lange termijn-investeringsprojecten, maar voor consumptie. De resulterende inflatie wordt bestreden door bedrijven te dwingen onder de marktprijs te verkopen. De gevolgen voor het bedrijfsleven zijn uiterst negatief en investeringen worden erdoor ontmoedigd. Het overheidsbeleid zorgt ervoor dat het zo belangrijke middenkader zich niet kan ontwikkelen.

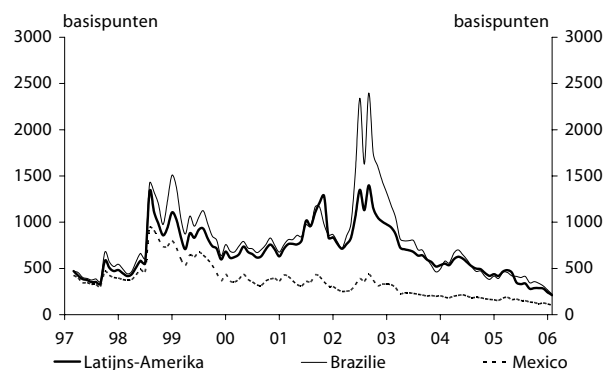
Er zijn ook landen die de juiste richting gevonden lijken te hebben. Chili is bij uitstek het land waar economische hervormingen hebben geleid tot een gezonder economisch klimaat. Ook Mexico en Brazilië hebben de goede weg ingeslagen. Helaas is het proces langdurig en pijnlijk. Het is te hopen dat deze landen en hun bevolking het geduld kunnen opbrengen, want de beloning is een economie die weerbaarder is bij een mondiale recessie. Dit in tegenstelling tot de landen die hun eigen marktsector nu al langzaam de nek omdraaien.

GINI-coëfficiënt



Bron: United Nations Development Programme

Spreads in Latijns-Amerika



Bron: Thomson Financial Datastream

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

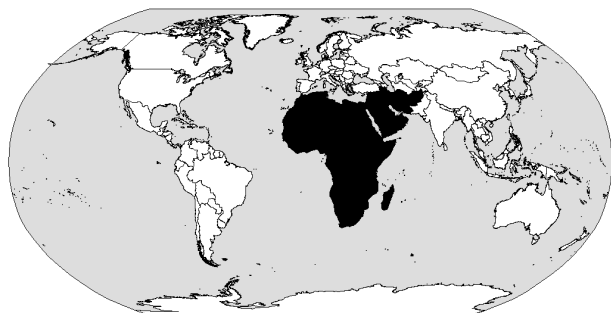
Risicoscenario dollar

Midden-Oosten & Afrika: dubbele verliezen

In zowel het Midden-Oosten als Afrika zijn veel landen afhankelijk van de uitvoer van slechts enkele grondstoffen (zie grafiek 1 op de volgende pagina). Ook de overheidsinkomsten worden voor een groot deel bepaald door de exportopbrengsten. Wanneer in het crisisscenario de economische activiteit in de

geïndustrialiseerde landen afneemt, daalt de vraag naar grondstoffen. Dit leidt tot lagere grondstoffenprijzen. Bovendien leiden deze landen, doordat de meeste grondstoffen in dollars worden afgerekend ook nog eens een gevoelig valutaverlies. Een koersval van de dollar betekent voor deze landen een verlies van inkomsten, economische groei en een verslechtering van de betalingsbalans.

Kaart Midden-Oosten en Afrika



Het Midden-Oosten

Omdat de olieprijs tussen 2003 en 2005 is verdubbeld, raakten de olie-exporterende landen in het Midden-Oosten overspoeld met dollars. In 2005 bedroeg hierdoor het gemiddelde overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans in de Golfregio maar liefst 25% van het BBP. Omdat de historisch lage reële rente op de internationale kapitaalmarkt sparen en beleggen in

obligaties onaantrekkelijk maakt, veroorzaakt de influx aan kapitaal een enorme groei in investeringen en consumptie. Hoewel veel projecten zich richten op structurele verbeteringen (armoedebestrijding, werkgelegenheid, infrastructuur), geven de prijsontwikkelingen op de onroerend goed- en aandelenmarkten aan dat de smalle en onderontwikkelde economieën van de Arabische olie-exporteurs oververhit dreigen te raken.

Net als in Azië zijn de deviezenvoorraden in het Midden-Oosten enorm gestegen, maar toch bedraagt de toename van de officiële reserves slechts 30% van het overschot op de lopende rekening. In tegenstelling tot de oliecrises in de jaren '70, blijken de oliedollars niet massaal te worden gestort op Westerse bankrekeningen, maar te verdwijnen in stabilisatie- en investeringsfondsen. Omdat deze dollarbezitters enkel streven naar maximale opbrengst kunnen ze zich vrijer bewegen en dus makkelijker indekken tegen een koersval van de dollar dan de Aziatische centrale banken. Desalniettemin zal een crash van de dollar de netto crediteurenpositie van Arabische landen behoorlijk uithollen, omdat hun munten gekoppeld zijn aan de Amerikaanse munt. Arabische centrale banken zouden zichzelf een dienst bewijzen door het wisselkoersbeleid meer in lijn te brengen met de ontwikkelingen in de olieprijs. Dit zou de huidige onevenwichtigheid helpen door importen niet langer te ontmoedigen (appreciatie maakt buitenlandse producten goedkoper), maar het zou de Arabische centrale banken ook niet langer verplichten massaal dollars op te kopen als de Amerikaanse munt een neerwaartse spiraal inzet. Vanwege de inflatoire druk die hier vanuit gaat zou deze operatie ten koste gaan van de binnenlandse groei, die op dat moment al onder druk staat vanwege een sterk verminderde vraag naar olie uit het Westen.

Als de dollar een duikvlucht neemt, merkt de Amerikaanse energieverbruiker daar in eerste instantie weinig van, omdat olie in dollars wordt afgerekend. Voor Europeanen wordt de brandstof in principe een stuk goedkoper. Maar omdat Arabieren de koopkracht van de verdiende dollars zien verdwijnen, zullen ze er voor hetzelfde vat olie meer willen hebben of willen overstappen op de euro. Dan wordt olie voor de EU in mindere mate goedkoper, maar voor de VS zeker duurder. Dit zal in het scenario bijdragen aan de Amerikaanse malaise, die zich over de wereld verspreidt.

Risicoscenario dollar

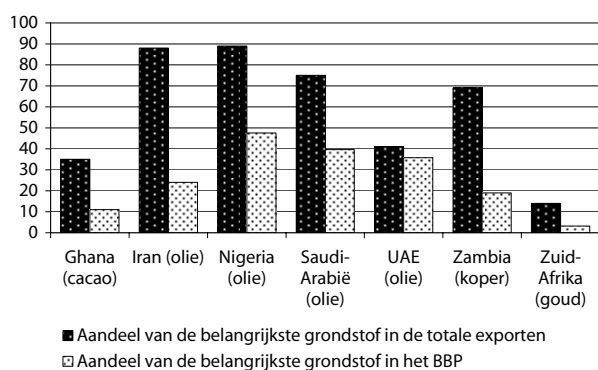
Afrika

De economische positie van grondstofexporterende landen in Afrika is in de afgelopen jaren sterk verbeterd als gevolg van de hoge grondstofprijzen. Hierdoor was meer geld beschikbaar voor het hervormen van de economie, het investeren in de infrastructuur en voor de hoognodige sociale uitgaven. Veel landen hebben in de afgelopen jaren dan ook een sprong in hun ontwikkeling gemaakt. Als de dollar valt, luidt dit het einde in van deze gunstige tijd. De export van deze landen zal direct een terugval doormaken en ook de overheid, die voor een deel van haar inkomsten afhankelijk is van de exportsector, zal een vermindering van inkomsten zien. Bovendien komen na een val van de dollar ook vanuit het buitenland minder investeringen het land binnen. Investerings in de ontginning van grondstoffen worden minder aantrekkelijk omdat de winstmarges teruglopen. Bovendien beschouwen investeerders Afrikaanse landen als risicovol, waardoor te verwachten is dat de geldstromen naar deze landen opdrogen als de onzekerheid op de kapitaalmarkten toeslaat. Door de combinatie van afnemende economische groei, opdrogende kapitaalstromen, een hogere rente op de kapitaalmarkt en het feit dat veel schulden in euro's of sdr's zijn gedenomineerd, zal de schuldenlast fors stijgen. De druk die hierdoor ontstaat op het overheidsbudget zal de ruimte voor investeringen of sociale uitgaven beperken. De vooruitgang die de afgelopen jaren is geboekt kan dan weer verloren gaan.

Zuid-Afrika

De belangrijkste exportgrondstof van Zuid-Afrika, de grootste economie van Afrika, is goud. Door zijn waardevastheid is goud in onzekere tijden een geliefd oppotmiddel. Goudproducenten zullen daarom in eerste instantie profiteren van een acute val van de dollar. De vraag naar goud zal toenemen met als gevolg een hogere prijs. Een daling van de dollar is echter ook voor Zuid-Afrika per saldo ongunstig. Omdat de Zuid-Afrikaanse markt sterk gekapitaliseerd is, zijn de negatieve gevolgen op de kapitaalmarkt groter dan de positieve gevolgen op de goudmarkt. Historisch gezien is Zuid-Afrika een van de eerste landen die een omslag van het sentiment op de kapitaalmarkt voelt. Alleen al in 2005 kwam er ruim 10 miljard dollar aan buitenlands kapitaal het land binnen, waarvan 30% in portfolio beleggingen. De directe investeringen nemen na een val van de dollar af en de investeringen in aandelen worden voor een deel uit Zuid-Afrika teruggehaald. De economische groei zal als gevolg van de lagere investeringen afnemen. Net als voor de rest van het continent is in Zuid-Afrika economische groei van cruciaal belang om de armoede tegen te gaan.

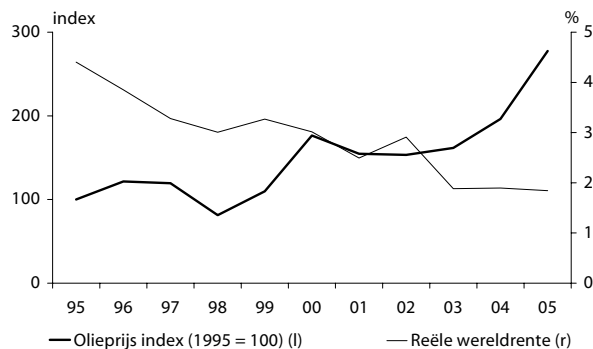
Afhankelijkheid van grondstoffen in 2005



Bron: EIU, Rabobank

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

Stijgende olieprijs, historisch lage rente



Bron: IMF

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

Risicoscenario dollar

Langs welk kanaal worden de landen het hardst getroffen?

Regio/land	Handel	Vermogen	Buitenlandse investeringen	Buitenlandse beleggingen	Rente en schuldpositie
Azië					
China	••	•••	••	•	•
India	•	••	•	•	•
Filippijnen	••	••	•••	••	•••
Indonesië	••	••	••	•	•••
Zuid-Korea	••	••	•	•	••
Europa					
Turkije	•	•	•	••	••
Rusland	••	•••		•	•
Polen	•	•	••	•	•
Hongarije	•	•	•	•	••
Roemenië	•	•	•	•	••
Latijns-Amerika					
Brazilië	•		•	••	••
Argentinië	•		••	•••	•••
Chili	•		•		
Mexico	••		•	•	
Venezuela	••	•	••	•••	•
Midden-Oosten en Afrika					
Iran		••	•		
Saudi-Arabië	•	•••	•		
Israël	••	•	•	•	•
Ghana	•••				••
Zuid-Afrika	••	•	••	•••	••

Geen stip	Geen aanwijsbaar effect
•	Beperkt effect
••	Matig effect
•••	Sterk effect

Handel	Effect op exporten van goederen (o.m. grondstoffen, consumptie- en kapitaalgoederen)
Vermogen	Effect op waardering van deviezenvoorraad
Buitenlandse Directe Investeringen	Effect op toestroom van buitenlandse directe investeringen
Kapitaalvlucht	Effect op toestroom van speculatief kapitaal
Rente- en schuldpositie	Effect op rentelasten en doorrollen van krediet

Recentelijk verschenen

Gepubliceerde studies (vanaf september 2005)

Thema- en Ondernemersberichten en Country Notes

februari 2006	De kwaliteit van economische ramingen Stedenbericht – Het gaat goed met Amsterdam	Martin van Oijen Frits Oevering
januari 2006	Hoe houdbaar is de dollar op langere termijn? Administratieve lasten en het MKB: de stand van zaken Country Note - Nederlandse Antillen	Wim Boonstra Enrico Versteegh Erwin Blaauw
december 2005	Chinese bankstelsel is volop in beweging Visie op 2006: De Nederlandse koopwoningmarkt	Dazhou Chen Jan Willem Aarts
november 2005	Hoog tijd voor een Deltaplan Energie Financiële diensten in ontwikkelingslanden Ondernemersbericht - De vrijetijdsindustrie als groeisector	Lizette Wolters August Sjauw-Koen-Fa/Inez Vereijken Filip Haveman
oktober 2005	Jong van hart en grijs aan de slapen Corporate governance in Europa	Frits Oevering Bouke de Vries
september 2005	Macro Economische Verkenning 2006 Miljoenennota 2006: Na zuur komt zoet? Prinsjesdag 2005 en het bedrijfsleven Ondernemersbericht - Tuincentra hebben oog voor de toekomst	Niels Visser/Lizette Wolters Martin van Oijen/Lizette Wolters Willem van der Velden Sanny Zuiderveld

Reguliere publicaties

maart 2006	Conjunctuurbeeld Nederland, 14 maart 2006	Niels Visser
februari 2006	Dutch Economic Survey, 28 februari 2006	Niels Visser
januari 2006	Kwartaalbericht Woningmarkt, januari 2006	Jan Willem Aarts

Incidentele studies

februari 2006	Samenwerken in de Amerstreek	Rogier Aalders/Arjan Bakkeren
januari 2006	De Amerikaanse externe vermogenspositie	Wim Boonstra
januari 2006	Greenport Venlo, position paper	Sergej Bulterman
september 2005	Access to financial services in developing countries	August Sjauw-Koen-Fa/Inez Vereijken

Economische kerngegevens

Internationale kerngegevens*

BBP-volumemutatie in %	2005	2006	2007
Verenigde Staten	3,5	2,8	3,0
EMU	1,4	2,2	2,0
Japan	2,8	3,3	2,3

Kerngegevens Nederland

Jaar-op-jaar volumemutatie in %	2005	2006	2007
BBP	0,9	2¾	3¼
Particuliere consumptie	0,3	1¾***	2¼
Overheidsconsumptie	0,7	1¾***	1½
Bruto investeringen	2,0	3¼	6¼
Uitvoer van goederen en diensten	4,8	6¼	7
Invoer van goederen en diensten	4,4	6¼	7¼
Inflatie (%)	1,7	1	2
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	6,5	6	5
Begrotingsaldo overheid (% BBP)	-0,5	-1	-¾
Saldo lopende rekening (% BBP)	7,7	7½	7¼

Geldmarktrente 3-maands (%)*

	13 maart 2006	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	4,91	5,1	4,4
EMU	2,70	2,9	3,6
Japan	0,10	0,1	0,4

Staatsrente 10-jaars (%)*

	13 maart 2006	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	4,78	4,9	4,6
EMU	3,70	3,7	3,9
Japan	1,68	1,7	2,0

Wisselkoers ten opzichte van euro*

	13 maart 2006	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	1,19	1,15	1,20
Japan	142	140	135

* Voorspellingen afkomstig van Financial Markets Research, Rabobank International

** Prognoses over 3 respectievelijk 12 maanden

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

Colofon

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

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

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

Deze uitgave is uitsluitend bestemd voor intern gebruik door abonnees.

Abonnementsprijs € 75,- per jaar. Deze abonnementsprijs geldt voor de productenlijn in haar totaliteit, waarvan ook de Thema- en Ondernemersberichten en de Country Notes deel uitmaken.

Abonnementwijzigingen en/of adreswijzigingen kunnen rechtstreeks worden doorgegeven aan het CAB in Best (tel. 040 - 2195555). De lokale banken kunnen dit zelf aanpassen in de 'Raboshop'.

Voor overige informatie kunt u bellen met Kennis en Economisch Onderzoek (tel. 030 - 2160651). U kunt ons ook bereiken op het volgende e-mailadres: 'C.R.Frentz@rn.rabobank.nl'.

Eindredactie:

drs W.W. Boonstra, hoofd directoraat Kennis en Economisch Onderzoek

Drukkerij:

GrafiPrint B.V. Eindhoven

Productiecoördinatie:

C.R. Frentz

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