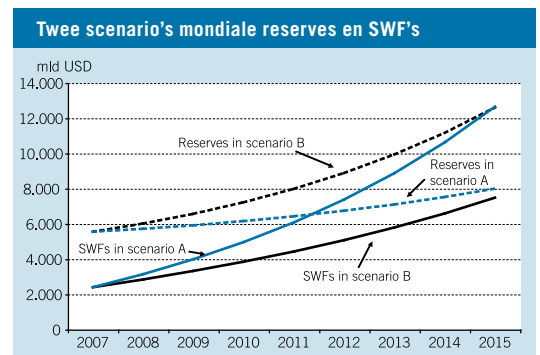


### Groei staatsfondsen aan onzekerheden onderhevig

In het *Global financial stability report* van september 2007 besteedt het IMF aandacht aan de opkomst van *Sovereign Wealth Funds* (SWF's). SWF's zijn beleggingsportefeuilles van overheden die worden gefinancierd vanuit de groei van valutareserves, olie-inkomsten of begrotingsoverschotten. Deze staatsfondsen bestaan al ruim 50 jaar bij olie-exporterende landen en hebben stabilisatiedoelinden. Sinds ook China heeft aangekondigd een deel van haar valutareserves te investeren via een SWF, is de belangstelling voor dit fenomeen toegenomen. De huidige waarde van SWF's bevindt zich volgens het IMF tussen de 1,9 en 2,9 biljoen dollar wereldwijd. Dit is meer dan het totale belegde vermogen van hedgefondsen (ca. 1,5 biljoen dollar), maar minder dan de wereldwijde hoeveelheid valutareserves (ca. 5,6 biljoen dollar). Volgens berekeningen van bankanalist Stephen Jen (Morgan Stanley) zal het vermogen van SWF's toenemen tot 12 biljoen dollar in 2015. Het IMF verwacht echter dat de grens van 12 biljoen al in 2012 wordt gehaald. Deze sommen zijn veelal *back-of-the-envelope* en vragen daarom om een nuancering. Hiertoe worden in de figuur twee scenario's gepresenteerd: Scenario A weerspiegelt de analyse van Morgan Stanley. Scenario B is een willekeurig alternatief scenario. Beide scenario's veronderstellen een snelle groei van valutareserves, een langzame reallocatie van overtollige reserves naar SWF's, en gebruikelijke waarden voor het rendement op SWF-investeringen en normale valutareserves. In scenario A wordt 80% van de nieuwe reserveaanwas via SWF's geïnvesteerd. Om zowel economische als politieke redenen verwachten we niet dat landen als China hun overzeese investeringsvehikels over meerdere jaren met dit tempo zullen laten groeien. De initiële inleg van het Chinese SWF bedraagt met 200 miljard dollar ongeveer de helft van de Chinese

reserveaanwas in de afgelopen 12 maanden. Een alternatief scenario B is daarom minstens zo waarschijnlijk. Hierin wordt 20% van de mondiale reserveaanwas via SWF's geïnvesteerd. Valuta-reserves blijven dan altijd groter dan staatsfondsen: 12 respectievelijk 7,5 biljoen dollar. Ongeacht het groeiscenario vraagt de opkomst van staatsfondsen om een adequate beleidsreactie in multilateraal verband, zoals het adresseren van mondiale onevenwichtigheden (die leiden tot excessieve reserveopbouw) en het bevorderen van meer transparantie bij staatsfondsen.



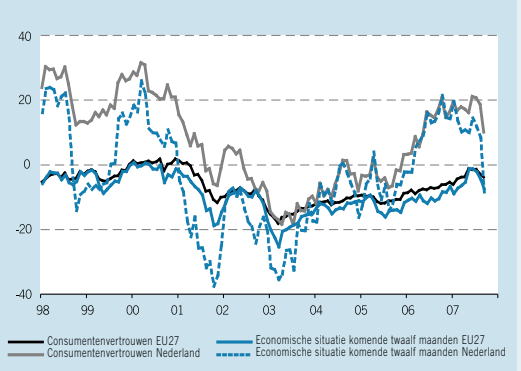
Bron: eigen berekeningen o.b.v. IMF data

## Monetaire Zaken

### Nederlandse daling consumentenvertrouwen aanzienlijk sterker dan in rest EU

Het vertrouwen van consumenten in de Nederlandse economie is in september plotseling omgeslagen. Ook in de meeste andere EU-landen is het consumentenvertrouwen in september gedaald. De daling was in Nederland echter het grootst (daling van -9, tegenover Duitsland van -3, Frankrijk van -2 en VK van -1). Met name de economische situatie in de komende 12 maanden wordt in Nederland negatiever ingeschat (daling van 18 punten, tegenover gemiddelde daling EU van -3). Belangrijkste oorzaak voor de sterke terugval in het vertrouwen is de financiële crisis. Deze heeft Nederland echter niet harder getroffen dan andere EU-landen, wat de vraag oproept waarom het vertrouwen in Nederland zoveel sterker is teruggevallen. Mogelijke oorzaak is dat tegelijk met de financiële crisis in de aanloop naar Prinsjesdag berichten in de media verschenen over een koopkrachtdaling in 2008. Uiteindelijk werd de gemiddelde koopkrachtmutatie voor 2008 geraamd op 0%. Om te kijken naar de systematische invloed van koopkrachtplaatjes op het consumentenvertrouwen, nemen we de koopkrachtvoorspelling in de Macro Economische Verkenningen van het CPB als extra verklarende variabele op in de empirische analyse van het DNB-onderzoek naar determinanten van het consumentenvertrouwen. Het blijkt dat gematigde vooruitzichten voor de koopkracht op Prinsjesdag de afgelopen 15 jaar geen systematisch negatief vertrouwenseffect hebben veroorzaakt. Wel is het mogelijk dat het pessimisme onder consumenten aangewakkerd is door de financiële crisis, en vervolgens verder is versterkt door het negatieve koopkrachtplaatje. Een daling van de index met -9 punten komt wel vaker voor in EU-landen. Het is echter maar één keer eerder voorgekomen dat de inschatting van het economische klimaat in een EU-land met meer dan 18 punten verslechterde in een maand tijd. Dit was óók in

### Consumentenvertrouwen in Nederland en EU – saldo positieve en negatieve antwoorden.



Bron: Europese Commissie

Toelichting: seizoenvrij

Nederland, tijdens de Azië-crisis in september 1998 (daling met -19 punten). Wellicht is de Nederlandse consument sterker op het buitenland georiënteerd, en daardoor gevoeliger voor financiële crises. Een lichtpuntje is dat consumenten aangeven het nog steeds een goede tijd te vinden voor grote aankopen, waardoor het risico op een sterke terugval in de consumptie voorlopig beperkt blijft.

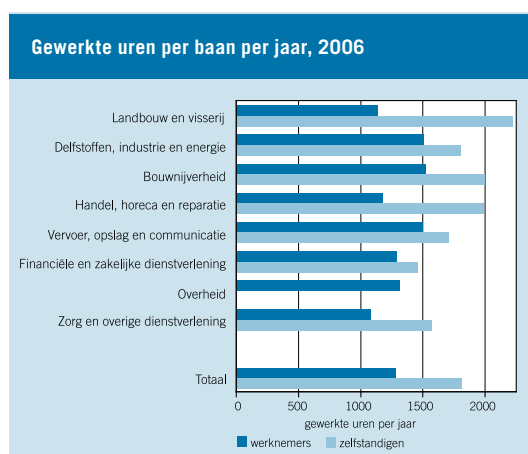
### Dollar blijft onder druk

Het is een geveugelde uitspraak van John Connally, de Amerikaanse minister van financiën onder president Nixon in 1971: *“the dollar is our currency, but your problem”*. Ondanks regelmatige enigszins obligate opmerkingen van Amerikaanse beleidsmakers dat zij een sterke valuta nastreven, is de situatie vandaag de dag wat dat betreft weinig anders dan in 1971. Reeds geruime tijd staat de dollar onder druk: van de ongeveer 85 dollar cent per euro begin 2002 tot de huidige 1,42 dollar per euro. Dit is een



Bron: FDA

depreciatie tegenover de euro van circa 40%. In reël effectieve termen, dat wil zeggen op basis van handelsgewichten gewogen tegenover de valuta's van de handelspartners van de VS, is de dollar in deze periode zo'n 20% gedeprimeerd. Dit betekent een flinke verbetering van de concurrentiepositie van de VS tegenover zijn handelspartners en vice versa een aanzienlijke verslechtering voor de handelspartners. De zwakke dollar is in essentie geworteld in het excessieve bestedingsgedrag van de Amerikaanse overheid en consument – en derhalve een gebrek aan besparingen – wat tot uitdrukking komt in een extreem groot tekort op de lopende rekening, zowel in absolute als relatieve zin. Vorig jaar was dat tekort ruim 800 miljard dollar, overeenkomend met 6,3% van het bbp. Dit gebrek aan binnenlandse besparingen impliceert een grote afhankelijkheid van financiering door buitenlandse beleggers. De hieruit resulterende sterke groei van Amerikaanse schuldtitels wordt uiteindelijk onhoudbaar geacht, en kan, blijkens de dollardepreciatie van de afgelopen jaren, alleen worden gefinancierd ten koste van een goedkopere dollar. De renteverlaging van de Federal Reserve halverwege september verscherpte de trendmatige depreciatie van de dollar. In Europa levert het Amerikaanse beleid in toenemende mate weerstand op, vooral in politieke kringen. Het is echter niet waarschijnlijk dat de Europese monetaire beleidsmakers zich hierdoor sterk zullen laten beïnvloeden. Enerzijds omdat een zwakke dollar behulpzaam is bij hun primaire taak: het beheersen van de inflatie. Anderzijds omdat het, ondanks economische pijn op korte termijn, ook bij het bedrijfsleven efficiencyverbeteringen afdwingt, waar de economie op termijn vooral krachtiger en weerbaarder van wordt.



Bron: CBS

### Zelfstandigen werken ruim 500 uur langer dan werknemers

In 2006 werkten zelfstandigen en meewerkende gezinsleden gemiddeld 1.807 uur. Het gemiddeld aantal gewerkte uren in een werknemersbaan (voltijders en deeltijders) bleef in dat jaar steken op 1.269 uur. Het aantal uren dat zelfstandigen in hun eigen bedrijf steken ligt hiermee ruim 40% boven het aantal uren dat werknemers voor een baas werken.

In alle bedrijfstakken is het aantal gewerkte uren van zelfstandigen hoger dan het aantal uren in werknemersbanen. De grootste verschillen doen zich voor in de bedrijfstakken waar zelfstandigen de meeste uren aan hun onderneming besteden. In de landbouw, visserij en de handel, en horeca en reparatie werken zelfstandigen respectievelijk 2.218 en 1.986 uur per jaar. De omvang van de werknemersbaan blijft hier met 1.130 en 1.171 uur ver bij achter. Een belangrijke reden hiervoor is het veelal seizoensmatige karakter van het werk in deze bedrijfstakken, waardoor veelal gebruik wordt gemaakt van (oproep)krachten in deeltijd. In de bedrijfstakken financiële en zakelijke dienstverlening en het vervoer zijn de verschillen het kleinst. Zelfstandigen werken hier gemiddeld 170 en 211 uur meer dan werknemers.

In de periode 1996–2006 is het gemiddeld aantal uren per zelfstandige afgenomen met 22 uur per jaar. Het aantal gewerkte uren van werknemers nam in deze periode met 60 uur af. Het verschil in arbeidsduur tussen zelfstandigen en werknemers is hierdoor de laatste tien jaar groter geworden. Bij de werknemersbanen daalde vooral de overeengekomen arbeidsduur. Door de stijgende populariteit van het werken in deeltijd en een verdere verkorting van de werkweek aan het eind van de vorige eeuw daalde de arbeidsduur in tien jaar tijd van 1.357 uur naar 1.302. Daarnaast werd er in 1996 gemiddeld ruim 5 uur meer betaald overgewerkt door werknemers dan in 2006.

Hoewel werknemers gemiddeld minder uren werken dan zelfstandigen nemen zij door hun grotere aantal het leeuwendeel van het aantal gewerkte uren voor hun rekening. Van de 11,5 miljard uren die er in 2006 zijn gewerkt, komen er ruim 9,6 miljard voor rekening van werknemers.