

Ierland

Een sterke economie verzwakt

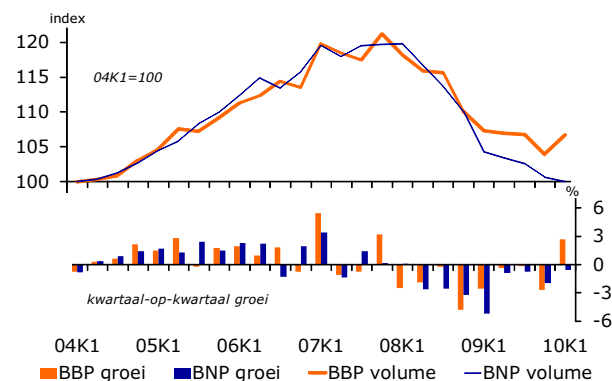
Na twee jaar van forse krimp kwam begin 2010 een einde aan de Ierse recessie. Hoewel wij optimistisch zijn over de vooruitzichten voor de Ierse economie op de middellange termijn, zal de kater van het uitbundige feest op de Ierse vastgoedmarkt de economische ontwikkelingen dit en volgend jaar nog overheersen.

Einde aan twee jaar recessie

Na een forse duikvlucht vanaf het laatste kwartaal van 2007 heeft de Ierse economie begin 2010 een bodem gevonden. Het Bruto Binnenlands Product (BBP) herstelde in het eerste kwartaal van dit jaar van de forse krimp in de laatste drie maanden van 2009 (figuur 1). Op basis van de beschikbare cijfers voor het tweede kwartaal verwachten wij dat de BBP-groei zich ook in het tweede kwartaal van 2010 heeft voortgezet. De hernieuwde economische groei begint van een productievolume dat 12% onder het pre-recessieniveau van eind 2007 ligt.

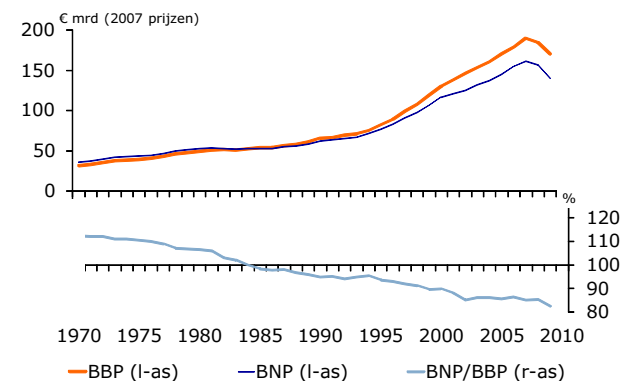
Overigens was de recessie in het Bruto *Nationaal* product (BNP) in het eerste kwartaal van dit jaar nog niet voorbij. Voor de beoordeling van de economische activiteit wordt doorgaans naar het BBP gekeken. In de meeste landen is het BBP (de *binnen* het land gecreëerde toegevoegde waarde) vrijwel gelijk aan het BNP (de door *nationale* productiefactoren gecreëerde toegevoegde waarde). Door hoge directe buitenlandse investeringen is sinds de jaren negentig een groot deel van de Ierse bedrijven buitenlands eigendom. De winsten die deze bedrijven maken, vloeien niet naar de Ieren en worden niet tot het BNP gerekend. Bijgevolg is in Ierland een groot verschil ontstaan tussen BBP en BNP (figuur 2). In de periode 2002-2008 was het BNP gemiddeld 14% kleiner dan het BBP. Tijdens de afgelopen recessie is het BNP bovendien veel harder gekrompen dan het BBP, omdat de binnenlandse bedrijven in buitenlands eigendom veel beter door de crisis zijn gekomen dan Ierse bedrijven. De totale daling van het door de Ieren gegenereerde inkomen (BNP) was met 16,5% dan ook veel groter dan de 12% daling van het in Ierland gegenereerde inkomen (BBP).

Figuur 1: Productievolume vindt bodem



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 2: BBP en BNP-volume lopen uiteen



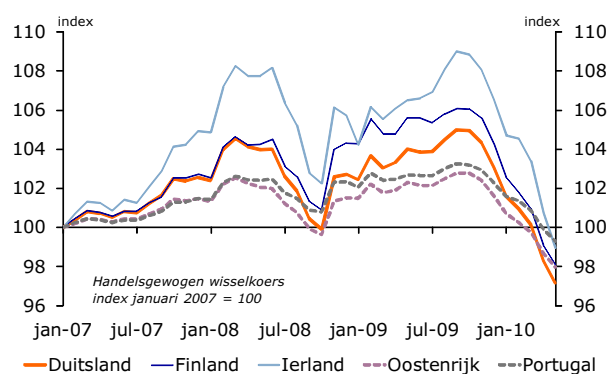
Bron: Reuters EcoWin

Ierland

Herstel zet voorzichtig door

Het volume van de uitvoer groeide in het eerste kwartaal van 2010 met 6,9%. Dat was voldoende om de verdere krimp van de binnenlandse bestedingen te

Figuur 3: Ierland gevoelig voor dollar en pond



Bron: BIS

compenseren. De Ierse economie profiteert volop van het herstel in de wereldhandel en de verzwakking van de euro. Een groot deel van de Ierse export gaat naar landen buiten het eurogebied. De Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk zijn de belangrijkste handelspartners van het land en samen goed voor 35% van de Ierse goederenexport. Bijgevolg heeft het land ook meer dan andere landen in de eurozone baat bij de recente verzwakking van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar en het Britse pond (figuur 3). Daar staat wel tegenover dat de sterkte van de euro in 2008 en 2009 voor de Ierse concurrentiepositie ook extra schadelijk was. Per saldo is de

handelsgewogen wisselkoers voor Ierland weer terug op het niveau van begin 2007.

Naast de verdere groei van de export lijkt het erop dat de consumptieve bestedingen in het tweede kwartaal van 2010 positief bij zullen dragen aan de economische groei. De winkerverkopen inclusief nieuwe auto's lieten in het tweede kwartaal een volumegroei van 7,4% k-o-k zien. Hoewel de Ierse overheid vooral aan het bezuinigen is, heeft ze voor 2010 wel een autosloopregeling ingesteld. Dit heeft de verkoop van nieuwe auto's sinds februari flink gestimuleerd. Ook exclusief auto's was in het tweede kwartaal sprake van een flinke groei van de winkerverkopen. De sterke kwartaal-op-kwartaal groei verhuult dat de groei in mei en juni alweer tot stilstand is gekomen. Het uitgangspunt voor de winkerverkopen in het derde kwartaal is daardoor niet gunstig. Bovendien is de werkloosheid na een pauze in de eerste maanden van dit jaar in de afgelopen maanden juist weer verder gestegen en is aan de stijging van het consumentenvertrouwen een einde gekomen. Door de vertraging in de groei van de wereldhandel zal ook de exportgroei minder uitbundig zijn. Voor de tweede helft van dit jaar voorzien wij dan ook zeker geen solide herstel van de Ierse economie.

Fundamenteel sterke economie

De huidige economische problemen in Ierland zijn erg groot en er is niet veel aanleiding om een snel herstel te verwachten. Toch is de Ierse economie fundamenteel sterk. Het land wordt tegenwoordig vaak in één adem genoemd met de Zuid-Europese landen. Dat is gezien de staat van de overheidsfinanciën wellicht terecht, maar voor de structurele kenmerken van Ierland ligt dit cruciaal anders. In overzichten van indicatoren van het investeringsklimaat, de flexibiliteit van de

Ierland

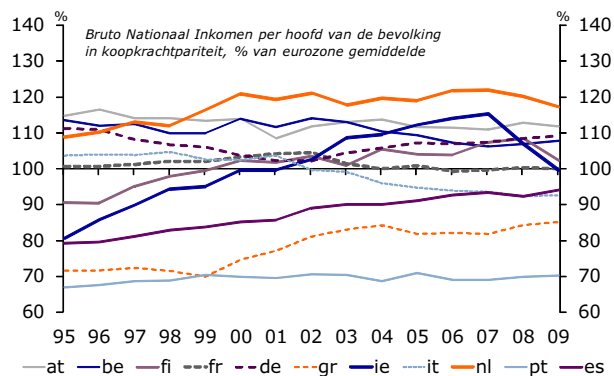
economie en het opleidingsniveau van de bevolking scoort Ierland vaak gemiddeld of bovengemiddeld, terwijl de Zuid-Europese landen vaak aan de onderkant van deze lijstjes bungelen. Het land heeft dan ook, zelfs na de forse recessie, één van de hoogste inkomens per hoofd van de bevolking in de eurozone (figuur 4).

Ierland heeft een vrije en flexibele economie en het investeringsklimaat is nog steeds aantrekkelijk. Dit aantrekkelijke investeringsklimaat wordt niet alleen bepaald door de relatief lage belastingen voor bedrijven, maar ook door de jonge en hoogopgeleide beroepsbevolking. Het economische succes in de jaren negentig was grotendeels gebaseerd op hoge exportgroei, mede gestimuleerd door een forse instroom van directe buitenlandse investeringen. Sinds 2000 heeft het land echter flink aan concurrentiekracht moeten inleveren, door hoge loonstijgingen en de waardestijging van de euro ten opzichte van de dollar en het pond. Door de flexibiliteit van de arbeidsmarkt zal de Ierse economie dit concurrentieverlies echter relatief snel weer goed kunnen maken. Daardoor kan de economische groei weer voor een groter deel worden gebaseerd op de export van goederen en diensten. Dit en volgend jaar zal het uitvoergeleide herstel echter worden beperkt door het moeizame economisch herstel bij de belangrijkste handelspartners. Bovendien wordt het economisch herstel op de korte termijn tegengehouden door de gevolgen van de jarenlange oververhitting van de huizenmarkt.

Nasleep van een hausse op de huizenmarkt

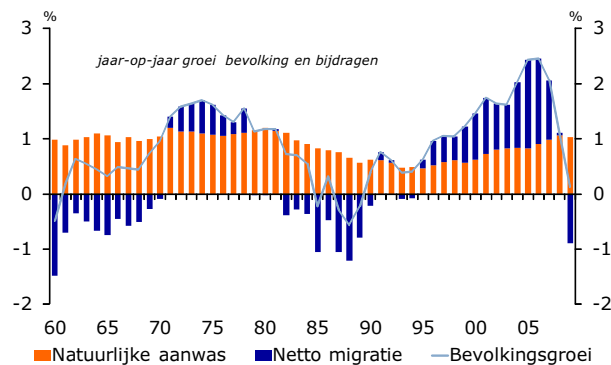
Na jaren van forse stijgingen zijn de huizenprijzen sinds de top van eind 2006 met 35% gedaald. Naast een onhoudbare stijging van de huizenprijzen kenmerkte de oververhitting zich ook door een zeer sterke stijging van de woningbouw. De sterke groei van de economie leidde tot een toename van de netto immigratie (figuur 5). Tussen 1996 en 2008 maakte de bevolkingsaanwas uit

Figuur 4: Inkomen terug op Europees gemiddelde



Bron: Reuters EcoWin, ISO landencodes

Figuur 5: Groei en krimp door netto migratie

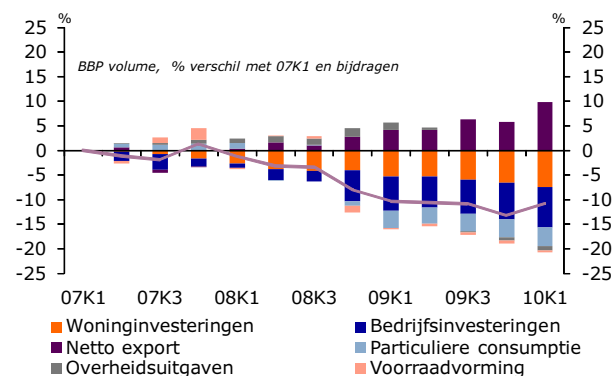


Bron: Eurostat

Ierland

het buitenland meer dan de helft van de totale bevolkingsgroei uit. Deze sterke bevolkingsgroei leidde tot een extra vraag naar nieuwe woningen. Door de hoge huizenprijsstijgingen was het bovendien interessant voor particuliere beleggers

Figuur 6: Anatomie van recessie



Bron: Niesr

om een tweede woning te kopen als investeringsobject. De grote vraag naar huizen en het hoge prijsniveau maakte het ten slotte interessant voor projectontwikkelaars om veel nieuwe huizen te bouwen. Een zichzelf versterkend proces leidde daardoor tot een veel te hoge stijging van de huizenprijs en een veel te hoog niveau van de woningbouw. Dit proces draaide in 2007 om, toen dalende huizenprijzen en woningbouw de economie een recessie in leidden. Deze recessie werd versterkt door de wereldwijde financiële crisis. Het knappen van de bubbel op de huizenmarkt heeft op dit moment nog drie belangrijke gevolgen: een overschot aan huizen, een zeer zwak bankwe-

zen en uit het lood geslagen overheidsfinanciën.

Voorlopig nog huizen genoeg

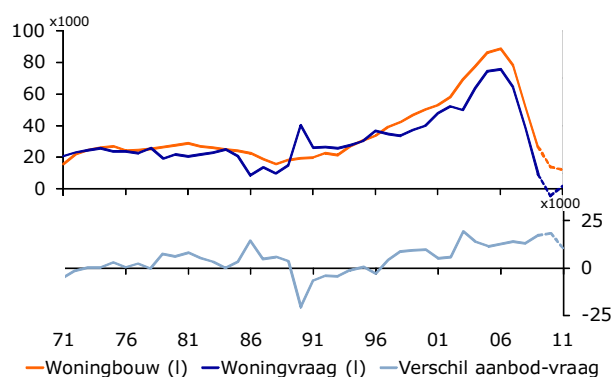
Na de krimp van de bedrijfsinvesteringen is de krimp van de woninginvesteringen de belangrijkste drijvende factor geweest in de afgelopen recessie (figuur 6). Herstel van de woninginvesteringen is op korte termijn niet waarschijnlijk, wat een snel herstel van de economie zal tegenhouden. Bovendien zijn de bedrijfsinvesteringen voor een deel ook gekoppeld aan het niveau van de woningbouw, omdat bouwbedrijven en de industrie die de bouwmaterialen levert te maken hebben met een structureel lagere vraag. Daarnaast is een deel van de daling in de particuliere consumptie te wijten aan het vermogensverlies wat gepaard is gegaan met de daling van de huizenprijs. Omdat de huizenprijzen overgewaardeerd waren en er te veel huizen werden gebouwd, ligt het niet voor de hand dat de prijzen en bouwvolumes de komende tien jaar terugkeren naar de niveaus van voor de recessie. Op de korte termijn zullen de woninginvesteringen bovendien geruime tijd zeer laag zijn, omdat er nog een groot overschot aan woningen is. Dit zal er bovendien toe leiden dat er nog geruime tijd neerwaartse druk op de huizenprijzen zal blijven staan.

Voor het herstel van de bouwproductie en de huizenprijzen is van belang hoe lang het nog duurt voordat het overschot aan woningen is weggewerkt. De daling van de bouwproductie is vanuit dat oogpunt goed nieuws, want de woningvoorraad neemt dit jaar bijna niet meer toe. In de loop van de tijd zal de vraag naar nieuwe woningen de bestaande voorraad opvullen. Die vraag moet uiteindelijk komen van nieuwe huishoudens. In de jaren voor de recessie maakte het

Ierland

aantal huishoudens in lijn met de bevolking een hoge groei door. Als we bij deze huishoudensformatie de vraag naar vakantiewoningen en de vervangingsvraag optellen, kunnen we een schatting maken van de vraag naar woningen (figuur

Figuur 7: Te lang te veel gebouwd



Bron: Reuters EcoWin, Eurostat, ESRI, Rabobank¹

7). Tot het midden van de jaren negentig lagen het aanbod van en de vraag naar woningen redelijk bij elkaar in de buurt. Maar sinds 2002 zijn er jarenlang duizenden woningen meer gebouwd dan voor de groei van het aantal huishoudens nodig was. Schattingen van het daardoor opgebouwde overschot aan huizen lopen uiteen van 35.000 tot 170.000 (DoE Housing market overview 2009). Onze eigen inschatting¹ zit aan de bovenkant van deze bandbreedte. Zoals uit figuur 5 blijkt, is de bevolkingsgroei nogal gevoelig voor de economische omstandigheden. In tijden van recessie en hoge werkloosheid vertrekken er meer mensen uit het land dan dat zich er

mensen vestigen. In 2009 sloeg het positieve migratiesaldo dan ook om in een uitstroom van mensen. De verwachting is dat deze netto emigratie ook dit en volgend jaar nog aanhoudt. Bijgevolg is samen met de daling van het aanbod ook de vraag naar nieuwe huizen fors gedaald (figuur 7). Samengenomen verwachten wij dat tot en met het einde van 2011 nauwelijks een begin zal worden gemaakt met het wegwerken van het overschot aan bestaande woningen. Door het zeer lage niveau zullen de woninginvesteringen niet veel verder meer krimpen, maar er valt zeker ook geen bijdrage aan de economische groei van te verwachten. Bovendien zullen de huizenprijzen nog geruime tijd onder neerwaartse druk blijven staan.

Steun financiële sector als doekje voor het bloeden

Door het teveel aan huizen en de forse prijsdaling van huizen en bouwgrond zijn Ierse banken in de problemen gekomen. Projectontwikkelaars blijven met woningen zitten en kunnen daardoor hun leningen niet afbetalen. Bovendien is het onderpand voor de leningen fors in waarde afgenomen. Met het uitbreken van de wereldwijde financiële crisis werd het voor Ierse banken dan ook onmogelijk om voldoende financiering aan te trekken. De overheid heeft linksom en rechtsom de slechte leningen op haar bordje gekregen. Linksom door kapitaalinjecties die volgens Goodbody Stockbrokers² op kunnen lopen tot meer dan 25% BBP en rechtsom via de National Asset Management Agency (NAMA) die de vastgoedgerelateerde leningen van de banken opkoopt. Maar naast de vastgoedleningen lopen door de recessie ook de verliezen op leningen aan bedrijven en huis-

¹ Themabericht 2010/21: Blijvend overschot aan Ierse huizen

² Morning Meeting Wrap, 12 juli 2010

Ierland

houdens op. Ondanks het proactieve ingrijpen van de overheid verkeert het bankwezen dus nog lang niet in goede staat en het is maar de vraag of het in staat zal zijn om het economisch herstel te financieren.

Overheidsfinanciën uit het lood

Naast de kosten voor de hulp aan de financiële sector zijn de overheidsfinanciën verslechterd door een sterke daling van de inkomsten. Die daling is voor een deel structureel, omdat de aan vastgoed gerelateerde belastingen in de periode voor de recessie op een onhoudbaar hoog niveau lagen. Ierse economen schatten dat de belastingmeevallers in de periode 2004-2007 € 6,9 miljard bedragen en het begrotingssaldo in die jaren met gemiddeld 0,8% van het BBP hebben verbeterd³. Net als bij de hulp aan de financiële sector heeft de Ierse overheid ook proactief gereageerd op het ontstaan van een zeer groot begrotingstekort. Reeds in 2009 werd de begroting een aantal keer aangepast om het tekort niet verder op te laten lopen. Ondanks deze grote inspanning zal het land dit en volgend jaar naar verwachting echter nog het grootste begrotingstekort van de eurozone hebben.

De toename in overheidsschuld als percentage van het BBP was in de afgelopen twee jaar veruit de grootste in Europa en zal ook de komende twee jaar de lijst blijven aanvoeren. Bovendien vragen beleggers voor het aanhouden van Ierse staatsobligaties een beduidend hogere rente dan in de afgelopen jaren. Dit heeft er in combinatie met de hogere schuld voor gezorgd dat het land dit jaar ongeveer 3% van het BBP kwijt is aan rentebetalingen op de schuld, tegen 1% in 2007. Hoewel de bezuinigingen al in 2009 zijn begonnen, zal het nog jaren duren voordat de schuld als percentage van het BBP is gestabiliseerd. En om dat te bewerkstelligen moeten de ingezette bezuinigingen de komende jaren worden doorgezet. Daardoor zal de overheidsbegroting de komende jaren nog een negatief effect op de economische groei hebben.

Conclusie

Het omkeren van de onhoudbare ontwikkeling in de prijzen en bouw van vastgoed heeft in samenspel met de wereldwijde financiële crisis voor een zeer forse recessie in Ierland gezorgd. Hoewel de economische krimp is gestopt en de vooruitzichten voor de middellange termijn gunstig zijn, zal de Ierse economie dit en volgend jaar slechts beperkt herstellen van de tijdens de recessie opgelopen schade. De woninginvesteringen zullen op een laag niveau blijven, terwijl het bankwezen is verzwakt en de overheid probeert haar financiën op orde te krijgen.

³ Addison-Smyth, D. & K. McQuinn (2009), *Quantifying revenue windfalls from the Irish Housing Market*. CB&FSA of Ireland research technical paper 10/RT/09.