



Rabobank

Economisch Kwartaalbericht

Maart 2009

Kennis en Economisch Onderzoek

Inhoudsopgave

Visie vooraf	3
Onbekend terrein	
De financiële crisis	4
Hoe de economie wordt gegrepen	
Rente en valuta	9
Geld- en kapitaalmarkten	
Nederland	15
Economie in vrije val	
Eurozone	22
Een neerwaartse spiraal	
Verenigd Koninkrijk	28
Economie in recessiestorm	
Verenigde Staten	30
Megaplannen met bijwerkingen	
China	34
Meten is geen weten	
Japan	37
Een illusie armer	
Oostelijk-EU en eurozone	39
Samen in recessie	
Rusland	42
Van BRIC's naar BIC's	
Economische kerngegevens	46
Colofon	47

Kennis en Economisch Onderzoek staat ook op internet.
Het adres is www.rabobank.com/kennisbank

Afsluitdatum: 25 maart 2009

Visie vooraf

Onbekend terrein

De wereldeconomie bevindt zich in recessie. De Amerikaanse economie maakt extreem moeilijke tijden mee en sleurt de rest van de wereld in haar kielzog mee. Nergens in de wereld is nog een krachtige groeipool te vinden. Er moet dan ook worden gevreesd dat de huidige mondiale recessie relatief lang en diep zal uitvallen.

In de Verenigde Staten zijn de problemen het grootst. Daar speelt niet alleen de acute nood van de huidige financiële crisis, die de autoriteiten noopt tot het doen van ongekende ingrepen. De Amerikaanse economie wordt ook geteisterd door achterstallig onderhoud ten aanzien van onderwijs, infrastructuur en sociale voorzieningen. Acht jaar Bush-bewind heeft diepe sporen getrokken. De nieuwe president, Barack Obama, erfde een in veel opzichten uitgewoende inboedel. Bij de verkiezingen beloofde hij verandering en hij zal zijn beloftes willen nakomen. Dit zal echter niet eenvoudig zijn. De onvrede onder de bevolking, die sterk lijdt onder de neergang en erg boos is over de gang van zaken op Wall Street, is enorm. Obama zal al zijn goodwill nodig hebben om de huidige problemen te overwinnen. En dat is mogelijk nog niet genoeg.

Zijn hervormingsplannen kosten geld, bovenop de immense kosten die toch al moeten worden gemaakt om het financiële systeem te redden. Dit geld heeft de nieuwe president niet. Hoewel de private sector in de VS haar besparingen in rap tempo opvoert, waardoor het nationale spaartekort afneemt, zullen de plannen van Obama dit weer doen toenemen. Tegelijkertijd is het niet echt een optie om de benodigde middelen in het buitenland te lenen. De huidige crisis is het gevolg van de excessieve Amerikaanse schuldoopbouw en het zou bijzonder onverstandig zijn om die te trachten op te lossen door nog meer te gaan lenen.

Dus gaan wij in de VS een nieuwe onbekende fase in: die van monetaire financiering. Het opkopen van staatsleningen door de Federal Reserve zorgt er voor dat er meer geld in omloop komt. Dit kan op termijn uitmonden in een serieus inflatieprobleem. Toch valt het Amerikaanse beleid te rechtvaardigen. Men moet kiezen uit twee kwaden. Op de korte termijn, en daarmee het meest urgent, dreigt deflatie en een neerwaartse spiraal. Zo beschouwd is toediening van een paardenmiddel verdedigbaar, ook al zijn de bijwerkingen op termijn waarschijnlijk stevig. De maatregel kwam ook niet onverwacht, de oplettende observator kon het zien aankomen. Des te opmerkelijker is de heftige neerwaartse reactie in de dollarkoers de afgelopen dagen, een beetje alsof de gemeenschap der valutahandelaren uit een winterslaap is gehaald. Uiteindelijk kan een stabiele ontwikkeling van de wereldeconomie uitsluitend samengaan met evenwichtige betalingsbalans- en schuldverhoudingen tussen de grootste economische machtsblokken. En dat kan uiteindelijk alleen maar worden bereikt met een wezenlijk zwakkere dollar. Maar dat besef dringt slechts langzaam en blijkbaar schoksgewijs door. Er staat ons de komende jaren nog een boel turbulentie te wachten.

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

De financiële crisis

Hoe de economie wordt gegrepen

*De financiële crisis is komende zomer twee jaar oud. Begon het met problemen binnen het bancaire systeem, inmiddels is de crisis overgeslagen naar de rest van de economie. Voor 2009 wordt een wereldwijde krimp van de economie verwacht. Waarom heeft een financiële crisis zoveel gevolgen voor de economie? En is er licht aan het eind van de tunnel?*¹

Lessen uit het verleden

Wat weten we over financiële crises en hun impact op de economie? Het blijft natuurlijk altijd lastig vergelijken. Elke crisis kent zijn eigen, specifieke omstandigheden. Toch geven ervaringen uit het verleden interessante en nuttige aanknopingspunten. Financiële crises hebben altijd grote effecten op de economie en duren eigenlijk altijd relatief lang. Door alles nog eens naast elkaar zetten kunnen we begrijpen hoe een probleem in de financiële wereld doorwerkt in de reële economie. Er is hiernaar veel onderzoek verricht. Rogoff en Reinhart, twee Amerikaanse economen, hebben vroegere financiële crises uitgebreid bestudeerd². In hun meest recente paper (2009) selecteren ze een aantal (14) financiële crises uit het verleden, die zwaar genoeg zijn om te vergelijken met wat er nu gebeurt³. Zij komen tot de conclusie dat de nasleep van alle financiële crises doorgaans een aantal gemeenschappelijke kenmerken heeft:

1. Dramatische en langdurige instorting van huizenprijzen en aandelenkoersen. Reële huizenprijzen dalen gemiddeld met 35% over een periode van 6 jaar terwijl aandelenkoersen gemiddeld met 55% dalen over een periode van 3½ jaar.
2. De nasleep van een bankencrisis wordt gekenmerkt door sterke dalingen van de productie en werkgelegenheid. De werkloosheid stijgt meestal met zo'n 7%-punt gedurende een neergang, die gemiddeld 4 jaar duurt.
3. Het BBP per hoofd krimpt gemiddeld met iets meer dan 9%, hoewel de duur van de neergang in vergelijking met de duur van de huizenprijzdaling, met twee jaar aanzienlijk korter is.
4. De reële waarde van de overheidsschuld explodeert. Gemiddeld steeg in crises na WOII deze schuld met 86%, waarbij 'bailouts' en herkapitalisatie van banken niet de voornaamste oorzaken zijn van het stijgen van de schuld. Belangrijker hiervoor zijn de scherp dalende belastinginkomsten en de ambitieuze anticyclische beleidsmaatregelen die getroffen worden.

Vanzelfsprekend is deze keuze van crises door Reinhart & Rogoff willekeurig, en zijn ook de genoemde getallen niet representatief voor elke crisis en ieder land.

¹ Dit artikel is gebaseerd op H.W. Stegeman en D. Piljic (2009), *De financiële crisis: Hoe de economie wordt meegesogen*, SP2009/04, Rabobank

² Zie: Reinhart, C. en K. Rogoff (2008a), *This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises*, NBER Working paper no. 13882; Reinhart, C. en K. Rogoff (2008b), *Banking crises: An equal opportunity menace*, mimeo; Reinhart, C. en K. Rogoff (2009), *The aftermath of financial crisis*, NBER Working Paper 14656.

³ Zij geven helaas niet aan wat de gevolgen tijdens de crises waren voor de kredietverlening, toch een belangrijke variabele bij een financiële crisis.

De financiële crisis

Dat neemt niet weg dat ook andere studies aantonen dat financiële crises over het algemeen relatief lang duren. Daarbij wordt de crisis dieper als (1) er sprake is van gelijktijdige daling van aandelenkoersen en huizenprijzen, en (2) er wereldwijd meer landen zich gelijktijdig in een recessie bevinden. Voor Nederland is het lastig de huidige situatie te vergelijken met voorgaande recessies. In de jaren dertig was er wel in de VS sprake van een financiële crisis die enige vergelijking vertoont met de huidige situatie maar in Nederland was toen geen sprake van een financiële crisis. Ook de laatste zware recessie in Nederland, die van begin jaren tachtig, is onvergelykbaar met de huidige situatie.⁴

Het leeglopen van de bubbel

De huidige financiële crisis is begonnen met een echt Amerikaans probleem; het leeglopen van de bubbel op de Amerikaanse huizenmarkt. Doordat de rente in de VS omhoog ging, kwamen mensen in betalingsproblemen. Ook nam hierdoor de vraag naar koopwoningen af, waardoor de huizenprijzen gingen dalen. Inmiddels zijn de huizenprijzen gemiddeld al ruim 28% gedaald ten opzichte van de top van juni 2006. Door securitisaties (het doorverkopen van hypotheekleningen) hadden heel veel financiële instellingen last van dit van oorsprong Amerikaanse probleem. Ze moesten afschrijven op leningen, maar ook leningen die ze eerder van hun eigen balans afgeduwd hadden, door ze door te verkopen, weer opnieuw opnemen. Het vertrouwen binnen en in de financiële wereld raakte zoek, om te beginnen op de interbancaire geldmarkt in juli 2007. Het bleef alleen niet bij een probleem in de financiële wereld.

Van een financiële crisis naar een economische crisis.

Langs drie kanalen kwamen deze problemen in de financiële sector terecht bij de rest van de economie: via kredietverlening, vermogenseffecten en vertrouwen (zie figuur 1). Deze effecten spelen in de VS een rol, maar ook in andere landen.

Kredietverlening

Kredietverlening in de VS werd lastiger, omdat veel banken een grote (soms risicovolle) hypotheekportefeuille hadden waarop ze moesten afschrijven. Dit leidde tot verliezen voor het bankwezen en erodeerde de kapitaalsbasis. Hierdoor werd het verstrekken van krediet lastiger. Bijkomend probleem was en is het wantrouwen op de geldmarkt, waardoor risicopremies nog steeds hoog zijn. Daarnaast zijn de problemen van banken verergerd door vermogensverliezen, niet alleen op vastgoed, maar ook op de aandelenbeurzen. Banken zien daardoor een deel van hun kapitaalbasis verdampen. Deze 'second round feedback loop' is gekomen bovenop de initiële verliezen als gevolg van slechte leningen. Ook vertrouwenseffecten (vertrouwen in en tussen banken) hebben ervoor gezorgd dat kredietverlening lastiger werd. Door securitisaties en de vervlechting van het mondiale financiële en economische systeem zijn de

⁴ Voor een uitgebreidere vergelijking tussen de huidige situatie en die in de jaren dertig en tachtig, zie Rabobank Themabericht 2009/05 en 2009/06.

De financiële crisis

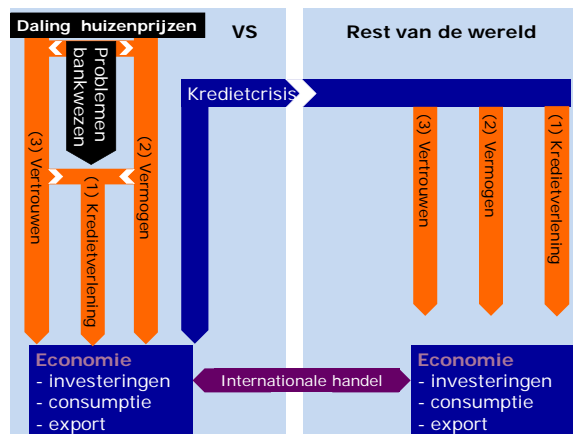
problemen op de Amerikaanse huizenmarkt niet een probleem gebleven voor alleen het Amerikaanse bankwezen. In heel veel, met name Westerse, landen zijn banken in de problemen gekomen door portefeuilles met gesecuritiseerde

Amerikaanse hypotheekleningen. De duidelijkste effecten zijn de scherp opgelopen risicopremies en de, in Europa althans, afnemende groei van bancaire krediet. Voor ongeveer de helft van hun kredietvoorziening waren bedrijven in Europa en Nederland de afgelopen jaren afhankelijk van bancaire krediet. Ook andere kredietkanalen, voor met name grote bedrijven, zoals de aandelen- en obligatiemarkt, zijn minder toegankelijk geworden. Eén van de motoren van de toename van de kredietverlening, het doorgeefluik van de securitisatiemarkt, is nagenoeg stilgevallen (zie figuur 2).

Het effect van het teruglopen van het aanbod van krediet op de economische groei is moeilijk vooraf in te schatten. Niet alleen het aanbod van krediet neemt af, maar ook de vraag naar krediet loopt door de slechtere economische omstandigheden terug. Omdat we alleen de daadwerkelijke kredietverlening in de statistieken waarnemen, is niet te onderscheiden in welke mate consumenten en bedrijven gerantsoeneerd worden in hun kredietvraag.

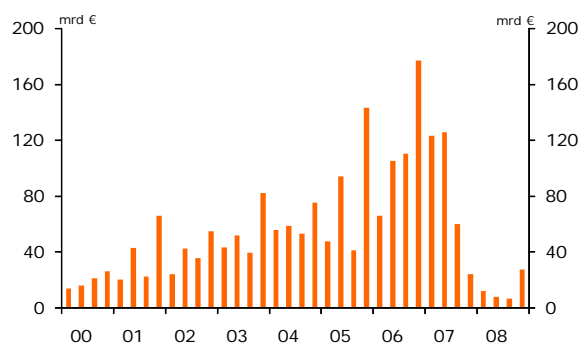
Het is waarschijnlijk dat ook de komende jaren minder krediet beschikbaar zal zijn, waardoor ook een economische opgang geremd wordt. Dit is gebruikelijk bij een financiële crisis en dat is dan ook één van de belangrijkste redenen voor het

Figuur 1: Doorwerking financiële crisis naar economie



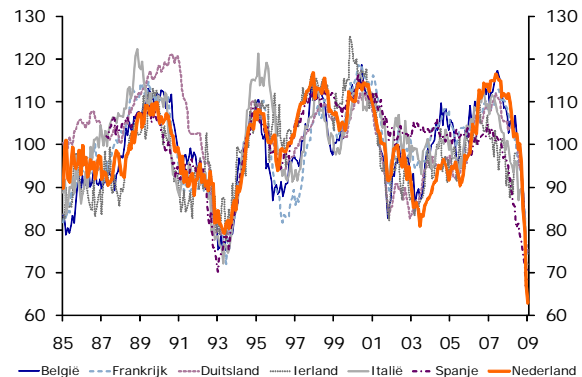
Bron: Rabobank

Figuur 2: Europese securitisatiemarkt volledig ingezakt



Bron: European Securitization Forum

Figuur 3: Vertrouwen ver te zoeken

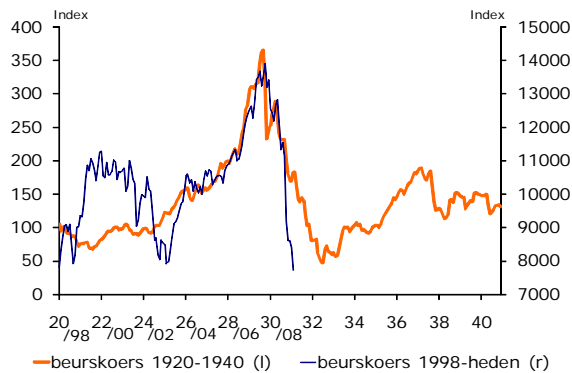


Bron: Niesr, Rabobank

De financiële crisis

grote effect van een financiële crisis op de economische groei. Deze crisis kan daarbij nog wel eens heviger zijn dan de vorige. Ten eerste is het een mondiaal probleem, zodat er geen land met een gezonde financiële sector is die de rest

Figuur 4: Daling aandelenkoersen historisch



Bron: Reuters EcoWin

van de wereld op sleeptouw kan nemen. Ten tweede zijn de problemen in de financiële sector niet over. Dit ondanks krachtadig ingrijpen van overheden en centrale banken met maatregelen die soms nog niet eerder waren vertoond. Ten derde is het ook goed denkbaar dat het totaal beschikbare krediet voorlopig ook niet meer terugkomt op het niveau van voor de crisis. Het onderpand is fors in waarde gedaald, en het zal jaren duren voordat dat weer op het niveau komt van voor 2008. Ook zal de hefboom niet meer zo snel zo risicovol worden als voor de crisis.

Vermogenseffecten

Het tweede kanaal waarlangs de financiële crisis doorwerkt naar de rest van de economie is via vermogenseffecten. Vermogensverliezen raken huishoudens en bedrijven. Ook overheden worden daarbij niet gespaard.

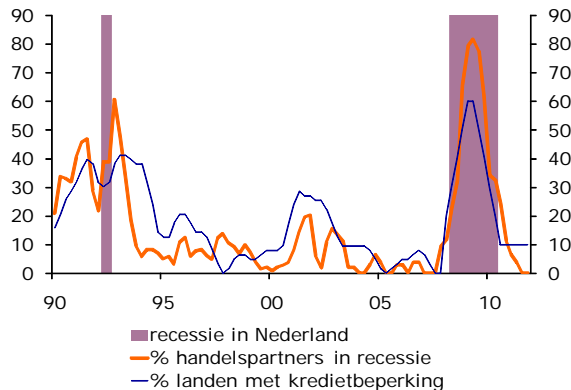
Niet alleen aandelenvermogens zijn historisch gedaald (zie figuur 4), maar ook huizenvermogens (met name in de VS en het VK) en alles wat belegd was in grondstoffen is ook fors in waarde afgenomen. Een afnemend vermogen van gezinnen kan leiden tot een toename van de besparingen; iets dat we op dit moment ook wereldwijd – zelfs in de VS- waarnemen. Mensen denken vaak dat hun vermogen op papier bijna even liquide is als geld op de bank. Als de waarde van dat vermogen daalt bestaat de behoefte om meer geld op de bank te zetten. Als gevolg van dat gedrag neemt de vraag naar huizen en aandelen nog verder af, waardoor de waarde verder daalt en het vermogenseffect groter wordt. Het omgekeerde geldt natuurlijk bij een stijgend huizen- en aandelenvermogen. Een stijgende spaarquote (dat deel wat mensen sparen uit wat ze aan inkomen binnenkrijgen) zorgt er op dit moment echter voor dat er minder overblijft om uit te geven. Dit resulteert dus in een lagere consumptie.

Voor bedrijven geldt in principe hetzelfde. Vermogensverliezen moeten worden aangevuld om reserves op peil te houden. Hierdoor kan minder geïnvesteerd worden. Door het spaargedrag van gezinnen als gevolg van hun vermogensverliezen hebben ze ook te kampen met vraaguitval, waardoor het repareren van hun vermogenspositie door het inhouden van winsten ook geen optie is. De vermogenseffecten van gezinnen worden in de toekomst nog negatief versterkt door de vermogensverliezen van de overheid. Als gevolg van de reddingsoperaties van banken, tezamen met aanmerkelijk lagere belastinginkomsten en hogere uitgaven (aan vooral sociale zekerheid) is die vermogenspositie van de

De financiële crisis

overheid aanzienlijk verslechterd. Deze schuld zal ooit betaald moeten worden. Dit remt de groei in ieder geval een aantal jaren lang.

Figuur 5: Langdurige recessie in Nederland



Bron: Niesr, Rabobank

Vertrouwenseffecten

Met het laatste kanaal, vertrouwens- of psychologische effecten, hebben economen vaak de meeste moeite. Om het toch een beetje in econometriaal te houden: door het gebrek aan vertrouwen werkt het vliegwiel van de economie, de zogeheten multiplier, niet meer goed. Mensen geven normaal gesproken een bepaald deel (een quote) van de toename van hun inkomen uit. Dit geld komt bij bedrijven, leidt onder normale omstandigheden tot extra investeringen en vervolgens weer tot meer bedrijvigheid, meer inkomensgroei et cetera. Gebrek aan vertrouwen verkleint het effect van deze multiplier en zorgt ervoor dat het economisch proces ernstig wordt verstoord.

Mensen gaan meer sparen, bedrijven zien geen kansen en investeren niet. Kortom, de economische kringloop is verstoord, waardoor ook verbanden zoals gebruikt in macro-economische modellen (tijdelijk) minder valide zijn. Op dit moment staan alle vertrouwensindicatoren fors in het rood (figuur 3). Mensen zijn minder bereid om geld uit te geven, bedrijven durven vrijwel niet te investeren. Vertrouwen weer terugbrengen is lastig. Overheden kunnen alleen duidelijkheid geven over het te voeren beleid en banken moeten transparant zijn over hun (nog komende) verliezen. Dat is een voorwaarde voor een herstel van vertrouwen.

Hoe verder?

We zijn nagegaan hoe de drie kanalen, waarlangs de financiële crisis doorwerkt naar de rest van de economie, er nu voor staan. Dit stemt somber. Het aanbod van krediet zou nog wel eens lang de beperkende factor kunnen zijn voor economische groei, en ook vermogensverliezen -met name die van de overheid- kunnen de economische groei nog lang temperen.

Snel terugkeren naar 'normaal' (voor wat het waard is) ligt op korte termijn niet voor de hand. Ten eerste duren financiële crises, zo blijkt uit het verleden, gemiddeld altijd langer dan een 'normale' recessie. De huidige crisis gaat daarnaast ook nog eens gepaard met historisch grote vermogensverliezen en sterk oplopende staatsschulden. Dat vertraagt het herstel. Ten derde is ook de mondialiteit van de huidige recessie ongekend. Dat heeft langdurige gevolgen voor de Nederlandse economie. Dat betekent dat niet alleen 2009 en 2010 moeilijke jaren zijn, maar dat een terugkeer naar groeicijfers zoals we die de afgelopen jaren hebben gekend nog wel even op zich zal laten wachten.

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

Danijela Piljic
D.Piljic@rn.rabobank.nl

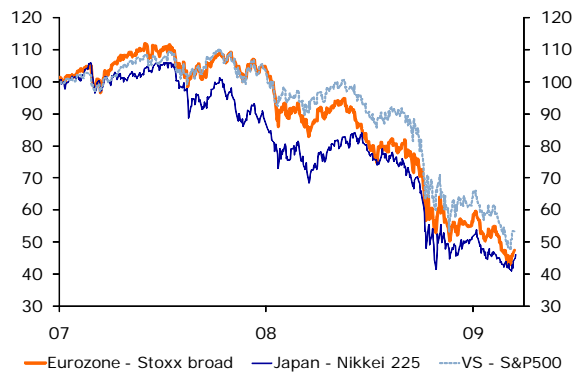
Rente en valuta

Geld- en kapitaalmarkten

Sinds de val van Lehman Brothers is de wereldeconomie in rap tempo in een diepe recessie afgegleden. Tegelijkertijd woedt de crisis op de financiële markten voort. Overheden hebben op grote schaal geïntervenieerd in het financiële

stelsel en veel centrale banken hebben hun beleidstarieven inmiddels dicht bij nul gebracht. Maar duidelijke effecten hiervan zijn tot nu toe uitgebleven. Hier en daar zijn wel een paar kleine lichtpuntjes te bespeuren, maar vooralsnog lijkt het vooral op een sterrenhemel boven een heel dicht wolkendek.

Figuur 1: Aandelenmarkten zwaar in de min



Bron: Reuters EcoWin

Sentiment markten verder verslechterd

Voor aandelenbeleggers is het jaar 2009 zeer slecht begonnen. De wereldwijde aandelenindex van Standard & Poor's daalde tussen begin januari en medio maart met ruim 25%. Opnieuw waren het de *financials* die flink in waarde daalden; deze sub-index van S&P daalde met 44%. De onzekerheid over de

financiële sector wordt gevoed door berichten over nieuwe afboekingen en verliezen. Zo incasseerde het Amerikaanse verzekeringsconcern AIG in het vierde kwartaal van 2008 een verlies van ruim \$ 60 mrd (het grootste verlies in de Amerikaanse geschiedenis), waarop de Amerikaanse overheid opnieuw met geld over de brug moest komen. Diezelfde overheid nam ook een groot belang in Citigroup. Angst onder beleggers dat voor veel banken, net als bij Fortis, de weg uiteindelijk ophoudt bij volledige nationalisatie verklaart mede het slechte beursklimaat, dat bovendien te lijden heeft onder een continue vlucht van beleggers uit risicovolle beleggingen in het algemeen.

Het beursstemming wordt ook gevoed door tegenvallende berichten over de ontwikkelingen in de reële economie. In grote delen van de wereld wijzen de meest recente indicatoren op een verdere verslechtering van de economische activiteit in het eerste kwartaal. De enige economie, zo lijkt het, waar een paar kleine lichtpuntjes valt te bespeuren, is die van China, al valt ook daar de groei scherp terug. De inkoopmanagers index voor de industrie steeg daar in februari voor de derde maal op rij en kwam dicht in de buurt van het 'nulgroei' niveau. Het tempo van teruggang van de Chinese export is echter nog steeds zeer hoog. De Chinese beurs is overigens ook een van de weinige beurzen geweest die sinds eind vorig jaar per saldo een positieve performance heeft laten zien. De Shenzhen composite index steeg met ruim 25%. Om het positieve beeld nog even vast te houden: de risico-opslagen voor Europese bedrijfsobligaties zijn sinds begin van dit jaar wat gestabiliseerd. In de ogen van beleggers waren deze opslagen eind vorig jaar (te) sterk uitgelopen. Europese bedrijven hebben in de eerste twee maanden van dit jaar voor recordbedragen geherfinancierd op de kapitaalmarkt, maar voorlopig lijkt dit vooral weggelegd voor partijen met een goede kredietwaardigheid.

Rente en valuta

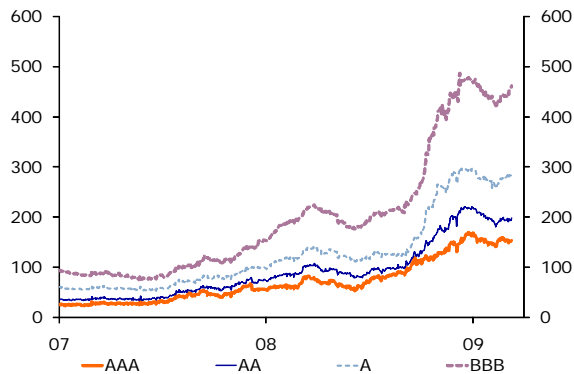
Overheden bewandelen verschillende wegen...

Een van de kenmerken van een financiële crisis is dat gedrag van economische actoren zeer onvoorspelbaar wordt (of wellicht nog minder voorspelbaar dan het

al is). En juist als iedereen door dezelfde spreekwoordelijke deur wil blokkeert deze. Vandaar dat we zien dat overheden wereldwijd gecombineerde strategieën volgen om de problemen te lijf te gaan, in de hoop dat er één de juiste is. Alleen vertrouwen op de 'automatische stabilisatoren' is in ieder geval niet voldoende. Begin december 2008 kwamen eurozone leiders dan ook overeen om een extra bedrag van € 200 mrd voor economische stimuleringspakketten in te zetten. Deze plannen krijgen steeds meer handen en voeten in de vorm van nationale beleidsmaatregelen (alhoewel de coördinatie hiervan vaak te wensen overlaat). Gezien het tempo waarin de economische situatie in een aantal landen

verslechtert is het zelfs zeer de vraag of de plannen die tot nu toe bekend zijn gemaakt wel voldoende zullen zijn.

Figuur 2: Opslagen Europees bedrijfspapier: 'stabilisatie'?



Bron: Bloomberg

... en grijpen in in de financiële sector...

Daarnaast zijn overheden steeds meer gaan ingrijpen in de financiële sector. Ook hier zien we een veelheid aan maatregelen. In de meeste landen hebben we kapitaalinjecties door de overheid in verschillende banken gezien. In sommige gevallen (zoals in Frankrijk) in de vorm van gedwongen (sectorbrede) injecties, in de meeste gevallen op vrijwillige basis. Daarnaast hebben steeds meer financiële instellingen gebruik gemaakt van overheidsgaranties bij het aantrekken van nieuwe leningen. Maar toch is gedeeltelijke of zelfs volledige nationalisatie van een aantal banken in sommige gevallen onvermijdelijk gebleken, zoals bijvoorbeeld in Ierland, het Verenigd Koninkrijk en Nederland. Tenslotte zien we ook steeds meer maatregelen die gericht zijn op het oplossen van de problematiek van de 'slechte activa' bij financiële instellingen. Door deze activa (vaak beleggingen in moeilijk te verhandelen instrumenten gebaseerd op hypotheek, autoleningen of credit card schulden) op te kopen of garanties af te geven op de waarde van deze instrumenten, tracht men het vertrouwen in de financiële sector te herstellen en de kredietverlening weer op gang te krijgen.

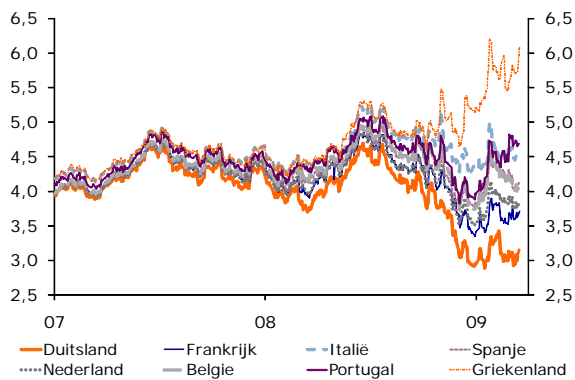
...met als gevolg toegenomen onzekerheid over overheidsfinanciën

Het gevolg van deze ontwikkelingen is echter wel dat beleggers zich meer zorgen gaan maken over de financiën van verschillende nationale overheden en de gevolgen hiervan voor de obligatiemarkt. De stimuleringspakketten en kapitaalinjecties drijven de staatsschuld op en leiden dus tot een sterke toename

Rente en valuta

van de uitgifte van overheidspapier. Zolang de vraag naar dit papier hoog blijft (bijvoorbeeld vanuit het 'veilige haven' motief) hoeft dit geen grote consequenties te hebben. Maar omdat er relatief veel overheidspapier in korte tijd geveild

Figuur 3: Rendementen op 10-jaars eurozone staatspapier lopen uit



Bron: Bloomberg

wordt of zal gaan worden, zou dat toch voor opwaartse druk op de rente kunnen (gaan) zorgen. Bovendien is de kredietwaardigheid van veel overheden afgenomen omdat zij steeds meer risico's van de private sector hebben overgenomen. Rating bureau Standard and Poor's verlaagde in januari de rating van Spanje, Portugal en Griekenland. Beleggers willen voor de toegenomen risico's een extra vergoeding in de vorm van een hoger geëist rendement. Daarnaast laat de liquiditeit in de markt voor kleinere landen te wensen over. Weer een aantal andere landen (zoals Oostenrijk) is relatief sterk afhankelijk van de ontwikkelingen in Centraal- en Oost-Europa. Voor alle landen in de eurozone is het rendement op

staatspapier in de afgelopen zes maanden daarom uitgelopen ten opzichte van Duitsland, wat als de meest liquide 'benchmark' wordt gezien (zie figuur 3). Het heeft zelfs geleid tot speculaties over een uiteenvallen van de eurozone. Wij achten een dergelijk scenario overigens onwaarschijnlijk, vooral omdat de meeste landen juist een extra reden hebben om in de muntunie te blijven. Je zou ook kunnen stellen dat het uitlopen van de 'spreads' niet geheel onwelkom is, omdat het een disciplinerende werking op overheden uitoefent en hen aanzet tot financiële prudentie.

Europese swaprentes sterk gedaald...

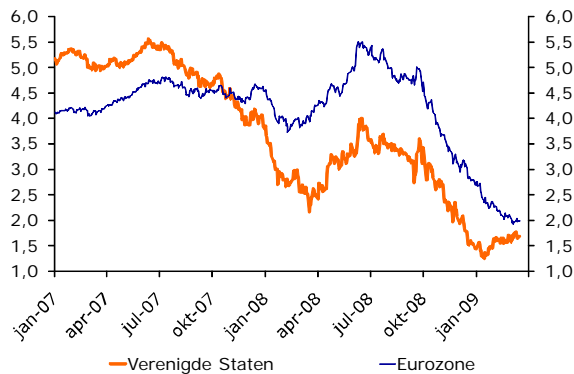
Ondanks de ontwikkelingen binnen het euro gebied, zijn de swaprentes in de afgelopen maanden per saldo toch sterk gedaald. Sinds eind vorig jaar is de 2-jaars swaprente met bijna 80bp gedaald, terwijl het 10-jaars tarief met zo'n 45bp is gedaald. Deze daling komt niet alleen door het feit dat Duitsland als de 'benchmark' fungeert, maar hangt ook samen met de verwachting dat de economische activiteit en inflatie in de eurozone verder zullen afnemen en dat de ECB haar tarief verder zal verlagen, wat ook lagere geldmarkttarieven tot gevolg zal hebben.

Wij denken dat dit proces nog niet volledig voltooid is. Niet alleen omdat wij de ECB haar belangrijkste beleidstarief verder zien verlagen (en de liquiditeit ruim zien houden), maar ook omdat de inflatie in de loop van het jaar (tijdelijk) negatief wordt en wij er niet vanuit gaan dat de financiële turbulentie snel ten einde zal komen. Dat neemt niet weg dat het neerwaartse potentieel van de lange-termijn kapitaalmarktrentes steeds kleiner wordt. Zeker als we er vanuit gaan dat overheden ook in de komende maanden verdere maatregelen aankondigen, die de overheidsfinanciën nog meer onder druk zullen zetten.

Rente en valuta

Een echte ommekeer in het rentebeeld zal echter pas plaats vinden als sprake is van een zichtbare en houdbare stabilisatie van de wereldeconomie.

Figuur 4: 2-jaars EUR swaprente sterk naar beneden, kentering in VS



Bron: Reuters EcoWin

... in tegenstelling tot die van de VS

In de VS zijn de swaptarieven in afgelopen maanden juist opgelopen, in het bijzonder aan de 'lange kant' van de curve. Ten eerste komt dit omdat de centrale bank haar beleidstarief reeds in de buurt van het nulniveau heeft gebracht, zodat verwachtingen over verdere verlagingen –logischerwijs– niet meer aan de orde zijn. Maar wij denken ook dat de enorme hoeveelheid aan overheidsmaatregelen in de VS wel degelijk het absorptievermogen van de markten heeft aangetast (alhoewel de recente maatregelen van de Fed wat 'lucht' geven). Bovendien maken beleggers zich door alle maatregelen wat minder zorgen over een scenario van een langdurige deflatie (iets wat

we ook in de eurozone hebben gezien). Eind 2008 was de inschatting van de (swap) markt dat de inflatie in de VS de komende 10 jaar gemiddeld 1,25% zou bedragen. Nu is dat weer bijna 2,25%. We zien de swaprentes in de VS op korte termijn iets terugvallen (in lijn met de ontwikkeling in de eurozone), maar verwachten op langere termijn een sterkere stijging dan in de eurozone.

ECB verlaagt verder en verder...

Sinds oktober 2008 heeft de ECB haar beleidstarief met in totaal 275bp verlaagd. Op 5 maart verlaagde de ECB haar tarief voorlopig voor het laatst met 50bp tot 1,5%. In de persconferentie na het rentebesluit zei President Trichet dat de ECB de procedure van volledige toewijzing van liquiditeit zal continueren voor 'zo lang als nodig is' en in ieder geval tot na 2009. Dit betekent dat de ECB de geldmarkt 'ruim' wil houden, wat een neerwaartse invloed heeft op de korte termijn geldmarkrentes, in het bijzonder de daggeldrente (EONIA). Sinds het invoeren van de procedure van volledige toewijzing in oktober 2008 heeft het daggeldtarief zich voortdurend dichterbij het ECB depositotarief (het tarief waartegen banken overmatige liquiditeiten kunnen stallen) bewogen dan bij het officiële beleidstarief. Trichet merkte ook op dat het niveau van 1,5% niet het laagst mogelijke niveau van de herfinancieringsrente is.

Wij gaan op korte termijn uit van nog een verlaging met 50bp tot 1%, met de aantekening dat daarmee de ECB depositorente wel eens op 0% zou kunnen komen te liggen en dat met het ruime liquiditeitsbeleid de feitelijke geldmarkrentes dus onder het officiële beleidstarief van de ECB terecht zouden kunnen komen, in ieder geval voor wat betreft de korte rentes.

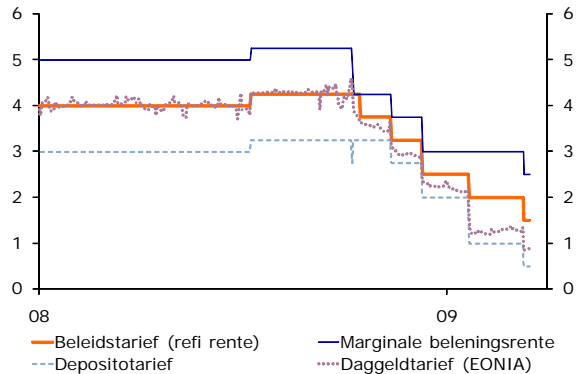
Rente en valuta

... maar radicale 'kwantitatieve verruiming' lijkt nog niet aan de orde

De vraag rijst of de ECB zal besluiten om extra verruimingsmaatregelen te nemen die buiten het bestaande raamwerk vallen (te denken valt hier aan maatregelen zoals de Bank of England die recentelijk is gestart, namelijk het opkopen

van schuld papier uitgegeven door de overheid en door bedrijven). Het idee achter kwantitatieve verruiming is dat de centrale bank hiermee de lange-termijn kapitaalmarktrentes drukt, de kredietverlening 'versoepelt' en de geldhoeveelheid vergroot, waardoor het risico van deflatie afneemt. Nog afgezien van de vraag wat de lange-termijn consequenties hiervan zullen zijn voor de ontwikkeling van de inflatie en rente, stuit een dergelijk beleid in de eurozone op diverse belemmeringen. Het relatief strenge protocol van de ECB en de regelgeving op basis van het Verdrag van Maastricht leggen de ECB aan banden. Bovendien doet zich de vraag voor wie uiteindelijk opdraait voor eventuele verlie-

Figuur 5: Daggeldtarief sinds oktober dichterbij ECB depositotarief dan officieel beleidstarief



Bron: Reuters EcoWin

zen op activa die de ECB met een kwantitatief verruimingsbeleid zou opkopen. Zij heeft immers te maken met 15 soevereine staten. Het opkopen van schuld papier van bedrijven heeft een grotere kans van slagen, maar is wellicht onvoldoende effectief omdat de Europese markt relatief beperkt is. Het bankwezen blijft verreweg de belangrijkste financieringsbron voor het Europese bedrijfsleven. Trichet zei op de persconferentie van 5 maart niets uit te willen sluiten en zich ook nergens op vast te willen leggen en benadrukte dat de inflatieverwachtingen tot nu toe goed 'verankerd' zijn gebleven en het risico van deflatie nog steeds klein is. Dit sterkt ons in onze verwachting dat de ECB eerst alle mogelijkheden binnen het bestaande raamwerk zo veel mogelijk zal benutten.

Crisis leidt tot sterkere dollar

Soms lijken de markten alle logica te tarten. De subprime crisis kwam immers uit de VS, maar de dollar ging vanaf medio 2008 per saldo niet onderuit, maar juist omhoog. Niet alleen tegen de euro, maar ook tegen andere munten. Begin maart bereikte de brede dollar-index van de Fed (de waarde van de dollar ten opzichte van een mandje van valuta) het hoogste niveau in 4½ jaar en EUR/USD raakte begin maart even onder het niveau van 1,25 (laagste niveau sinds eind november 2008). Wij zien een viertal verklaringen. De verpakte Amerikaanse hypotheek waren, om het cru te zeggen, een zeer succesvol Amerikaans exportproduct. De Europese financiële instellingen hebben hierdoor een grote exposure op de Amerikaanse huizenmarkt opgebouwd en worden nu hard geraakt. Ten tweede loopt de eurozone –cyclisch gezien– achter bij de VS. Toen de ECB met renteverlagingen begon, was de Fed al ruim een jaar bezig. Bovendien is de eurozone economie hard getroffen door de scherpe vertraging van de wereldhandel. De derde verklaring is dat de eurozone economie minder flexibel

Rente en valuta

wordt geacht en dat de interne verdeeldheid en het gebrek aan coördinatie van beleidsmaatregelen (denk aan de verschillende nationale steunplannen voor de autosector) veel beleggers heeft gesterkt in hun idee dat de eurozone minder

Figuur 6: Dollar-index op hoogste niveau in 4½ jaar



Bron: Reuters EcoWin

goed met schokken kan omgaan dan bijvoorbeeld de Amerikaanse. De laatste verklaring is dat de dollar in de markt-turbulentie juist als vluchthaven heeft gefungeerd vooral voor uitstroom van kapitaal uit een groot aantal opkomende markten. Amerikaans schatkistpapier wordt door veel beleggers nog steeds gezien als een veilige belegging in onzekere tijden. Vooruitkijkend kan dit echter ook de andere kant op werken: een afname van de risicoperceptie onder beleggers kan dan al gauw leiden tot een zwakkere dollar. Vooralsnog zien wij dit niet op korte termijn gebeuren (onze raming voor EUR/USD over drie maanden is 1,27), maar wij houden er rekening mee dat de dollar vanaf medio 2009

weer aan terrein gaat verliezen. Het lopende rekening tekort is nog lang niet weggewerkt en het door de VS gevoerde financiële beleid zou de dollar op de langere termijn wel eens kunnen ondermijnen. In afgelopen weken kwam de dollar onder vuur vanwege de agressieve maatregelen van de Fed en dit zou wel eens een voorproefje kunnen zijn van de volgende fase van de crisis. Maar het is zeer de vraag of de gevreesde inflatie, die door die maatregelen zou kunnen ontstaan, al op korte termijn tot uiting komt.

Ook de vooruitzichten voor sterling worden positief beïnvloed door een aantal van de bovengenoemde factoren (in het bijzonder de interne verdeeldheid binnen de eurozone). Ondanks het feit dat de Britse economie zeer hard is geraakt door de crisis, zal de relatief agressieve beleidsresponse de economie waarschijnlijk eerder doen opleven dan die van de eurozone. Daarom zien we EUR/GBP tegen het einde van 2009 rond 0,86 noteren.

De Chinese yuan is bijzonder stabiel in waarde ten opzichte van de Amerikaanse dollar sinds medio 2008. Beleidsmakers reageerden vooralsnog met een expansief fiscaal en monetair beleid op de crisis, maar niet met een depreciatie van de eigen valuta. Zij lijken juist de yuan, bewust, weer aan de Amerikaanse dollar te hebben gekoppeld en wel op een stabiel niveau van rond de 6,85. China wil wel degelijk haar eigen economie stimuleren, maar niet op een wijze die op een desastreuze handelsoorlog kan uitlopen. Wij verwachten dan ook dat gedurende de rest van dit jaar de USD/CNY koers stabiel rond de 6,85 zal blijven liggen. Aangezien wij denken dat de Amerikaanse dollar het nog relatief goed zal doen in deze woelige tijden, betekent dit dat de Chinese yuan ten opzichte van de meeste andere valuta enige winst kan boeken.

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

Nederland

Economie in vrije val

De Nederlandse economie is in recessie, en zal in 2009 met circa 4% in volume krimpen ten opzichte van 2008. Zo'n grote jaarlijkse krimp van het Bruto Binnenlands Product (BBP) is in de afgelopen honderd jaar in vreedstijd alleen in de jaren '30 waargenomen. Hoewel de economische tegenwind tot nu voor een groot deel toe te schrijven is aan externe factoren, verwachten wij dat er een negatieve binnenlandse dynamiek op zal volgen. Daardoor zal een geleidelijk herstel van de economie pas in de tweede helft van 2010 optreden.

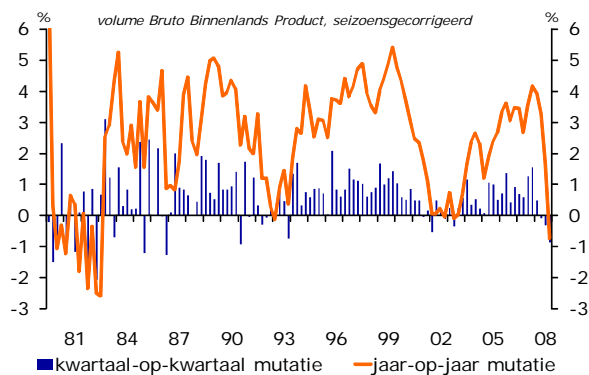
Snelle omslag van groei naar krimp

In slechts een jaar tijd is de zeer uitbundige groei van de Nederlandse economie omgeslagen in een forse krimp. Eind 2007 groeide het Bruto Binnenlands Product in reële termen nog met meer dan 4% ten opzichte van een jaar ervoor. Eind 2008 was de economie 0,6% kleiner dan een jaar eerder (figuur 1).

In 2008 is aan de periode van hoogconjunctuur die in 2004 begonnen was een abrupt einde gekomen. In 2004 werd, na twee jaar stilstand, de Nederlandse economie aangezwengeld door de versnelling van de groei van de wereld-economie. De toename van de export zorgde voor meer bedrijvigheid en werkgelegenheid. In de jaren daarna waren extra investeringen nodig om aan de toegenomen vraag te kunnen voldoen, en nam de consumptie toe als gevolg van gunstige arbeidsmarktontwikkelingen en hogere inkomensgroei.

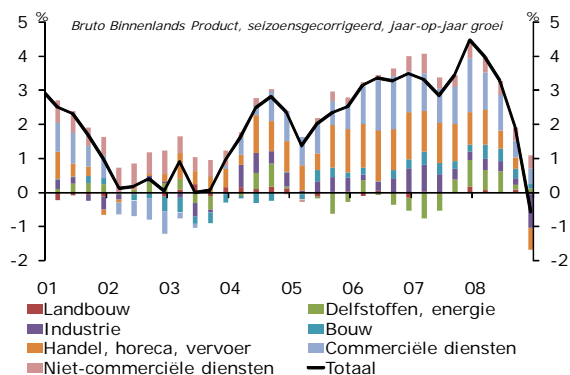
Net als in 2004 is de buitenlandse economische ontwikkeling ook eind 2008 bepalend voor de Nederlandse economische groei maar nu in negatieve zin. Een schok in grondstoffenprijzen en vooral de kredietcrisis hebben wereldwijd tot sterke groeivertragingen en recessies geleid. De vraag naar in Nederland geproduceerde goederen neemt daardoor af en de terugval in de wereldhandel leidt tot minder wederuitvoer en doorvoer. De effecten hiervan op de groei van het BBP zijn in figuur 2 duidelijk te zien. De forse krimp in het vierde kwartaal werd gedreven door een afname van de voor de export gevoelige industriële productie, handel, en transport.

Figuur 1: BBP-groei 1980-2008



Bron: CBS

Figuur 2: BBP-groei en bijdragen sectoren



Bron: CBS

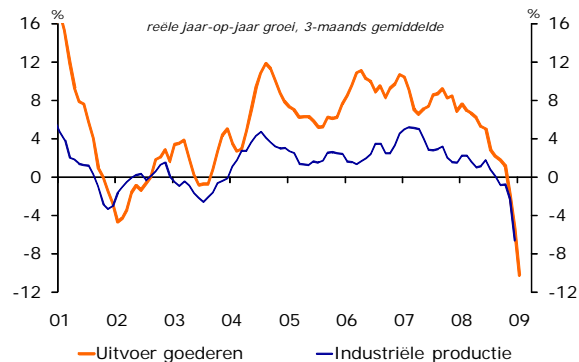
Nederland

Uitvoer en industriële productie zinken in tandem

Voor zowel de uitvoer van goederen als de industriële productie geldt november 2008 als breekpunt. In die maand sloeg de geleidelijke vertraging in de groei om in een harde krimp. De stress in de financiële markten die in september/oktober vorig jaar volgde op de val van Lehman Brothers heeft hier ongetwijfeld mee te maken. Bedrijven hebben minder orders verstrekt en zelfs reeds geplaatste orders ingetrokken. Omdat de productie van vele goederen in mondiale productieketens is georganiseerd leidt dit wereldwijd tot een afname van de vraag. Als reactie op de vraaguitval is het productievolume flink teruggeschoefd (figuur 3). De grote dalingen in de industriële productie lijken echter nog niet voldoende geweest om een ongewenste opbouw van voorraden volledig te voorkomen. Het aantal ondernemers dat de voorraden als te groot beoordeelde groeide in de eerste twee maanden van dit jaar verder ten opzichte van de laatste maanden in 2008. Daarnaast zijn de orderontvangsten in de eerste twee maanden van dit jaar verder teruggevallen. Voor de eerste helft van 2009 voorzien wij dan ook een verdere reële krimp van de export van goederen en de industriële productie.

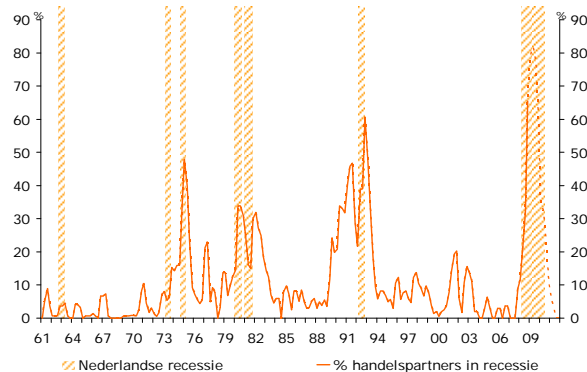
Hoewel de economische neergang zich nu concentreert in sectoren die gevoelig zijn voor de internationale handel in goederen, zal de groei in de uitvoer van diensten de komende kwartalen niet stand kunnen houden. Net als in Nederland zal de recessie in andere landen ook vat krijgen op de overige sectoren, en zal de vraag naar financiële en zakelijke diensten afnemen. Door het ongekeerde aantal handelspartners dat zich tegelijkertijd in recessie bevindt (figuur 4) zal de uitvoer van goederen en diensten voor Nederland dit jaar voor het eerst sinds 1982 krimpen. Doordat de wederuitvoer sinds die tijd veel belangrijker geworden is zal het effect van de terugval in het wereldhandelsvolume nu ook een stuk groter zijn. In 1982 kromp het uitvoervolume met 0,4%; voor 2009 verwachten wij een krimp van 7¼%. Vanaf begin volgend jaar zal door een voorzichtig herstel van de wereldeconomie de uitvoer weer licht groeien.

Figuur 3: Export goederen, industriële productie



Bron: CBS

Figuur 4: Handelspartners in recessie



Bron: NIESR, Rabobank

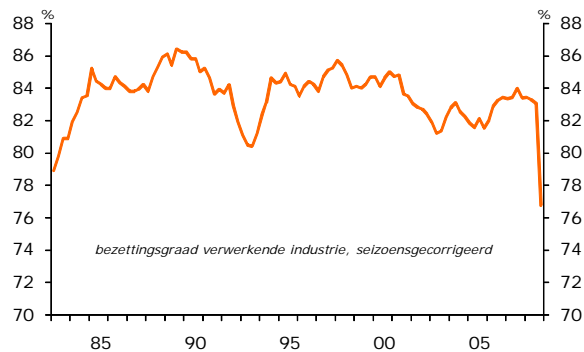
Nederland

Investerings volgende dominosteen

Na de export zijn de investeringen de volgende dominosteen die omvalt. De zeer forse krimp van de industriële productie heeft er toe geleid dat de bezettingsgraad van de productiecapaciteit in het vierde kwartaal historisch hard in elkaar is gezakt (figuur 5) naar 76,8%, van 83% een kwartaal ervoor. Dit is niet alleen de laagste waarde sinds de reeks gemeten wordt, het is vooral ook een bijzonder steile afname. De door ons verwachte verdere krimp van de industriële productie zal tot een nog verdere daling van de bezettingsgraad leiden. Ook producenten zijn van mening dat deze ontwikkelingen uitzonderlijk zijn. Dit is duidelijk zichtbaar in het producentenvertrouwen, dat zich in het afgelopen jaar bewogen heeft van een historisch hoogtepunt naar een voorlopig dieptepunt dat veel lager uitvalt dan het ooit geweest is (figuur 6).

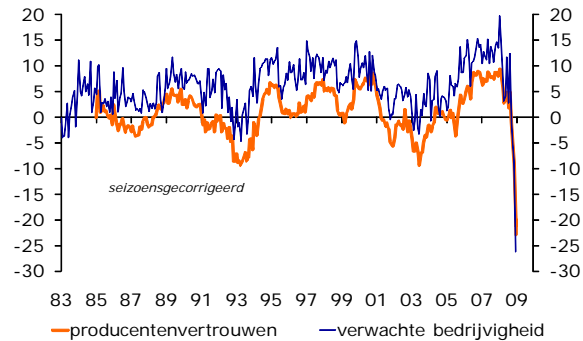
Door de extreme terugval in de bezettingsgraad en de overcapaciteit die daar het gevolg van is, is er voor ondernemers weinig aanleiding om uitbreidingsinvesteringen te doen. De slechte vooruitzichten zullen er ook voor zorgen dat vervangingsinvesteringen zo mogelijk even zullen worden uitgesteld. Daar komt nog bij dat de kapitaalmarkt nog altijd slecht functioneert waardoor het moeilijk en duur is voor bedrijven om zichzelf te financieren. Ook bij bancair krediet, dat in Nederland nog wel verkrijgbaar is, wordt gewerkt met opslagen als gevolg van de hogere bancaire fundingkosten en risico-opslagen. Al met al verwachten wij dat het investeringsvolume dit jaar met ruim 14% zal krimpen. Deze krimp is niet alleen gedreven door bedrijfsinvesteringen. Door de sterke terugval in de verkoop van nieuwbouwwoningen zullen projectontwikkelaars dit jaar veel minder nieuwe woningen bouwen dan in de afgelopen jaren. Samen met een lager aantal transacties van bestaande woningen leidt dit tot een forse krimp in de investeringen in woningen. Ook voor 2010 verwachten we nog een krimp van de investeringen, zij het minder groot dan dit jaar. Een voorzichtig aantrekkende wereldhandel en exporten die weer een klein plusje laten zien zullen de bezettingsgraad wellicht weer een beetje doen oplopen.

Figuur 5: Bezettingsgraad verwerkende industrie



Bron: CBS

Figuur 6: Producentenvertrouwen



Bron: CBS

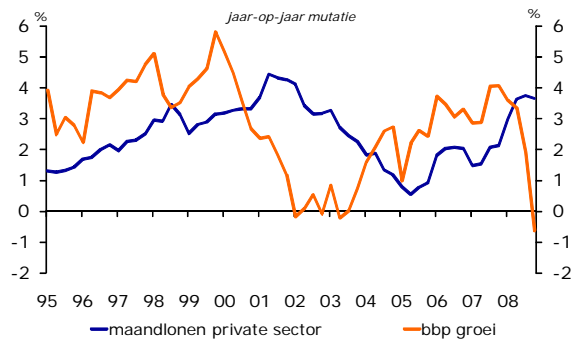
Nederland

Consumptievolume onder druk

De ontwikkeling van de consumptie loopt over het algemeen achter op de andere vraagcomponenten. Dit is met name het gevolg van de ontwikkeling in

de loonvorming en de werkgelegenheid, die met vertraging op de economische groei reageren. Vakbonden zijn vaak pas in staat om goede CAO's af te sluiten nadat de winstgevendheid van het bedrijfsleven is gestegen. Op het moment dat de economie al weer afkoelt, ijlen de loonstijgingen nog even na doordat CAO's vaak voor twee of drie jaar worden afgesloten (figuur 7). Zo ook dit keer. De lonen stijgen dit jaar met naar verwachting 3% nog fors. Daarbij moet wel worden aange-tekend dat nieuwe CAO's waarschijnlijk dichtbij of op de nullijn zitten. De inflatie is veel lager dan vorig jaar doordat de grondstofprijzen weer even hard gedaald zijn als ze

Figuur 7: BBP-groei en loonstijging



Bron: CBS

gestegen waren. Voor de consument betekent dit dat hij reëel meer van zijn loonstijging overhoudt. Vooral vanaf juli, als de energierekening omlaag zal gaan, zal dit zichtbaar worden. Daar komt dit jaar nog bij dat de consument door lastenverlichting meer geld overhoudt.

Toch zal de relatief gunstige inkomensontwikkeling niet tot uitbundige bestedingen leiden. Daar heeft het crisisgevoel de Nederlander al te veel voor te pakken. Hij werd namelijk al pessimistisch vanaf september 2007, bij het uitbreken van de kredietcrisis. We zien nu de groei van het consumptievolume al richting nul gaan terwijl de werkloosheid nog nauwelijks oploopt en de koopkracht stijgt. De consument lijkt tijdens deze economische neergang ver vooruit te kijken en sterk te anticiperen op het naderende onheil. Daar is ook reden toe. De werkloosheid gaat hard oplopen, de pensioenen van gepensioneerden worden mogelijk voor meerdere jaren niet geïndexeerd, veel consumenten hebben een deel van hun vermogen verloren op de beurs en nu staat ook nog eens de waarde van hun huis onder druk. Als gevolg van een sterke spaarneiging zal de consumptie gaan krimpen. In tegenstelling tot de export en de investeringen zal 2010 voor de consumptie juist een slechter jaar worden dan 2009. Dit komt doordat veel negatieve ontwikkelingen pas volgend jaar hun volledige effect hebben. De werkloosheid is vooral volgend jaar fors en ook het niet indexeren van pensioenen zal vooral volgend jaar tot koopkrachtverlies leiden. Per saldo verwachten wij een reële krimp van de consumptieve groei van een half procent in 2009 en van twee procent in 2010.

Werkloosheid stijgt weer naar niveau van 15 jaar geleden

De eerste maandcijfers van 2009 geven een lichte stijging van de werkloosheid aan (figuur 8). De ontslagen die nu regelmatig het nieuws halen worden door procedures pas na een paar maanden zichtbaar in het werkloosheidscijfer.

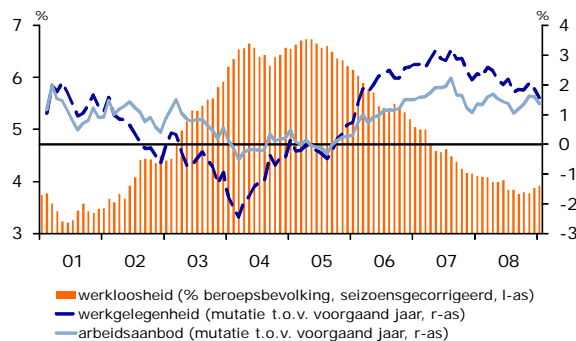
Nederland

Door de snelheid en de omvang van de economische teruggang zal de werkloosheid veel harder op gaan lopen dan tijdens vorige perioden van economische afkoeling. Bij een gematigde afkoeling denken werkgevers wellicht dat ze de recessie wel uit kunnen zingen. Door het personeel in dienst te houden, kunnen de mensen meteen weer ingezet worden als de groei weer aantrekt. Doordat de recessie nu acuut intreedt, wordt de ernst meteen duidelijk. Wij verwachten bovendien dat de huidige recessie aanzienlijk dieper zal zijn dan de vorige, begin deze eeuw. Daardoor zal de werkloosheid dit keer zowel sneller als verder oplopen. De werkloosheid zal stijgen van 3,9% van de beroepsbevolking aan het einde van vorig jaar naar ruim 6% aan het einde van dit jaar en verder naar bijna 9% aan het einde van 2010. Qua niveau is dit vergelijkbaar met midden jaren negentig. In twee jaar tijd zullen er zo'n 420 duizend werklozen bij komen. De werkloosheid zal hiermee echter nog niet terugkeren naar de niveaus die in de jaren '80 gehaald werden. Dit komt in de eerste plaats doordat we nu van veel lagere niveaus komen. Daarnaast is het stelsel van sociale zekerheid sindsdien grondig veranderd en daarmee de mentaliteit van de beroepsbevolking. De veel sterkere activering en de bredere inzetbaarheid van werknemers hebben de arbeidsmarkt structureel sterker gemaakt.

Dalende inflatie is lichtpuntje

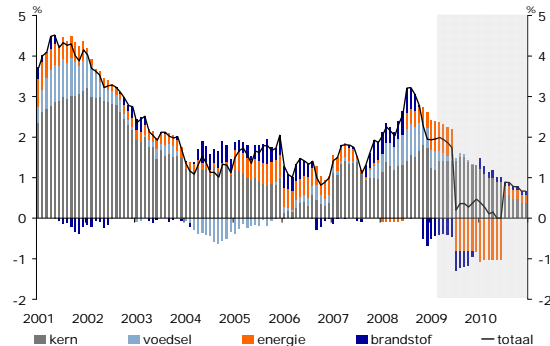
Hoewel het hard zoeken is naar lichtpuntjes voor de Nederlandse economie, is de dalende inflatie vooralsnog een gunstig teken. De daling van de inflatie is in 2009 vooral het gevolg van de sterk gedaalde olieprijs. Hoewel daarvan door een vertraagde doorwerking nog niets te merken is in de energierekening voor huishoudens, waren de prijzen aan de pomp het afgelopen half jaar aanmerkelijk lager dan een jaar daarvoor. In januari van dit jaar ging de energierekening voor huishoudens nog een keer omhoog. De prijsdaling van autobrandstof was, samen met een daling van de prijzen van kleding en elektronica, echter voldoende om de daling van de inflatie die in september 2008 inzette door te

Figuur 8: Werkloosheid en werkgelegenheid



Bron: CBS

Figuur 9: Inflatie en bijdragen voedsel & olie



Bron: CBS, Rabobank

Nederland

zetten (figuur 9). Wij verwachten dat de inflatie tot en met juni rond het huidige niveau zal blijven hangen. Maar in juli, wanneer de sterke daling van de olieprijs dan eindelijk ook zichtbaar zal worden in de energierekening, zal de inflatie een duikvlucht maken, en dicht in de buurt van de 0% uitkomen. Het is zeker niet uitgesloten dat er in de tweede helft van 2009 en de eerste helft van 2010 tijdelijk sprake zal zijn van een daling van het gemiddelde prijspeil. De kerninflatie zal door de oplopende werkloosheid en lagere loongroei afnemen. Maar de daling van het gemiddelde prijspeil zal in belangrijke mate gedreven worden door de ontwikkeling in de energieprijzen. Van ernstige deflatie, waarbij lonen en prijzen in een vicieuze cirkel gezamenlijk krimpen, zal naar onze verwachting dan ook geen sprake zijn.

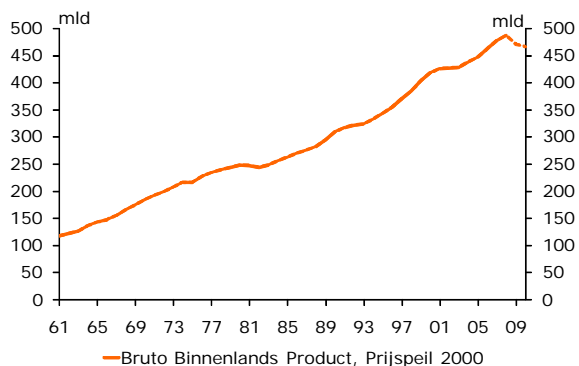
Terug in de tijd

Al met al verwachten wij dit jaar een reële krimp van het BBP met 4%, en volgend jaar nog eens met 1%. Het niveau van het BBP valt van piek tot dal ruim 5½% terug. Daarmee zal het volume van de economie in 2010 terug zijn op het niveau van 2006 (figuur 10). De totale krimp van het bruto binnenlands product per inwoner is met bijna 6½% nog iets harder. Op het dieptepunt van de neergang in het voorjaar van 2010, zullen in Nederland per inwoner even veel goederen en diensten geproduceerd worden als in begin 2006. De gemiddelde levensstandaard blijft dus aanzienlijk hoger dan dat hij was in de vorige zware recessie, begin jaren tachtig, en vele malen hoger dan in de jaren dertig van de vorige eeuw.

Crisis biedt slechts beperkt excuus voor begrotingstekort

Het afgelopen jaar is pijnlijk duidelijk geworden hoezeer het kabinet de afgelopen jaren met de begrotingen boven haar stand heeft geleefd. Slechts een deel van het verwachte tekort voor dit jaar is het gevolg van de ongekend abrupte omslag van de economie.

Figuur 10: Niveau van reëel BBP



Bron: NIESR, CBS, Rabobank

Tabel 1: Kerngegevens Nederland

jaar op jaar mutatie in %	'07	'08	'09	'10
Bruto Binnenlands Product	3,5	2,0	-4	-1
Particuliere consumptie*	2,1	1,7	-½	-2¼
Overheidsconsumptie*	3,0	1,2	2	1
Private investeringen	4,9	6,6	-14½	-7
Goederen- en dienstenuitvoer	6,5	3,0	-7¼	¼
Goederen- en diensteninvoer	5,7	4,4	-6	-1
Consumentenprijsindex	1,6	2,5	1	½
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	4,5	3,9	5½	8
Begrotingssaldo overheid (% BBP)	0,3	0,9	-3¼	-6¼
Saldo handelsbalans (% BBP)	8,6	8,1	6½	7¼

Bron: CBS, Rabobank

Nederland

De steile conjuncturele neergang zorgt voor een snelle daling van de belastinginkomsten en stijging van uitkeringen, waardoor het begrotingstekort fors oploopt. Ook zonder de crisis zou het tekort dit jaar echter al zijn opgelopen. In de jaren 2007 en 2008, tijdens de top van de hoogconjunctuur, liet het kabinet schamele overschotten van 0,3% en 0,9% van het BBP zien. Veel plannen, tegenvallers en tekorten zijn met Prinsjesdag 2008 gefinancierd met gasbaten, die door de destijds hoge olieprijs gunstig ingeschat werden. Nu de olieprijs ruim 60% lager lijkt uit te komen, zullen de inkomsten een stuk lager zijn dan verwacht. Bovendien is een aantal kostenoverschrijdingen het afgelopen jaar verborgen gebleven als gevolg van de hoge inflatie. Daardoor stegen de uitgavenkaders harder dan de kosten. De sterk dalende inflatie zal de overschrijding van kosten dit jaar pijnlijk duidelijk maken. Bovendien zal de overheid zijn handen de komende tijd nog vol hebben om de problemen in de financiële sector het hoofd te bieden, waardoor de ruimte voor stimuleringsbeleid beperkt is. Daarnaast moeten we ook niet te hooggespannen verwachtingen hebben van het nieuwe beleidspakket. De openheid van onze economie en de internationale aanleiding van deze recessie maken dat de overheid slechts zeer beperkt invloed heeft op de economische groei. Tegen een krimpende wereldhandel valt nu eenmaal niet op te stimuleren.

Conclusie

De Nederlandse economie heeft lastige en onzekere jaren voor de boeg. Zowel dit jaar als in 2010 krimpt de economie fors terwijl de werkloosheid nog tot in 2011 op zal lopen. Het tempo en de omvang van de terugval die wij verwachten is ongekend. De huidige omstandigheden vertonen enkele duidelijke overeenkomsten met zowel de jaren '30 als begin jaren '80. Maar er zijn ook grote verschillen met die perioden van economische neergang¹. Die beperkte vergelijkbaarheid, en de zeldzaamheid van grote recessies in het recente verleden van de Nederlandse economie, maken de ontwikkelingen in de komende jaren erg onzeker. Ook onze raming is daardoor met meer onzekerheid omgeven dan anders. Hoewel het economisch duidelijk tegenzit, was de uitgangspositie van de Nederlandse economie sterk. Aan het begin van 2008 lag het BBP op een erg hoog niveau en was de arbeidsmarkt krap. Belangrijk is dat de huidige recessie niet het gevolg is van binnenlandse economische onevenwichtigheden of structurele problemen. De Nederlandse overheid moet daarom nu vooral niet te activistisch worden. De structurele hervormingen van de afgelopen jaren zullen op middellange termijn hun vruchten afwerpen. Het kabinet moet zich binnenlands en internationaal wel sterk blijven maken voor vrijhandel. Daar is niet alleen in het verleden onze welvaart sterk door toegenomen, ook in de toekomst heeft Nederland groot belang bij vrijhandel. Het zal de export zijn die dankzij een toename van de wereldhandel de economie weer uit het slop zal trekken. We moeten daarom nu niet toegeven aan een protectionistische reflex.

¹ In Rabobank Themabericht 2009/05 en 2009/06 wordt een vergelijking gemaakt tussen de huidige situatie en jaren '30, respectievelijk de jaren '80.

Eurozone

Een neerwaartse spiraal

In een tijdsbestek van luttele maanden zijn de economische vooruitzichten voor het Eurogebied dramatisch verslechterd. Met name in de industriële sector waren de ontwikkelingen de afgelopen maanden ronduit gitzwart met een reële krimp van de productie met een procent of 25. Aanknopingspunten voor een snel herstel in de komende kwartalen zijn bovendien schaars en broos. Momenteel gaan wij er vanuit dat de Eurozone economie dit jaar in volume krimpt met 3¼%, gevolgd door nog eens een krimp met 1% in 2010.

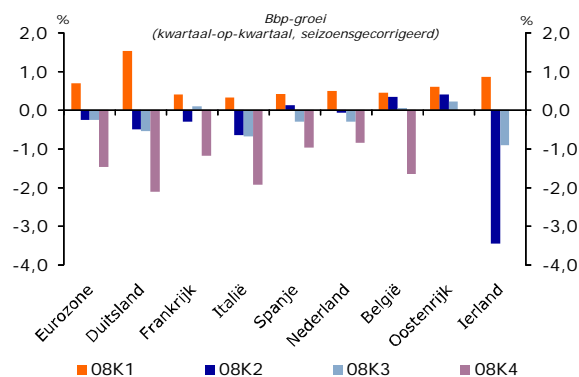
Uitermate zwak uiteinde 2008 ...

De gangbare definitie van een recessie is een periode van economische krimp die ten minste twee aaneengesloten kwartalen aanhoudt. Binnen die definitie bevindt de Eurozone economie zich al sinds het tweede kwartaal van 2008 in een recessie. Dat was daarmee een economische werkelijkheid waar we gedurende het jaar aan konden wennen. Tegen het jaareinde is de neergang echter in een stroomversnelling geraakt waarvan het einde nog niet in zicht is. De cijfers voor het laatste kwartaal van 2008 zijn ronduit schokkend te noemen (figuur 1). Van de 'grote zes' bracht Nederland het er nog het minst slecht vanaf met een reële economische krimp van 0,9% k-o-k, maar een dergelijk sterke krimp hadden we ook hier sinds begin jaren '80 niet meer gezien.

... sentiment wijst op zwakke start 2009

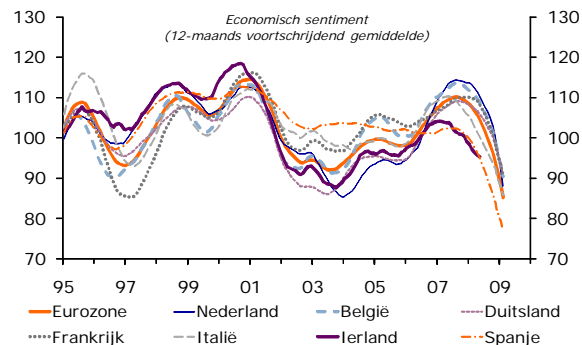
Het economische sentiment in het Eurogebied is bijzonder negatief (figuur 2). In de overgrote meerderheid van Eurolanden zien we zelfs de laagste waarden die we het sinds het begin van de meting in 1985 ooit hebben opgetekend. Nog zorgwekkender is de constatering dat er nog geen bodem lijkt te zijn bereikt. Sterker nog, de afgelopen maanden kalfde het sentiment juist in een versneld tempo verder af. Dat belooft dus weinig goeds voor de nabije toekomst, wanneer consumenten en producenten zich (verder) zullen gaan gedragen naar hun gemoedstoestand.

Figuur 1: Economische krimp versnelt



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 2: Sentiment naar nieuwe dieptepunten



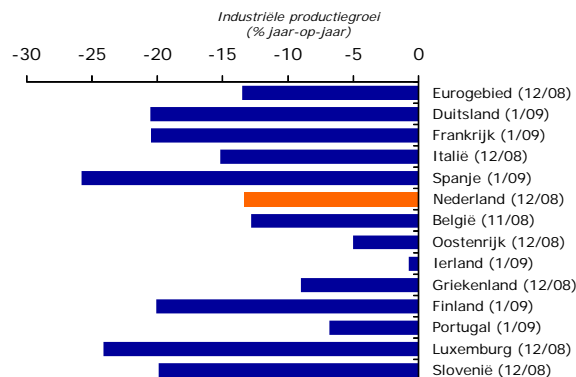
Bron: Reuters EcoWin

Eurozone

Machines stilgezet

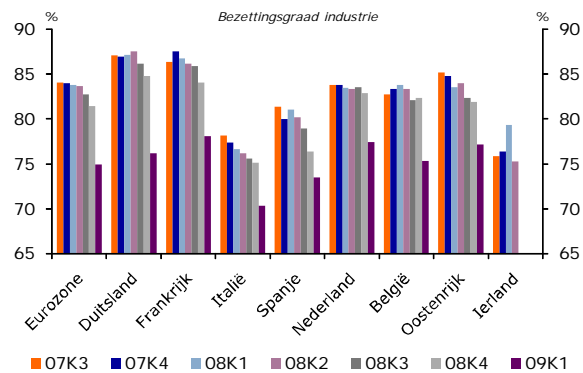
Het tempo waarin gedurende de afgelopen maanden de economische activiteit in de Europese industrie terugviel, is beeldbepalend voor de gehele economische situatie van nu en die voor de komende kwartalen. In jaar-op-jaar termen toonde het Europese industriële productievolume al vanaf mei 2008 een krimp. Maar waar die krimp gedurende de zomer van 2008 vrij bescheiden bleef met 0,3% j-o-j tot 1,2% j-o-j zagen we hierin een scherpe versnelling intreden in de laatste vier maanden van het vorige jaar tot maar liefst 13,5% j-o-j in december. Enige hoop dat hiermee een bodem bereikt zou zijn, werd de afgelopen weken teniet gedaan door de inkomende data uit de verschillende Eurolanden. De toch al vrij pessimistische verwachtingen werden ruimschoots overtroffen door productiekrampen in de grote landen van 20% j-o-j (Duitsland, Frankrijk) tot 25% j-o-j (Spanje) in januari (figuur 1). Deze gang van zaken hangt logischerwijs nauw samen met ontwikkelingen die als gevolg van de val van de zakenbank Lehman Brothers in september 2008 in beweging werden gezet. De hoog opgelopen onzekerheid over de stand van zaken in de financiële wereld en de doorwerking daarvan op de reële economie maakte consumenten extra terughoudend om duurzame goederen als auto's aan te schaffen, leidde tot een verdere beperking van de mogelijkheden om goederen op krediet aan te schaffen en resulteerde in een toenemende terughoudendheid in de verstrekking van leverings- en betalingsgaranties voor internationale handelstransacties. Daarmee werd de internationaal wijdvertakte industriële productieketen in het hart geraakt. Aan het einde van de keten werd de productie aan de sterk teruggevallen vraag aangepast. Momenteel zien we de gevolgen voor de toeleverende sectoren en landen, die zich op hun beurt aanpassen aan de veel lagere vraag. Tegelijkertijd is de industrie op zoek naar vereenvoudiging van het complexe internationale productieketen, omdat de hiermee samenhangende internationale handelsstromen momenteel erg lastig te verzekeren zijn. Dit alles heeft geresulteerd in een forse daling van de Europese bezettingsgraden aan het begin van 2009 (figuur 4).

Figuur 3: Productie valt zeer scherp terug



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 4: Veel onbenutte capaciteit



Bron: Reuters EcoWin

Eurozone

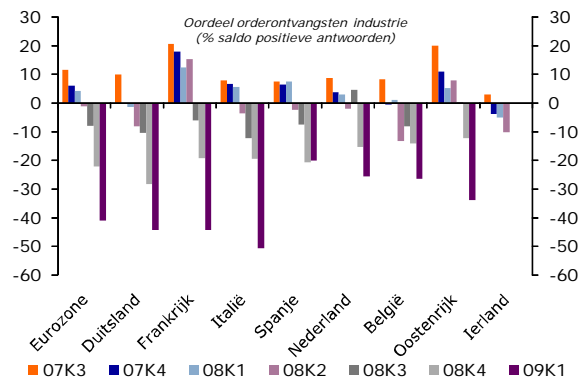
Stop-and-go?

Er is één uitgesproken positief aspect aan de snelheid waarmee de producenten zich momenteel aanpassen aan de nieuwe economische realiteit. Dat is dat het risico op overmatige ongewenste voorraadvorming wellicht beperkt blijft. In dat geval kan de industriële productie ook weer relatief snel opleven zodra de vraag weer aantrekt. De broosheid van dit argument zullen we verderop uitgebreid toelichten, maar het blijft één van de weinige positieve aanknopingspunten voor sneller herstel dan waar wij nu vanuit gaan.

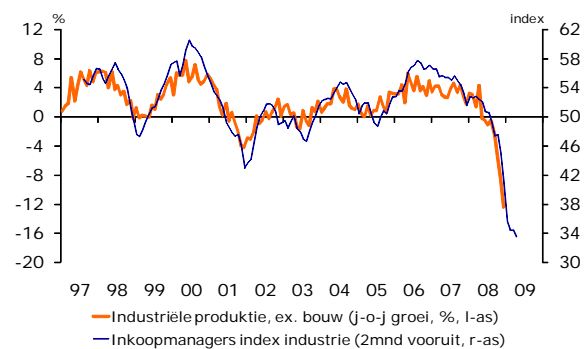
Ongewenste bijwerkingen

De doorwerking van de productiestop aan het einde van de keten lijkt echter een krachtige interne dynamiek te hebben gekregen, waar we ons de komende maanden nog niet aan kunnen ontworstelen. We haalden al even de mondiaal wijdvertakte productieketen aan, waarin in de afgelopen jaren in toenemende mate taken en processen zijn uitbesteed en/of verplaatst naar landen waar die het meest efficiënt konden plaatsvinden. Een productiestop aan het einde van die keten betekent uiteraard dat de toeleveranciers vervolgens hun orderposities sterk zien verslechteren. Figuur 5 toont dat industriële ondernemers dat in overgrote meerderheid mate zagen gebeuren de afgelopen maanden. Anekdotisch maar veelgehoord is het gegeven dat ook vele reeds contractueel vastgelegde orders werden geschrapt door de afnemers, simpelweg omdat die de eigen afzet in zagen storten. Als extra bijwerking zien we met de dalende productieniveaus en bezettingsgraden ook de vraag naar machines en transportmiddelen scherp terugvallen. Een land als Duitsland, waarvan het exportpakket een relatief groot aandeel van kapitaalgoederen kent, wordt daar bijvoorbeeld hard door geraakt. Afgaand op de verwachtingen van de inkoopmanagers –die in het verleden een goede weerhaan bleken voor wat betreft de industriële productie– moeten we de komende maanden rekenen op een reële krimp van de Europese industriële productie met 15% à 20% j-o-j (figuur 6).

Figuur 5: Nauwelijks nieuwe orders



Figuur 6: Krimpnde productie houdt aan



Eurozone

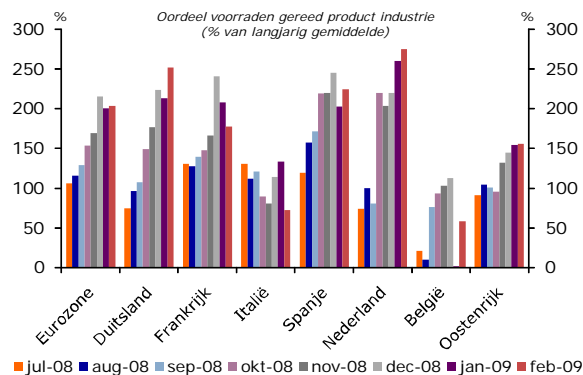
Vorraadvorming ondermijnt snel herstel

Ondanks de zeer scherpe productiedalingen die we de afgelopen maanden in de industrie hebben mogen optekenen, zijn ondernemers tegelijkertijd in toenemende mate ontevredener geworden over de omvang van hun voorraad gereed product (figuur 7). Zo blijven Duitse producenten bijzonder bezorgd om de hoge voorraden ondanks een productiedaling van 20% in januari. In een enkel Euro-land land is de industrie er wel in geslaagd om de voorraden aan het begin van dit jaar terug te brengen, maar dat bleek ofwel tijdelijk (Spanje), ofwel onvoldoende (Frankrijk). Italië heeft de voorraadvorming wel onder controle, maar voor de Italiaanse industrie is het dan ook al een wat langere tijd economisch zwaar weer. Kort gezegd: de productiedaling heeft de vraaguitval door de bank genomen nog niet kunnen bijhouden en de productie zal langer en verder moeten krimpen om de voorraden af te bouwen naar meer acceptabele niveaus.

Banen op de tocht

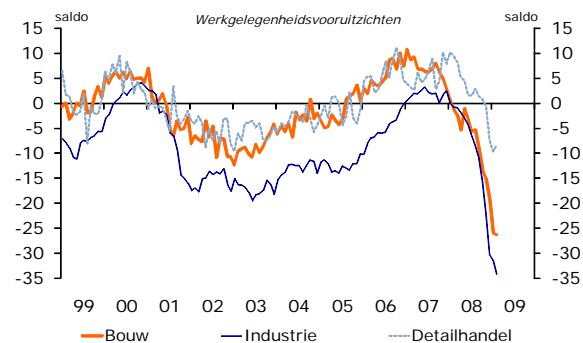
Dit vooruitzicht impliceert meteen dat er (verder) in de kosten zal moeten worden gesneden, waaronder de loonkosten. De media hebben de eerste aangekondigde ontslagen bij grote ondernemingen breed uitgemeten, maar die vormen nog maar de top van de spreekwoordelijke ijsberg. Kijken we naar de werkgelegenheidsverwachtingen (figuur 8), dan zien we dat die in lijn met de industriële productie versneld verder zijn weggezakt in de afgelopen maanden. In de bouw en industrie springt dat het meest in het oog, maar ook in de detailhandel zien we een relatief scherpe terugval in werkgelegenheidsvooruitzichten. Onzekerheid over baan en inkomen vormen voor consumenten een goede aanleiding om waar mogelijk te bezuinigen op het consumptiepakket. Dergelijk magere werkgelegenheidsvooruitzichten zagen we in de detailhandel voor het laatst in 2002/03, toen de werkloosheid uiteindelijk zou stijgen tot een top van bijna 9%. Gekoppeld aan de nu veel somberdere situatie in industrie en bouw is het vrijwel ondenkbaar dat het daar de komende tijd bij zal blijven.

Figuur 7: Voorraden toch nog veel te hoog



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 8: Banen verder op de tocht



Bron: Reuters EcoWin

Eurozone

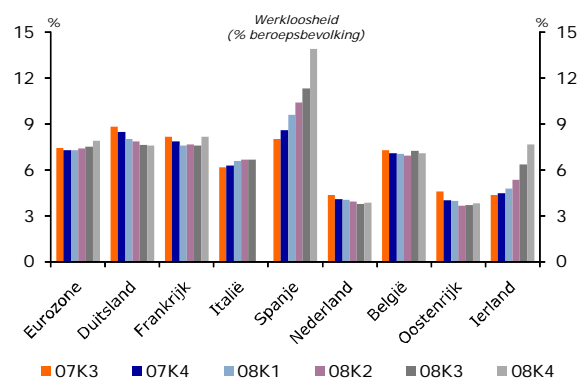
Stijgende werkloosheid remt consumptie

De arbeidsmarkt is geen financiële markt, die snel reageert op de economische ontwikkelingen. Zo kon het gebeuren dat we temidden van de snel verergerende financiële en economische ellende aan het einde van 2008 toch nog een vlakke of zelfs dalende werkloosheid mochten optekenen in bijvoorbeeld Duitsland en Nederland (figuur 9). Maar langzaam zijn de arbeidsmarkten in alle Eurolanden toch omgeslagen en voor 2009 houden we rekening met een verder oplopen van de werkloosheid op Eurozone niveau tot gemiddeld 9% van de beroepsbevolking over het hele jaar. Volgend jaar zal de werkloosheid zelfs verder stijgen tot 10¼%. In termen van zowel het vertrouwen als het inkomen van de consument is dit slecht nieuws. Wij gaan er dan ook van uit dat het consumptievolume in het Eurogebied dit jaar, voor het eerst sinds 1993, krimpt, met 2%.

Overheden financieel vleugellam

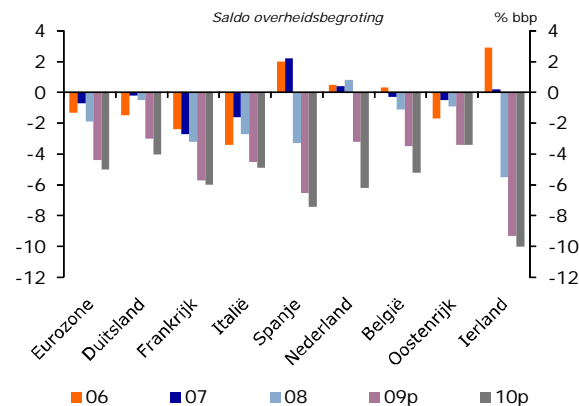
De ministers van financiën van de G20 kondigden onlangs aan de economische crisis met alle beschikbare middelen te bestrijden. Dat lijkt gegeven het beeld dat we tot nu toe schetsten van de Eurozone economie een wenselijke zaak. Maar welke middelen staan de regeringen nog ter beschikking en zullen die afdoende zijn? We moeten in de eerste plaats constateren dat de automatische stabilisatoren hun werk al volop doen: de belastinginkomsten vallen stevig terug, terwijl er een toenemend beroep wordt gedaan op de verschillende sociale vangnetten. Als logisch gevolg zagen de meeste Eurolanden hun begrotingstekorten vorig jaar al oplopen. Maar de echte pijn moet nog komen. Als het economisch beeld zich verder volgens onze verwachtingen ontvouwt, dan zakken volgend jaar alle 'grote acht' van de Eurozone door de 3% afname voor het maximale begrotingstekort die het Europese stabiliteitspact onder normale omstandigheden nastreeft (figuur 10). De Europese overheden doen dus -grotendeels op de automatische piloot- al meer dan op termijn houdbaar is. De politieke wenselijkheid ten spijt is heel veel extra's dan ook niet te verwachten.

Figuur 9: Dalende werkloosheid verleden tijd



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 10: Collectief diep in het rood



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Eurozone

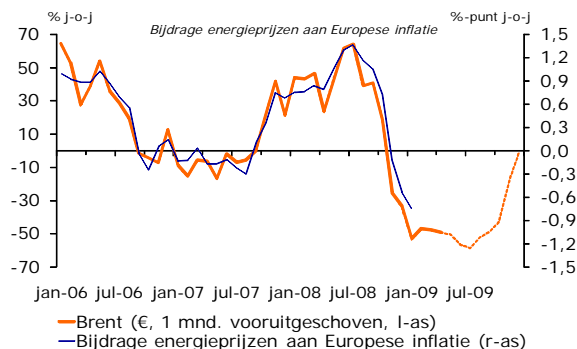
Lage inflatie blijft lichtpunt

De geharmoniseerde Europese inflatie kwam in februari uit op 1,2% j-o-j. Een jaar geleden was dat nog 3,3% en halverwege vorig jaar werd zelfs de 4%-grens kortstondig doorbroken. Zowel de pieken van vorig jaar als de lage inflatie van dit moment worden voor het overgrote deel gedreven door de volatiele internationale energieprijzen en niet zozeer door vraaguitval (figuur 11). De huidige lage inflatie -die in de loop van het jaar zelfs even negatief kan worden- is dan ook niet echt zorgelijk, maar pure koopkrachtwinst voor de Europese consument. Met de sombere vooruitzichten gaan we er evenwel vanuit dat het grootste deel van deze winst dit jaar gespaard zal worden. Pas volgende jaar, wanneer het economische herstel gloort, zal een deel van die extra besparingen weer in consumptieve bestedingen neerslaan.

Pas volgend jaar weer groei

Het glorende herstel kan niet voorkomen dat de Eurozone economie volgend jaar op jaarbasis een krimp van 1% zal gaan noteren (tabel 1). Dat komt omdat we gedurende 2009 met in alle kwartalen een economische krimp een dermate zwakke basis leggen dat de terugkerende groei halverwege volgend jaar te gering is en zich te laat meldt. De kracht van het herstel zal voor een belangrijk deel afhangen van de wereldhandelsgroei en in het sleepspoor daarvan de groei van de private investeringen, die volgend jaar gemiddeld nog krimpen met bijna 10%. Als fractie van het BBP vallen de investeringen in deze recessie terug van 6% boven het gemiddelde van het decennium 1995-2004 tot bijna 15% daaronder in 2010. Die terugval zien we door het hele Eurogebied heen, al vallen de investeringen (m.n. in woningen) natuurlijk wel wat scherper terug in Spanje en Ierland. Een minimaal niveau is voor de investeringen moeilijk vast te stellen, maar dergelijke niveaus zijn wel dusdanig laag dat daar de kiemen voor een krachtiger terugkeer van de groei in liggen. Dat wil zeggen, als het in Europa's afzetmarkten weer goed genoeg gaat dat er voldoende afzetmogelijkheden zijn.

Figuur 11: Lage olieprijsdrukken inflatie



Bron: Reuters EcoWin

Tabel 1: Kerngegevens Eurozone

jaar op jaar mutatie in %	'07	'08	'09	'10
Bruto binnenlands product	2,6	0,8	-3¼	-1
Particuliere consumptie	1,6	0,3	-2	-½
Overheidsconsumptie	2,2	2,0	2¼	1¼
Private investeringen	4,3	-0,9	-18	-9½
Uitvoer goederen en diensten	6,1	1,8	-6	¼
Invoer goederen en diensten	5,5	1,4	-9	0
Consumentenprijzen	2,1	3,3	1	¼
Werkloosheid (%)	7,4	7,5	9	10¼
Begrotingsaldo (% BBP)	-0,7	-1,9	-4¼	-5
Saldo lopende rekening (% BBP)	-0,2	-0,2	2¼	1¼

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

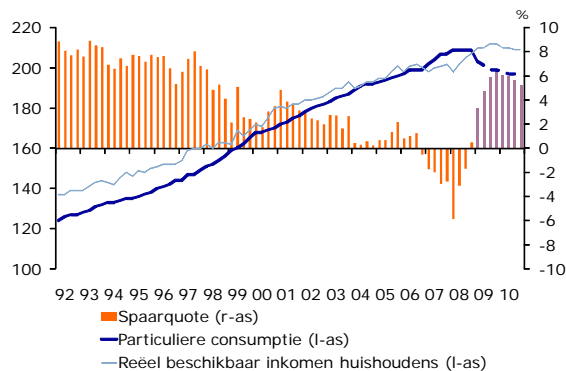
Allard Bruinshoofd
W.A.Bruinshoofd@rn.rabobank.nl

Verenigd Koninkrijk

Economie in recessiestorm

Voor het eerst sinds 1991 verkeert het Verenigd Koninkrijk in een diepe recessie en aan de stroom van slecht economisch nieuws lijkt geen einde te komen. Hoe somber zijn de vooruitzichten voor de Britse economie?

Figuur 1: Britten sparen weer



Bron: Rabobank

Aan een periode van 16 jaar onafgebroken economische groei is in de loop van 2008 abrupt een einde gekomen. De Britse economie lijdt onder de financiële crisis en de wereldwijde terugval van de economische groei. Op korte termijn zal daar geen verandering in komen. De recente macroeconomische cijfers laten geen misverstand bestaan over de ernst van de huidige crisis. In het vierde kwartaal van 2008 kromp de Engelse economie in reële termen met 1,5% op kwartaalbasis, een dreun die niet meer voorgekomen is sinds de zomer van 1980. De wereldhandel klapte in elkaar met desastreuze gevolgen voor de industriële productie, die in het vierde kwartaal reël met

ruim 5% terugliep. Niet alleen de zwakke wereldeconomie speelt de economie parten, maar ook de jarenlange overexpansie op de huizenmarkt, de sterk gestegen schuldenlast van huishoudens en het grote belang van de financiële sector zorgen ervoor dat de Britse economie hard wordt geraakt door de kredietcrisis.

Dat de Britse huizenprijzstijgingen sinds eind jaren '90 fors waren staat buiten kijf. In het afgelopen decennium zijn de huizenprijzen verdrievoudigd. De kentering op de huizenmarkt startte eind 2007 en heeft zich inmiddels vertaald in een forse terugval van de huizenprijzen met 20% sinds hun piek in augustus 2007. En gezien het sombere economische klimaat lijkt de bodem op de huizenmarkt nog niet in zicht. De Britse huizenmarkt bubbels werd deels gevoed door de sterke schuldopbouw bij huishoudens. Door de lage rente en de gunstige economische ontwikkelingen in de afgelopen jaren heeft de kredietverlening een grote vlucht genomen. Als gevolg hiervan liep de totale schuld op van 107% van het beschikbare inkomen in 1997 tot bijna 186% in 2007. Ter vergelijking: in de Verenigde Staten steeg de totale schuld in dezelfde periode van 95% tot 140% van het beschikbare inkomen. Door de problemen in de financiële sector staan banken momenteel onder zware druk om hun schuldposities af te bouwen. Als gevolg van geld en verliezen slonk het eigen kapitaal van banken, waardoor de kredietverlening onder druk staat. Anders dan in de voorbije jaren kunnen Britten nu nauwelijks bij de bank terecht voor een lening. Zo is het aantal goedgekeurde hypotheekaanvragen met 75% teruggelopen sinds de piek van eind 2006. Hierbij speelt overigens niet alleen de fors verminderde kredietbeschikbaarheid, maar ook de afgenomen vraag naar krediet een belangrijke rol.

Verenigd Koninkrijk

In de zeventiger jaren spaarden Engelsen tot wel 10% van hun beschikbare inkomen, maar in de afgelopen decennia zijn het vooral huizenprijzen geweest die huishoudens rijker hebben gemaakt. Hierdoor nam de noodzaak tot sparen

in hun ogen af. Maar sinds eind 2007 is naar schatting een kwart van het vermogen van huishoudens verdampt als gevolg van de gekelderde huizenprijzen en aandelenkoersen, terwijl de schulden in dezelfde periode amper zijn gedaald. Om hun schuldenberg af te bouwen, hebben Britten geen keus dan in de komende jaren geld opzij te zetten om te sparen. Met de oplopende werkloosheid en de daaruit voortvloeiende neerwaartse druk op de lonen is het dan ook vanzelfsprekend dat sparen ten koste zal gaan van de consumptieve bestedingen. Het consumentenvertrouwen is al gezakt tot het laagste niveau sinds halverwege jaren '70. In reactie op afnemende vraag in

binnen- en buitenland en moeilijker beschikbaar krediet zijn bedrijven gedwongen te snoeien in hun investerings- en productieplannen.

Lichtpuntjes zijn voorlopig ver te zoeken in het Verenigd Koninkrijk. 2009 wordt met een verwachte reële krimp van 3,5% een zwaar jaar. De overheid probeert met verregaande maatregelen het tij te keren. Honderden miljarden ponden aan kapitaalinjecties, garanties en leningen ter ondersteuning van de financiële sector zorgen ervoor dat de overheidsfinanciën flink uit het lood worden geslagen. Dit alles in een poging om de kredietverlening aan de huishoudens en het bedrijfsleven op gang te helpen om zo de huizenmarkt en de economie te ondersteunen. Een zekere normalisering van de situatie in de financiële sector is een noodzakelijke voorwaarde voor enig economisch herstel.

In de loop van de tweede helft van dit jaar zou de economie mede dankzij de overheidsingrepen toch wat moeten opleven. Ook de agressieve renteverlagingen die de waarde van het pond naar het historische dieptepunt stuurden, zouden de exportsector een duwtje in de rug moeten geven. Maar de kans op een uitbundig herstel in 2010 achten wij niet groot. De Britse economie heeft nog een lange weg te gaan. De noodzakelijke sanering van de financiën van huishoudens en het afbouwen van de excessen op de huizen- en de kredietmarkt zal nog geruime tijd in beslag nemen. De gedeeltelijke verschuiving van de schuldenlast van de private sector naar de overheid verandert daar weinig aan, want die rekening moet uiteindelijk ook worden betaald. Voordat verbetering zich aandient, zal de Britse economie dit jaar haar nieuwe dieptepunt opzoeken.

Danijela Piljic
D.Piljic@rn.rabobank.nl

Tabel 1: Kerngegevens Verenigd Koninkrijk

jaar op jaar mutatie in %	'07	'08	'09	'10
Bruto binnenlands product	3,0	0,7	-3½	0
Particuliere consumptie	3,1	1,6	-3¼	-1¼
Overheidsconsumptie	1,7	3,3	2¼	1
Bedrijfsinvesteringen	9,9	0,2	-11¼	-5¼
Uitvoer goederen en diensten	1,6	0,2	-5¼	½
Invoer goederen en diensten	3,8	0,1	-8½	-1¼
Consumentenprijzen	2,5	2,5	1	-¼
Werkloosheid (%)	5,4	5,7	7	8¼
Begrotingssaldo (% BBP)	-2,7	-4,5	-8¼	-9¼
Saldo lopende rekening (% BBP)	-2,8	-1,4	-¼	-1¼

Bron: Rabobank

Verenigde Staten

Megaplannen met bijwerkingen

Met een ongekende combinatie van expansief begrotingsbeleid en kredietverruiming proberen de Amerikanen hun economie weer op gang te krijgen. Hoewel deze maatregelen noodzakelijk zijn om de neerwaartse spiraal te doorbreken, kunnen ze op termijn voor nieuwe problemen zorgen.

Zware recessie

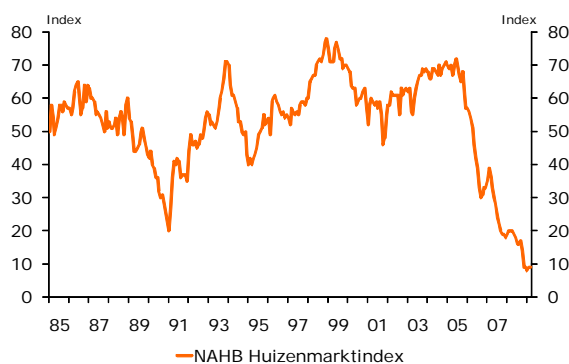
In het laatste kwartaal van 2008 is de Amerikaanse economie in reële termen met maar liefst 6,2% gekrompen (kwartaal-op-kwartaal, geannualiseerd groeicijfer), het slechtste cijfer sinds 1982. Ook voor 2009 ziet het er slecht uit: de wereldwijde recessie heeft de buitenlandse vraag naar Amerikaanse goederen doen afnemen, terwijl de binnenlandse vraag al langer aan het krimpen is. Consumenten en bedrijven staan onder grote druk. De problemen in de financiële sector houden aan, de huizenmarkt lijkt nog steeds op zoek naar een bodem en de werkgelegenheid brokkelt in hoog tempo af. Kredietverruiming door de centrale bank, sanering van de financiële sector en het economisch stimuleringspakket zouden op termijn de economie weer op gang moeten krijgen. De lagere energieprijzen ten gevolge van de wereldwijde recessie kunnen ook een bijdrage leveren aan het herstel.

Voorlopig is echter sprake van een negatieve wisselwerking tussen de financiële sector en de reële economie en moet eerst nog voorkomen worden dat de Amerikaanse economie in een deflatie-spiraal terecht komt. Onder de veronderstelling dat de extreme maatregelen van de Amerikaanse overheid en de centrale bank voldoende effect zullen hebben, verwachten we dan ook pas een bescheiden herstel in 2010.

Economisch stimuleringspakket: 'Big Bang' blijft uit

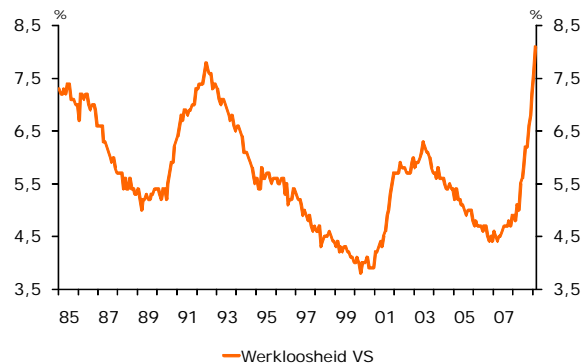
In februari ondertekende president Obama een wetsvoorstel voor een groot-schalig economisch stimuleringspakket. Het plan van \$ 787 mrd voor 2009 en 2010 bestaat uit \$ 500 mrd aan extra overheidsuitgaven en \$ 287 mrd aan

Figuur 1: NAHB Huizenmarktindex



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 2: Werkloosheid VS (%)



Bron: Reuters EcoWin

Verenigde Staten

(tijdelijke) belastingverlagingen. De extra overheidsuitgaven hebben betrekking op infrastructuur, onderwijs, gezondheidszorg en financiële hulp aan staten met begrotingstekorten. Hoewel de regering-Obama met het stimuleringspakket aanvankelijk een 'Big Bang' wilde veroorzaken om de economie weer op gang te krijgen, bestaat het uiteindelijke plan als gevolg van politieke concessies uit een divers pakket maatregelen die hun effect uitgesmeerd over de tijd hebben. Dit betekent dat we in 2009 weliswaar een afremming van het krimptempo mogen verwachten, maar dat een daadwerkelijk groeiherstel van de economie waarschijnlijk tot 2010 op zich zal laten wachten.

'Buy American' wakkert protectionisme aan

De 'Buy American'-clausule voor infrastructurele aanbestedingen in het wetsvoorstel heeft bovendien tot bezorgdheid geleid bij handelspartners. Zelfs handelspartners die een handelsverdrag met de VS hebben over overheidsaanbestedingen -zoals Japan, Canada en de Europese Unie- maken zich zorgen over de naleving, ondanks een amendement in het uiteindelijke wetsvoorstel dat internationale handelsovereenkomsten zullen worden eerbiedigd. Andere landen zonder een dergelijk handelsverdrag, bijvoorbeeld opkomende economieën zoals China, Rusland, Brazilië en India, lijken in ieder geval de meeste schade te gaan ondervinden. De 'Buy American' clausule -die bedoeld was om het effect van het economische stimuleringspakket op de Amerikaanse economie te maximaliseren- heeft het verkeerde signaal de wereld ingestuurd en protectionistische sentimenten verder aangewakkerd. Het laatste wat de afbrokkelende wereld-economie op dit moment echter kan gebruiken is een verdere instorting van de wereldhandel.

Reddingsplan voor de financiële sector

De tweede tranche van het reddingsplan van \$ 700 mrd voor de financiële sector is door de regering-Obama omgedoopt van Troubled Asset Relief Program (TARP) tot Financial Stability Plan (FSP). Het nieuwe plan bestaat uit vier pilaren. Ten eerste worden banken onderworpen aan een stresstest. Zonodig kan dan vers kapitaal worden verschaft uit een nieuw fonds (Financial Stability Trust). Ten tweede zal een publiek-privaat beleggingsfonds worden opgezet, gericht op het slechte waardepapier waarmee de financiële sector in de maag zit. Het fonds zou moeten starten met \$ 500 mrd, maar zou kunnen groeien tot \$ 1000 mrd. Ten derde wordt een kredietfaciliteit van de Fed, de Term Asset Backed Securities Loan Facility (TALF), bedoeld om markten voor leningen aan kleine bedrijven, studieleningen, consumenten- en autoleningen en hypotheeken te ondersteunen, op termijn uitgebreid van \$ 200 mrd tot \$ 1 biljoen.

De laatste pilaar is een reddingsplan voor de huizenmarkt van \$ 75 mrd. Het doel van het programma is de maandelijkse lasten van huiseigenaren te verlichten tot 31% van hun maandinkomen. De overheid zal de betrokken banken hiervoor compenseren. Het is nu al duidelijk dat de \$ 350 mrd uit de tweede tranche van TARP/FSP onvoldoende is om de bovenstaande plannen

Verenigde Staten

te kunnen uitvoeren. Vandaar dat Obama in zijn budgetvoorstel voor 2010 al ruimte heeft ingebouwd om, indien nodig, volgend jaar \$ 750 mrd extra te kunnen toevoegen aan het financiële stabiliteitsplan.

Expansief begrotingsbeleid

De enorme kosten verbonden aan het economisch stimuleringspakket en het reddingsplan voor de financiële sector hebben hun weerslag op de begroting van de Amerikaanse overheid. In februari presenteerde Obama zijn budget voor het fiscale jaar 2010, dat op 1 oktober 2009 begint. Hij verwacht dat het begrotingstekort in 2009 gaat uitkomen op \$ 1,75 biljoen (12,3% BBP), opgebouwd uit een van de regering-Bush 'geërfd' tekort van ruwweg \$ 1 biljoen en zijn eigen economische stimuleringspakket van \$ 787 mrd. Zijn budgetvoorstel voor 2010 komt neer op een tekort van \$ 1,17 biljoen (8,2% BBP). Hierin is ook een bedrag van \$ 250 mrd gereserveerd voor een aanvullend reddingspakket voor de financiële sector, voor het geval dat het FSP/TARP door haar \$ 700 mrd heen raakt. Met een geschat verlies van circa 30%, zou dat betekenen dat zo nodig \$ 750 mrd kan worden toegevoegd aan FSP.

Hoewel Obama's budgetvoorstel tot een gigantisch begrotingstekort leidt, probeert hij de zorgen over de fiscale discipline van de VS te verminderen met een expliciet doel voor een substantiële reductie van het begrotingstekort in 2013. De bezuinigingen zouden moeten komen uit hogere belastingen voor de rijken en het snijden in de uitgaven aan inefficiënte overheidsprogramma's en een geleidelijke terugtrekking uit Irak. De vraag is echter of sterke bezuinigingen op defensie haalbaar zijn gezien de geopolitieke situatie.

Fed experimenteert met kredietverruiming

Sinds 16 december 2008 houdt de Fed een bandbreedte aan van 0,00%-0,25% voor de beleidsrente. Nu in feite de ondergrens van de beleidsrente is bereikt, concentreert de Fed zich op het verder ondersteunen van het financiële systeem en de reële economie met maatregelen die gebruik maken van de activazijde van de balans van de Fed door middel van kredietfaciliteiten en aankopen van waardepapier, een strategie die Bernanke heeft omschreven als 'credit easing' (kredietverruiming). Aan deze strategie zijn echter wel inflatierisico's verbonden.

Een deel van de kredietfaciliteiten loopt vanzelf af als de situatie in de financiële sector verbetert, maar andere maatregelen zijn moeilijker af te bouwen en daarom riskanter voor toekomstige inflatieontwikkelingen. Dit is met name het geval voor het opkopen van waardepapier gebaseerd op hypotheek- en schatkistpapier door de Fed. Het aankopen van schatkistpapier, waartoe de Fed op 18 maart besloot, terwijl het ministerie van financiën de markt overspoelt met nieuw schatkistpapier om het enorme begrotingstekort te financieren, komt in feite neer op 'monetaire financiering' en zal verder bijdragen aan inflatiedruk als de economie weer op gang komt. Om de zorgen over inflatie op de lange termijn te beteugelen is dan ook een expliciete 'exit strategy' nodig, waarmee de Fed

Verenigde Staten

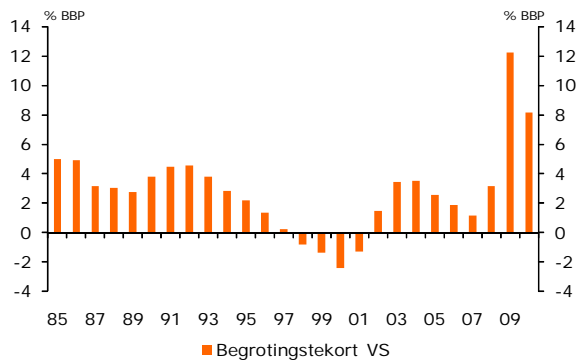
aangeeft hoe het kredietverruimingsbeleid op tijd kan worden afgebouwd, om te voorkomen dat de inflatie uit de hand loopt zodra de economie weer aantrekt. Het vinden van voldoende kopers voor schatkistpapier en waardepapier gebaseerd op hypotheek zou weleens kunnen tegenvallen. Snel afbouwen lijkt daarom moeilijk en bovendien contra-productief omdat dit zou bijdragen aan verdere opwaartse druk op de lange rente, waardoor het herstel van de economie voortijdig zou kunnen worden afgeremd. Al met al kleven er zeker op de wat langere termijn nogal wat (inflatie-)risico's aan dit deel van het kredietverruimingsexperiment van de Fed.

Gevolgen voor financiële markten

Op de korte termijn lijkt de combinatie van expansief begrotingsbeleid en kredietverruiming noodzakelijk om de Amerikaanse economie en bankensector nieuw leven in te blazen.

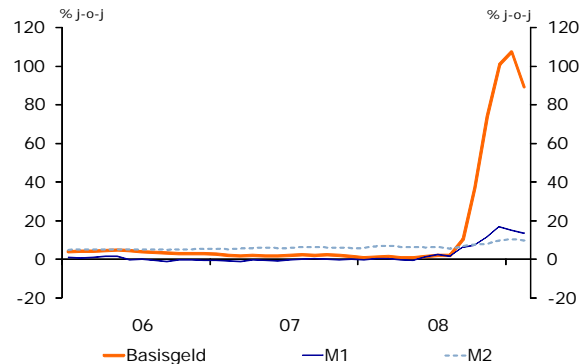
Op de lange termijn kan dit beleid echter voor nieuwe problemen zorgen. Het oplopende begrotingstekort leidt tot een stortvloed aan nieuw schatkistpapier in de markt. De angst voor recessie en deflatie, de hoge risicoperceptie en de aankopen van schatkistpapier door de Fed houden de lange rente vooralsnog in toom, maar zodra de economie in 2010 weer tekenen van herstel vertoont en de risicoperceptie in de markten afneemt, zou de lange rente fors kunnen gaan oplopen. Het kredietverruimingsbeleid van de Fed zou hierbij een belangrijke rol kunnen gaan spelen. Als de extra liquiditeiten die de centrale bank nu in het financiële systeem pompt niet snel genoeg worden afgebouwd, kan een flinke inflatiedruk ontstaan die de lange rente verder zou kunnen opstuwten.

Figuur 3: Begrotingstekort VS



Bron: Reuters EcoWin, US Treasury

Figuur 4: Geldgroei VS



Bron: Reuters EcoWin

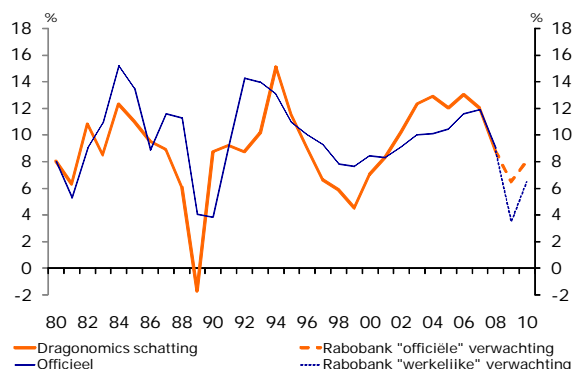
Philip Marey
Philip.Marey@rabobank.com

China

Metten is geen weten

Onze reële groeiverwachting voor China in 2009 is bijgesteld naar 3,5% j-o-j. Wij verwachten echter dat de overheid een percentage van rond de 6,5% zal publiceren om sociale onrust te voorkomen. Hoe dan ook is de voorspelling dat China de rest van de wereld uit de huidige crisis zal trekken wellicht een iets te optimistisch scenario.

Figuur 1: Voorspelling BBP-groei



Bron: Dragonomics, Rabobank

Harde landing in het vooruitzicht

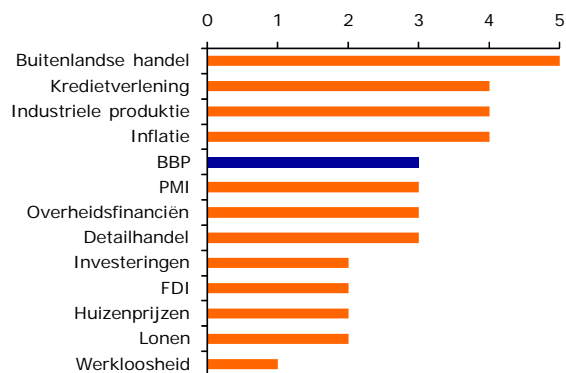
De Chinese economie ziet in 2009 de meest forse groeivertraging van de laatste 20 jaar tegemoet als gevolg van een zwakkere externe vraag en dalende investeringen in de vastgoedsector. De hamvraag is hoe diep en langdurig deze neergang zal zijn. Gezien de beruchte onbetrouwbaarheid van China's economische statistieken is een nauwkeurige inschatting van de volumegroei van het BBP geen geringe opgave (zie figuur 1). Wij zijn de uitdaging aangegaan en hebben getracht te

komen met een betrouwbare verwachting voor de BBP-groei waarin de heersende onzekerheden op het gebied van export, investeringen en bestedingen zijn opgenomen.

Verzwakkende externe vraag...

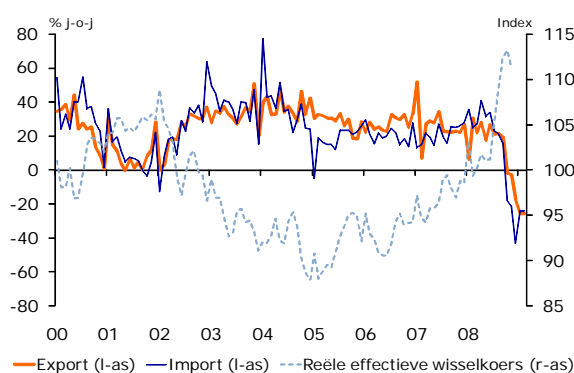
Onze verwachting dat de VS en de EU in 2009 een pijnlijke economische krimp zullen doormaken, vormt een significant neerwaarts risico voor China's groei. De export, 35% van het BBP, kelderde in februari op jaarbasis met 25,7% in waarde (zie figuur 3). De impact van de exportsector wordt nog duidelijker uit recente berekeningen van Goldman Sachs. Als bij de export de door export

Figuur 2: Betrouwbaarheid China's statistieken (meest betrouwbaar = 5)



Bron: Goldman Sachs

Figuur 3: Externe vraag



Bron: Bloomberg, BIS

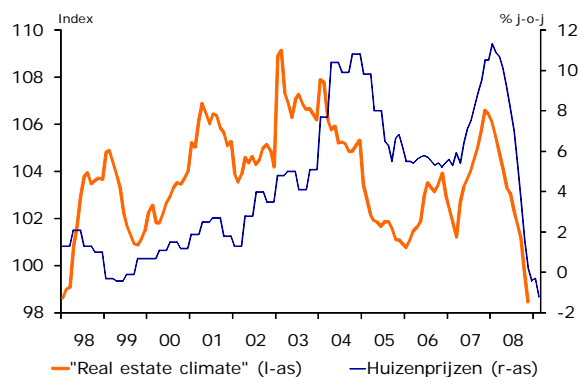
China

gedreven kapitaalinvesteringen worden opgeteld en er wordt gecorrigeerd voor de import- component van de export, is de bijdrage van de exportsector 48% van het BBP. Een zeer belangrijk punt is dat de groei van de import, een maatgevende indicator voor de export, finaal onderuit is gegaan in februari (-24.1% j-o-j). De verwerking van import voor export vormt bijna de helft van China's totale handel.

...leidt tot inzakkende investeringen...

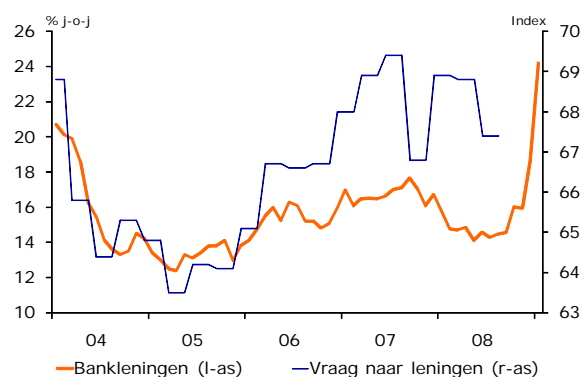
Het volume van de investeringen in vaste activa in steden lag in februari 26,5% hoger dan een jaar eerder. Dit cijfer verbloemt echter de onderliggende zwakte van de economische activiteit in China. Op het moment worden grondaankopen tot de investeringen in kapitaalgoederen gerekend terwijl zij geen nieuwe productiecapaciteit vertegenwoordigen. Door de data niet te corrigeren voor de grondaankopen worden de gerapporteerde gegevens aangaande capaciteitsuitbreiding te rooskleurig afgeschilderd. Dit probleem wordt verergerd door de snelle stijging van de grondprijzen in de laatste jaren. De enorme correctie op de huizenmarkt (zie figuur 4) wijst erop dat de reële vastgoedinvesteringen, gelijk aan een kwart van de totale investeringen, zullen afnemen. Een grotere zorg is de afzwakkende verwerkende industrie die goed is voor 30% van de totale investeringen. Doordat het overgrote deel van de investeringen in vaste activa voortkomt uit ingehouden winsten, verwachten wij dat de investeringen in de verwerkende industrie zwak zullen blijven. De winsten daalden in Q4 2008 namelijk met 26,5% j-o-j. De in januari uitgebreid in de krantenkoppen figurerende USD 235 miljard aan nieuwe bankleningen zal slechts geringe verlichting geven aangezien bankfinanciering slechts 20% van de financiering van de investeringen in vaste activa in China voor haar rekening neemt. Bovendien is dit getal mogelijk opgeblazen omdat 39% van de leninggroei in de vorm is van financiering (het zogenaamde *bill financing*, zie figuur 6), wat voornamelijk wordt gebruikt om de balans sluitend te krijgen en niet leidt tot extra investeringen.

Figuur 4: Vastgoedsector



Bron: Bloomberg

Figuur 5: Kredietvraag en verstrekte leningen



Bron: People's Bank of China

China

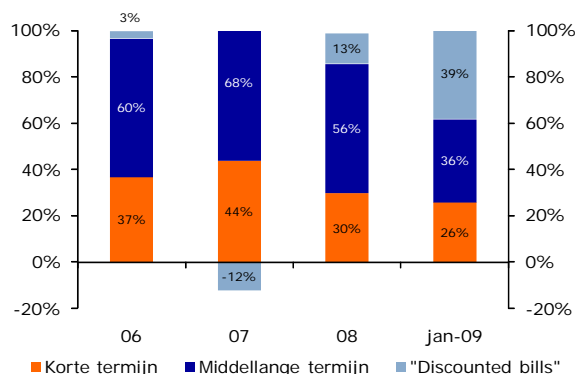
...en dalende bestedingen

Het bepalen van de particuliere bestedingen in China is een grote opgave. Deze worden namelijk gemeten met behulp van twee gebrekkige statistieken, de detailhandelsomzet en een enquête naar huishoudelijke bestedingen. De eerste geeft een vertekend beeld omdat hierin zowel overheidsbestedingen als zakelijke uitgaven liggen besloten (zie figuur 7). Dit kan de robuust ogende omzet in deze tijden van teruglopende economische groei mogelijk verklaren (zie figuur 7). De tweede is eveneens onbetrouwbaar vanwege het gebrek aan betrouwbaarheid. De werkloosheidsvoet is ook geen goede meetlat voor de toekomstige ontwikkelingen in de bestedingen. Alleen officieel geregistreerde arbeiders worden hierin opgenomen. Het laat naar schatting 130 miljoen illegale gastarbeiders onvermeld. De toenemende onzekerheid over het economisch klimaat zal tot een daling van de uitgavenbereidheid leiden. Dit blijkt al uit de flinke klap die het consumentenvertrouwen in het afgelopen jaar heeft opgelopen. De bestedingen zullen dus niet fungeren als de krachtige drijfveer die de cijfers doen vermoeden. Zelfs het stimuleringspakket van USD 585 miljard, dat in een gereviseerde vorm meer nadruk legt op gezondheidszorg en onderwijs, zal onvoldoende zijn om de algehele consumptie op peil te houden.

De waarheid verdoezelen omwille van sociale stabiliteit

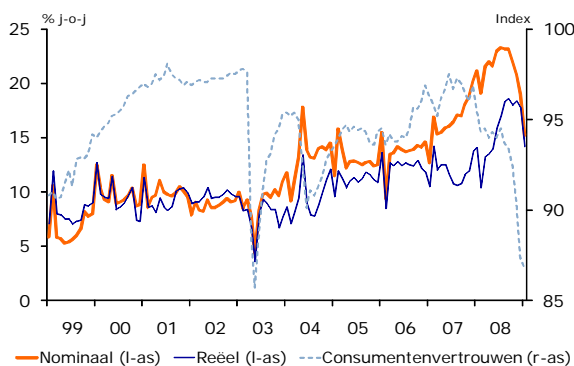
De economische neergang zal in China heviger zijn dan de autoriteiten bereid zijn toe te geven. De hoekstenen van de Chinese economie – export, investeringen en bestedingen – zijn er erger aan toe zijn dan de officiële cijfers doen geloven. In onze groeivoorspelling zal de fiscale en monetaire verruiming pas in H2 2009 grip op de situatie krijgen. Het is dan ook ijdele hoop dat een exportgedreven economie zoals China dit jaar de door de overheid nagestreefde 8% reële groei zal behalen, terwijl de wereldeconomie in een van de diepste recessies ooit verkeert. De ervaring echter leert dat de autoriteiten een cijfer van rond de 6,5% zullen publiceren om koste wat het kost sociale onrust te voorkomen.

Figuur 6: Samenstelling van de leninggroei



Bron: HSBC

Figuur 7: Detailhandelsomzet



Bron: Bloomberg

Shahin Kamalodin
S.A.Kamalodin@rn.rabobank.nl

Japan

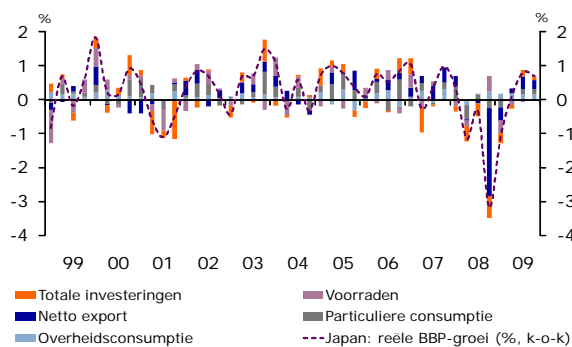
Een illusie armer

Het land is weer een illusie armer. De wereldwijde recessie in het kielzog van de financiële crisis pijnigt nu ook Japan. De economie krimpt in het vierde kwartaal van vorig jaar met maar liefst -3,2% kwartaal-op-kwartaal. Daarmee beleefde het ook gelijk het zwakste kwartaal sinds 1974. We hoeven niet echt te zoeken naar de hoofdoorzaak van deze zwakke groei. Het exportvolume nam met -13,8% kwartaal-op-kwartaal af, terwijl het importvolume 3,0% steeg. De netto handelsbijdrage aan de economische groei bleek dan ook -2,6%-punt. Daarnaast kwamen in dit moeilijke ondernemingsklimaat de bedrijfsinvesteringen in de verdrukking en schroefde de consument haar bestedingen terug. Hogere overheidsbestedingen en een onvrijwillige opbouw van de voorraden waren de enige 'lichtpuntjes' voor de economische groei.

Wat is er fout gegaan? En wellicht belangrijker: kunnen Japanse beleidsmakers de problemen de baas? Anders dan in veel andere industrielanden stond de Japanse financiële sector niet aan de wieg van de huidige problemen. De Japanse toezichthouder -door schade en schande wijs geworden- was relatief streng in voorgaande jaren. Japanse banken hadden wel wat anders aan hun hoofd dan complexe financiële producten te structureren rond Amerikaanse hypotheeklen, om maar eens een zijstraat te noemen. Zij waren in toenemende mate op de thuismarkt gericht en bezig met overleven en saneren. Dat duurde lang, maar leverde uiteindelijk het gewenste resultaat op.

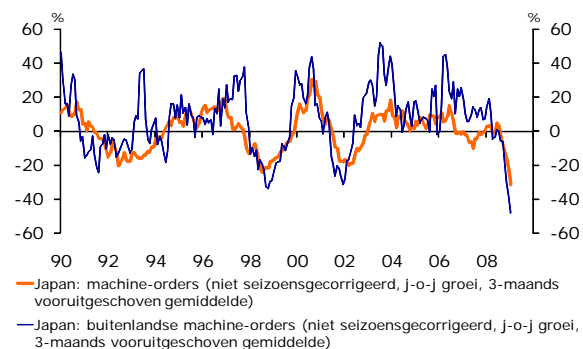
Het probleem voor Japan ligt op een ander vlak. Ondanks alle herstructureringen liet de dynamiek van de binnenlandse bestedingen in de afgelopen jaren te wensen over en trok de exportsector de economische kar. Dat was geen probleem in een ongekennde wereldwijde hoogconjunctuur. De eerste barsten werden echter al zichtbaar toen de Amerikaanse economie begon te vertragen in 2007. Maar ook daar hadden Japanse exporteurs in eerste instantie een antwoord op. In de afgelopen jaren vond een indrukwekkende diversificatie van de exportbestemmingen plaats, waardoor de exportsector de zwakkere groei in de VS in eerste instantie kon opvangen. Dit verhaal hield echter geen stand toen in de tweede helft van vorig jaar zich een wereldwijde recessie aftekende. De relatief sterke

Grafiek 1: BBP-groei en bijdragen componenten



Bron: CEIC, Rabobank

Grafiek 2: Orderpositie in vrije val



Bron: CEIC, Rabobank

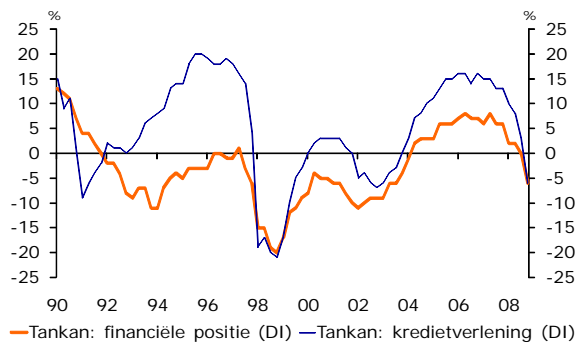
Japan

yen verergerd de situatie voor exporteurs alleen maar. Japanse beleidsmakers zitten met hun handen in het haar. Door een torenhoge overheidsschuld kunnen zij slechts beperkt expansief begrotingsbeleid voeren. Zij zijn daarnaast natuurlijk niet alleen bij machte om een wereldwijde recessie om te laten slaan in een herstel. Bij een gebrek aan binnenlandse dynamiek is het dus voor een groot deel noodgedwongen wachten op een herstel van de buitenlandse vraag. Gezien de flinke terugval in de economische groei eind vorig jaar en de aanhoudende stroom negatieve data sinds het begin van dit jaar komt de jaarraming voor de BBP-groei in 2009 op -3,3%. Wij moeten hierbij benadrukken dat zelfs na deze drastische aanpassing de neerwaartse risico's overheersen.

Pappen en nathouden

Monetaire beleidsmakers in Japan hebben hopelijk wat opgestoken van de economische malaise in de jaren '90. De belangrijkste les blijft toch wel: gij zult geen schade berokkenen door onbezonnen beleidsmaatregelen. Vooralnog hebben de monetaire beleidsmakers zich hier aan gehouden. Verder is de beleidsreactie van de Bank of Japan (BoJ) helaas vooral een kwestie van pappen en nathouden. Het raamwerk aan monetaire maatregelen is op zich breed opgezet. Het ontbreekt echter aan ambitie en lef om de grote problemen het hoofd te kunnen bieden. De beleidsrente is verlaagd tot 0,1% en de centrale bank koopt inmiddels overheidsobligaties, handelspapier en ook aandelen en bedrijfsobligaties in handen van financiële instituties. Daarnaast zijn de regels met betrekking tot onderpand in liquiditeitsverstrekende operaties afgezwakt. Het scala aan maatregelen is breed, het raamwerk goed, maar de omvang van deze initiatieven is vaak te beperkt om een verschil te maken. Hiermee blijft de BoJ achter de feiten aanlopen. Wij zien in de afzienbare toekomst geen verandering in de beleidsrente, waardoor de rente aan de korte kant van de curve laag blijft. De terugkeer van deflatie en het zware economische weer zal bovendien een neerwaarts effect op de lange rente hebben. Gecombineerd leidt dit tot een geleidelijke vervlakking van de rentecurve in 2009.

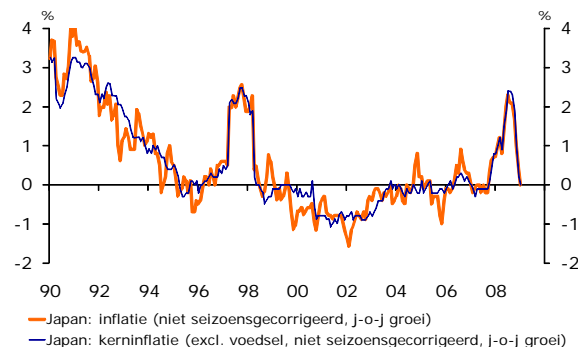
Grafiek 3: Afname kredietverlening



Bron: CEIC, Rabobank

Jan Lambregts
Jan.Lambregts@rabobank.com

Grafiek 4: Deflatie ligt op de loer



Bron: CEIC, Rabobank

Oostelijk-EU en eurozone

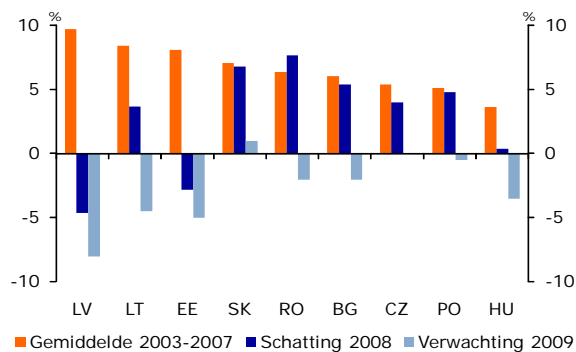
Samen in recessie

Na jaren van hoge economische groei zullen de oostelijke EU lidstaten dit jaar een harde landing maken. Door toenemende economische integratie zijn de landen in de eurozone de afgelopen jaren gevoeliger geworden voor ontwikkelingen in deze landen. Maar omdat de economische banden tussen oud en opkomend Europa sterk verschillen zijn de gevolgen van de huidige malaise niet overal even groot.

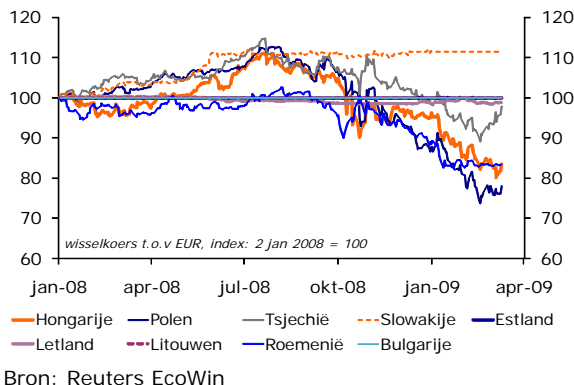
Van groei naar krimp in de Oost-Europa

In de periode 2003-2007 was de gemiddelde economische groei van de Oost-Europese landen die lid zijn van de Europese Unie zeer hoog (figuur 1). Oververhitting van de economie en de schok in grondstoffenprijzen hebben in de Baltische Staten en Hongarije reeds vorig jaar tot een flinke afkoeling geleid. De groei in de andere landen is in 2008 nog op peil gebleven. In 2009 is er over de hele linie weinig positief nieuws te verwachten. De sterke terugval in de groei van de wereldhandel zal dit jaar voor een krimp van de export zorgen. Bovendien is de onrust op de financiële markten overgeslagen van de Westerse economieën naar opkomende markten over de gehele wereld. De terugtrekkende beweging van beleggers leidt tot neerwaartse druk op de Oost-Europese valuta (figuur 2). Landen die de munt aan de euro gekoppeld hebben moeten om deze koppeling te behouden interen op hun reserves van vreemde valuta, die maar beperkt voor handen zijn. Het alternatief is de rente hoog houden, wat de economische neergang versterkt. Bovendien verliezen ze aan concurrentiekracht ten opzichte van landen waarvan de munt wel goedkoper is geworden. Hoewel de koppeling aan de euro nadelen heeft leidt depreciatie van de lokale munt ook tot problemen. Consumenten en bedrijven hebben de afgelopen jaren op grote schaal in buitenlandse valuta geleend. In Polen is het aandeel private leningen in buitenlandse valuta bijvoorbeeld 30%, en in Hongarije 60%. Als de eigen munt minder waard wordt ten opzichte van de buitenlandse valuta's neemt deze buitenlandse schuldenlast in de eigen munt fors toe.

Figuur 1: BBP-groei Oost-Europese EU leden



Figuur 2: Valuta ontwikkelingen t.o.v. de euro



Oostelijk-EU en eurozone

De terugtrekkende beweging van investeerders en banken, waarbij de Oost-Europese landen ten onrechte over één kam geschoren worden, zal samen met de terugval in de wereldhandel, tot (soms zeer forse) recessies in Oost-Europese landen leiden (figuur 1).

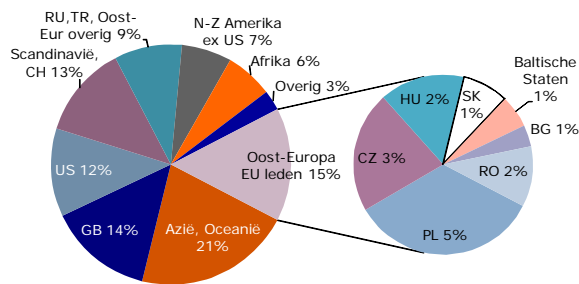
Wederzijdse afhankelijkheid...

In de hedendaagse wereldeconomie is het lot van alle landen met elkaar verbonden. Dat geldt zeker voor de westelijke en oostelijke lidstaten van de EU.

Economische integratie heeft in zowel de financiële sector als via internationale handel voor een toegenomen wederzijdse afhankelijkheid gezorgd.

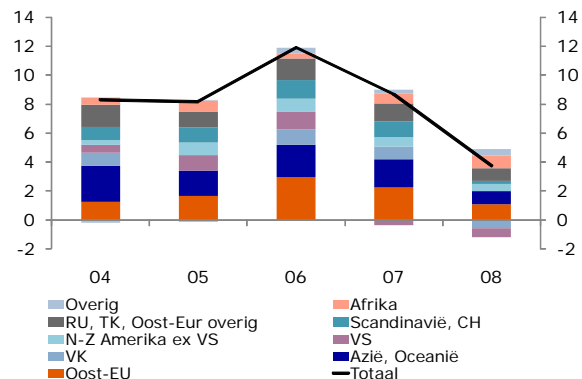
De Oost-Europese bankensector is voor een aanzienlijk deel in handen van Westerse banken. Samen met de leningen aan Oost-Europese consumenten en bedrijven leidt dit tot additionele problemen voor de toch al verzwakte westerse financiële sector. Daarnaast is Oost-Europa een belangrijke handelspartner van de eurozone. De Oost-Europese EU leden waren in 2008 goed voor ruim 15% van de totale export (figuur 3). In 1999 was dit nog krap 9,5%. De afgelopen jaren is de bijdrage aan de groei van de eurozone-export dan ook aanzienlijk geweest (figuur 4). De slechte vooruitzichten voor economische groei in de oostelijke EU landen en de depreciatie van een aantal munten zal er toe leiden dat de vraag naar West-Europese producten scherp zal dalen. Voor Oost-Europese landen met grote externe tekorten zullen de lagere importen leiden tot een broodnodig herstel van het economische evenwicht met West-Europese handelspartners. Voor deze handelspartners betekent dit echter dat een belangrijke motor van de uitvoergroei wegvalt. Overigens komt meer dan de helft van de export naar Oost-Europa voor rekening van Polen en Tsjechië, landen die er relatief goed voor staan.

Figuur 3: Uitvoer eurozone naar land/regio (2008)



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 4: Bijdragen aan groei export eurozone



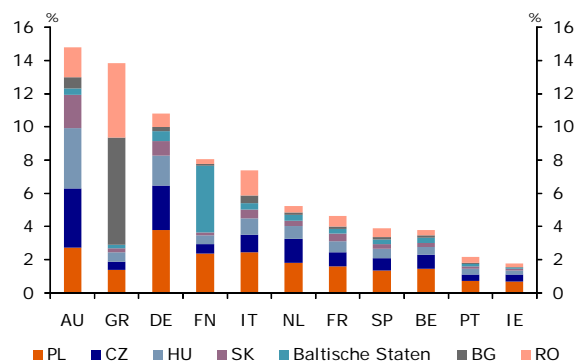
Bron: Reuters EcoWin

Oostelijk-EU en eurozone

... maar grote verschillen tussen landen

Zowel in de financiële sector als in de buitenlandse handel bestaan grote verschillen tussen de gevoeligheid van West-Europese landen voor ontwikkelingen in het oostelijke deel van de EU.

Figuur 5: Exportintensiteit per land, 2007



Bron: Reuters EcoWin

Uit een rapport van Moody's blijkt dat eigendom van Oost-Europese banken zich met name concentreert in Oostenrijk, Italië, Zweden, Duitsland, België, en Frankrijk. Per land verschilt weer duidelijk de gevoeligheid voor specifieke Oost-Europese landen. Oostenrijk en Italië hebben een aanzienlijk belang in vrijwel alle Oost-Europese landen, behalve de Baltische Staten. In de Baltische Staten is Zweden buitengewoon sterk aanwezig. Duitsland is met name gevoelig voor Hongarije en Polen. Deze landen zijn ook voor België belangrijk, maar het grootste Belgische belang zit in Tsjechië.

Bij de handelsstromen zien we net als bij de gevoeligheid voor de financiële sector grote verschillen tussen landen (figuur 5). Geografie blijkt een belangrijke rol te spelen. Vooral Oostenrijk en Duitsland hebben grote en breed verdeelde export naar Oost-Europese EU leden. Bij Griekenland is het aandeel van de export naar buurland Bulgarije, en het land daarnaast, Roemenië, opvallend. Ook bij het grote aandeel van de Baltische Staten in het uitvoerpakket van Finland speelt nabijheid een duidelijke rol.

Voor een aantal landen binnen de eurozone zullen de economische problemen in Oost-Europa een fors negatieve impact hebben op de export, en daarmee de recessie in die landen versterken. De wederzijdse afhankelijkheid leidt er toe dat deze zware recessies in de Westelijke EU lidstaten weer een negatief effect zullen hebben op de economieën van de Oostelijke handelspartners, waarmee het sentiment over Oost-Europa in financiële markten wellicht nog verder zal verslechteren. Daardoor blijven de risico's voor landen in beide regio's groot. Het zijn precies dit soort terugkoppelingseffecten via de financiële sector en handelsbanden die maken dat economische voorspellingen voor beide regio's met buitengewoon veel onzekerheid omgeven zijn.

Europese economische integratie heeft de afgelopen jaren mede bijgedragen aan hoge economische groei in zowel de westelijke als de oostelijke leden van de EU. Dit jaar wordt echter de keerzijde van deze wederzijdse afhankelijkheid zichtbaar, waarbij de handelspartners gezamenlijk in recessie verkeren.

Tim Legierse
T.Legierse@rn.rabobank.nl

Rusland

Van BRIC's naar BIC's

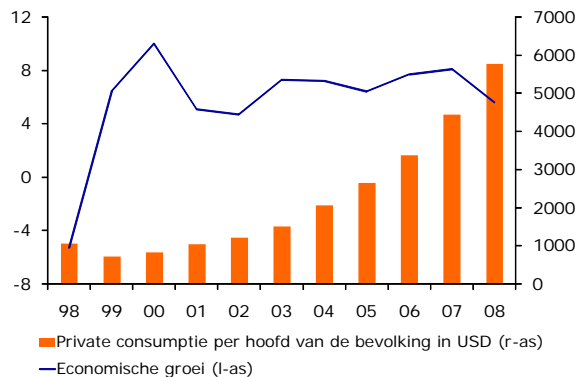
De afgelopen jaren was er veel aandacht voor de opkomst van de BRIC-landen. Voorlopig heeft Rusland echter weinig te zoeken heeft in het gezelschap van de opkomende economische grootmachten van de 21^{ste} eeuw.

Begin dit decennium lanceerde Goldman Sachs de term BRIC's als aanduiding voor de vier opkomende economische grootmachten van de 21^{ste} eeuw, te weten Brazilië, Rusland, India en China. De term heeft inmiddels breeduit ingang gevonden en Brazilië en Rusland kondigden eind 2008 zelfs de eerste BRIC's-top aan. Volgens Goldman Sachs wordt economische ontwikkeling over langere periodes, en dus ook het BRIC-potentieel, vooral bepaald door (1) de kwaliteit van instituties in een land, (2) de macro-economische stabiliteit, (3) de openheid van de economie en (4) de aanwezigheid van een hoog opgeleide bevolking. Een nadere analyse leert dat Rusland op al deze terreinen ernstige problemen kent.

De boom-jaren voorbij

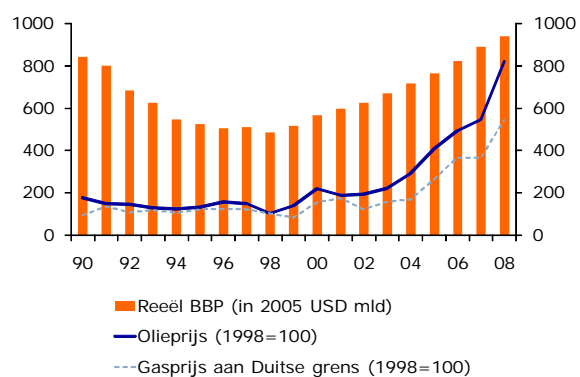
Voordat de mondiale financiële crisis genadeloos toeslag, maakte Rusland economisch een uiterst voorspoedige periode door. De economie groeide de afgelopen jaren met zo'n 7% per jaar en reële lonen stegen zelfs met zo'n 10% tot 15% per jaar. Na de chaos en stagnatie van de jaren negentig leek Rusland eindelijk de weg van groei, stabiliteit en welvaart te hebben gevonden. Wanneer de dramatische terugval van de jaren negentig wordt meegenomen is de recente groei echter veel minder sensationeel; pas in 2007 overtrof het reële Russische BBP het niveau van 1990. Tegelijkertijd was de olieprijs medio 2008 ruim tien keer zo hoog als tien jaar daarvoor. De economische groei werd verder sterk gestimuleerd doordat de afgelopen jaren massaal buitenlands kapitaal, vooral in de vorm van leningen, richting Russische bedrijven en banken stroomde. De mondiale financiële crisis raakt momenteel Rusland juist zo hard, doordat zij een eind maakt aan de twee laatste stuwende krachten. De Russische economie zal in 2009 dan ook flink krimpen. Op de lange termijn is het beeld voor Rusland nauwelijks gunstiger.

Grafiek 1: Hoge groei, consumptie stijgt snel...



Bron: EIU

Grafiek 2: ...maar vooral door duurdere olie en gas



Bron: Reuters EcoWin, EIU

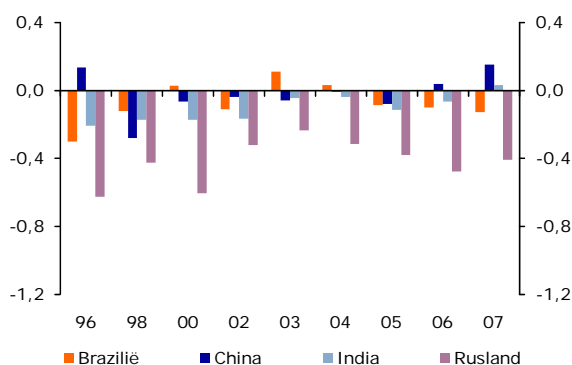
Rusland

Instituties

De grootste beperkingen voor de economische ontwikkeling van Rusland bevinden zich op institutioneel terrein. Zo zorgt de onzekerheid die het gevolg is van het slechte bestuur voor een sterke gericht-

heid op de korte termijn. Corruptie en slechte rechtsbescherming remmen de ontwikkeling van het midden- en kleinbedrijf, en daardoor ook de dynamiek van de Russische economie. Concurrentie gaat vaak niet op basis van kwaliteit en prijs, maar op toegang tot de macht. In de top van de grote strategische bedrijven zitten hoge ambtenaren en ministers die bovendien vaak een achtergrond in de veiligheidsdienst hebben. De geringe effectiviteit van de overheid hindert ook de uitvoering van het economisch beleid, vooral in de huidige crisiseconomie. Publieke goederen en diensten zijn vaak slecht, wat onder meer blijkt uit de beroerde staat van de Russische infrastructuur.

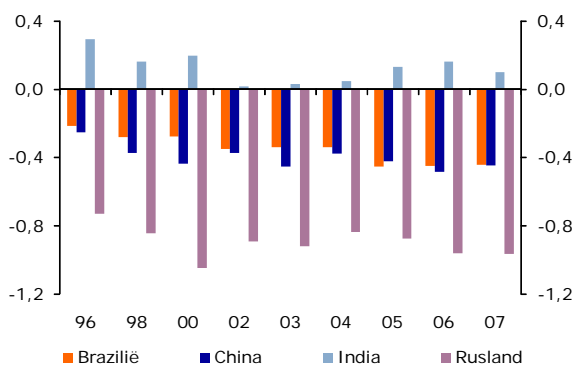
Grafiek 3: Effectiviteit Russische overheid is laag



Bron: Worldwide Governance Indicators, Wereldbank, laagste -2.35 (Somalië), hoogste 2.41 (Singapore)

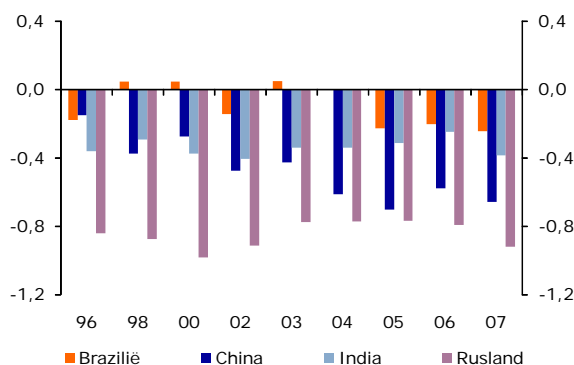
Ook de financiële markt is onderontwikkeld, waarbij vooral de afwezigheid van lange termijn investeerders opvalt. Russische bedrijven hebben daardoor vaak alleen toegang tot korte termijn financiering of financiering in vreemde valuta. Dit maakt hen extra kwetsbaar in tijden van crisis. Rusland scoort op institutioneel vlak veel slechter dan Brazilië, China en India. Zo eindigt Rusland van alle BRIC's bij vier van de zes indicatoren voor goed bestuur van de Wereldbank als laagste en bij twee indicatoren als een na laagste. De effectiviteit van de Russische overheid is laag, net als de kwaliteit van de regelgeving. De score voor de *rule of law* en de controle op corruptie is nog slechter en verslechterde de afgelopen jaren bovendien nog verder. Op de twee laatstgenoemde terreinen

Grafiek 4: Rule of law is zeer zwak in Rusland



Bron: Worldwide Governance Indicators, Wereldbank, laagste -2.64(Somalië), hoogste 2.01(Zwitserland)

Grafiek 5: Corruptie is groot en neemt weer toe



Bron: Worldwide Governance Indicators, Wereldbank, laagste -1.87(Somalië), hoogste 2.60 (IJsland)

Rusland

behoort Rusland zelfs tot de 20% slechts scorende landen ter wereld. Ook op de 180 landen tellende *Corruption Perceptions Index* van Transparency International staat Rusland op de 147^e plaats, samen met Bangladesh, Kenia, en Syrië en ver beneden Brazilië (80^e), China (72^e) en India (85^e).

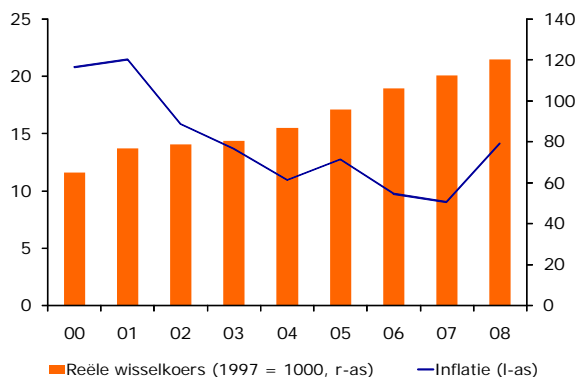
Macro-economische stabiliteit

Mede door de slechte instituties is nauwelijks sprake van diversificatie van de economie. Hierdoor blijft de economie meedeinen met de prijzen van olie en gas. Het tempo waarin Rusland ondanks een lage overheidsschuld en bijna USD 600 mrd aan buitenlandse reserves in een crisis belandde, toont de kwetsbaarheid van de economie. Deze kwetsbaarheid wordt mede veroorzaakt doordat Russische bedrijven de afgelopen jaren veel in het buitenland geleend hebben. Tegenover grote omvangrijke reserves ontstonden zo grote buitenlandse schulden. De terugval in groei is nu dan ook veel groter dan in Brazilië, China en India (zie grafiek 7). Ook nam de inflatie de afgelopen jaren weer toe, wat tot een stijging van de reële wisselkoers leidde, waardoor de concurrentiepositie van het bedrijfsleven sterk is uitgehouden (zie grafiek 6). Recente devaluaties hebben dit slechts gedeeltelijk gecompenseerd. Tegelijkertijd zorgde deze devaluatie wel voor extra problemen voor de private sector met zijn omvangrijke buitenlandse schulden. Problematisch blijft ook de sterke reflex, mede gevoed door hyperinflatie en financiële crises in de jaren negentig, om in tijden van crisis kapitaal het land uit te laten vluchten. Honderden miljarden dollars verlieten het afgelopen half jaar land, ook omdat banken ter bestrijding van de crisis verstrekte noodkredieten van de centrale bank gebruikten om op een verdere daling van de roebel te speculeren.

Openheid

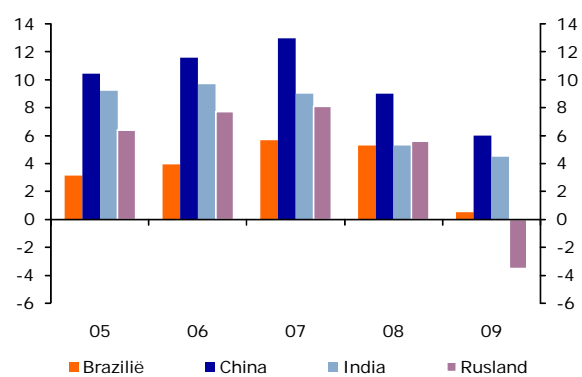
Wanneer gekeken wordt naar openheid valt op dat Rusland hiervan vooral de verkeerde soort heeft. De afgelopen jaren stroomde vooral veel kapitaal in de vorm van bankleningen het land in. Doordat deze vaak opdrogen in tijden van

Grafiek 6: Hoge inflatie holt concurrentiepositie uit



Bron: EIU

Grafiek 7: Terugval veel sterker dan in andere



Bron: EIU, Rabobank schattingen

Rusland

crisis heeft dit de kwetsbaarheid van de economie vergroot. Het regime voor buitenlandse directe investeringen, die minder volatiel zijn en vaak gepaard gaan met kennisoverdracht, werd daarentegen vooral in de strategische sectoren juist aangescherpt. Juist nu de productie van olie en gas stukt en nieuwe winninglocaties meer geavanceerde technologie vereisen, remt dit de ontwikkeling. Met een FDI instroom van 3,6% van het BBP in 2008 steekt Rusland op het eerste gezicht goed af tegen Brazilië (2,5%), China (2,4%) en India (3,4%). Een groot deel hiervan vindt, ondanks het restrictieve regime, echter plaats in de grondstoffensector en draagt daardoor weinig bij aan diversificatie en werkgelegenheid. Rusland exporteert dan ook vrijwel alleen olie en gas (68% van export) en metalen (14%). Brazilië, een andere BRIC met veel grondstoffen, is er juist wel in geslaagd te diversifiëren. Grondstoffen maken hier slechts ongeveer de helft van de totale export uit. Verder wordt de handelsintegratie van Rusland in de wereldeconomie gehinderd doordat Rusland nog steeds niet is toegetreden is tot de WTO.

Onderwijs

Mede dankzij omvangrijke investeringen in de Sovjettijd heeft Rusland een relatief hoog opgeleide bevolking. Sinds de val van de Sovjet-Unie vond echter een enorme *brain drain* plaats. Verder lijdt ook het onderwijs onder de geringe kwaliteit van de overheid. Bovendien erodeert veel menselijk kapitaal door alcoholisme en de deels daarmee samenhangende sterk gedaalde levensverwachting. De gemiddelde levensverwachting bij geboorte voor een Russische man is volgens UNDP 58,6 jaar, lager dan die in China (71 jaar), Brazilië (68,1) en het veel armere India (62,3). Een hoog sterftecijfer in combinatie met een laag geboortecijfer zorgt bovendien voor een dalende bevolking. Ook wat betreft menselijk kapitaal zijn de vooruitzichten dus somber.

Conclusie

Veel meer dan in de andere BRIC-landen houden structurele problemen de opkomst van Rusland tot economische grootmacht tegen. Slecht bestuur en corruptie zijn diepgeworteld in Rusland. Met zijn grondstoffen en relatief goed opgeleide bevolking blijft Rusland een land met veel potentie. De overvloedige aanwezigheid van delfstoffen is per saldo echter eerder een vloek dan een zegen: zowel politieke macht als economisch succes draaien in landen met grondstoffen vaak vooral om het bezit van deze goederen, en niet om de beste politieke vertegenwoordiging van het electoraat of ondernemerstalent. Zo ook in Rusland. De eerdergenoemde sterke verwevenheid in de top van overheid en bedrijfsleven maakt het onwaarschijnlijk dat hierin snel verandering zal komen. Wanneer de wereldeconomie weer aantrekt, zal ook de Russische economie zich wel weer herstellen. Het zal echter veel langer duren voordat ook de structurele problemen waarmee Rusland kampt opgelost kunnen worden. Rusland is nog lang geen echte BRIC-economie. Hoogste tijd dus om de R uit BRIC's te halen.

Herwin Loman
H.Loman@rn.rabobank.nl

Economische kerngegevens

Internationale kerngegevens*

BBP-volumemutatie in %	2008	2009	2010
Verenigde Staten	1,1	-2¼	¾
EMU	0,7	-3¼	-1
Japan	-0,7	-3½	¾

Kerngegevens Nederland

Jaar-op-jaar volumemutatie in %	2008	2009	2010
BBP	2	-4	-1
Particuliere consumptie	1,7	-½	-2¼
Overheidsconsumptie	1,2	2	1
Private investeringen	6,6	-14½	-7
Uitvoer van goederen en diensten	3	-7¼	¼
Invoer van goederen en diensten	4,4	-6	-1
Inflatie (%)	2,5	1	½
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	3,9	5½	8
Begrotingssaldo overheid (% BBP)	0,9	-3¼	-6¼
Saldo lopende handelsbalans (% BBP)	8,1	6½	7¼

Geldmarktrente 3-maands (%)*

	25 maart 2009	+ 3m**	+ 12m**
Verenigde Staten	1,23	1,00	0,80
EMU	1,56	1,10	1,40
Japan	0,61	0,60	0,40

Swaprente 10-jaars (%)*

	25 maart 2009	+ 3m**	+ 12m**
Verenigde Staten	2,96	2,90	4,10
EMU	3,56	3,35	3,70
Japan	1,29	1,10	0,95

Wisselkoers ten opzichte van euro*

	25 maart 2009	+ 3m**	+ 12m**
Verenigde Staten	1,35	1,27	1,29
Japan	131,0	124,0	133,0

* 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 en kwam mede tot stand in samenwerking met Financial Markets Research Rabobank International.

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 'economie@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 - 2131398.

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

Eindredactie:

Wim Boonstra, hoofd Kennis en Economisch Onderzoek

Productiecoördinatie:

Christel Frentz

Graphics:

Lennart de Waard/Weiling Li

Drukkerij:

GrafiPrint B.V. Eindhoven

© 2009 - Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A., Nederland

KEO op internet

www.rabobank.com/kennisbank

Postadres

Rabobank Nederland,
KEO (UEL A.00.02)
Postbus 17100
3500 HG Utrecht

Bezoekadres

Rabobank Nederland
Eendrachtlaan 10
3526 LB Utrecht



Rabobank