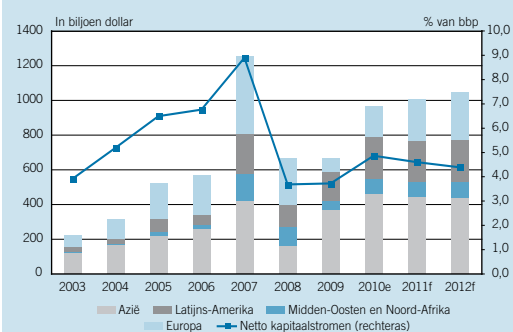


Kapitaalstromen naar opkomende economieën

De instroom van privaat kapitaal in opkomende landen is in 2010 met 50% toegenomen ten opzichte van 2009 (figuur). Bedrijven en vooral beleggers investeren hun geld in opkomende economieën om te profiteren van de groei die daar sneller is dan in de ontwikkelde landen. Het ruime monetaire beleid dat de centrale banken in Europa, de Verenigde Staten en Japan voeren, zorgt er bovendien voor dat meer kapitaal beschikbaar is voor beleggers. De groeiende kapitaalinstroom vormt een belangrijke beleidsuitdaging. Het geld jaagt de prijzen van effecten, vastgoed en andere activa op. In landen waarin de productiecapaciteit volledig wordt ingezet, neemt ook de inflatie toe. Stijgende inflatie wordt normaal tegengegaan met renteverhogingen, maar in geval van grote kapitaalinstroom werkt dit niet. Een renteverhoging leidt er vooral toe dat de toestroom van kapitaal alleen maar groter wordt. Daarnaast zorgen de kapitaalinstromen voor een opwaartse druk op wisselkoersen. Bij een vrije wisselkoers zou dit leiden tot verslechtering van de exportpositie van deze landen. Dit is problematisch omdat veel opkomende landen een op export geïntendeerd groei-model hanteren. Dit kan niet van de ene op de andere dag worden ingeruild voor een op de binnenlandse consumptie gericht model. Daarom kiezen veel opkomende landen ervoor om hun wisselkoers te verdedigen door interventies in de valutamarkt en in een aantal gevallen kapitaalcontroles. Bijkomend probleem is de aard van de kapitaalstromen. In 2009 vormden de directe investeringen nog ruim de helft van de kapitaalstromen. Nu vormen beleggingen in aandelen en obligaties een groot deel van het private geld dat naar de opkomende landen gaat. Deze speculatieve stromen kunnen snel worden teruggedraaid. Ze kunnen daarom destabiliserende gevolgen hebben voor de economie van een land

en, vanwege mogelijk besmettingsgevaar, voor de mondiale financiële stabiliteit. De problematiek van grote private kapitaalstromen staat momenteel dan ook terecht hoog op de internationale agenda. Een belangrijke uitdaging is om een internationaal monetair systeem te ontwerpen dat enerzijds zorgt voor een efficiënte allocatie van kapitaal, maar anderzijds de potentiële risico's van instabiele geldstromen en de vorming van prijshauses van activa minimaliseert.

Kapitaalstromen naar opkomende economieën, 2002–2012.



Bron: Institute of International Finance

Monetaire zaken

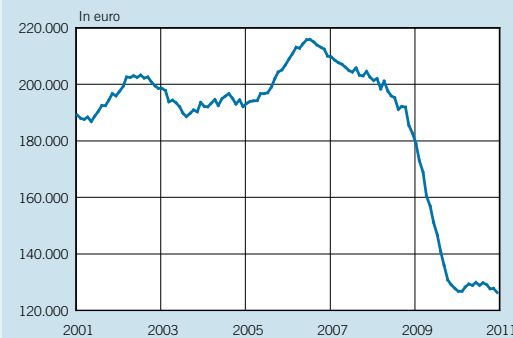
STEVEN JONK (DNB)

Transacties op de woningmarkt

In het afgelopen jaar was regelmatig te horen dat de Nederlandse woningmarkt "op slot" zou zitten. Hiermee werd soms verwezen naar de sterke regulering van de huurmarkt en het feit dat de woningbouw in Nederland slechts minimaal reageert op prijsontwikkelingen van woningen. Makelaars gebruikten de zinsnede echter ook in relatie tot het aantal woningverkoop, meestal gevolgd door een oproep aan de overheid om de woningmarkt te ondersteunen.

De figuur toont de ontwikkeling van het aantal verkopen op de Nederlandse woningmarkt in de afgelopen tien jaar. Op deze schaal bezien is de woningmarkt in 2010 gestabiliseerd. Na dalingen in 2008 en 2009 is het aantal verkopen in 2010 ongeveer op een gelijk niveau gebleven. Er werden in 2010 ruim 125.000 woningen verkocht. Hoewel dat een behoorlijke daling is ten opzichte van de ruim 200.000 woningen die in 2007 werden verkocht, rechtvaardigt het niet de uitspraak dat de woningmarkt op slot zit. De daling van de verkopen wordt deels verklaard door een verandering in het gedrag van doorstromers op de koopwoningmarkt. Vóór de crisis waren woningbezitters vaak bereid om een nieuwe woning te kopen, voordat zij hun oude woning hadden verkocht. Door de krapte op de woningmarkt was het risico immers laag dat zij lange tijd met dubbele woonlasten kwamen te zitten doordat hun woning niet werd verkocht. Onder de huidige marktomstandigheden kiezen de meeste woningbezitters ervoor om eerst hun oude woning te verkopen, voordat zij tot aankoop van een nieuwe woning overgaan. Dit zal waarschijnlijk pas veranderen als het risico van dubbele lasten afneemt. Een toekomstige stijging van het aantal verkopen zal daarom waarschijnlijk in gang gezet moeten worden door starters, die geen woning hoeven te verkopen. Als zij een bestaande woning kopen, kan de verkoper van die woning op zijn beurt een andere woning kopen en zo verder. Op deze wijze ontstaat er

Verkoopvolume van bestaande koopwoningen (twaalfmaands voortschrijdende som).



Bron: CBS, Kadaster

een keten van woningverkoop. Een stijging van het aantal woningaankopen door starters heeft hierdoor een versterkt effect op het totale aantal verkopen. Of en wanneer het aantal woningverkoop weer zal aantrekken is echter onzeker. Enerzijds geeft het economisch herstel mensen meer zekerheid over hun toekomstige financiële positie en leiden de gedaalde prijzen en lage rente tot lagere woonlasten. Anderzijds hebben banken hun hypotheekvoorwaarden aangescherpt en willen sommige starters afwachten of de prijzen verder zullen dalen.

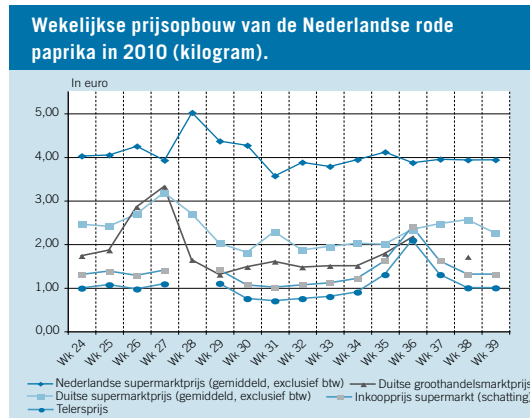
Amerikaans monetair beleid

De Amerikaanse centrale bank startte eind 2010 een tweede ronde van kwantitatieve verruiming (*quantitative easing 2*, QE2) waarin zij tot medio 2011 600 miljard dollar aan Amerikaanse staatsobligaties opkoopt. Hiermee beoogt zij de economische activiteit te stimuleren, wat in theorie langs vijf kanalen kan plaatsvinden. Ten eerste leidt kwantitatieve verruiming tot lagere lange rentevoeten. Ten tweede dwingt het

beleggers om het rendement in risicovollere beleggingen zoals aandelen te zoeken, wat een positief vermogenseffect teweegbrengt voor beleggers. Ten derde verzwakt het de munt, zodat de uitvoer prijsconcurrerder wordt. Ten vierde verhoogt het de reserves van banken, die daardoor meer krediet kunnen verstrekken. Ten slotte kan dit alles het vertrouwen ondersteunen. In de praktijk bleek de bancaire kredietverlening echter nauwelijks toegenomen. Daarnaast steeg de tienjaars staatsrente en apprecieerde de dollar vanaf de dag dat het werd aangekondigd (figuur). Enerzijds kan dit worden uitgelegd als resultaat van het succes van het ingezette beleid. De hogere lange rente en duurdere dollar weerspiegelen in deze uitleg het toegenomen vertrouwen van de markt in het Amerikaanse economische herstel. De president van de Amerikaanse centrale bank Bernanke stelt zelfs dat zonder de kwantitatieve verruiming de rente nog fors zou zijn opgelopen en de dollar nog sterker zou zijn geapprecieerd. Anderzijds kan ook worden gesteld dat het beleid is mislukt. De kwantitatieve verruiming is in deze uitleg van onvoldoende omvang om de rentestijging of dollarappreciatie te voorkomen. Er kan ook worden gewezen op het feit dat sinds de aanvang ervan de inflatieverwachtingen zijn opgelopen. Daar moet dan wel bij worden opgemerkt dat deze verwachtingen momenteel nog altijd rond het gemiddelde inflatieniveau op lange termijn liggen. Stijgende beurskoersen suggereren dat de kwantitatieve verruiming via een positief vermogenseffect in elk geval wel heeft gewerkt. Zelfs bij deze constatering past echter een kanttekening. Beurzen stegen namelijk wereldwijd, zowel voor als na de aankondiging van het beleid. Zowel voor- als tegenstanders van kwantitatieve verruiming kunnen hun positie dus niet overtuigend onderbouwen op basis van de financieel economische ontwikkelingen sinds het beleid werd ingezet.



Bron: Reuters EcoWin; Rabobank



Bron: SEO-rapport 2010(74); Productschap Tuinbouw

Nederlandse paprika in Duitsland goedkoper

In NMagazine van april vorig jaar was het hoofdartikel "Gepeperde prijzen?" gewijd aan prijsvorming in de voedselsector. Het ging daarbij vooral om het verschil tussen de prijs die de teler krijgt en die de consument betaalt. Dat verschil is bijvoorbeeld voor rode paprika's erg groot in Nederland, vergeleken met Duitsland. Van medio juni 2010 tot eind september 2010 schommelde de telersprijs van rode paprika in Nederland rond 1 euro per kilo, terwijl de

consumentenprijs ongeveer 4 euro bedroeg (figuur). De consumentenprijs is het ongewogen gemiddelde van de prijs bij Albert Heijn, Aldi, C1000, Jumbo, Plus en Super de Boer. De Duitse supermarktprijs is het ongewogen gemiddelde van Lidl, Aldi, Kaufland, Rewe en Edeka en is gemiddeld 2 euro per kilo lager. Tussen teelt en schap vinden er logistieke activiteiten plaats. Het product wordt door een groothandel ingezameld, gesorteerd, gecontroleerd, verpakt en vervoerd naar het distributiecentrum van een supermarktketen. Deze kosten worden betaald uit de brutomarge van de groothandel, het verschil tussen verkoopprijs en inkoopprijs. De brutomarge is gelijk aan gemiddeld 31 eurocent. Vanaf het distributiecentrum van de supermarkt wordt het product verder vervoerd naar de filialen. Naast deze distributiekosten maakt de supermarkt bijvoorbeeld kosten voor derving.

De brutomarge van de supermarkt is door marktpartijen geschat op gemiddeld 3,02 euro per kilogram, bijna 10 keer meer dan de brutomarge van de groothandel. Wanneer in plaats van een schatting gebruikgemaakt wordt van openbare gegevens, kan een ondergrens berekend worden. De prijs op de Duitse groothandelsmarkt is weergegeven in de figuur. De inkoopprijs van de Nederlandse supermarkt zal in het algemeen hieronder liggen. Op basis van openbare data kan worden geconcludeerd dat de brutomarge van de Nederlandse supermarkt op paprika minstens vier keer hoger is dan de brutomarge van de groothandel. De marge van de supermarkt op rode paprika is ook fors ten opzichte van de Duitse supermarkt. Na onderzoek van de marges op meerdere producten concludeerde de NMa vorig jaar dat de prijsvorming van de supermarkten niet zo machtig is als vaak wordt gedacht. Voor de paprika is het prijsverschil in elk geval pittig.