



Rabobank

Economisch Kwartaalbericht

September 2008

Kennis en Economisch Onderzoek

Inhoudsopgave

Visie vooraf	3
Opeenstapeling van slecht nieuws	
Rente-ontwikkelingen	4
Geld- en kapitaalmarkten	
Valuta	9
Dollar: The comeback kid?	
Nederland	11
Stilstand, maar geen achteruitgang	
Eurozone	17
In mineur	
Verenigde Staten	23
Stilte voor de storm	
China	25
(On)terechte zenuwen?	
Japan	28
Lagere groei geen reden voor paniek	
Emerging markets monitor	29
Gedaan met de rust	
Verenigd Koninkrijk	34
Huis- en hypotheekmarkt onder druk	
Ierland	36
De Keltische tijger is verwond	
Economische kerngegevens	38
Colofon	39

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

Afsluitdatum: 8 september 2008

Visie vooraf

Opeenstapeling van slecht nieuws

In de afgelopen maanden stapelde slecht nieuws zich in hoog tempo op. De voorziene groeivertraging in de eurozone lijkt, mede onder invloed van de kredietcrisis, scherper uit te vallen dan eerder werd verwacht. De inflatiedreiging is onverminderd aanwezig. Het energievraagstuk heeft door de gebeurtenissen in Georgië een nieuwe dimensie gekregen. Bovendien werd bekend dat het voor het eerst sinds mensenheugenis mogelijk is om in de zomer om de Noordpool heen te varen. De opwarming van de aarde voltrekt zich sneller dan verwacht. Er komen dus veel problemen op ons af die alle strijden om onze aandacht.

De groeivertraging vormt ogenschijnlijk het meest acute probleem. De beleidsreflex is dan ook om hier onmiddellijk op te reageren met stimulerende fiscale maatregelen en oproepen om het monetaire beleid te verruimen. Op termijn lijkt inflatie de grootste bedreiging. De huidige groeivertraging, die gepaard gaat met dalende energie- en grondstofprijzen, biedt maar tijdelijk soelaas. De wereldwijde trendmatige welvaartsstijging zal de voedselprijzen weer verder opstuwten. Vergrijzing drijft de loonkosten op. De prijs van energie zal verder opwaarts tenderen. Wellicht wordt zelfs de beschikbaarheid van fossiele energie een acuut thema. Wie nog altijd meent dat Rusland zijn energievoorraden niet als geopolitiek wapen zal inzetten moet snel uit zijn winterslaap ontwaken. We kunnen onze ogen ook niet langer sluiten voor de gevolgen van de opwarmende aarde en de daardoor smeltende poolkap. Houden we het hoofd nog koel als we met onze voeten in het water staan omdat de dijken niet hoog genoeg meer zijn? Terecht heeft de commissie Veerman vorige week de aandacht gevestigd op de noodzaak om onze zeewering te versterken. Genoeg werk dus voor de beleidsmakers nu het zomerreces ten einde is. Op korte termijn overheerst de zorg voor de conjunctuur en de stabiliteit van het financiële stelsel. De nationalisatie van de Amerikaanse hypotheekinstellingen Fannie Mae en Freddy Mac onderstreept nogmaals dat de kredietcrisis nog niet voorbij is. Hoewel inmiddels door velen een spoedige renteverlaging door de ECB wordt verwacht is het maar de vraag of dit ook werkelijk gaat gebeuren. De ervaring leert dat na zware systemschokken het monetaire beleid achteraf beschouwd in veel gevallen te ruim is geweest, waardoor de kiemen van de volgende zeepbel alweer werden gelegd. Dit wetende zal de ECB dan ook uiterst behoedzaam opereren. Men zal met eventuele verlagingen willen wachten totdat daadwerkelijk zicht bestaat op een substantiële afname van de Europese inflatie.

De Nederlandse overheid zal zich nu met extra inspanning moeten richten op het veiligstellen van de energievoorziening en het versterken van de zeeweringen. De berichten uit Georgië en vanaf de Noordpool zijn een serieuze 'wake up call'. Het valt te hopen dat het kabinet op Prinsjesdag met een solide begroting komt waarin het zich niet al te zeer laat leiden door de huidige laagconjunctuur, maar waarin het vooral rekening houdt met de financiering van de te verwachten extra uitgaven voor energie en infrastructuur. En er ligt natuurlijk ook nog een onbetaalde vergrijzingsrekening op tafel.

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

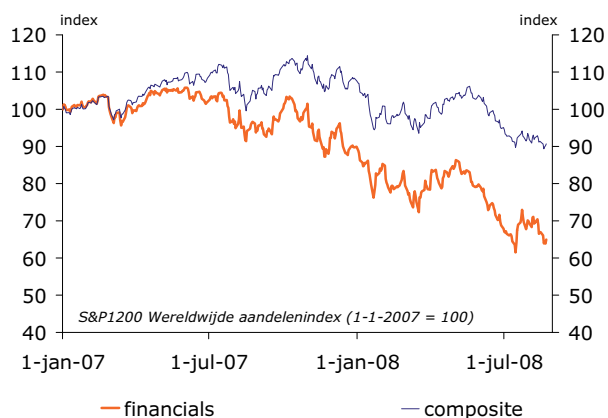
Rente-ontwikkelingen

Geld- en kapitaalmarkten

Na ruim een jaar van crisis duurt de onrust op de financiële markten onverminderd voort. Financiële instellingen hebben grote verliezen moeten nemen en beleidsmakers hebben het buitengewoon druk met het voorkomen van een

systemecrisis. Op de kapitaalmarkt heeft de angst voor inflatie plaats gemaakt voor een angst voor recessie. Centrale bankiers zitten klem tussen deze twee economische krachten en zijn daardoor tot het einde van dit jaar veroordeeld tot het ongewijzigd laten van de beleidsrente.

Figuur 1: Financials krijgen hardste klappen



Bron: Reuters EcoWin

Een nieuw hoofdstuk...

Hoewel de Amerikaanse autoriteiten er (meermalen) in geslaagd zijn om het financiële systeem van een implosie te redden, is de wereld nog niet van de kredietcrisis en haar gevolgen verlost. Na de redding van de Amerikaanse investeringsbank Bear Stearns in maart verbeterde het sentiment op de markten aanvankelijk. De reden hiervoor was dat beleggers zich minder zorgen maakten

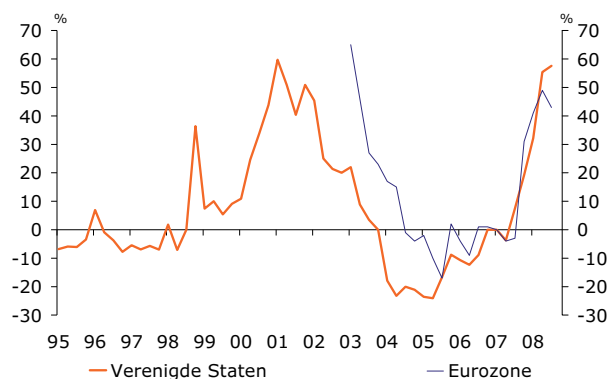
over het systeemrisico. De actie van de Fed maakte immers duidelijk dat de autoriteiten een grote financiële marktpartij niet zomaar om laten vallen. Dit idee leidde tot een aanzienlijk herstel op de financiële markten, in het bijzonder voor de aandelen van financials. Maar begin deze zomer draaide het marktsentiment opnieuw in negatieve zin. Zo moest de Amerikaanse overheidsinstantie FDIC op 12 juli ingrijpen om depositohouders van de Amerikaanse bank IndyMac te beschermen. Met USD 32mrd aan activa werd IndyMac het op één na grootste bankfaillissement in de Amerikaanse geschiedenis.

Overigens is het aantal Amerikaanse banken dat sinds de kredietcrisis is omgevallen bij lange na nog niet vergelijkbaar met de grote faillissementsgolf die gedurende de Savings and Loans-crisis van medio jaren '80 tot begin jaren '90 plaatsvond. Maar de markten blijven onrustig, want ook Freddie Mac en Fannie Mae, twee grote financiële instellingen die een sleutelrol vervullen in de Amerikaanse huizen- en hypotheekmarkt, kregen het in juli en augustus zwaar te verduren. Beleggers maakten zich zorgen dat beide instellingen over onvoldoende kapitaal zouden beschikken om een verdere verslechtering op de huizenmarkt te kunnen doorstaan. De Amerikaanse overheid greep in juli opnieuw in, ditmaal met een uitgebreid plan dat onder andere voorziet in een uitbreiding van de kredietlijnen aan genoemde instellingen door het Amerikaanse ministerie van financiën en de mogelijkheid voor de overheid om beiden extra risicokapitaal te verschaffen. Hoewel er ook kritische geluiden waren te horen met betrekking tot de plannen (zo zouden zij kunnen aanzetten tot het nemen van grotere risico's),

Rente-ontwikkelingen

bracht het overheidsingrijpen tijdelijk enige rust in de markt. Deze rust was echter betrekkelijk, want in de afgelopen maand werd er in de markten steeds meer op gezinspeeld dat de overheid nog grotere stappen zal moeten nemen. Tussen

Figuur 2: Kredietvragen van banken aangescherpt



Bron: Reuters EcoWin

eind juli en 22 augustus zijn de aandelenkoersen van deze instellingen meer dan gehalveerd. Uiteindelijk was de nationalisering van Freddie Mac en Fannie Mae op 7 september een feit. De mogelijke gevolgen hiervan zijn echter onduidelijk.

...in hardnekkige crisis...

Waarom blijkt de kredietcrisis zo hardnekkig? Een van de redenen is dat de crisis niet alleen grote gevolgen heeft voor de balansen van financiële instellingen, maar ook voor de manier waarop zij zaken doen in een aantal markten. Een aantal markten is vrijwel volledig stil komen te liggen. Het proces van aanpassing

aan de gewijzigde omstandigheden kost tijd en is pijnlijk, omdat het soms gepaard gaat met het onder druk verkopen van financiële activa.

Sinds het begin van de kredietcrisis hebben financiële instellingen wereldwijd ruim USD 500mrd afgeschreven. Tegelijkertijd hebben zij voor ruim USD 350mrd aan nieuw kapitaal aangetrokken (bron: Bloomberg). Hoewel dit laatste als positief valt te bestempelen, is er nog wel een zeker 'gat te dichten' en moet er voor nieuw geld meer betaald worden, omdat risicopremies in de markten zijn toegenomen. Financiële instellingen willen niet alleen zelf minder risico lopen, ook de toezichthouders zijn er op gebrand om gezondere bankbalansen te zien. Het is dan ook geen verrassing dat financiële instellingen in zowel de VS als Europa hun kredietvragen in de afgelopen kwartalen verder hebben aangescherpt (zie figuur 2).

In de afgelopen maanden heeft zich ook een kentering afgetekend in de groei van de kredietverlening aan het bedrijfsleven. Deze was zowel in de Verenigde Staten als in de eurozone tot nog toe verrassend hoog gebleven.

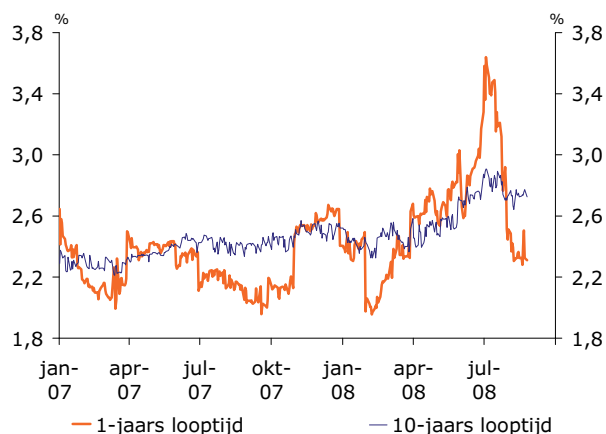
... waarvan de gevolgen steeds duidelijker worden

Inmiddels worden niet alleen de effecten van de kredietcrisis steeds duidelijker, maar lijkt ook de wereldeconomie in een nieuwe fase terecht te zijn gekomen. In de jongste update van haar Financial Stability Report merkt het IMF dan ook op dat het risico van een neerwaartse wisselwerking tussen de financiële en reële economie verder is toegenomen. Na jaren van bijzonder weinig betalingsproblemen onder bedrijven, neemt het aantal wanbetalingen op leningen weer toe. Het IMF wees in dit verband op een verslechtering van de kredietkwaliteit. Wel moet worden aangetekend dat de uitgangspositie en balansen van het niet-financiële bedrijfsleven over het algemeen gezond zijn. Het bedrijfsleven wordt echter niet

Rente-ontwikkelingen

alleen geconfronteerd met minder ruime financieringscondities, maar ook met een toenemende loondruk en fors gestegen grondstoffenprijzen in afgelopen jaren.

Figuur 3: Inflatie-swaps Eurozone: inflatieangst bekoeld door daling grondstoffenprijzen



Bron: Bloomberg

De wisselwerking tussen financiële markten en economie komt ook steeds scherper tot uitdrukking op de huizenmarkt. Hoewel de huizenprijzen in de eurozone als geheel vooralsnog licht blijven stijgen, is het tempo van de stijgingen in de afgelopen drie jaar sterk afgenomen, waarbij de neerwaartse beweging verscherpt is sinds het uitbreken van de kredietcrisis. In een aantal Europese landen dalen de huizenprijzen inmiddels in jaar-op-jaar termen. De groei van de hypothecaire kredietverlening in de eurozone bereikte in het tweede kwartaal van dit jaar het laagste niveau sinds de ECB deze gegevens publiceert (1980).

Recessieangst vervangt opnieuw inflatieangst

Spraken wij in het vorige Kwartaalbericht nog van een duidelijke inflatieangst onder beleggers, inmiddels heeft deze weer gedeeltelijk haar plaats moeten afstaan aan zorgen over de economische groei. In de markten heerst het idee dat een wereldwijde recessie niet langer is uit te sluiten en dat de inflatie – in ieder geval in die regio's waar het monetaire beleid niet ruim is (zoals de eurozone en het VK) – uiteindelijk beteugeld kan worden. Zeker in de Europese kapitaalmarkten heeft dit tot een duidelijke daling van de lange rente geleid. Sinds begin juli is de Amerikaanse 10-jaars swaprente met 20bp gedaald, maar de Europese met bijna 40bp. De snelle daling van de grondstoffenprijzen in de afgelopen twee maanden is een belangrijke katalysator geweest bij deze omslag in de markten. Hoe snel dit is gegaan wordt geïllustreerd door de verandering in de inflatieswaps (figuur 3). Deze reflecteren de gemiddelde inflatieverwachting van marktparticipanten (inclusief een risicopremie voor het geval de inflatie hoger uitkomt dan aanvankelijk verwacht). De 1-jaars EUR inflatieswap steeg tussen 1 januari en 3 juli 2008 met maar liefst 125bp, maar daalde vervolgens in krap twee maanden tijd met 135bp tot 2,3% op 25 augustus. De lange termijn inflatieverwachtingen zijn minder gevoelig voor bewegingen in grondstoffenprijzen en de conjunctuur, maar zijn daarentegen een betere weerspiegeling van de geloofwaardigheid van het monetaire beleid in de ogen van marktparticipanten. Ook hierin zien we sinds juli wel een verbetering, maar veel minder sterk dan in de korte termijn verwachtingen. Hoewel de ECB zich dus iets minder zorgen hoeft te maken over de inflatieverwachtingen dan enkele maanden geleden, is het inflatiegevaar zeker nog niet geweken.

Rente-ontwikkelingen

ECB heeft weinig speelruimte, zeker dit jaar

Dat brengt ons tevens bij onze verwachtingen voor het monetaire beleid in de eurozone. In het komende halfjaar zal er voor de ECB weinig anders op zitten dan de rente ongewijzigd te laten. Terwijl de Europese economie zich op één been voortsleept (we zien een slechts licht positieve groei in de tweede helft van het jaar) en de financiële markten naar verwachting onrustig blijven, zal de inflatie de ECB weinig ruimte bieden om de rente te verlagen, zelfs als dat vanuit conjunctureel oogpunt gewenst zou zijn. De recente daling in de grondstoffenprijzen is weliswaar een welkome ontwikkeling en zal waarschijnlijk leiden tot een duidelijke afname van de inflatie in de tweede helft van dit jaar. De afstand die de inflatie echter dient te overbruggen totdat de beleidsdoelstelling is bereikt is dermate groot dat wij pas begin volgend jaar mogelijkheden zien voor renteverlagingen. Wij verwachten twee renteverlagingen van 50bp in totaal in de eerste helft van 2009. Dat is zeer gematigd als we deze tegen het licht houden van de sterke economische vertraging en de onzekerheid als gevolg van de kredietcrisis. Kan de ECB de rente verlagen terwijl de inflatie boven de door haar gestelde grens ligt? Ja, zolang zij er maar vertrouwen in heeft dat de inflatie binnen afzienbare tijd terugvalt naar voor haar aanvaardbare niveaus. De ECB heeft dit eerder gedaan. In 2001 bijvoorbeeld, verlaagde zij haar tarief met 150bp, terwijl de kerninflatie gedurende die periode zelfs opliep. De financiële markten houden rekening met één tot twee kwartjes verlaging tot medio 2009. Drie maanden geleden ging de markt nog uit van (bijna) 100bp aan verhogingen. Deze gewijzigde verwachtingen zijn grotendeels het resultaat van de gedaalde grondstoffenprijzen en een voorzichtiger opstelling door de ECB. In zijn laatste persconferentie zei President Jean-Claude Trichet dat de neerwaartse risico's voor de economie gedeeltelijk waren uitgekomen en zinspeelde hij er op dat, hoewel de risico's voor de prijsstabiliteit niet zijn afgenomen, de ECB pragmatisch zal handelen. Dat interpreteren wij in ieder geval als een signaal dat zij niet noodzakelijkerwijs zal wachten tot de inflatie beneden de grens van 2% terecht zal zijn gekomen.

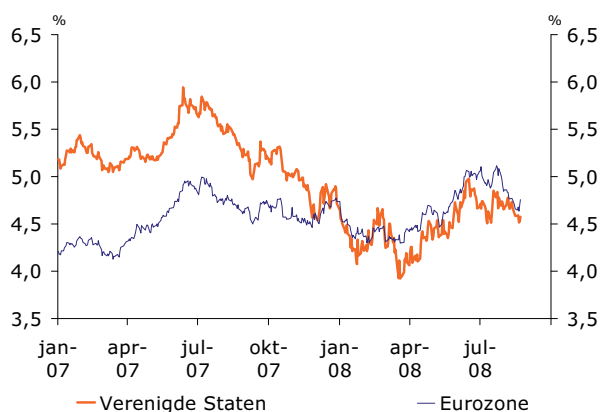
Fed in de wachtkamer

In feite is de Fed, die vorig jaar al met de dreiging van een recessie werd geconfronteerd, de ECB voorgegaan door de beleidsrente drastisch te verlagen van 5¼% in augustus 2007 tot 2% in april 2008. Ondertussen is de inflatie in de VS verder opgelopen. De belangrijkste inflatiemaatstaf van de Fed, de kerndeflator van de consumptieve bestedingen, bevindt zich boven de 'comfort zone' van 1,0%-2,0%. Hierbij moet worden opgemerkt dat de Fed van de politiek een expliciet 'duaal mandaat' heeft gekregen van prijsstabiliteit en volledige werkgelegenheid. Dit stelt de Fed voor het probleem dat zij opwaartse risico's voor inflatie expliciet dient af te wegen tegen neerwaartse risico's voor de economische groei. De Fed heeft duidelijk de keuze gemaakt om eerst te proberen een recessie af te wenden. Dit betekent wel dat de beleidsrente nu veel te laag is, gezien het huidige en verwachte inflatieniveau. Het gevaar bestaat dat de Fed haar

Rente-ontwikkelingen

reputatie als inflatiebestrijder verliest. Als daardoor de inflatieverwachtingen van consumenten structureel op een hoger niveau terechtkomen, bestaat het gevaar van een moeilijk af te remmen loon-prijsspiraal. Daarom wil de Fed de beleids-

Figuur 4: 10-jaars swaprente VS en Eurozone



Bron: Reuters EcoWin

rente zo snel mogelijk weer 'normaliseren'. De reële economie is op dit moment echter nog te zwak. Een substantieel herstel valt pas in de loop van 2009 te verwachten, daarom denken wij dat de Fed de rente pas op zijn vroegst in januari zal verhogen.

Alle factoren op een rij zettend denken wij dat de wereldwijde kapitaalmarktrentes op een termijn van een jaar eerder zullen stijgen dan dat zij zullen dalen. De neerwaartse druk die uitgaat van (beperkte) Europese renteverlagingen in de eerste helft van 2009 wordt waarschijnlijk overstemd door het effect van renteverhogingen in de VS in 2009. Daarnaast kunnen ook zorgen over het Amerikaanse begrotingstekort de lange rente in de VS

verder opstuwten. Wij zien de Amerikaanse 10-jaars swaprente de komende twaalf maanden met ongeveer 70-80bp toenemen. In de eurozone kan de stijging beperkt blijven tot zo'n 40-50bp.

BOJ: Lage groei dwingt tijdelijk voorrang af

Onder de nieuwe gouverneur Shirakawa bewoog de Bank of Japan (BoJ) eind april terug naar een neutrale lijn voor het monetaire beleid. Sindsdien hield het onzekere klimaat halsstarrig aan en verslechterde de binnenlandse situatie behoorlijk. De neerwaartse risico's die voortvloeien uit de Amerikaanse recessie en de wereldwijde kredietcrisis blijven prominent op de agenda. Nu ook de Japanse economie zich in woelig water bevindt, is het onwaarschijnlijk dat de BoJ de rente op korte termijn zal verhogen. De neerwaartse risico's voor de economische groei zijn simpelweg te groot. De BoJ is zich echter terdege bewust van de opwaartse risico's voor inflatie. Vandaar dat de centrale bankiers beide risico's in één adem noemen, hoewel ze momenteel gedwongen worden om voorrang te geven aan de neerwaartse risico's voor de economische groei. De BoJ is met name bezorgd over de oplopende trend in de kerninflatie en de sterk gestegen inflatieverwachtingen van de Japanse consument. De economen van de BoJ voorspellen voornamelijk dat de inflatie volgend jaar relatief hoog zal blijven. Dat vergroot de kans dat, zodra de Japanse economie een herstel laat zien, de centrale bank relatief snel zal besluiten om alsnog renteverhogingen door te voeren. Het huidige lage niveau van de beleidsrente van slechts 0,5% brengt namelijk op termijn grote inflatierisico's met zich mee.

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

Jan Lambregts
Jan.Lambregts@rabobank.com

Philip Marey
Philip.Marey@rabobank.com

Valuta

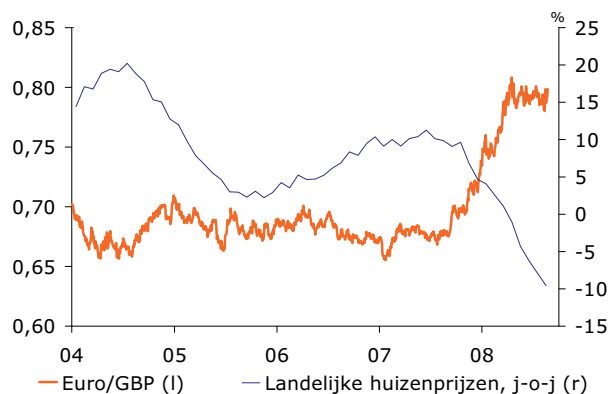
Dollar: The comeback kid?

Hoewel de monetaire autoriteiten in zowel de eurozone als de VS voorlopig nog met de handen op de rug gebonden zijn, zullen zich in de eerste helft van volgend jaar tegengestelde bewegingen in de beleidsrentes voordoen. De vooruitzichten op een kleiner renteverskil hebben samen met een sterke groeivertraging in de eurozone voor een waardedaling van de euro ten opzichte van de dollar geleid. De nog veel ernstigere groeivertraging in het VK heeft het Britse pond ten opzichte van zowel de dollar als de euro onder neerwaartse druk gezet. Omdat de Chinese economie nog altijd op volle toeren draait en de inflatie daar hoog blijft, ligt ook in de tweede helft van dit jaar een appreciatie van de Yuan in het vooruitzicht.

Zoals voorzien, is het sentiment in de valutamarkten in de afgelopen maanden gedraaid ten faveure van de dollar. Onder marktparticipanten is het besef steeds meer doorgedrongen dat de Fed een flink voorschot heeft genomen op een zwakke economie en de problemen in de financiële markten. Hoewel de Fed dit moment nog voor zich uit wil schuiven, lijkt er wel een duidelijke consensus onder Fedofficials dat de huidige rentetarieven uiteindelijk niet houdbaar zullen zijn en dus omhoog moeten. Voor de eurozone speelt dit idee veel minder omdat het beleid zeker niet ruim te noemen is. Daar komt bovenop dat zich in de afgelopen maanden een bijzonder scherpe vertraging van de Europese economie heeft afgetekend, waardoor de onzekerheid over de economie verder is toegenomen. Het gevolg is dan ook een omslag in de valutamarkten geweest.

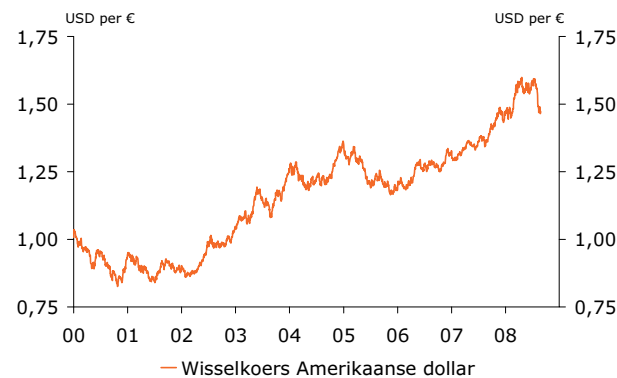
Na halverwege juni nog een bijna-record van 1,60 te hebben behaald is het EUR/USD valutapaar in de afgelopen weken flink gekelderde. Op 26 augustus werd (kortstondig) een niveau van 1,46 genoteerd. Wij gaan uit van een verdere depreciatie van de euro tegen de dollar tot medio volgend jaar, onder invloed van een afnemend renteverskil tussen de VS en de eurozone. Op termijn

Figuur 1: Huizenprijzen VK en euro-sterling



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 2: Euro/dollar-sentiment gekeerd

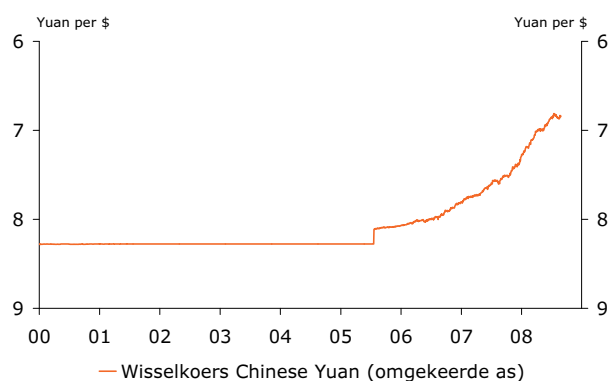


Bron: Reuters EcoWin

Valuta

zullen de fundamentals, zoals het grote Amerikaanse tekort op de lopende rekening, de koers van de dollar blijven bepalen.

Figuur 3: Appreciatie Yuan (tijdelijk) gestuit



Bron: Reuters EcoWin

Een rapport met impact

De Britse economie is in het tweede kwartaal tot stilstand gekomen, mede onder invloed van een sterke afkoeling van de huizenmarkt. Volgens Nationwide daalden de huizenprijzen in het VK in augustus met 9,6%. Dat is (in ieder geval) de sterkste daling sinds eind jaren zestig en wellicht zelfs in de naoorlogse periode.

Ook het pond sterling moest derhalve in de afgelopen maanden klappen incasseren, zelfs tegenover de euro. Dit was al helemaal het geval toen het Inflation Report van de Bank of England, dat ieder kwartaal verschijnt, er op duidde dat de Bank of England de rente waar-

schijnlijk niet zal verhogen ondanks de stijgende inflatie in de komende maanden. De markt richtte haar aandacht vooral op een zinsnede in het rapport die aangaf dat de inflatie uiteindelijk naar verwachting onder het inflatieplafond van de MPC terecht zal komen als gevolg van de doorwerking van de zwakke economie op de inflatie. De markt gaat inmiddels uit van twee tot drie renteverlagingen. Wij denken dat de markt hierin iets te agressief is en verwachten twee verlagingen in de komende twaalf maanden. Vandaar dat wij wel perspectief zien voor een bescheiden herstel van het Engelse pond in het komende jaar. De markt heeft al veel 'ellende' ingeprijsd en het pond noteerde eind augustus 0,805 ten opzichte van de euro. Dat is beneden haar lange termijn evenwichtswaarde van rond de 0,75.

Yuan appreciatie slechts tijdelijk gestuit

Gedurende de eerste helft van dit jaar nam de Chinese yuan flink in waarde toe ten opzichte van de Amerikaanse dollar. De tweede helft van dit jaar is de koersbeweging vooralsnog zijwaarts. Onder invloed van een iets lagere economische groei in China, maar vooral door de aanzienlijk sterkere dollar, lijkt de yuan appreciatie vooralsnog gestuit.

De schijn bedriegt echter. De Chinese economie draait nog steeds op volle toeren en de inflatie blijft hoog. Met name producentenprijzen stijgen nog steeds sterk. Wij verwachten dan ook dat beleidsmakers een verkrappend economisch beleid blijven voeren om de inflatoire risico's te beperken. Hierin past een geleidelijke appreciatie van de yuan, hoewel het zeer stevige tempo van de eerste helft van dit jaar niet snel zal terugkeren.

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

Nederland

Stilstand, maar geen achteruitgang

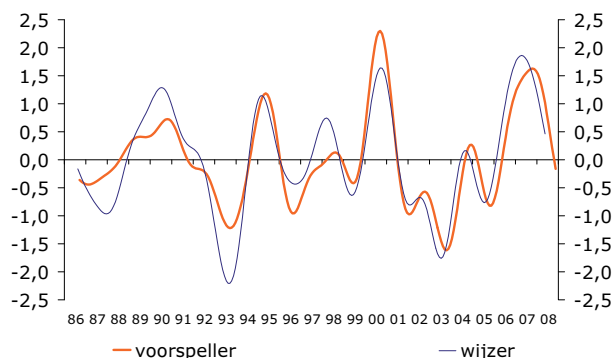
Nederland ontkomt niet aan de wereldwijde economische neergang. Deze heeft ervoor gezorgd dat de economische groei in ons land in het tweede kwartaal van 2008 tot een halt is gekomen. Pas in de loop van volgend jaar valt er weer wat positiefs te melden over de Nederlandse economie. Met een groei van 2¼% dit jaar en 1¼% volgend jaar doen we het in 2009 voor het eerst sinds 2003 niet beter dan de rest van Europa. Alhoewel de Nederlandse economie er beter voor staat dan bij de vorige groeivertraging.

Kans op een recessie in Nederland?

Tot voor kort waren we niet zo heel pessimistisch over de Nederlandse economie. Nadat zij vorig jaar nog een groei van 3,5% kende -de hoogste groei deze eeuw- verwachtten we voor 2008 een milde neergang. Hadden we het in het vorige Kwartaalbericht nog over een naderend koufront, inmiddels kunnen wij er niet omheen dat ook de Nederlandse economie een fikse verkoudheid te pakken heeft. Een steeds maar voortslepende kredietcrisis, hoge voedsel- en energieprijzen, een sterke euro en een 'normale' conjuncturele neergang blijken toch iets te veel voor de veerkracht van de Nederlandse economie. Onze eigen conjunctuurindicator (zie figuur 1) wijst op voorlopig aanhoudend slecht nieuws. In onze raming gaan we er daarom van uit dat de groei in Nederland de komende kwartalen stagneert. Eén of twee kwartalen met een klein minnetje zullen ons daarbij ook niet verrassen, zodat de kans op een technische recessie (twee kwartalen op rij met een krimpende economie) aanwezig is.

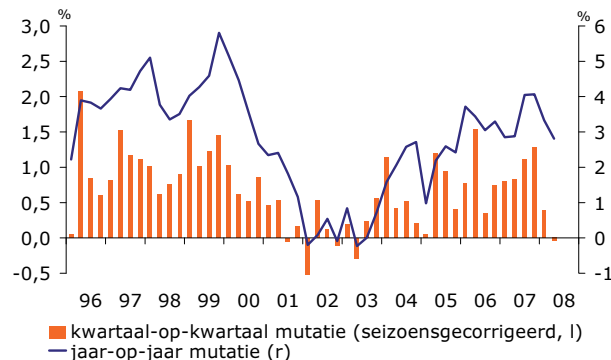
Voor volgend jaar verwachten we een lichte opvering van de economische groei doordat de wereldwijde groei weer wat aantrekt. Toch halveert de jaargroei met 1¼% bijna ten opzichte van het jaarcijfer van dit jaar (2¼%). Dit wordt voornamelijk veroorzaakt doordat de uitbundige groei van eind vorig jaar nog een positief effect heeft op de groei dit jaar (het zogenaamde overloopeffect).

Figuur 1: Rabobank conjunctuurindicator



Bron: Rabobank

Figuur 2: Stagnerende BBP-groei in 2^e kwartaal



Bron: CBS

Nederland

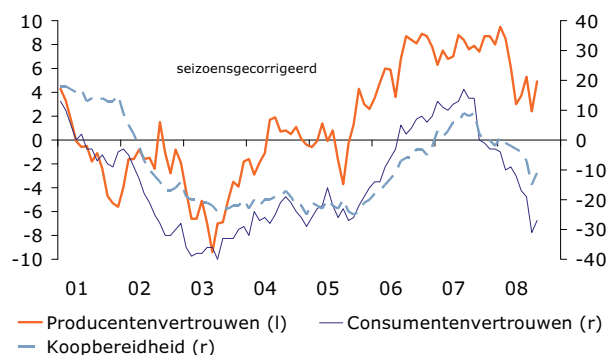
Consument erg somber...

De Nederlandse consument vond als eerste dat het slechte nieuws over de internationale economische situatie wel invloed moest gaan hebben op de eigen portemonnee.

Terwijl er nog niet echt veel slecht nieuws was te melden over de Nederlandse economie, daalde het consumentenvertrouwen in juli verder naar -31, een niveau dat sinds november 2003 niet meer was bereikt. Nog nooit zijn consumenten in één jaar tijd zoveel negatiever gaan denken over hun economische vooruitzichten. Dit past overigens wel in het beeld van de rest van de eurozone.

Meestal wordt een daling van het consumentenvertrouwen vrij snel gevolgd door een vertraging in de BBP-groei (zie figuur 5). Het grote verschil dat op basis van de laatste realisaties tussen beide reeksen bestaat, zou er best wel eens op kunnen wijzen dat de groei van de economie vrij abrupt tot een halt

Figuur 3: Consumenten- en producentenvertrouwen



Bron: CBS

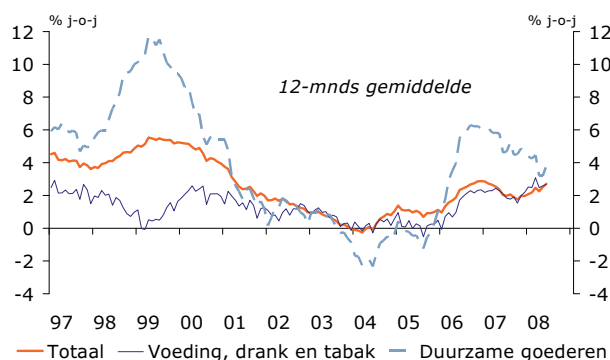
is gekomen.

Net als bij de grootste daling van het consumentenvertrouwen in één maand ooit, in september vorig jaar, verslechterde ook het oordeel over de economische situatie sterk. Aanhoudend slecht nieuws over de kredietcrisis die maar niet over wil gaan, de hoge olieprijs en somberdere economische vooruitzichten hebben dit waarschijnlijk veroorzaakt.

...maar het ergste moet nog komen

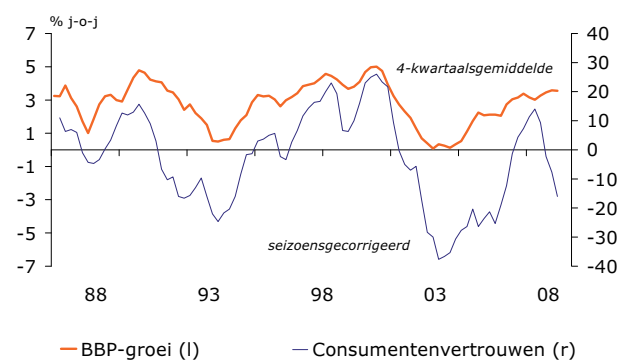
Tot dusver bleef de groei van de duurzame consumptie, ondanks het negativisme van de consument, redelijk op peil. We verwachten echter wel dat deze groei van de consumptie, analoog aan de koopbereidheid, de komende tijd zal inzak-

Figuur 4: Binnenlandse consumptiegroei naar onderdelen



Bron: CBS

Figuur 5: Consumentenvertrouwen en BBP-groei



Bron: CBS

Nederland

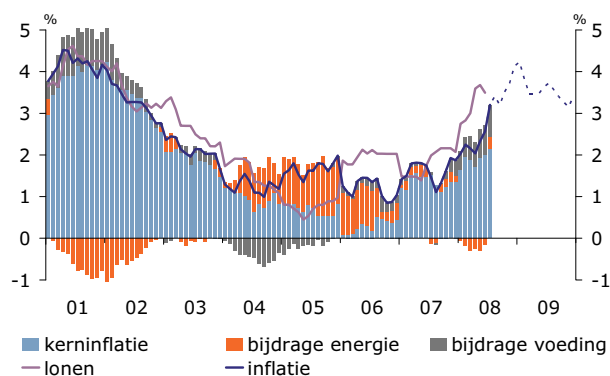
ken. Consumenten zullen in toenemende mate hun geld nodig hebben om de hogere energierekening te betalen.

In juli nam het tempo van de Nederlandse consumentenprijsinflatie toe tot 3,2% (2,6% in juni). Een forse stijging, maar allerm minst onverwacht. De wereldwijde inflatie werd de afgelopen tijd stevig opgestookt door dure olie en hoge voedselprijzen. Nederland bleef hierin achter, vooral doordat de halfjaarlijkse aanpassing van de gasprijzen in januari zeer beperkt bleef (zie figuur 7). Wat dat betreft is in juli een inhaalslag gemaakt; de gastarieven werden stevig opgetrokken en liggen nu ruim 8% hoger dan vorig jaar. Maar de volledige olieprijsontwikkeling van het afgelopen jaar – in euro's zo'n 50% stijging ten opzichte van de eerste zes maanden van 2007 – is ook in de huidige tarieven nog lang niet verwerkt. Wij verwachten dat de gastarieven in januari nog eens met een soortgelijk percentage worden verhoogd. Ondanks de drie voor onze komma blijven we voorlopig nog wel het beste jongetje in de Europese inflatieklas. Maar dit verandert volgend jaar, als de Nederlandse inflatie nogmaals een sprong maakt door de hogere energieprijzen, terwijl in andere Europese landen het grootste leed wat dat betreft geleden is.

Het is in dit licht dan ook verstandig dat de BTW-verhoging per 1 januari 2009 niet doorgaat. Als de BTW-verhoging wel zou zijn doorgevoerd, dan was het inflatietempo ruim door de 4% geschoten. Zeker als de contractloonstijgingen naar de 4% gaan, is de kans aanwezig dat de kerninflatie in Nederland verder oploopt.

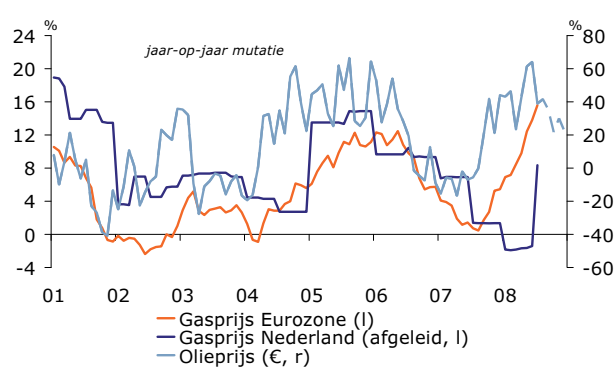
In de loop van 2009 neemt de inflatie geleidelijk af doordat energie- en voedselprijzen minder bijdragen aan de prijsstijgingen. Dit geeft de consument waarschijnlijk weer wat meer vertrouwen in de economie en financiële ruimte waardoor de consumentenbestedingen licht kunnen oplopen. De door ons geraamde groei van de consumentenbestedingen van een ½% in 2009 blijft echter verre van uitbundig.

Figuur 6: Bijdrage inflatie



Bron: CBS, Rabobank

Figuur 7: Gasprijs en olieprijs Nederland en Europa



Bron: CBS, Rabobank, Reuters EcoWin

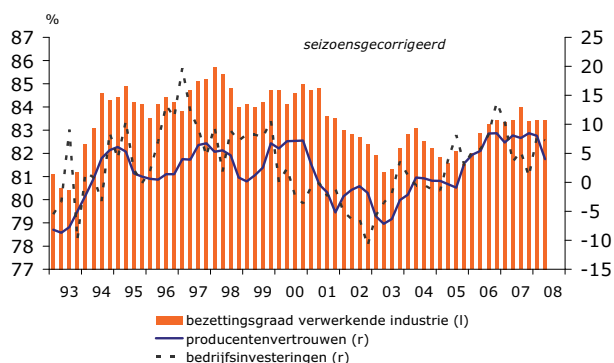
Nederland

Perspectieven producenten minder florissant

Terwijl het consumentenvertrouwen al in september begon te dalen, bleven producenten nog een tijdje langer optimistisch. In januari behaalde het producentenvertrouwen zelfs nog een record. De blijvend hoge waarden waren vooral toe te schrijven aan optimistische verwachtingen over de toekomstige productie. In maart en april kwam aan dit positieve toekomstbeeld een abrupt einde, waardoor het producentenvertrouwen fors daalde (zie figuur 8). Het oordeel over de orderpositie daalde licht, maar bleef positief. De bezettingsgraad bleef in juli met 83,4 gelijk aan die in april. Ondanks deze relatief hoge bezettingsgraad hebben producenten weinig aanleiding om enthousiast plannen te gaan maken voor nieuwe investeringen. De binnenlandse vraag groeit nauwelijks, de uitvoergroei is beperkt en de loonkosten nemen toe; niet echt een mix om als werkgever gelukkig van te worden. Dit jaar wordt het terugzakken van de investeringen nog verhuld door incidentele, niet-conjuncturele investeringen. Hierbij moet gedacht worden aan de aankoop van vliegtuigen en het opleveren van energieprojecten. Voor volgend jaar verwachten we een kleine krimp van de investeringen.

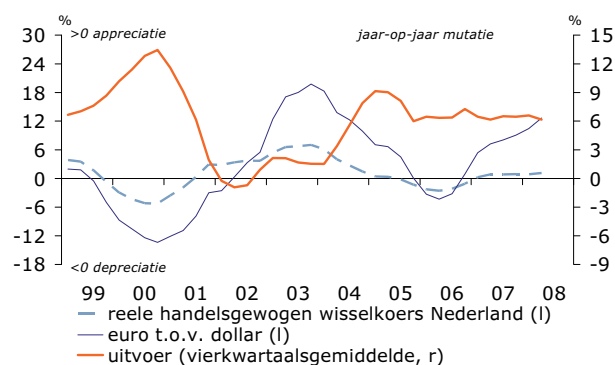
Tot nu toe is de uitvoergroei opmerkelijk stabiel gebleven. Pas in de laatste maanden is er duidelijk sprake van een terugval in de uitvoergroei, waarbij vooral de groei van de wederuitvoer fors is verslechterd. Eigenlijk is het opvallend dat de Nederlandse exportgroei nog zo lang op peil bleef. Normaal gesproken gaat een appreciatie van de euro hand in hand met een mindere groei van de uitvoer (zie figuur 9). Doordat de handelsgewogen wisselkoers een stuk minder is opgelopen, is het effect voor de Nederlandse export een stuk minder negatief geweest. De terugval in de economische groei van de rest van Europa zal ook de komende tijd niet tot blinkende exportprestaties leiden. Pas in de loop van volgend jaar, als de Europese conjunctuur wat aantrekt, zal er weer goed nieuws te melden zijn vanuit de internationale handel.

Figuur 8: Bezettingsgraad, bedrijfsinvesteringen en producentenvertrouwen



Bron: CBS, Rabobank

Figuur 9: Uitvoer en wisselkoersen



Bron: CBS, Rabobank

Nederland

Bescheiden omslag op arbeidsmarkt

De arbeidsmarkt is al een tijdje krap. De vacaturegraad heeft het afgelopen kwartaal weer een nieuw hoogtepunt bereikt en ook de werkloosheid ligt met 4% laag. Wel zijn er grote verschillen tussen de vacaturegraad naar sector en de werkloosheid naar leeftijd en geslacht. Zo is de vacaturegraad met name hoog in de bouwnijverheid (zie figuur 10) en ligt deze bijna op het niveau van begin deze eeuw. In andere sectoren, zoals de financiële en zakelijke dienstverlening, heeft de vacaturegraad haar vorige hoogtepunt nog niet behaald. De werkloosheid is de afgelopen jaren teruggelopen tot het huidige niveau van ongeveer 4%. Voor bepaalde groepen werknemers, zoals mannen tussen de 25 en 44 jaar, ligt de werkloosheid met 1,8% weer op het niveau van 2001.

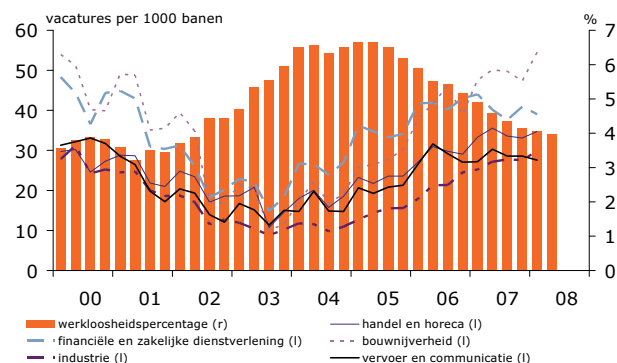
Toch is in de huidige conjunctuurcyclus de toename van het aantal banen aanzienlijk kleiner geweest dan in de vorige cyclus (zie figuur 11). Door de geringere groei van de beroepsbevolking is de werkloosheid in de afgelopen jaren gedaald. Te verwachten valt dat de beroepsbevolking, onder andere als gevolg van de vergrijzing, de komende jaren nog minder snel toeneemt. Hierdoor zal de arbeidsmarkt ook bij een afname van de groei krap blijven.

De werkloosheid is de eerste helft van het jaar gestabiliseerd en de werkgelegenheidsgroei neemt af. We verwachten dat de groei van de werkgelegenheid, als gevolg van groeivertraging, verder onder druk komt te staan. Hierdoor zal de werkloosheid in de loop van volgend jaar licht oplopen. Toch zullen de contractlonen ook volgend jaar nog behoorlijk stijgen. Vakbonden zetten in op compensatie van de inflatie en doordat sommige segmenten van de arbeidsmarkt zeker nog krap zijn, zal dit vaak ook lukken.

Collectieve sector: Herintroductie van de Hollandse ziekte?

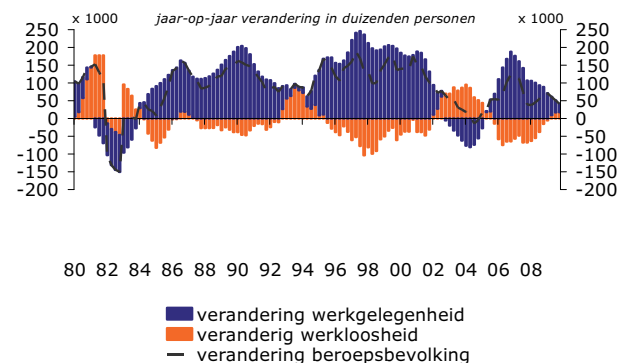
Het kabinet durft zijn handen niet te branden aan de verhoging van de BTW per 1 januari 2009. Het op zichzelf verstandige voorstel –verlaging van de lasten op

Figuur 10: vacaturegraad naar sector



Bron: CBS, Rabobank

Figuur 11 Verandering werkgelegenheid, werkloosheid en beroepsbevolking



Bron: CBS, Rabobank

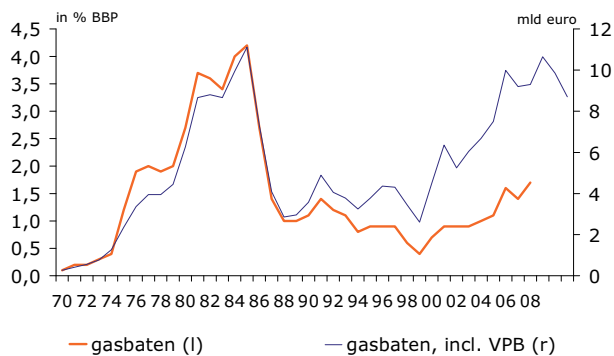
Nederland

arbeid door de WW-premie voor werknemers af te schaffen en de BTW met 1% te verhogen- is het slachtoffer geworden van een ongelukkige timing. Te begrijpen is dat het kabinet nu niet nog een schepje bovenop de toch al snelle geldontwaarding wil doen. Zo komt van uitstel afstel. Als de verlaging van de WW-premie wel doorgaat – wat door de regering afhankelijk is gemaakt van het gedrag van de sociale partners – ontstaat een structureel gat van 1,4 mld euro op de rijksbegroting. Samen met de andere tegenvallers (voornamelijk tekorten bij de kinderopvang) is het wel de vraag hoe de regering dit gat gaat dichtten. Wij vrezen dat het kabinet de verleiding van de oplopende aardgasbaten moeilijk kan weerstaan. In 2009 liggen de aardgasbaten naar verwachting ongeveer 5 mld euro hoger dan in 2004 (zie figuur 12). In tijden van onenigheid over het vullen van gaten in de begroting is het erg verleidelijk om dit geld, dat meteen beschikbaar is, te gebruiken. Want als het kabinet dit doet, blijft er nog steeds een overschot op de begroting bestaan van ongeveer 1% BBP. Maar voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën is dit geen goede zaak.

Alles negatief?

De conjuncturele tegenwind is op dit moment sterk voor de Nederlandse economie. Maar structureel staat de economie er, zeker in vergelijking met bijvoorbeeld de VS of Italië, goed voor. De overheidsfinanciën zijn redelijk op orde, zodat deze neergang niet gepaard gaat met grote ingrepen in de economie die procyclisch kunnen werken. Dit is een groot verschil met de vorige neergang begin deze eeuw. Ook voor massawerkloosheid hoeven we niet te vrezen. Nu maar hopen dat het kabinet, maar ook de vakbonden, deze weelde kunnen dragen. Voor vakbonden betekent dit geen buitenproportionele looneisen stellen, zodat de Nederlandse concurrentiepositie niet wordt ondergraven. Voor het kabinet betekent dit vooral koersen op een structureel begrotingoverschot, en niet in de verleiding komen tijdelijke meevallers in te zetten voor structurele uitgaven.

Figuur 12: Gasbaten in Nederland



Bron: Ministerie van Economische Zaken

Hans Stegeman
H.W.Stegeman@rn.rabobank.nl

Tabel 1: Kerngegevens Nederland

jaar op jaar mutatie in %	2006	2007	2008	2009
Bruto Binnenlands Product	3,4	3,5	2¼	1¼
Particuliere consumptie*	3,5	2,1	1½	½
Overheidsconsumptie*	1,8	3,0	1¼	2
Private investeringen	8,3	4,9	5½	-1¾
Bruto investeringen	7,5	4,9	5¼	-1
Goederen- en dienstenuitvoer	7,3	6,5	3½	2½
Goederen- en diensteninvoer	8,2	5,7	4	1½
Consumentenprijsindex	1,2	1,6	2¾	3½
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	5,5	4,5	4	4¼
Begrotingssaldo overheid (% BBP)	0,5	0,4	1	1¼
Saldo lopende rekening (% BBP)	7,6	8,3	6¾	8

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

Bron: CBS, Rabobank

Eurozone

In mineur

Het economisch sentiment in het eurogebied is in slechts een paar maanden tijd sterk verslechterd. Er werd al rekening gehouden met een zwak tweede kwartaal als echo van het onverwacht sterke eerste kwartaal, maar de vertraging lijkt zich nu te verbreden tot de economische dynamiek binnen de eurozone. De vooruitzichten van een afnemende inflatie bieden het belangrijkste lichtpunt.

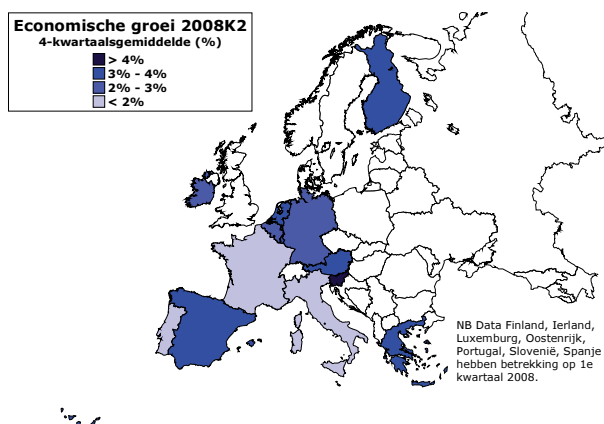
Tweede kwartaal minder slap dan gevreesd

De eurozone economie groeide in het tweede kwartaal van 2008 1,5% in volume ten opzichte van hetzelfde kwartaal een jaar geleden (jaar-op-jaar), maar kromp met 0,2% ten opzichte van het eerste kwartaal van dit jaar (kwartaal-op-kwartaal). Van de grootste vijf eurolanden wist alleen Spanje een minimale groei van 0,1% k-o-k te realiseren. Voor Spanje, dat de laatste tien jaar gemiddelde genomen 0,9% k-o-k groeide, was dit echter een zo teleurstellend cijfer dat de regering van vakantie terugkeerde voor economisch crisisberaad. De krimp met 0,5% k-o-k van de Duitse economie werd daarentegen met gematigd optimisme ontvangen. Kort voor de verschijning van de cijfers hield men namelijk nog rekening met een krimp van maar liefst 1,0% k-o-k. Het kan verkeren.

Inflatie reikt nog hoger

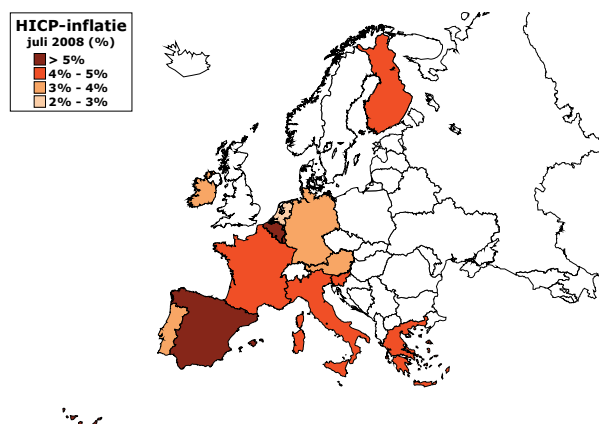
In tegenstelling tot de groei hielden de geharmoniseerde Europese consumentenprijzen hun hoge groeitempo haast moeiteloos vast. De inflatie noteerde 4% in juli, ongewijzigd ten opzichte van juni. Ten tijde van ons vorige Economische Kwartaalbericht was ons land met 1,7% het beste jongetje uit de Europese inflatieklas. Momenteel is het dat nog steeds, maar nu wel met een inflatietempo dat volgens de Europese definitie al is opgelopen tot 3%. Er is dan ook geen enkel land meer in de eurozone dat in de verste verte nog voldoet aan de ECB-definitie van prijsstabiliteit, namelijk een inflatie van dichtbij, maar onder de 2% (figuur 2). We moeten ons troosten met het gegeven dat de inflatie de komende tijd naar alle waarschijnlijkheid duidelijk zal teruglopen.

Figuur 1: Economische groei in het Eurogebied



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 2: Hoge inflatie breed gedragen



Bron: Reuters EcoWin

Eurozone

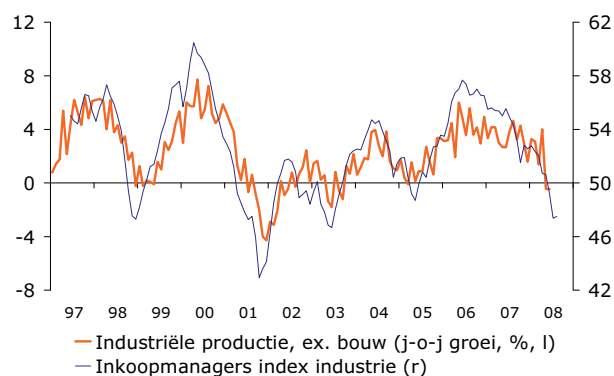
Productie levert in, vooruitzichten zwak

Het Europese industriële productievolume kromp in mei en juni met respectievelijk 0,4% en 0,5% ten opzichte van dezelfde maand vorig jaar. Dat markeerde een scherp contrast met de eerste vier maanden van dit jaar, toen het productievolume nog groeide met gemiddeld 2,9% j-o-j (figuur 3). Natuurlijk werd de productiegroei in de eerste maanden van dit jaar gesteund door het zachte winterweer, zodat al rekening werd gehouden met een terugval in het tweede kwartaal. De vooruitkijkende inkoopmanagersindex geeft echter aan dat we de komende maanden rekening moeten houden met een aanhoudende krimp in de industriële productie, wat duidt op een eveneens zwak derde kwartaal.

Duitse diesel slaat af

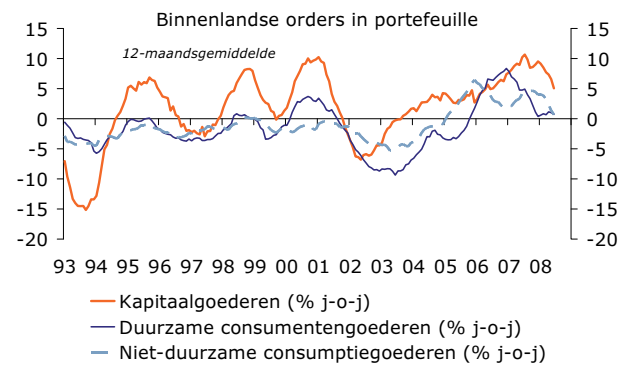
Kijken we naar Europa's industriële hart, Duitsland, dan zien we dat de productiezwakte vooral een reflectie is van de mate waarin de interne dynamiek in het eurogebied aan kracht verliest. Zo zien we dat de Duitse uitvoerorders voor kapitaalgoederen in juni bijna 20% lager stonden dan een jaar geleden. Een dergelijke sterke orderterugval in Duitsland hebben we niet meer gezien sinds december 1992, toen Europa in de ban was van de EMS wisselkoerscrisis. Bovendien blijkt de terugval volledig toe te rekenen te zijn aan de orderterugval bij afnemers binnen het eurogebied, niet eens bij afnemers buiten het eurogebied. Dat onderstreept nog maar eens dat de Europese investeringssput buiten adem is geraakt. Indirect zien we hier waarschijnlijk evengoed ook de effecten terug van de hardheid van de euro van de afgelopen kwartalen, die de uitvoervooruitzichten van de Europese afnemers van Duitse kapitaalgoederen hebben verzwakt. Maar ook de Duitse industriële orderportefeuilles met een binnenlandse bestemming vertonen een aanzienlijke verzwakking, zowel voor wat betreft kapitaalgoederen als consumptiegoederen (figuur 4). Duitsland lijkt daarmee af te stevenen op een breed gedragen economische afkoeling en niet in staat om de eurozone door deze lastige tijden te slepen.

Figuur 3: Industrie levert in na sterke jaaropening



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 4: Duitse orderportefeuilles onder druk



Bron: Reuters EcoWin

Eurozone

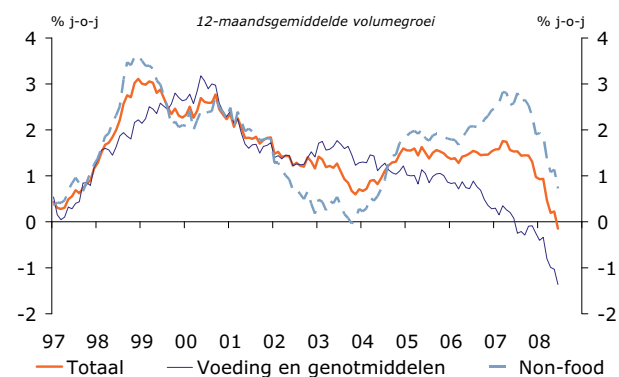
Sobere, sombere consument

De Europese consument heeft veel te verduren. In een aantal eurozone landen koelen de huizenmarkten sterk af, de kredieteisens zijn flink aangescherpt en de economie lijkt ineens wel heel erg snel af te koelen, met gevolgen voor de werkgelegenheidsvooruitzichten. En dan hebben we het nog niet gehad over de dure energie en het dure voedsel dat de inflatie aanjaagt en de koopkracht uitholt. Het mag dan ook niet verbazen dat in de meeste eurolanden de consument inmiddels veel somberder en soberder is geworden. Dat laatste zien we ook duidelijk terug in de detailhandelsverkoop, die de afgelopen maanden de zwakke lijn van het begin van het jaar hebben voortgezet (figuur 5). Niet alleen op duurzame goederen, maar ook op voedsel werd weer flink bezuinigd. De verkoop van voeding en genotmiddelen lag in juni 1½% lager dan een jaar geleden.

Franse consument: rien ne va plus?

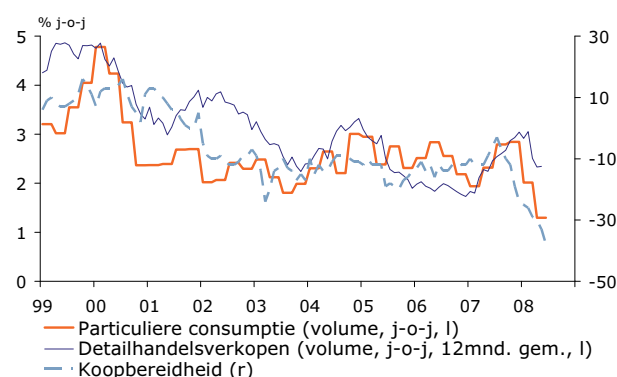
Zelfs in Frankrijk, het Europese consumptiebastion, lijkt de consument flink van slag. Het consumentenvertrouwen raakte de afgelopen twaalf maanden in een soort vrije val (figuur 6). Dat is extra zorgelijk omdat de Franse consument de afgelopen zeven jaar de motor was achter de Europese consumptiegroei en zo ook een stevige impuls aan de Europese economische groei leverde. Van 2001 tot en met 2007 nam de Bourgondisch ingestelde Franse consument bijna een derde van de Europese consumptiegroei voor zijn rekening. Maar de Franse consumptiegroei viel in het tweede kwartaal van dit jaar terug tot 1,3% j-o-j en dat is het laagste groeicijfer in meer dan tien jaar. De pessimistische stemming van de consument belooft bovendien weinig goeds voor de nabije toekomst. Gelukkig vertoonde de Franse consumptiegroei zich in het verleden niet altijd even gevoelig voor het consumentenvertrouwen. Wij hopen dan ook dat de Franse consument in de vertrouwenscijfers vooral zijn hart laat spreken, maar niet zijn handelen vooraankondigt.

Figuur 5: Duur voedsel tikt door



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 6: Franse consument sobert nu wél mee



Bron: Reuters EcoWin

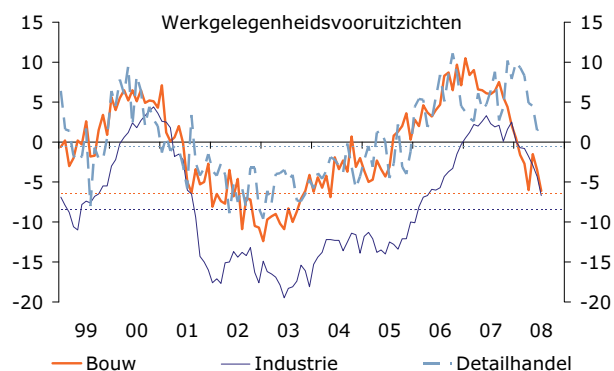
Eurozone

Arbeidsmarkt nadert omslagpunt

De afkoelende eurozone economie heeft uiteraard haar weerslag op de werkgelegenheidsvooruitzichten. Deze hebben het afgelopen jaar dan ook behoorlijk wat terrein prijsgegeven (figuur 7). Dat begon met de werkgelegenheidsvooruitzichten in de bouw in de loop van vorig jaar, waar natuurlijk de problemen op een aantal Europese huizenmarkten al in een vroeg stadium tot uitdrukking kwamen. In de industrie piekten de vooruitzichten nog rond de jaarwisseling, om vervolgens terug te zakken tot dicht bij het langjarig gemiddelde. Hier zien we ook een bevestiging dat de productiegroei in het sterke eerste kwartaal vooral weersgerelateerd moet zijn geweest, want de producenten hadden toen al het idee in de nabije toekomst met minder personeel toe te kunnen. In harmonie met het wegzakken van de detailhandelsverkoop in de afgelopen maanden zien we dat ook de werkgelegenheidsvooruitzichten in die sector sterk terugvallen. Daar zal de Europese consument weinig enthousiast van worden. Maar nog steeds liggen de werkgelegenheidsvooruitzichten niet alleen in de industrie, maar ook in de bouw en de detailhandel op of net boven hun langjarig gemiddelde. Daarom vormen zij in onze optiek evenmin een bron van pessimisme.

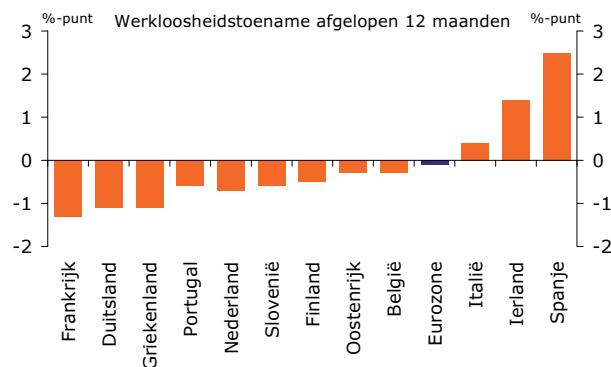
Daarnaast is het ook goed om te realiseren dat de verschillen op de arbeidsmarkten binnen het eurogebied enorm zijn. In Frankrijk, Duitsland en Griekenland nam het werkloosheidspercentage de afgelopen twaalf maanden nog met (ruim) 1%-punt af, terwijl het in Spanje toenam met 2½%-punt (figuur 8). Net als in Spanje weegt de huizenmarktcorrectie ook in Ierland zwaar door op de arbeidsmarkt en de werkloosheid liep er met bijna 1½%-punt op. De Italiaanse economie zit al langere tijd 'gewoon' in het slop en ervaart nu ook een oplopende werkloosheid. In de overige landen nam de werkloosheid het afgelopen jaar nog wel licht af, maar lijkt die momenteel uit te bodemen. In België, Finland en Slovenië laten de jongste cijfers al weer een lichte stijging van het werkloosheidspercentage zien.

Figuur 7: Geen impuls vanuit de arbeidsmarkt



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 8: Grote verschillen tussen landen



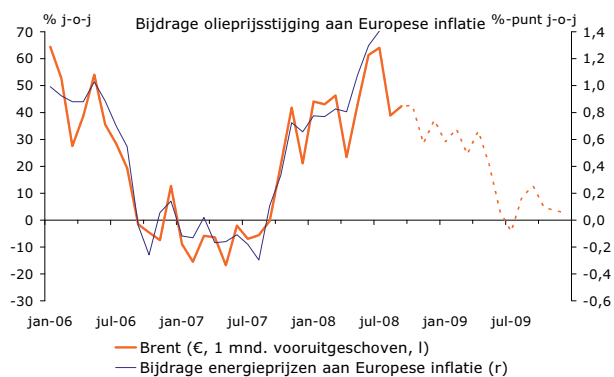
Bron: Reuters EcoWin

Eurozone

Lagere inflatie in het vooruitzicht

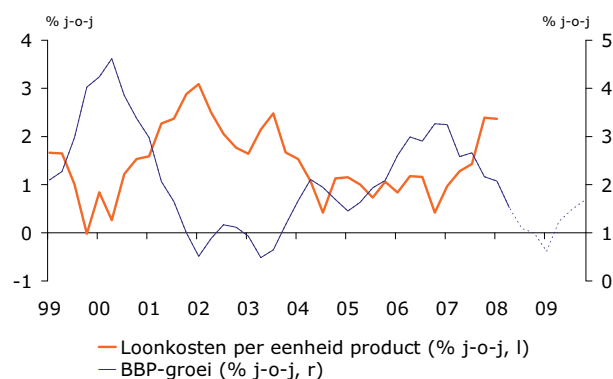
Vooral vanuit de kant van de inflatie zien we dat de consument het komende jaar weer lucht gaat krijgen. De snelle olieprijsstijgingen van de afgelopen jaren zijn in ieder geval voor nu even tot stilstand gekomen. Na een piek begin juli tot een prijs per vat ruwe Noordzeeolie van bijna \$144 is er sindsdien sprake geweest van een forse daling tot even onder \$110 half augustus. Olie blijft hiermee duur, zeker wanneer we de prijs uitdrukken in euro. Deze boette de afgelopen maanden immers aan kracht in ten opzichte van de dollar. Maar de bijdrage van olieprijsstijgingen aan de inflatie in het eurogebied zal de komende maanden evengoed snel gaan afnemen. Van de 4% inflatie is momenteel 1,4%-punt (ruim 1/3) toe te schrijven aan stijgende energieprijzen. Bij de huidige oliepijzen en de marktverwachtingen daarvan voor de komende anderhalf jaar zal die bijdrage in de loop van 2009 geheel verdwijnen (figuur 9). Daarnaast zal ook de kerninflatie (de inflatie geschoond voor de prijsstijging van energie en onbewerkt voedsel) als gevolg van de economische afkoeling rond het eind van 2008 of het begin van 2009 een daling gaan inzetten. Die verwachting volgt uit het historische verband tussen de economische groei en de arbeidskosten per eenheid product, waarbij de arbeidskosten met een vertraging van anderhalf tot twee jaar meebewegen met de economische groei (figuur 10). Met de top van de groeicyclus in het eerste kwartaal van 2007 mogen we dus in de tweede helft van dit jaar de top in de groei van de arbeidskosten per eenheid product – en daarmee de loondruk op de inflatie – verwachten. Dat alles bij elkaar genomen betekent dat het inflatiecijfer in januari 2009 al gedaald kan zijn tot net boven 3%, terwijl dat in de tweede helft van 2009 al rond 2½% kan liggen. En daarmee komt *en passant* de prijsstabiliteitsdoelstelling van de ECB weer in zicht. Lagere inflatie betekent voor de consument dat de koopkracht minder snel wordt uitgehouden, wat via een herstel van het consumentenvertrouwen een impuls aan de economische groei kan geven.

Figuur 9: Energie-inflatie raakt uitgebrand



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 10: Loondruk volgt met enige vertraging



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Eurozone

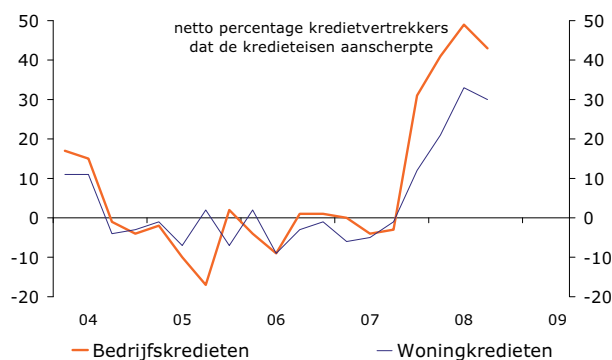
Aanscherping kredieteen minder fors

Ook vanuit de driemaandelijke *Bank Lending Survey* van de ECB kunnen we een voorzichtig lichtpunt destilleren. De jongste enquêteresultaten geven weliswaar aan dat Europese kredietverstrekkers de kredieteen ook in het derde kwartaal verder hebben aangescherpt voor zowel hypotheek- als bedrijfskredieten. Maar tegelijkertijd is die aanscherping minder fors dan in het voorgaande kwartaal (figuur 11). Een gunstig teken, maar nog wel broos en we zien graag een verdere afvlakking van de aanscherping van de kredieteen in het vierde kwartaal voordat we in een kentering kunnen gaan geloven.

2009 op eigen kracht

Al met al zal 2008 een zwak vervolg kennen op de economische krimp in het tweede kwartaal. We zullen ons tevreden moeten stellen met een geringe economische groei. Zelfs een technische recessie – twee kwartalen op rij een negatieve groei – kan niet worden uitgesloten. Wij gaan uit van een gematigd herstel van de groei in 2009, waarbij de consumptie wat kan aantrekken aan de hand van een licht koopkrachtherstel. De sterk teruggevallen uitvoergroei wordt in de loop van volgend jaar enigszins opgevangen door de doorwerking van de in de tweede helft van 2008 wat goedkopere euro. Aan de jaarcijfers zal dit herstel overigens niet goed af te lezen zijn. Aangezien 2008 een zwak uiteinde kent, draagt het namelijk ook niet bij aan een goede uitgangspositie voor de groei in 2009, die daardoor op 1¼% zal blijven steken. Een mager jaar dus, maar wel een jaar waarin de basis wordt gelegd voor een verder herstel na 2009. En de uitgangspositie voor de verdere economische toekomst blijft gunstig te noemen, met een relatief laag blijvend werkloosheidspercentage en dito begrotingstekort. Alleen Italië en Ierland lopen nadrukkelijk het risico om in het Europese strafbankje te moeten plaatsnemen op basis van hun begrotingstekort, dat naar verwachting de 3%-grens van het Europese stabiliteitspact gaat doorbreken.

Figuur 11: Strengere kredieteen



Bron: Reuters EcoWin

Tabel 1: Kerngegevens Eurozone

jaar op jaar mutatie in %	'06	'07	'08	'09
Bruto binnenlands product	2,9	2,6	1½	1¼
Particuliere consumptie	1,9	1,5	1	1
Overheidsconsumptie	2,0	2,3	1½	1½
Private investeringen	6,0	4,7	2¼	½
Uitvoer goederen en diensten	8,3	6,1	2¾	2¼
Invoer goederen en diensten	8,0	5,4	2	1¾
Consumentenprijzen	2,2	2,1	3¾	2¾
Werkloosheid (%)	8,3	7,5	7¼	7½
Begrotingssaldo (% BBP)	-1,4	-0,7	-1	-1¼
Saldo lopende rekening (% BBP)	-0,2	0,2	-½	-½

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

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

Verenigde Staten

Stilte voor de storm

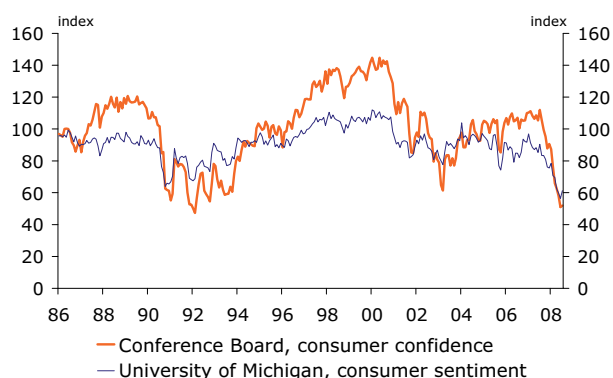
In het tweede kwartaal heeft de Amerikaanse economie even naar lucht kunnen happen, dankzij een fiscale stimuleringsmaatregel, een zwakke dollar en een robuuste wereldeconomie. Maar het beeld voor de rest van het jaar ziet er een stuk slechter uit nu deze factoren dreigen weg te vallen.

Consument raakt in de knel

In het vorige Kwartaalbericht wezen we er al op dat herzieningen van BBP-cijfers regelmatig voor verrassingen zorgen. De meest recente revisie van de cijfers van 2005 tot en met het eerste kwartaal van 2008 laat zien dat de Amerikaanse economie al in het laatste kwartaal van 2007 een licht negatieve reële groei (-0,2% geannualiseerd) liet zien. Hierop volgde een eerste kwartaal van 2008 met per saldo een bescheiden positieve groei van 0,9%. Ondanks de crisis op de huizenmarkt en in de financiële sector kwam de economie in het tweede kwartaal weer op gang en bereikte zij een groei van 3,3%. Helaas ziet het er niet naar uit dat dit het begin is van een herstel van de Amerikaanse economie. De kracht van het tweede kwartaal zat vooral in de consumptieve bestedingen en de netto export. De Amerikaanse consument profiteerde in mei van een fiscale stimuleringsmaatregel, terwijl de exporteurs profiteerden van de zwakke dollar (de eurodollarkoers raakte in april de 1,60) en de robuuste groei in de rest van de wereld.

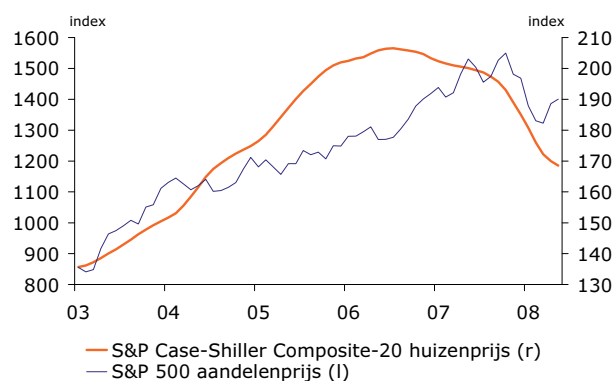
Deze gunstige samenloop van omstandigheden is echter van tijdelijke aard. In de rest van het jaar zal de consument zijn hoge energierekening moeten betalen zonder cheque van de overheid. Ondertussen is zijn huis in waarde gedaald, geldt hetzelfde voor zijn aandelenportefeuille en verscherpen banken hun kredietbehoefte. Bovendien begint de werkloosheid steeds verder op te lopen en zullen we naar verwachting al voor het einde van het jaar de 6,0% bereiken. Het is dan ook niet vreemd dat het consumentenvertrouwen op recessieniveau ligt. De consumentenbestedingen zullen in de loop van het jaar dan ook omlaag moeten. Ook de netto export zal aan kracht inboeten. Zoals we elders in dit Kwartaalbericht kunnen lezen, koelt de wereldeconomie, in het bijzonder de Europese, in

Figuur 1: Vertrouwen consument op laag pitje



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 2: Huizen en aandelen zijn minder waard

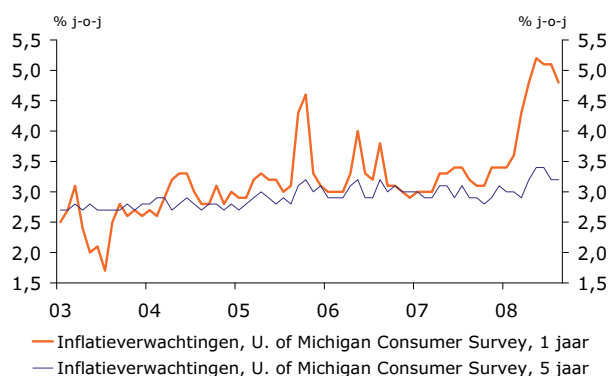


Bron: Reuters EcoWin

Verenigde Staten

een hoog tempo af. Dit heeft ook negatieve gevolgen voor de Amerikaanse exportsector. Al met al betekent dit dat de Amerikaanse economie het in de tweede helft van het jaar een stuk moeilijker gaat krijgen, nu de consumptie en netto

Figuur 3: Inflatieverwachtingen consument zijn licht afgenomen



Bron: Reuters EcoWin

export aan kracht zullen verliezen. We verwachten dan ook een negatieve BBP-groei in het derde en vierde kwartaal. Na de neerwaartse correctie in het niveau van de consumentenbestedingen, kunnen we in de loop van 2009 waarschijnlijk een voorzichtig herstel van de economie tegemoet zien. Een terugkeer naar trendgroei zit er voorlopig nog niet in: de huizenmarkt zal nog ver tot in 2009 een blok aan het been blijven en de problemen in de financiële sector blijken weerbarstig. Het ziet er, kortom, naar uit dat Amerika is beland in een recessie die weliswaar niet diep lijkt, maar ook niet kortstondig.

Een probleem dat een herstel in de loop van 2009 in de weg kan staan, is dat de drastische

renteverlagingen van de Fed vooral ten gunste lijken te komen van banken en ook nog wel -zij het in bescheiden mate- aan bedrijven. Maar de transmissie van het monetaire beleid in de richting van de consumenten hapert tijdens deze recessie: hypotheekrentes hebben slechts in beperkte mate gereageerd op de renteverlagingen. Zolang banken in de problemen blijven, zal monetair beleid waarschijnlijk weinig kunnen bijdragen aan het stimuleren van de consumptieve bestedingen. Het ziet er dan ook naar uit dat er een substantiële rol voor de overheid is weggelegd om de economie met behulp van fiscaal beleid weer op gang te krijgen. Omdat hierdoor het overheidstekort alleen nog maar verder oploopt, zal dit gepaard gaan met een stijging van de lange rentes.

Inflatieverwachtingen zijn afgenomen

Maar er is ook goed nieuws: de opmars van de olieprijs van \$52 (Dated Brent) in januari 2007 tot \$144 medio juli 2008 is voorlopig tot stilstand gekomen. In de loop van augustus werd de \$110 zelfs alweer bereikt. Dit heeft geleid tot een flinke daling van de inflatieverwachtingen in de financiële markten. De inflatieverwachtingen van consumenten liggen echter nog steeds op een hoog niveau. De verwachte inflatie een jaar vooruit ligt zelfs op het niveau van begin jaren tachtig. Dit betekent dat tweede-ronde-effecten – ondanks de zwakke economie en krimpende arbeidsmarkt – mogelijk een rol kunnen gaan spelen. Tenslotte lagen de benzineprijzen in juli 83% hoger dan in januari 2007. De fors hogere energieprijzen zouden daarom met vertraging kunnen doorwerken in de kerninflatie, met name als de economie in de loop van 2009 weer aantrekt. Inclusief energie en voedsel zal de consumentenprijsinflatie (j-o-j) de komende maanden waarschijnlijk afnemen, tenzij de olieprijzen opnieuw sterk gaan stijgen.

Philip Marey
Philp.Marey@rabobank.com

China

(On)terechte zenuwen?

De Chinese overheid maakt zich ongerust. In de laatste maanden is de reële groei sterk gedaald ten opzichte van het hoge groeitempo van vorig jaar. De angst is dat onvoldoende groei van de economie kan leiden tot sociale spanningen. De overheid heeft dan ook een reeks beleidsmaatregelen aangekondigd om de exportsector te ondersteunen. Op deze manier hoopt zij het groeimomentum te versterken. Het land heeft echter ook te maken met een hoge inflatie, die ook tot sociale onrust kan leiden. Het is de vraag of China zijn beleid niet te snel aan het verruimen is.

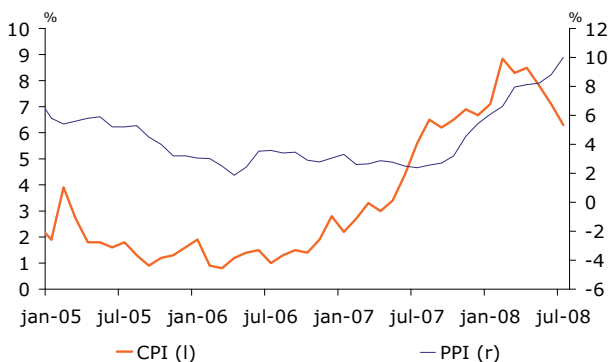
Beleid hielp inflatie te beperken

Sinds de eerste helft van 2006 is de inflatie stevig aangetrokken. De prijsstijgingen waren met name het gevolg van de sterke groei van de Chinese economie in combinatie met de stijging van de grondstofprijzen. Om de inflatie te beperken, heeft de Chinese overheid een aantal succesvolle maatregelen getroffen. Het inflatiecijfer voor consumenten (CPI) daalde dit jaar ten opzichte van het hoogtepunt in februari (8,8% jaar-op-jaar) en bedroeg in juni 7,1% j-o-j.

Ook de Chinese overheid bemoeit zich met de prijsstelling van verschillende basisgoederen. Dit heeft aanvankelijk uiteraard een dempend effect gehad op de inflatie, maar de secundaire gevolgen op lange termijn zijn ook duidelijk. In de elektriciteitsmarkt leidden de prijsmaatregelen tot frequente stroomstoringen in heel China. Private partijen zijn minder geïnteresseerd om te investeren in een sector met een overheidsbemoeyenis die op de winst drukt. Hierdoor zal de inflatoire druk op lange termijn stijgen.

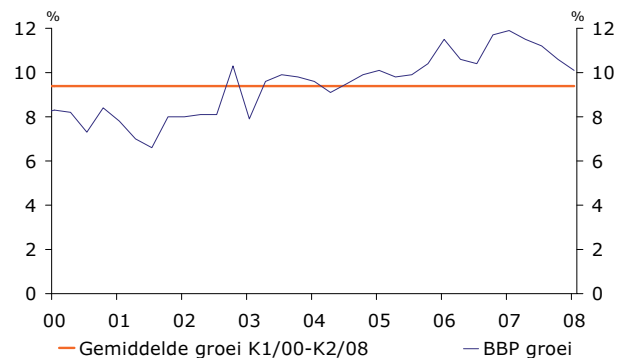
Naast prijsmaatregelen trof de overheid monetaire maatregelen. Banken kregen een hogere reserveverplichting opgelegd en een verplichting tot kredietbeheersing, een kredietplafond. De toename van de reserveverplichting in het eerste halfjaar van 2008 had een vergelijkbaar effect op de prijs van kapitaal met 300 basispunten. Desalniettemin is de reële rente nog altijd negatief. Het monetair

Figuur 1: Inflatie



Bron: EIU

Figuur 2: Economische groei



Bron: EIU

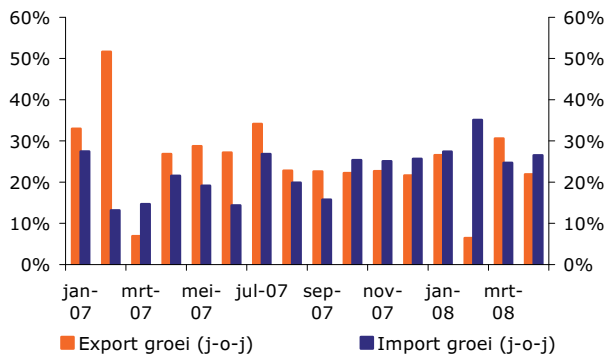
China

beleid kan dan ook nog steeds worden geschetst als ruim.

Een onzekere factor voor de CPI op lange termijn is de inflatie voor producenten (PPI). Deze sprong in juni namelijk naar 8,8% j-o-j, vergeleken met de 8,2% in

mei. De voornaamste aanjagers van deze hoge PPI waren de scherpe prijsstijgingen van basismaterialen, brandstof en energie. De groei in kosten van olie-importen laat dat duidelijk zien. De hoeveelheid geïmporteerde olie lag in de eerste helft van het jaar slechts 10% hoger dan een jaar eerder, vergeleken met een toename van 12% in 2007. Daarentegen steeg de waarde van de olie-importen in dezelfde periode met 86%. Hoewel analisten verwachten dat de CPI in de komende periode zal dalen, levert de stijging van de PPI op lange termijn een gevaar op voor de inflatie.

Figuur 3: Import en export



Bron: EIU

De economische groei zakt terug

De zorgen over de inflatie lijken af te nemen, terwijl de zorgen over de economische groei in China juist toenemen. De reële groei van de Chinese economie moest in de afgelopen maanden wederom aan kracht inboeten en kwam in het tweede kwartaal uit op 10,1% (j-o-j) in vergelijking met 11,9% voor dezelfde periode in 2007. De binnenlandse groeifactoren bleven het goed doen. Investeringen groeiden met 26,3% (j-o-j) en de nominale omzet van de detailhandel met 23% (j-o-j).

Voornaamste oorzaak voor de Chinese groeivertraging is een teleurstellende groei van de export. De economische terugslag in de VS speelt hierbij een grote rol. De VS zijn goed voor 19% van de totale Chinese uitvoer. De export naar de VS groeide in de eerste zes maanden van het jaar met slechts 9% j-o-j (nominaal), ten opzichte van 14% exportgroei in 2007.

Naast de gevolgen van de internationale economische malaise droegen interne factoren bij aan de tegenvallende exporten. De Chinese overheid heeft het systeem van belastingvoordelen voor de export aangepast, waardoor exporteren duurder is geworden. Bovendien zijn de lokale kosten voor arbeid en grond gestegen en is de yuan geapprecieerd ten opzichte van de Amerikaanse dollar en de Japanse yen. In zijn geheel remde de exportgroei af van 26% (nominaal) in heel 2007 naar 22% j-o-j in de eerste helft van 2008.

Niettemin blijft de Chinese economie op korte termijn snel groeien. De gemiddelde groei van het reële BBP zal dit jaar naar verwachting op of iets onder de 10% uitkomen; de verwachting voor 2009 is 9%. Investeringen zullen opnieuw verantwoordelijk zijn voor het leeuwendeel van deze expansie. Wel zullen de consumptie van de Chinese bevolking en de overheidsbestedingen gezamenlijk meer aan de groei bijdragen dan de investeringen.

China

Hierdoor is er een eind gekomen aan de onevenwichtige situatie waarin de groei vooral afhankelijk was van de investeringen. En dat is een positief signaal. Maar er zijn nog steeds belangrijke conjuncturele risico's, zoals een bovenverwachte

verslechtering van de voornaamste buitenlandse economieën, het opnieuw aantrekken van de inflatie en een scherpe daling van de vastgoedprijzen.

Tabel 1: Kernegevens China

Jaar op jaar volume-mutatie in %	2007	2008	2009
Bruto Binnenlands Product	11,9	10	9
Binnenlandse vraag	7,1	10	10
Goederen- en dienstenuitvoer	21,0	14	13
Goederen- en diensteninvoer	12,2	15	16
Consumentenprijsindex (% toename)	4,8	6	4
Saldo lopende rekening (% BBP)	11,8	10½	9½

Bron: EIU, Rabobank

Verschuiving van beleid naar groei

Een groei van het reële BBP van 10% is nog steeds gezond te noemen. Desondanks zijn de Chinese autoriteiten niet gerust op de scherpe groeidaling ten opzichte van 2007. Daarom heeft de overheid een reeks beleidsaanpassingen aangekondigd die gericht zijn op het stimuleren van de groei. De Chinese overheid is vooral beducht op een verdere terugval van de exportsector. De grootste exportindustrieën

zijn arbeidsintensief. Minder export zou dus direct kunnen leiden tot hogere werkloosheid en eventueel sociale onrust. Om de textiel- en kledingsector te ondersteunen, verhoogde de overheid de belastingvoordelen voor de export weer van 11% naar 13%. Hiernaast verwachten analisten dat de Chinese regering de waardeinstijging van de yuan zal gaan afremmen om de exportgroei te stabiliseren. Deze maatregelen zullen ertoe leiden dat het enorme handelsoverschot, dat juist aan het verkleinen was, weer toeneemt. Het handelsoverschot kwam uit op USD 99 miljard in het eerste half jaar van 2008, een daling van USD 13,2 miljard in vergelijking met dezelfde periode vorig jaar.

Ook verhoogden de autoriteiten het plafond voor binnenlandse bankleningen voor 2008 met 5% om kredietgroei te stimuleren. Deze maatregel moet door meer investeringen de neergang van de export compenseren. Hiermee worden eerdere maatregelen bedoeld om de investeringsgroei te temperen, teniet gedaan. Deze beleidsaanpassingen lijken erop te wijzen dat er een periode van monetaire verruiming op stapel staat.

De autoriteiten moeten er echter op bedacht zijn het beleid niet te snel te verruimen. De huidige inflatie is nog steeds hoog en de reële rentevoeten zijn nog altijd negatief. Daarnaast levert de hoge inflatie voor producenten een gevaar op voor de consumenteninflatie op lange termijn. Door het monetaire beleid te verruimen en de export budgettair te ondersteunen, verergert de overheid dit inflatiegevaar. Het risico van oververhitting wordt hierdoor opnieuw acuut. Het overheidsbeleid, dat duidelijk is gericht op de korte termijn, kan de lange-termijnontwikkeling van de Chinese economie ondermijnen.

Dazhou Chen
D.Chen@rn.rabobank.nl

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

Japan

Lagere groei geen reden voor paniek

Hoewel de Japanse economische groei dit jaar tegenvalt, is de economie solide genoeg om volgend jaar al weer wat te versnellen.

Tabel 1: Kernegevens Japan

jaar op jaar mutatie in %	2006	2007	2008	2009
Bruto binnenlands product	2,4	2,0	1	1¼
Particuliere consumptie	2,0	1,5	¾	1¼
Overheidsconsumptie	-0,4	0,7	½	¾
Bedrijfsinvesteringen	4,3	1,9	¼	1½
Uitvoer goederen en diensten	9,7	8,6	6¼	5¼
Invoer goederen en diensten	4,2	1,8	1¼	5¾
Consumentenprijzen	0,2	0,0	1½	2
Werkloosheid (%)	4,1	3,9	4	4¼
Begrotingssaldo (% BBP)	-1,4	-2,4	-2¾	-2½
Saldo lopende rekening (% BBP)	3,9	4,8	4	3¾

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Een goed begin is meestal het halve werk. Zo niet voor Japan, waar de economische groei in het tweede kwartaal sterk terugviel. Het reële BBP kromp met maar liefst 0,6% kwartaal-op-kwartaal. Een fikse tegenvaller, maar de markt had er al rekening mee gehouden. Voor een deel was de terugslag te wijten aan het sterke begin van het jaar. De groeibijdragen van de individuele bestedingscomponenten bevatten enkele verrassingen. De negatieve groei blijkt relatief breed gedragen, maar opvallend genoeg was de bijdrage van de netto buitenlandse vraag vlak. Het exportvolume viel weliswaar terug, maar dit werd gecompenseerd door een dienovereenkomstige teruggang in het importvolume. De consumptieve

bestedingen drukten flink op de economische groei, evenals de private en overheidsinvesteringen.

Moeten we ons zorgen maken om de Japanse economie? Het beeld is er niet rooskleuriger op geworden. Toch waken wij voor te veel pessimisme. Een technische recessie, gedefinieerd als twee kwartalen van opeenvolgende negatieve groei, behoort nu tot de mogelijkheden, maar is zeker geen automatisme. Een vergelijking met de recessie van 2001 gaat ook simpelweg niet op. Het Japanse bedrijfsleven voerde in de afgelopen jaren een serie van vergaande structurele hervormingen door, waardoor het nu beter in staat is om de opgestoken tegenwind het hoofd te bieden.

De financiële sector is relatief gezond en voelt vooralsnog weinig van de turbulentie in de financiële markten. De dynamiek van de binnenlandse bestedingen valt momenteel tegen, maar het negatieve beeld van de tweede kwartaalcijfers is overtrokken. De consumptieve bestedingen lijden onder de (beperkte) terugkeer van inflatie. Dit betreft een tijdelijke aanpassingsperiode. De arbeidsmarkt blijft ondertussen relatief krap. De stevige terugslag in de overheidsinvesteringen lijkt bovendien gekoppeld aan het tijdelijk stopzetten van grote wegenbouwprojecten door een politiek conflict, dat inmiddels alweer is opgelost. Donkere wolken pakken zich momenteel duidelijk samen boven de wereld-economie. Aan deze negatieve krachten kan ook Japan zich niet geheel onttrekken. Maar de economie staat er structureel goed voor en zal zich relatief snel kunnen herstellen zodra de wind weer wat gaat liggen. Wij verwachten dat de economische groei dit jaar wat zal tegenvallen, maar volgend jaar al weer opschuift naar het trendmatige groeitempo.

Jan Lambregts
Jan.Lambregts@rabobank.com

Emerging markets monitor

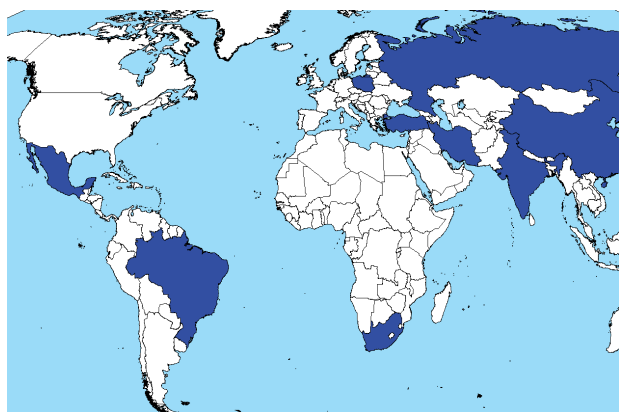
Gedaan met de rust

In het vorige Kwartaalbericht belichtten we reeds de problematiek rond inflatie. Veel landen staan voor het vraagstuk hoe ze de inflatie in toom kunnen houden zonder de economische groei af te remmen. De kredietcrisis is een tweede blok aan het been van de economische groei. De hoge grondstoffenprijzen maken voor een groot aantal grondstoffenexporterende landen veel goed, maar de vraag blijft in hoeverre ontwikkelingslanden door de internationale groeivertraging worden geraakt. In deze bijdrage kijken we naar de veranderende verwachting voor economische groei in de belangrijkste ontwikkelingseconomieën.

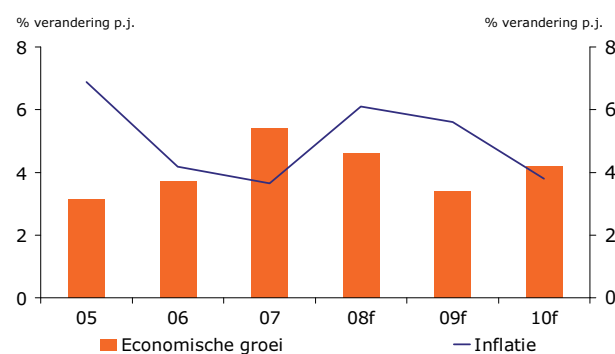
Brazilië

Een aantal facetten van economische groei moet in het geval van Brazilië tegen elkaar worden afgewogen. Aan de positieve kant staan de hoge prijzen voor de grondstoffen die het land produceert en exporteert. Daarnaast blijkt de binnenlandse vraag relatief sterk. Daarentegen is Brazilië niet ongevoelig voor de economische teruggang in de Verenigde Staten. Een kwart van de Braziliaanse export gaat naar deze markt, dus ziet Brazilië zich geconfronteerd met een teruggang van de vraag. Bovendien heeft de centrale bank eerder en ook sterker dan andere landen de rentetarieven opgeschroefd. In 2006 begon de inflatie toe te nemen door stijgende grondstofprijzen. Omdat Brazilië een geschiedenis heeft met flinke perioden van hyperinflatie, reageerde de centrale bank direct om erger te voorkomen. Dit heeft gevolgen voor de concurrentiepositie van Braziliaanse bedrijven: benodigd kapitaal wordt duurder en de munt apprecieert. Op korte termijn verwachten we dat de groei van de Braziliaanse economie daalt tot 4,5% in 2008. In 2009 kan het groeipercentage zelfs nog dalen naar 3,5% als de Amerikaanse recessie leidt tot groeivertraging in China, een tweede grootgebruiker van Braziliaanse exportproducten. De Braziliaanse binnenlandse vraag zal dan onvoldoende krachtig blijken om op middellange termijn een terugval van de exportvraag op te vangen. Gezien de positie van Brazilië als producent van voedsel en energie zal de groei vanaf 2010 weer terugkeren naar 4,5%.

Figuur 1: Behandelde landen in dit hoofdstuk



Figuur 2: Brazilië, economische groei en inflatie



Bron: EIU

Emerging markets monitor

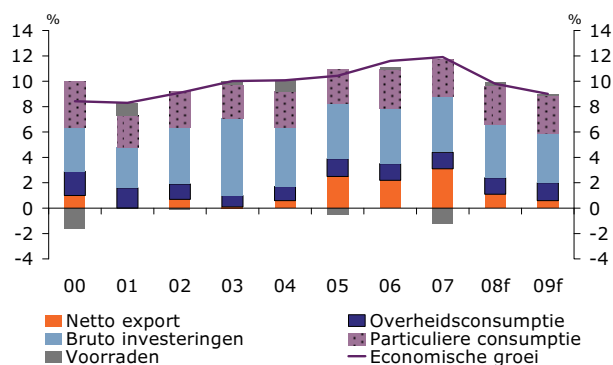
China

De Chinese economie laat dit jaar een groeivertraging zien. De laagconjunctuur in de VS, de EU en Japan leidt tot lagere export vanuit China. De reële economische groei zal in China, gesteund door consumptie en investeringen, in 2008 uitkomen op ongeveer 10%. Dit is een duidelijke vermindering ten opzichte van de 11,9% in 2007. De inflatie voor consumenten lijkt af te nemen door een geleidelijke stabilisatie van de voedselprijzen. Een ommekeer in het monetair beleid van restrictief naar verruimend baart daarentegen zorgen. De overheid verschuift de focus van inflatiebestrijding meer naar groeibehoud. Een reeks van beleidsaanpassingen zoals belastingvoordelen voor exporteurs en verruiming van het krediet volgden. Hiermee laten de autoriteiten duidelijk hun bezorgdheid zien over de sociale gevolgen van afnemende groei. Zij lijken de desastreuze sociale gevolgen van inflatie op de wat langere termijn over het hoofd te zien.

India

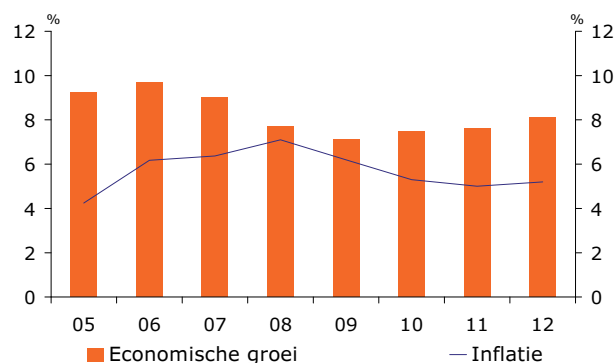
Ook in India is de economische groei aan het vertragen. In de periode 2005 - 2007 groeide India met meer dan 9% per jaar. Dit jaar wordt een reële groei van 7,7% verwacht. De groeivertraging in westerse landen heeft slechts een kleine invloed op de Indiase conjunctuur. India is nauwelijks afhankelijk van internationale handel. Bovendien zijn de Indiase banken in goede conditie, waardoor ook de kredietcrisis weinig sporen nalaat. De vertraging is toe te schrijven aan binnenlandse ontwikkelingen, vooral de sterk toenemende inflatie. India heeft duidelijk last van de gestegen olie- en voedselprijzen. Om inflatie tegen te gaan heeft de centrale bank het monetaire beleid in het afgelopen jaar sterk verkrappt. Daarnaast verstrekt de overheid subsidies om de gevolgen van inflatie voor de bevolking te verzachten. Het krappe monetaire beleid leidt via minder krediet en investeringen tot een groeivertraging die ook in 2009 zal doorzetten. Als de inflatie in de jaren erna afneemt, is er weer ruimte voor snellere groei. Deze blijft steken op een maximum van rond de 8% per jaar.

Figuur 3: China: opbouw van economische groei



Bron: EIU

Figuur 4: India: economische groei en inflatie



Bron: EIU

Emerging markets monitor

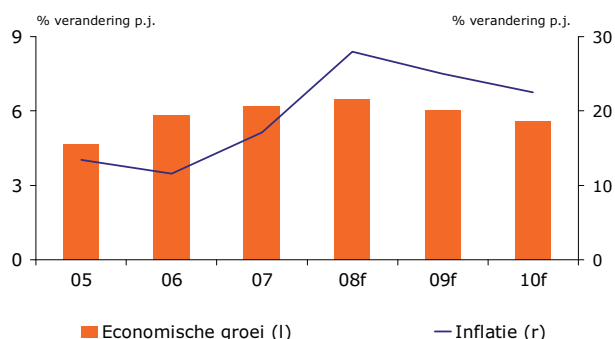
Iran

Iran profiteert van de hoge internationale olieprijsen, al wordt de olieproductie beperkt door verouderde technologie. Het land staat te springen om meer buitenlandse investeringen, maar sancties en een slecht ondernemingsklimaat maken deze onaantrekkelijk. De sancties rondom het nucleaire programma zijn de afgelopen maanden verder aangescherpt. Toch blijft de economie naar verwachting groeien met ruim 6% (reëel) in 2008, gedreven door overheidsbestedingen en renteverlagingen. Het populistische beleid van president Ahmedinejad ondersteunt de economische groei weliswaar op korte termijn, maar zal onhoudbaar zijn als de olieprijsen dalen. Daarnaast drijft het beleid het inflatietempo op naar bijna 30% in 2008, geholpen door stijgende voedsel- en brandstofprijzen (Iran moet geraffineerde olie importeren). De ontevredenheid onder de bevolking over het slechte economische beleid en stijgende prijzen groeit snel.

Mexico

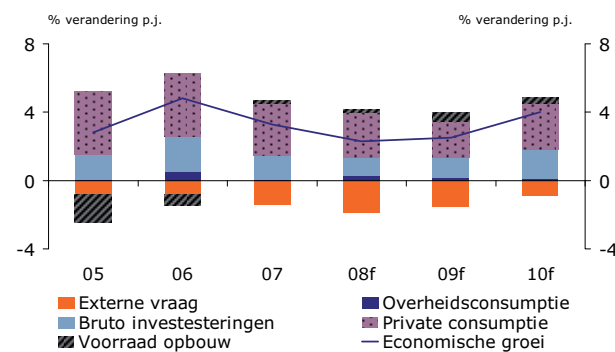
De Amerikaanse markt is van het grootste belang voor de Mexicaanse economie. In het noorden van Mexico staan enorme industriële complexen die de Amerikaanse klanten bedienen. Een terugval in de vraag vanuit de VS leidt direct tot een groeivertraging voor de Mexicaanse economie. Aan de andere kant lijkt de Mexicaanse economie beter dan ooit voorbereid op een Amerikaanse groeivertraging. Mexico is steeds meer toenadering gaan zoeken tot andere landen en economische machtsblokken door bilaterale handelsverdragen. De Mexicaanse economie heeft dankzij jarenlang volgehouden economische groei ook een sterke binnenlandse vraag ontwikkeld. Deze vraag wordt verder gestimuleerd door investeringsplannen van de overheid die de infrastructuur wil verbeteren. Voor de groei op lange termijn zal de nationale oliemaatschappij Pemex de terugvallende productie moeten opvijzelen. Op korte termijn valt de groei terug naar iets boven de 2% in 2008 en 2009. De voornoemde investeringen moeten de reële groei op middellange termijn weer naar 4% tillen.

Figuur 5: Iran: economische groei en inflatie



Bron: EIU

Figuur 6: Mexico: opbouw van economische groei



Bron: EIU

Emerging markets monitor

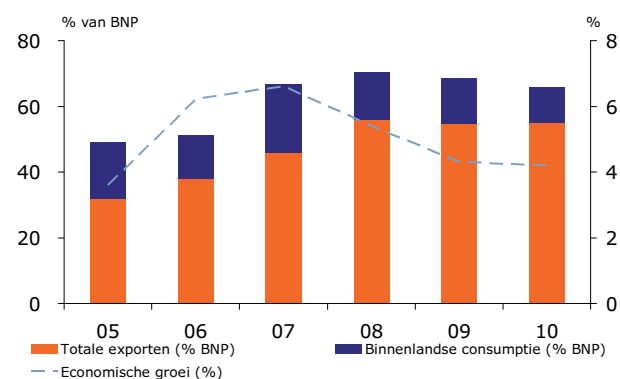
Polen

De Poolse economie heeft sinds de toetreding tot de EU (2004) hoge groei gekend. Maar ook in Polen zien we in lijn met de mondiale trend een milde groeivertraging. Na een robuuste reële economische groei van 6,7% in 2007, wordt er voor 2008 een groei van 5,4% verwacht. Groeiende binnenlandse vraag vormde vorig jaar de basis voor de sterke groei. Dit zal komend jaar ook zo blijven, zij het in mindere mate. Daarnaast speelt de groeivertraging in de eurozone, de grootste exportmarkt voor Polen, een rol bij het lagere verwachte groeitempo. De stijgende inflatie (4,8% j-o-j in juli) in Polen wordt veroorzaakt door hogere grondstof- en voedselprijzen en door een loon-prijsspiraal. De krappe arbeidsmarkt zorgt voor loonstijgingen die de toename van de arbeidsproductiviteit ruimschoots overschrijden. Doorberekening in de prijzen zou de concurrentiepositie ten opzichte van buurlanden verslechteren. Desondanks zien we in Polen een robuuste, hogere groei dan in deze buurlanden.

Rusland

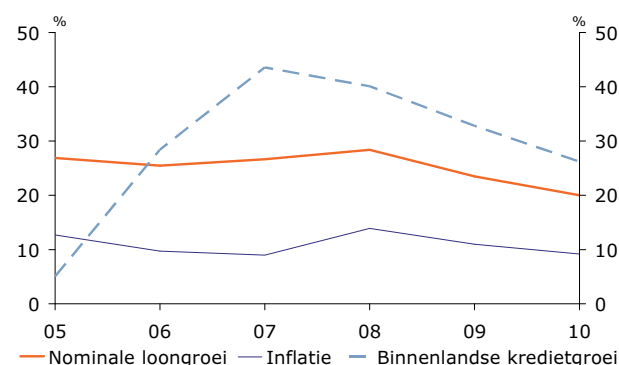
Rusland heeft in de periode 2003-2007 een gemiddelde reële economische groei van 7,3% laten zien. Deze groei is erg sterk, maar er zijn tekenen dat de economie aan het oververhitten is. De binnenlandse vraag overtreft de productiecapaciteit en de inflatie piekt tot maar liefst 15,1% jaar-op-jaar. In Rusland wordt de inflatie vooral opgestuwd door stijgende lonen en de enorme kredietgroei. In tegenstelling tot de mondiale trend spelen stijgende voedsel- en energieprijzen een kleinere rol. Dit komt door de overheidsbemoeienis met de prijsstelling in deze sectoren. Met een beleidsrente van 11% is de reële korte rente negatief. De centrale bank heeft te weinig renteverhogingen doorgevoerd om haar doel van prijsstabiliteit te halen. Aangezien de inflatiedruk hoog zal blijven, zijn verdere verhogingen noodzakelijk. Dit heeft een remmende werking op de economie. Maar de verwachte inkomsten uit de energie-export zullen de economische groei op peil houden. Voor 2008 wordt 7,7% reële groei verwacht.

Figuur 7: Polen: componenten van BNP



Bron: EIU

Figuur 8: Rusland: loon, prijzen en krediet



Bron: EIU

Emerging markets monitor

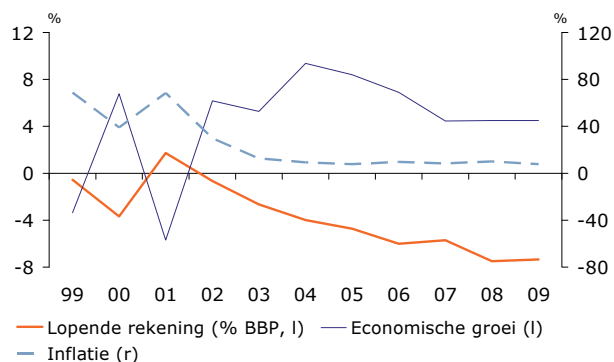
Turkije

Turkije kent tot dusver een dynamisch 2008. In een politiek zeer onrustig eerste halfjaar liep het tekort op de lopende rekening sterk op, tot 6,5% van het BBP. In Turkije vormt een dergelijk signaal traditioneel een inleiding op economische groeivertraging. Zorgelijk is bovendien dat de financiering ervan, in de vorm van buitenlandse investeringen, ernstig onder druk staat. Vooral buitenlandse beleggingen in Turkse aandelen en obligaties daalden sterk, met USD 5 mrd ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. Verder blijft inflatie een zorg. Niettemin heeft de Turkse centrale bank het beleid van monetaire verkrapping verlaten en liet zij de beleidsrente in augustus ongemoeid. Voor de reële economische groei wordt een stabilisering verwacht, van 4,5 tot 5% voor 2008-2009. Afgelopen vijf jaar kende het land een gemiddelde groei van 6,9%. Na jaren van grondige en succesvolle stabilisering en hervorming lijkt een terugkeer naar de economische instabiliteit van het begin van dit decennium gelukkig ver weg.

Zuid-Afrika

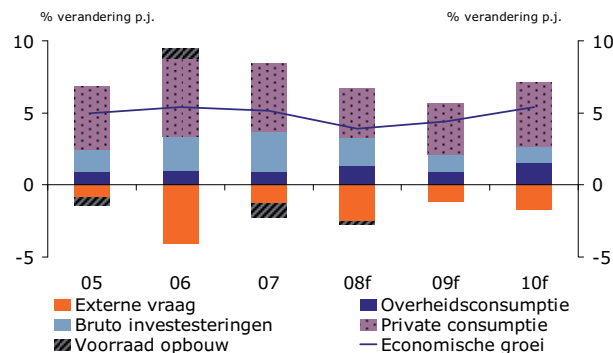
De groeiverwachting voor Zuid-Afrika is dit jaar flink naar beneden bijgesteld. In januari werd nog een reële groei van bijna 5% verwacht voor 2008, nu ligt de verwachting op minder dan 3%. De lokale energiecrisis, de dalende consumptie en terugtrekkende investeerders liggen ten grondslag aan deze ontwikkeling. Zuid-Afrika heeft te maken met een energiecrisis doordat in het verleden te weinig investeringen zijn gedaan. Energie-intensieve industrieën, die de basis vormen van de economie, verwachten een lagere productie in de komende jaren. Daarnaast hebben stijgende voedsel- en brandstofprijzen een flinke hap genomen uit het besteedbaar inkomen. Tenslotte heeft de economie van Zuid-Afrika last van de financiële crisis. Veel investeerders hebben hun geld teruggetrokken uit het land in reactie op de onzekerheid rond deze crisis. Ondanks de huidige economische tegenslagen, zal de economische groei na 2008 naar verwachting weer stijgen naar 4 à 5% (infrastructuur en WK 2010).

Figuur 9: Turkije: groei, inflatie en lopende rekening



Bron: IIF, Rabobank

Figuur 10: Zuid-Afrika: opbouw van economische groei



Bron: EIU

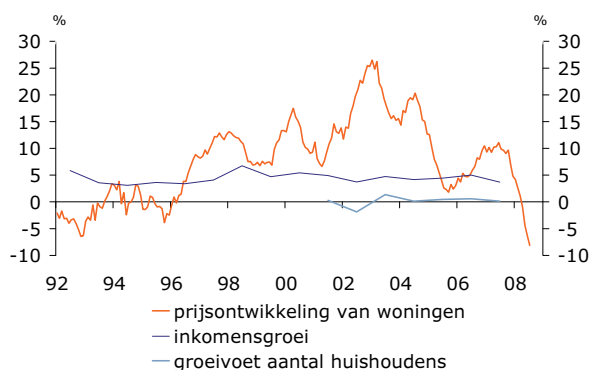
Jeroen van IJzerloo
J.IJzerloo@rn.rabobank.nl

Verenigd Koninkrijk

Huis- en hypotheekmarkt onder druk

In verschillende Europese landen staat de woningmarkt momenteel onder druk. Sinds november 2007 dalen de huizenprijzen in het Verenigd Koninkrijk op maandbasis, na een lange periode van groei. Het eind is nog niet in zicht.

Figuur 1: Huizenprijzen stijgen boven verwachting



Bron: Nationwide, OECD

Stijgende huizenprijzen

De huizenprijzen in het VK stegen sinds 1996 (figuur 1). De woningvraag werd gestimuleerd door een gestage toename van immigratie en bevolking, terwijl het inkomen vanaf 2000 een stabiele nominale groei doormaakte van circa 4,5% per jaar. Ontwikkelingen op de hypotheekmarkt en in het monetaire beleid ondersteunden de prijsstijging. De beleidsrente van de Bank of England bereikte het laagste punt van 3,5% in 2003, waardoor banken tegen historisch lage tarieven konden funden en uitlenen. Doordat de *Loan-To-Value* ratio's toenamen (op de top 100-125%) bleven woningen betaalbaar, ondanks de stijgende

prijzen. Ook van oudere hypotheeknamers nam de LTV-ratio toe, aangezien veel huiseigenaren hun overwaarde consumeerden.

Huizen waren in deze tijd een betere belegging dan menig aandeel, wat beleggers aantrok. *Buy-to-let* kopers schaften woningen aan in de hoop dat de huur-opbrengst hun hypotheeklasten zou dekken. Banken gingen hierin mee en ontwikkelden *buy-to-let* hypotheeknamen. Deze vraagstimulus bood tegenwicht aan de afnemende vraag van starters, met over het algemeen een lager inkomen en minder vermogen. Het zelfcorrigerende mechanisme van een gematigder prijsontwikkeling door afnemende betaalbaarheid werkte hierdoor niet. Banken gingen akkoord met hogere LTV ratio's en lagere rentetarieven en werden minder selectief in hun klantkeuze. Ook klanten met een slechte krediethistorie kwamen in aanmerking voor de gunstigere leenvoorwaarden. In 2007 was circa 2,5% van de uitstaande hypotheeknamen subprime (inclusief Alt-A). Door deze makkelijke condities nam het aantal nieuwe hypotheeknamen toe, wat de vraag naar woningen verder aanwakkerde en de prijzen naar recordhoogten stuwde. Bovendien legde restrictieve wetgeving de bouw van nieuwe woningen aan banden. Reeds in de jaren voor de prijsspiek in 2007 werd het wenselijke bouwvolume niet gerealiseerd, met een inflatoir effect op de huizenprijzen tot gevolg. Door de achterblijvende nieuwbouwproductie heeft het aanbod van nieuwe woningen de prijsstijging slechts beperkt kunnen drukken.

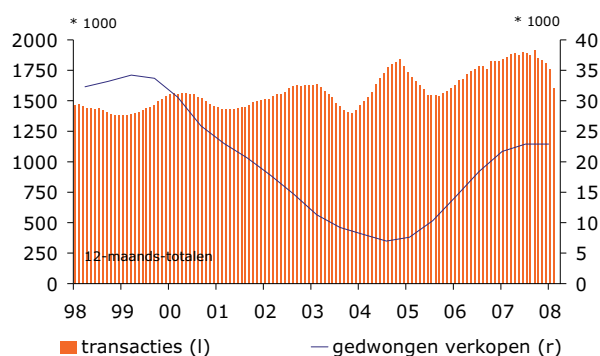
Dalende huizenprijzen

De inkomensgroei hield geen gelijke tred met de huizenprijzen en aangezien de hypotheekmarkt weinig rek meer vertoonde, nam de betaalbaarheid af. Bovendien verhoogde de Bank Of England haar 'Bank Rate' na de economisch mindere

Verenigd Koninkrijk

groei in 2005. De meest gangbare rentevaste periode van hypotheek bedraagt in het VK drie tot vijf jaar en ongeveer een derde van de markt bestaat uit varianten op variabele rentetarieven. De hypotheekmarkt in het VK is daardoor

Figuur 2: Transacties en gedwongen verkopen



Bron: ONS, Council of Mortgage Lenders

veel gevoeliger voor renteveranderingen dan andere Europese markten met een groter aandeel hypotheek met een lange rentevaste periode.

De kredietcrisis in de VS en de daarmee samenhangende problemen in de financiële markten deden de emmer overlopen.

Investerders trokken hun geld terug en geldverstrekkers maakten zich zorgen over de genomen risico's. De gevoeligheid van de hypotheekmarkt op kortetermijnrenteveranderingen, de historisch hoge LTV-ratio's en de nerveuze geldverstrekkers leverden een gevaarlijke mix op. Subprime klanten konden als eerste hun rentebetalingen niet nakomen.

Begin 2008 kwam meer dan de helft van de gedwongen verkopen uit deze groep en naar verwachting zal dit aandeel verder stijgen. In augustus 2008 had 10,2% van de subprime hypotheek een betalingsachterstand. Het aandeel van deze hypotheek nam echter al af, maar nu kregen ook niet-subprime hypotheek te maken met negatief vermogen (LTV > 100%). Momenteel worden hypotheek met een verhoogd risicoprofiel (nagenoeg) niet meer verkocht. Op de lange termijn verlaagt dit de kans op gedwongen verkoop, maar de huidige subprime klanten worden geconfronteerd met nog hogere variabele rentetarieven.

Investerders zijn voorzichtig, waardoor banken lastig aan middelen kunnen komen. De aangescherpte kredietvoorwaarden van banken, zoals hogere hypotheekrentes, lagere LTV-ratio's voor nieuwe hypotheek en de generiek beperkte beschikbaarheid van hypotheek (jaar-op-jaar -45% in juni 2008), bemoeilijken het oversluiten van hypotheek. Tezamen met de dalende huizenprijzen en de hogere LTV-ratio's zal dit leiden tot een toename van het aantal huishoudens met negatief vermogen in hun woning. Dit heeft een negatieve invloed op de doorstroming op de woningmarkt en verhoogt het risico van banken.

Een andere consequentie van de *credit crunch* is dat de private bouwactiviteit in het laatste kwartaal verder is afgenomen. De vergunningaanvragen daalden het tweede kwartaal met 51% (jaar-op-jaar). Dit heeft een negatief effect op de economische groei en voedt de krapte op de woningmarkt in het komende decennium. Het is lastig te voorspellen wanneer de prijzen zullen stabiliseren. Momenteel neutraliseren de striktere kredietvoorwaarden het effect van dalende huizenprijzen op de betaalbaarheid. Bovendien nemen de zorgen toe door de beperktere economische groei. De lagere inkomensgroei en de hogere werkloosheid hebben een negatief effect op de vraag naar huizen. Al met al verwachten we de komende kwartalen een verdere daling van de huizenprijzen in het VK.

Martijn de Jong-Tennekes en Lucas Pohling
D.M.Jong@rn.rabobank.nl

Ierland

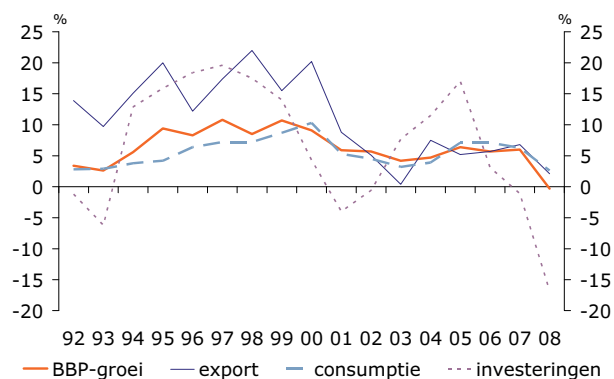
De Keltische tijger is verwond

Ierland was ruim een decennium lang de Keltische tijger. Zijn brul sterft echter weg. De reële BBP-groei zal dit jaar voor het eerst rond de nul uitkomen en de huizenprijzen dalen ook hier fors. Ondanks de sterke onderliggende vraag zijn de prijsstijgingen op de woningmarkt de afgelopen jaren te ver doorgeschoten. Een spoedig herstel is niet aannemelijk.

Macro-economische context

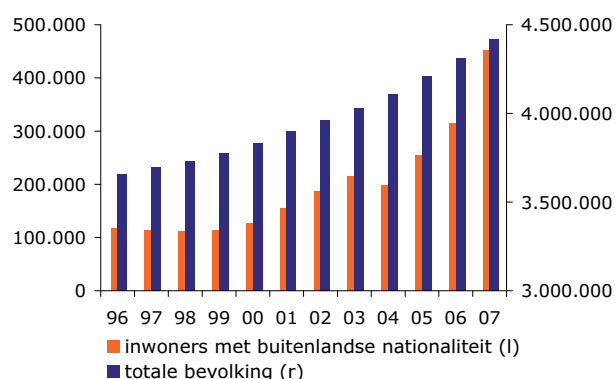
De Ierse economie groeide de afgelopen vijftien jaar in volumetermen met gemiddeld ongeveer 7% per jaar; ruim boven het gemiddelde van de rest van Europa. De extreem lage vennootschapsbelasting leidde tot veel buitenlandse directe investeringen en ook de enorme subsidies van de Europese Unie stuwden de groei. Aangetrokken door de hoge economische groei en de bijbehorende werkgelegenheid en gestimuleerd door een welkom politiek beleid ontstond een vrij forse stroom immigranten (figuur 2), onder andere uit Oost-Europa. Ook veel Ieren die eerder geëmigreerd waren, keerden terug naar hun vaderland. Deze toename van de productiefactor arbeid zorgde op haar beurt voor meer economische groei, waardoor de immigratie een vliegwielerwerking kreeg. Zoals figuur 1 laat zien, bereikte de groei van exporten en investeringen enorme hoogten in de jaren negentig. In datzelfde decennium versnelde ook ieder jaar de groei van het consumptievolume tot een respectabele 10% in 2000. De wereldwijde groeivertraging van begin deze eeuw ging ook aan Ierland niet voorbij. De reële BBP-groei bleef echter, met 4,2% op het dieptepunt in 2003, op een niveau dat de meeste andere Europese landen niet eens halen op de top van de hoogconjunctuur. Bovendien bleken investeringen en consumptie in de jaren daarna opmerkelijk veerkrachtig. Nu lijkt de Keltische tijger echter verwond. De investeringsgroei begon als eerste af te nemen en werd begin 2007 negatief. Dit jaar dalen ook de exportgroei en de groei van de binnenlandse consumptie sterk. De economie zal waarschijnlijk voor het eerst sinds tijden dit jaar (licht) krimpen.

Figuur 1: Reële BBP-groei en componenten



Bron: Niesr

Figuur 2: Demografische ontwikkelingen



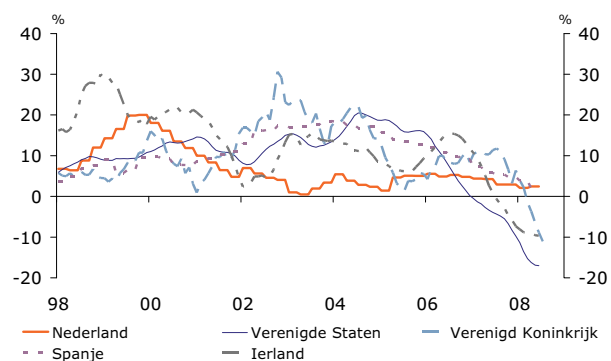
Bron: Eurostat

Ierland

Huizenmarkt-boom ten einde

Huizenprijzen stegen in Ierland de afgelopen tien jaar het sterkst van alle Europese landen. Het gemiddelde prijspeil lag in 2007 ongeveer drie keer zo hoog als

Figuur 3: Huizenprijsontwikkeling jaar-op-jaar



Bron: Reuters EcoWin

eind 1997. Naast immigratie kent Ierland een forse natuurlijke bevolkingsaanwas en daalt het aantal personen per huishouden sterk. Al deze factoren bij elkaar zorgden voor een groeiende vraag naar woonruimte. De forse loonstijging en de dalende rente, een direct gevolg van de invoering van de euro, zorgden voor een betere betaalbaarheid waardoor de prijzen omhoog werden gestuwd. Vooral in Dublin ging dat hard. De gemiddelde prijs van een bestaande woning verzevenvoudigde tussen 1993 en 2006 van bijna €80.000 naar circa €550.000.

Net als de prijsstijgingen is ook de bouwproductie de afgelopen jaren doorgeschoten. In 2006 en 2007 bestond het volume van de totale investeringen voor 42% uit investeringen in woningen. De sterke toename van de bevolking in de afgelopen elf jaar werd door de bouwsector beantwoord met een nog veel sterkere groei van nieuwe woningen. In de tweede helft van 2007 zien we echter een opvallend scherpe terugval in de start van nieuwe projecten. Het Ierse ministerie van Volkshuisvesting verwacht dat de bouwproductie met ongeveer de helft zal dalen tot 43.000 woningen voor dit jaar. Inmiddels zijn de huizenprijzen gedaald met 10% ten opzichte van een jaar eerder. De correctie is ingezet door de monetaire verkrapping sinds eind 2005, lagere economische groei en de overwaardering van de afgelopen jaren. Sinds vorig jaar zomer is dit nog versterkt door de kredietcrisis. Banken verhoogden hun hypotheekrentes en ook de ECB heeft de rente nog een kwartje verhoogd. Aangezien meer dan de helft van de hypotheekrentes een variabele rente heeft, is de doorwerking hiervan groot.

De economische teruggang wordt inmiddels versterkt door de problemen op de huizenmarkt. De investeringen worden hard geraakt door de scherpe terugval in investeringen in woningen. De vele Oost-Europese immigranten die in deze sector werkzaam waren, keren na ontslag bovendien voor een deel terug naar hun thuisland. Hierdoor dragen ze niet meer bij aan de economische groei en oefenen ze ook geen vraag meer uit op de woningmarkt. Hogere werkloosheid zal verder ten koste gaan van de consumptiegroei. Bovendien zullen veel consumenten die wel hun baan behouden evengoed financieel worden geraakt door fors hogere maandlasten. Ierland staat aan het begin van een correctie die zichzelf versterkt. Het land moet rekening houden met een structureel lagere groei dan in het afgelopen decennium.

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

Economische kerngegevens

Internationale kerngegevens*

BBP-volumemutatie in %	2007	2008	2009
Verenigde Staten	2	1½	1¼
EMU	2,6	1½	1¼
Japan	2	1	1¼

Kerngegevens Nederland

Jaar-op-jaar volumemutatie in %	2007	2008	2009
BBP	3,5	2¼	1¼
Particuliere consumptie	2,1	1½	½
Overheidsconsumptie	3,0	1¼	2
Bruto investeringen	4,9	5¼	-1
Uitvoer van goederen en diensten	6,5	3½	2½
Invoer van goederen en diensten	5,7	4	1½
Inflatie (%)	1,6	2¾	3½
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	4,5	4	4¼
Begrotingssaldo overheid (% BBP)	0,4	1	1¼
Saldo lopende rekening (% BBP)	6,5	6½	4½

Geldmarktrente 3-maands (%)*

	8 september 2008	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	2,81	2,8	3,5
EMU	4,96	5,0	4,2
Japan	0,90	0,6	1,1

Staatsrente 10-jaars (%)*

	8 september 2008	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	3,82	3,9	4,7
EMU	4,10	4,3	4,7
Japan	1,54	1,6	2,0

Wisselkoers ten opzichte van euro*

	8 september 2008	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	1,43	1,46	1,37
Japan	156,0	161	150

* Voorspellingen afkomstig van Financial Markets Research, Rabobank International

** Prognoses over 3 respectievelijk 12 maanden

Colofon

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

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

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

Gebruikte afkortingen bronnen: CBS: Centraal Bureau voor de Statistiek, EIU: Economist Intelligence Unit, NIESR: National Institute of Economic Social Research, ONS: Office of National Statistics, OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development.

Deze informatie kunt u ontvangen door een mail te sturen naar 'fu_kira@rn.rabobank.nl' onder vermelding van 'Kennismail'. Hierdoor wordt u op de verzendlijst geplaatst van de gratis digitale nieuwsbrief van Kennis en Economisch Onderzoek die tenminste eens per maand uitkomt. In deze nieuwsbrief zijn links te vinden naar het Economisch Kwartaalbericht, maar ook naar alle andere publicaties van onze medewerkers.

Voor overige informatie kunt u bellen met Kennis en Economisch Onderzoek via tel. 030 - 2160651.

U kunt ons ook bereiken op het volgende e-mailadres: 'C.R.Frentz@rn.rabobank.nl'.

Eindredactie:

dr. W.W. Boonstra, hoofd Kennis en Economisch Onderzoek

Redactie:

H.T. Versteegh

Drukkerij:

GrafiPrint B.V. Eindhoven

Productiecoördinatie:

C.R. Frentz

Graphics:

drs. L.H.T. de Waard/W. Li Msc

KEO op internet

www.rabobankgroep.nl/kennisbank

Postadres

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

Bezoekadres

Rabobank Nederland
Croeselaan 18
3521 CB Utrecht



Rabobank