



Rabobank

Economisch Kwartaalbericht

September 2009

Kennis en Economisch Onderzoek

Inhoudsopgave

Visie vooraf	3
Een jaar later ...	
Begrotingsbeleid	4
Tot op de bodem	
Rente en valuta	13
Verder herstel marktsentiment	
Nederland	19
Uit het dal?	
Eurozone	26
Voorzichtig herstel, verrassend snel	
Verenigde Staten	32
Amerika krabbelt op	
China	36
Effectief beleid?	
Japan	40
Elk begin is lastig	
Emerging markets monitor	42
Een Azië-crisis in Oost-Europa?	
Economische kerngegevens	46
Colofon	47

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

Afsluitdatum: 2 september 2009

Visie vooraf

Een jaar later ...

Op Prinsjesdag presenteert het kabinet de begroting voor 2010. Het zal een hele andere dag worden dan in september 2008. Toen was het kabinet nog uiterst optimistisch over de vooruitzichten. De Nederlandse economie stond er goed voor, het komende jaar zou naar verwachting een matige groei laten zien en de overheidsfinanciën vertoonden een bescheiden overschot.

Nu, een jaar later, herstelt de Nederlandse economie zich moeizaam van de klappen die zij vanaf de tweede helft van 2008 heeft opgelopen. De begroting vertoont inmiddels een gat van circa 4½% van het bruto binnenlands product, een tekort dat naar verwachting volgend jaar zal oplopen tot ruim 6%. De staatsschuld is nog veel scherper opgelopen als gevolg van de omvangrijke steunoperaties voor de in problemen geraakte banken.

Het goede nieuws is dat de wereldeconomie tekenen van enig herstel vertoont. Dat herstel zal zeker ook een positieve uitwerking hebben op de Nederlandse economie. Het zal jaren vergen voordat de opgetreden krimp weer is ingelopen. Tienduizenden mensen in ons land zijn hun baan kwijtgeraakt en de werkloosheid zal tot ver in 2010 een opwaartse trend laten zien.

Als het conjunctuurherstel eenmaal heeft postgevat zal een begin moeten worden gemaakt met het weer op orde brengen van de overheidsfinanciën. De stijging van de staatsschuld zal deels weer kunnen worden teruggedraaid als de steunmaatregelen kunnen worden afgebouwd. Op wat langere termijn zal de staat de door haar overgenomen banken weer kunnen verkopen. Maar de vergrijzing, die door alle hectiek in het debat wat naar de achtergrond was gedrongen, gaat ondertussen gestaag door en zal tot oplopende druk op de begroting leiden.

Het overheidstekort zal dan ook met kracht moeten worden teruggedrongen willen de overheidsfinanciën op termijn houdbaar blijven. Dit is een heroïsche opgave, zoals verderop in dit Kwartaalbericht wordt uiteengezet. Pijnlijke maatregelen kunnen niet worden vermeden, hetgeen het kabinet in de aanloop naar de parlementsverkiezingen, die uiterlijk in 2011 zullen plaatsvinden, voor grote uitdagingen stelt.

Een belangrijke te leren les is wel dat de overheid in voorspoedige tijden ambitieuzer moet zijn ten aanzien van de overheidsbegroting. Die behoort dan een stevig overschot te vertonen, want in tijden van groeivertraging blijkt keer op keer dat de Nederlandse overheidsfinanciën zeer conjunctuurgevoelig zijn. Om deze problemen in de toekomst te voorkomen, moeten de begrotingsregels voor de komende kabinetsperiode verder worden aangescherpt. Ook moet bij een nieuw kabinet worden teruggekeerd naar aanmerkelijk behoedzamer uitgangspunten ten aanzien van belangrijke grootheden als groei en energieprijzen. Al te gemakkelijk rekent een kabinet zich rijk.

Deze les had overigens al uit de vorige laagconjunctuur moeten worden getrokken. Maar ook ditmaal kan een deel van de begrotingsproblematiek worden toegeschreven aan een te zonnige kijk op de overheidsfinanciën. Lang niet alle problemen zijn uit de financiële crisis ontstaan.

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

Begrotingsbeleid

Tot op de bodem

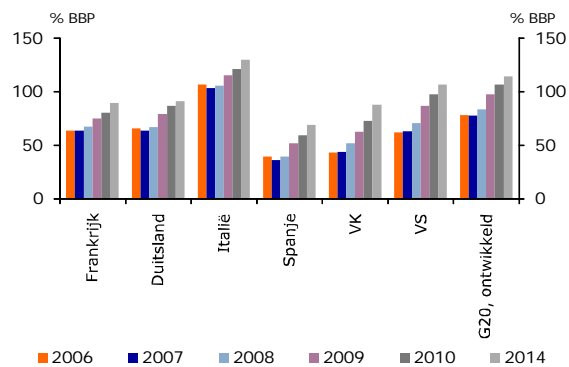
De financiële crisis heeft wereldwijd diepe sporen getrokken in de financiële sector. De economische recessie die erop volgde heeft bovendien grote gevolgen voor bedrijven en huishoudens. Het aantal faillissementen in Nederland verdubbelde ten opzichte van vorig jaar en de werkloosheid loopt dit en volgend jaar fors op. Het goede nieuws is dat de mondiale economie de bodem lijkt te hebben bereikt. De schatkist helaas ook. Overheden hebben kordaat en krachtig ingegrepen om de voor de economie zo belangrijke financiële sector overeind te houden. Maar de steunmaatregelen aan de financiële sector en de economische tegenwind kosten overheden wereldwijd duizenden miljarden euro's. Het zal nog jaren duren voor de overheid haar huishoudboekje weer op orde heeft. Omdat de kosten niet allemaal naar de toekomst kunnen worden doorgeschoven, moet de discussie over een 'exit'-strategie nu reeds beginnen. In deze bijdrage kijken we hoe groot de financiële schade aan de Nederlandse overheidsfinanciën is en wat de gevolgen zijn op middellange termijn voor zowel het begrotingsbeleid als voor de economische groei.

De opbrengst van overheidsingrijpen

Het snelle en massale ingrijpen van overheden (en centrale banken) sinds het najaar 2008 heeft er in ieder geval voor gezorgd dat de wereldeconomie niet volledig is ingestort. Onder economen is brede consensus dat de combinatie van de acties van centrale banken, de steunoperaties van overheden in de financiële sector en de stimuleringsmaatregelen voor de economie ertoe heeft bijgedragen dat we nu reeds kunnen praten over een route uit deze crisis. Een jaren-dertig scenario is voorkomen.¹ De kapitaalinjecties en garantiestellingen van overheden hebben ervoor gezorgd dat de financiële crisis niet ontaard is in een systeemcrisis. De impliciete (via automatische stabilisatoren) en expliciete steunmaatregelen hebben ervoor gezorgd dat de acute vraaguitval deels is opgevangen

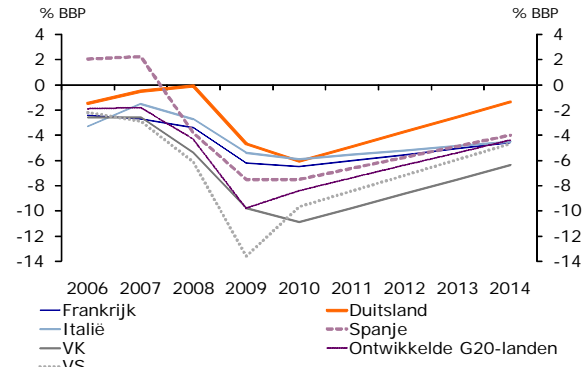
¹ Zie bijvoorbeeld B. Eichengreen en K. O'Rourke (2009), *A tale of two depressions*, www.voxeu.org

Figuur 1: Overheidsschuld loopt wereldwijd op...



Bron: IMF

Figuur 2: ...en dat blijft nog wel even zo

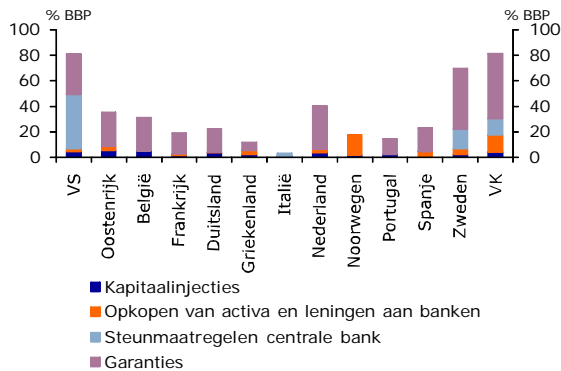


Bron: IMF

Begrotingsbeleid

door overheidsuitgaven en lastenverlichtingen. Dit heeft er toe bijgedragen dat het economische systeem overeind is gebleven en dat de economie zich vanaf het tweede kwartaal in 2009 wereldwijd heeft weten te stabiliseren. Tot zover het goede nieuws.

Figuur 3: Steunmaatregelen financiële sector



Bron: IMF

De kosten van de financiële crisis

De financiële crisis heeft flinke gaten geslagen in de overheidsbegrotingen (figuur 1). Het IMF berekende dat de landen van de G20² hun begrotingssaldo in de periode 2008-2009 gemiddeld met bijna 7%-punten van het bruto binnenlands product (BBP) zien verslechteren ten opzichte van 2007³. Gemiddeld komt het begrotingstekort daarmee uit op 9¾%. De ontwikkelde landen worden het hardst geraakt door de crisis. In die landen verslechtert het tekort zelfs met 8%-punten.

Het effect van de crisis op de schuldpositie is nog veel groter. Dat komt omdat veel steun-

maatregelen voor de financiële sector geen rechtstreekse invloed hebben op het overheidssaldo, maar wel op de schuldpositie. Naast de schuld nemen overigens ook de bezittingen, zoals aandelen en uitstaande leningen, toe. De berekeningen van het IMF wijzen op een toename van de bruto overheidsschuld als percentage van het BBP met gemiddeld bijna 13%-punten in de periode 2008-2009 in de landen van de G20; in de ontwikkelde landen zelfs met 20%-punten. De gevolgen van de crisis voor de overheidsfinanciën zullen bovendien nog lang merkbaar blijven. In ontwikkelde landen ligt de bruto overheidsschuld als percentage van het BBP, zonder fiscale beleidsmaatregelen, in 2014 36%-punten boven het niveau van 2007, voorspelt het IMF. Dus ook na 2009 stijgt de schuld bij ongewijzigd beleid verder.

De ontwikkelde landen van de G20 zetten in totaal ruim de helft van het gezamenlijke BBP op het spel om daarmee de stabiliteit van het financiële stelsel te waarborgen. De steunmaatregelen bestaan voor een belangrijk deel uit garanties en liquiditeitssteun van centrale banken. Deze maatregelen leiden niet direct tot uitgaven door de overheid. De daadwerkelijke uitgaven door de overheid bedroegen 'slechts' zo'n 6% van het gezamenlijke BBP van de ontwikkelde G20-landen. Maar de overheden lopen wel degelijk een financieel risico. De garanties kunnen immers in de toekomst wel tot uitgaven leiden, als de garantie zou worden ingeroepen.

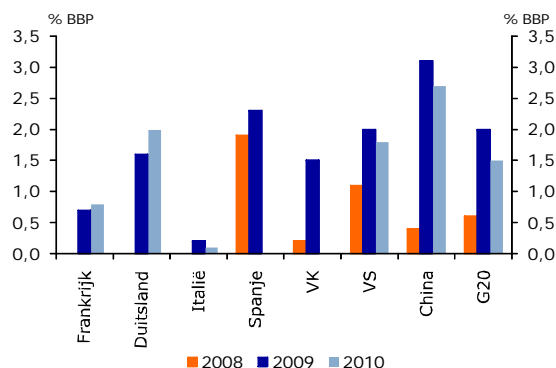
² Argentinië, Australië, Brazilië, Canada, China, Frankrijk, Duitsland, India, Indonesië, Italië, Japan, Mexico, Rusland, Saudi Arabië, Zuid-Afrika, Zuid-Korea, Turkije, VK, VS en EU.

³ *Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis*, IMF Staff Position Note 09/13, juni 2009

Begrotingsbeleid

Ook in Nederland hebben de overheidsfinanciën flink te lijden onder de gevolgen van de crisis. Het Centraal Planbureau (CPB) verwacht in 2009 een tekort op de overheidsbegroting van 4% van het BBP in 2009 en 6,3% in het jaar erop. De

Figuur 4: Aanvullende overheidsmaatregelen



Bron: IMF

schuld van de overheid loopt zelfs op tot ruim 65% van het BBP in 2010, terwijl deze in 2007 nog zo'n 45% bedroeg (figuur 3). Net als in veel andere ontwikkelde landen is de verslechtering van de overheidsfinanciën voor een belangrijk deel te wijten aan de steunmaatregelen voor de financiële sector.

Automatische stabilisatoren hebben beoogd effect

De overheidsfinanciën verslechteren ook als gevolg van de economische recessie: door terugvallende opbrengsten uit belasting- en premieheffing (bijvoorbeeld winstbelasting of inkomstenbelasting) en stijgende uitgaven aan werkloosheidsuitkeringen. Dat de overheidsbe-

groting mee-ademt met de conjunctuur is gebruikelijk. Dat wordt ook wel automatische stabilisatie genoemd. Volgens het CPB komt het leeuwendeel van de verslechtering in het EMU-saldo in Nederland voor rekening van de automatische stabilisatoren die hun werk doen⁴.

In Nederland werken de automatische stabilisatoren sterker dan in veel andere landen. Dat komt doordat we in Nederland een relatief sterk progressief belastingstelsel kennen en een uitgebreid sociaal vangnet. De belastinginkomsten nemen daardoor relatief snel af, terwijl de uitgaven juist relatief snel stijgen in een periode van laagconjunctuur. Hoewel Nederland in vergelijking met veel andere landen maar weinig aanvullende discretionaire maatregelen (0,5% BBP in 2009 en 2010) heeft getroffen om de economische crisis te bestrijden (figuur 4), is, dankzij de werking van de automatische stabilisatoren, de Nederlandse inspanning qua omvang vergelijkbaar met die van Duitsland, Frankrijk en het VK.

Maar de Nederlandse overheid moet ook de hand in eigen boezem steken als het gaat om het verklaren van het overheidstekort. Want ook zonder de economische en financiële crisis zouden de overheidsfinanciën zijn verslechterd. Dat heeft vooral te maken met de ontwikkeling in de prijs van olie en aardgas. De olieprijs bereikte halverwege 2008 een recordniveau, om daarna even snel weer te dalen. Door de hoge olieprijs in 2008 kon de overheid rekenen op hoge opbrengsten uit de gaswinning. Conform het eigen begrotingsbeleid horen inkomstenmeevallers volledig ten gunste te komen van het begrotingssaldo. Een belangrijk deel van de baten zijn in de begroting voor 2009 echter aangewend

⁴ CPB (2009), *Centraal Economisch Plan 2009*, CPB, Den Haag.

Begrotingsbeleid

voor koopkrachtrepatriatie en beleid. Omdat de olieprijs na de piek ook weer rap en fors daalde, heeft het kabinet nu te maken met tegenvallende aardgas-opbrengsten. Bedroegen die in 2008 nog 2,4% van het BBP, in 2010 is dat nog maar 1,1%⁵. Nu worden de regels van het begrotingsbeleid wél gevolgd en loopt het begrotingstekort aanzienlijk verder op.

Weggegooid geld?

De Nederlandse overheid heeft sinds september 2008 tientallen miljarden uitgegeven om in nood verkerende banken van de ondergang te redden. Daarnaast heeft zij nog eens €200 miljard opzij gezet om de uitgifte van middellang schuld papier door banken te garanderen. Inmiddels is voor zo'n €45 miljard aan garanties afgegeven. Is dat allemaal weggegooid geld? Nee. Maar dat de overheid het volledige bedrag in de toekomst weer kan bijschrijven op de begroting, is evenmin een uitgemaakte zaak. Het IMF verwacht, op basis van ervaringen uit het verleden, dat tussen de 30 en 71% van de directe kosten (kapitaalinjecties en leningen) zullen worden terugbetaald⁶. De overheid heeft voor €13,8 miljard aan kapitaal verstrekt aan banken en verzekeraars. De overname van Fortis/ABN AMRO kostte de staat aanvankelijk €66,8 miljard⁷. In totaal gaf de overheid daarmee al ruim €80 miljard uit. Op basis van de berekeningen van het IMF kan dat de overheid uiteindelijk tussen de €24 en €57 miljard kosten. Het ministerie van Financiën is overigens een stuk optimistischer over de uiteindelijke kosten. Op de overname van Fortis/ANB AMRO verwacht de minister zelfs winst te maken. Of dat lukt, hangt af van een heleboel factoren. Bepalend is natuurlijk de situatie bij de bank zelf, maar ook die op de financiële markten. De minister heeft dan ook aangegeven dat de verkoop van de bank niet mag worden verwacht vóór 2011. Kijkend naar de situatie in andere landen doet de minister er wellicht verstandig aan –uit financieel oogpunt– om de verkoop nog wat langer uit te stellen. Zo schrijft het IMF dat vijf jaar na de bankencrisis in Zweden van 1991 94% van de kosten was terugverdiend. In Japan daarentegen bedroeg datzelfde percentage vijf jaar na de crisis van 1997 slechts 1%. In 2008 was pas de helft van de kosten terugverdiend. De Nederlandse overheid staat er wat dat betreft momenteel al beter voor dan de Japanse destijds. Fortis loste de korte leningen van €34 miljard begin juli reeds af. Daarmee is binnen een jaar al ruim 42% van de huidige overheidsinvestering veilig gesteld.

Het is niet uitgesloten dat er meer maatregelen zullen volgen in de financiële sector. Als het economische herstel uitblijft, zal er ook meer druk op het kabinet komen om extra stimuleringsmaatregelen voor bedrijven en consumenten. Het kabinet doet er verstandig aan die druk zoveel mogelijk te weerstaan, gezien de

⁵ Kamerstukken II, vergaderjaar 2008-2009, 21 501-07, nr. 645

⁶ *Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis*, IMF Staff Position Note 09/13, juni 2009, p. 10.

⁷ €16,8 miljard in aandelen, €34 miljard korte leningen en €16 miljard lange leningen. De kortlopende leningen heeft de bank inmiddels volledig afgelost.

Begrotingsbeleid

stand van de overheidsfinanciën. Maar, met de verkiezingen voor de boeg in mei 2011, kan de verleiding voor het doen van extra uitgaven groot zijn. Helemaal wanneer het herstel in 2010 maar langzaam op gang komt.

Box 1: De overheidsfinanciën: Ten minste houdbaar tot?

Ook zonder de gevolgen van de crisis stonden de overheidsfinanciën al onder druk. Door de vergrijzing zullen de uitgaven aan onder meer de zorg en de AOW stevig oplopen, terwijl het aantal schouders dat deze lasten moet dragen (de werkzame beroepsbevolking) juist afneemt. Om deze voorzieningen ook in de toekomst betaalbaar te houden -zonder de belastingen te verhogen of de schuld te laten oplopen- waren dus al maatregelen nodig. Dat houdbaarheidsprobleem is nu nog groter geworden door de oplopende tekorten op de begroting en de toenemende schuld als gevolg van de crisis. Het ministerie van Financiën verwacht dat de schuld aan het einde van 2010 zal zijn opgelopen met €130 miljard. Daarvan houdt €80 miljard verband met de steunmaatregelen voor de financiële sector. De rest (€50 miljard) is het gevolg van de oplopende tekorten in 2009 en 2010. Zonder ingrijpen leidt die toename tot een jaarlijkse rentelast van €1,8 miljard. Vanaf 2011 zal het kabinet daarom structureel €1,8 miljard moeten bezuinigen. De staatsschuld blijft daarmee in het beste geval stabiel (vanuit het oogpunt van de rentelasten). Om de schuld ook daadwerkelijk te verminderen, zijn extra maatregelen noodzakelijk.

Hoe groot de bezuinigingen moeten zijn, kan worden berekend aan de hand van het zogenaamde houdbaarheidssaldo. Houdbaarheid betekent in dit geval dat de overheid in de toekomst aan haar betalingsverplichtingen kan voldoen, op basis van de toekomstige inkomsten. Dit is een relatief lichte eis, aangezien een groot deel van de rekening wordt doorgeschoven naar toekomstige generaties. In dat geval moeten de toekomstige overschotten (tegen contante waarde) ten minste even groot zijn als de schuld die uit het verleden wordt geërfd.¹

De berekening van het houdbaarheidssaldo is met veel onzekerheden omgeven. De schuld kan immers nog verder oplopen – door meer noodzakelijke ingrepen in de financiële sector of het uitblijven van het economische herstel, terwijl de verkoop van de staatsbelangen in de toekomst tot positieve resultaten kan leiden. Rekening houdend met verschillende scenario's zou het houdbaarheidstekort als gevolg van de crisis tussen de 0,1 en 1% van het BBP kunnen bedragen². Om de bestaande collectieve voorzieningen in de toekomst te kunnen handhaven moet de overheid -los van de gevolgen van de vergrijzing- dus structureel tussen de €0,6 en €6 miljard bezuinigen. Bij deze berekeningen wordt aangenomen dat de kosten van de crisis tot in lengte van dagen (gelijkmatig) over de tijd gespreid kunnen worden. Toekomstige generaties betalen dus mee aan de kosten van de huidige crisis. Is dat rechtvaardig? Niet als je de huidige crisis beschouwt als puinhopen die zijn veroorzaakt door de huidige generatie.

¹ *Het houdbaarheidstekort van de crisis*, H. Verbon, ESB, 26 juni 2009, p. 76

² *Idem*, p. 77

Begrotingsbeleid

Wel als je bedenkt dat toekomstige generaties er een sterker financieel stelsel voor terug krijgen. Zonder ingrijpen was de schade immers veel groter geweest. Als we strikter zouden willen zijn dan de houdbaarheid, betekent dit dat op korte termijn een groter structureel overschot moet ontstaan. Hoeveel exact moet worden bezuinigd is en blijft een enigszins schimmig gebied. Enerzijds zijn de berekeningen omtrent het houdbaarheids- en structurele saldo met tal van aannames omgeven, zoals de discontovoet, de verwachte toekomstige groei, berekening van de output gap, over welke periode verdisconteerd moet worden, enzovoort. En dan hebben we het nog niet eens over de exacte rekenmethode.³

Om een beeld te geven rekenen we hier met een forse verbetering van het structureel saldo: van ongeveer -4/-5% BBP in 2012 naar +1 tot +2% BBP in 2020. Deze plus in het eindjaar is nodig in verband met de vergrijzing, en dient groter te zijn dan de 1,1% in 2011 waar dit kabinet vanuit gegaan is, omdat hij 9 jaar later gerealiseerd wordt.

Dit betekent grofweg 36 mld bezuinigingen. Dat is qua omvang bijna gelijk aan bijvoorbeeld de hele onderwijsbegroting (35 mld).⁴

³ Zie ook MEV2009 over de beperkingen van het gebruik van structurele saldo.

⁴ Op basis van de Miljoenennota 2009.

Bezuinigingsmaatregelen onvermijdelijk...

De overheid moet dus structureel bezuinigen om te voorkomen dat de overheidsschuld zich uiteindelijk explosief ontwikkelt (zie ook figuur 5). Zo'n exit-strategie uit de huidige situatie kan alleen met structurele bezuinigingen. Een structurele bezuiniging leidt, anders dan een incidentele ombuigingsmaatregel, tot een blijvende verlaging van het overheidstekort. De overheid kan daartoe de uitgaven structureel verlagen of de inkomsten blijvend verhogen. Beide opties liggen niet voor de hand op de korte termijn. Een belastingverhoging zou het economische herstel in de kiem kunnen smoren. In 2009 is de overheidsconsumptie vooralsnog de enige bestedingscategorie die positief bijdraagt aan de groei van de economie. In 2010 krijgt zij slechts in beperkte mate bijval van de netto handel met het buitenland. Een verlaging van de overheidsuitgaven op korte termijn lijkt daarom eveneens onverstandig. Het is daarom niet te verwachten dat een substantiële verbetering optreedt voor 2011.

Toch geldt dat nu al haast moet worden gemaakt met plannen maken voor structurele maatregelen om de overheidsfinanciën weer op orde te krijgen. Mondiaal is het risico aanwezig dat de massale kredietvraag van overheden de lange rente langjarig opdrijft. Voor afzonderlijke landen geldt dat het niet hebben van een geloofwaardige exit-strategie die de overheidsfinanciën weer gezond maakt leidt tot het in twijfel trekken van de kredietwaardigheid van desbetreffende landen.

Tegen deze achtergrond is het kabinet weinig ambitieus in haar voornemen om het structurele overheidssaldo, bij economisch herstel, vanaf 2011 met ten

Begrotingsbeleid

minste 0,5% BBP per jaar te verbeteren. Houdt het kabinet zich aan het tempo van een jaarlijkse vermindering van het structurele tekort van 0,5% BBP, dan duurt het nog ruim 12 jaar voordat het overheidssaldo weer in overeenstemming is met het beeld uit de Miljoenennota 2009 (zie ook het hoofdstuk verderop over de Nederlandse economie), maar wel met een hogere staatschuld.

... maar met grote consequenties voor de economie

Om enigszins een beeld te geven van de opgave waar komende kabinetten in Nederland voor staan hebben we met het macro-econometrisch model NiGEM enkele scenario's berekend. In de scenario's zijn we er van uitgegaan dat het totale (structurele) tekort waar een nieuw aangetreden kabinet in 2011 mee te maken heeft om en nabij de 6% BBP ligt.⁸ Wat zijn de gevolgen voor de economie als zo'n kabinet poogt dit saldo structureel naar nul te brengen?⁹ Een forse beleidsinspanning van 36 mld euro, waarbij de staatsschuld over een groot deel van de periode nog steeds blijft groeien. Grofweg heeft een kabinet twee mogelijkheden: of de uitgaven structureel omlaag brengen, of de inkomsten verhogen. Daarnaast heeft een kabinet nog de keuze omtrent de tijdshorizon: hoe langer, hoe meer wordt doorgeschoven naar een volgende generatie. We gaan bij onze simulaties uit van een tijdshorizon van acht jaar.¹⁰ We veronderstellen dat de economie er in 2011 voldoende gezond voorstaat¹¹ zodat het dan aantredende kabinet in 2012 kan beginnen met het terugdringen van het tekort, waarbij we uitgaan van in totaal 36 mld euro, ofwel 4½ mld euro per jaar. Wat betekent dit nu voor de Nederlandse economie? Bij een variant waarbij de besparing volledig wordt gerealiseerd via hogere belasting stijgt de belastingquote met bijna 7%-punt: mensen houden dus in het laatste jaar 7% minder over van hun bruto inkomen. Op zich kan dit (praktisch) maar politiek gezien lijkt dit niet realistisch.

Doordat de binnenlandse vraag afneemt, stijgt ook de werkloosheid, daalt de bezettingsgraad en groeien de investeringen minder hard. Per saldo groeit de Nederlandse economie gedurende acht jaar gemiddeld 0,2%-punt per jaar minder dan zonder deze lastenverzwaring. De particuliere consumptie komt 1,2%-punt per jaar lager uit en de werkloosheid ligt gemiddeld 0,3%-punt hoger.

De andere optie is de overheidsuitgaven te verlagen. De vraag is daarbij wel in welke mate dit snel mogelijk is. Zorguitgaven zijn bijvoorbeeld lastig omlaag te

⁸ Met nadruk op om en nabij, gezien de onzekerheden en aannames bij de berekeningen hiervan, zoals hierboven al beschreven.

⁹ Met structureel wordt hiermee bedoeld een permanente verhoging van de inkomsten of verlaging van de uitgaven.

¹⁰ Deze keuze is arbitrair. Een langere tijdshorizon betekent meer doorschuiven naar toekomstige generaties, maar ook minder pijn op korte termijn. Dit is vooral een politieke keuze.

¹¹ Wij gaan uit van een groei van ongeveer 2% in 2011.

Begrotingsbeleid

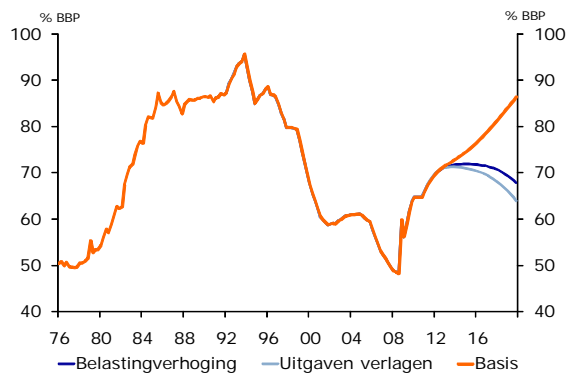
brengen, en in zijn algemeenheid geldt dat structurele hervormingen veel tijd kosten en op korte termijn niet veel opleveren. Maar stel nu dat het wel lukt. In totaal moeten de bestedingen als percentage van het BBP dalen van 28% in 2012 naar 23% in 2020. In de doorrekening gaan we er vanuit dat er geen 'programma-effecten' zijn van deze bezuinigingen, zoals bijvoorbeeld een lager scholingsniveau door bezuinigingen op onderwijs of een minder goede gezondheid door bezuinigingen in de zorg. Gezien de omvang van de bezuinigingen is het natuurlijk zeer denkbaar dat die er wel zijn.

De economische effecten worden in deze variant gedomineerd door het dalen van de overheidsbestedingen. Dit leidt ertoe dat de Nederlandse economie 0,3%-punt minder hard groeit en de werkloosheid licht oploopt. Echter, de particuliere consumptie kan het stokje op den duur deels overnemen, doordat de koopkracht redelijk op peil blijft. Dit komt weer doordat de inflatie daalt, als gevolg van lagere effectieve vraag. Per saldo zijn de verschillen in effect op de economische groei klein. Nadeel van scherp verhogen van de lasten op arbeid is dat concurrentiepositie van Nederland ondergraven wordt door hogere loonkosten. Het gevaar van scherp snijden in de overheidsuitgaven is dat bijvoorbeeld de (kennis-) infrastructuur verslechtert of het niveau van de gezondheidszorg. Ook dit zijn factoren die hun weerslag hebben op de economische groei in de komende jaren.

In de praktijk zal het waarschijnlijk uitdraaien op een combinatie van lastenverzwaringen en bezuinigingen. Daarbij zal het de uitdaging zijn een pakket samen te stellen dat de economische structuur niet verzwakt, maar ook de rekening niet doorschuift naar toekomstige generaties.

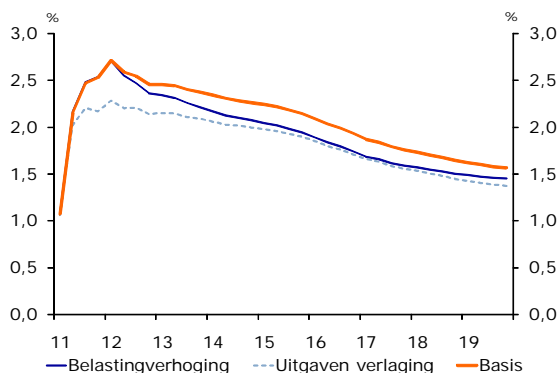
Dit zijn alleen nog maar de effecten als Nederland tracht zijn overheidsfinanciën weer gezond te maken. Zoals aan het begin van dit artikel aangegeven is Nederland helemaal geen uitzondering met betrekking tot de schuldpositie van de overheid. Meerdere landen zullen dus vroeg of laat de broekriem aanhalen. Dit heeft negatieve consequentie voor een open economie zoals de Nederlandse.

Figuur 5: Overheidsschuld: back to the eighties?



Bron: Niesr, Rabobank

Figuur 6: BBP-groei langjarig onder druk



Bron: Niesr, Rabobank

Begrotingsbeleid

De vraag vanuit het buitenland zal afnemen en de uitvoer dalen. Bovenop de binnenlandse effecten zoals hierboven beschreven, zou de economische groei alleen al door het weer gezond willen maken van de mondiale overheidsfinanciën, de komende tien tot twintig jaar structureel lager kunnen liggen dan in de periode voor de financiële crisis.

Tot besluit

De steunmaatregelen van overheden aan het financiële stelsel en de economie hebben ervoor gezorgd dat de economie niet volledig is ingeklapt. Echter, dit betekent wel dat we nu met een zeer groot overheidstekort zitten. De Nederlandse overheid moet proberen haar uitgaven en of inkomsten zo aan te passen, dat de komende jaren een structureel tekort van 4 tot 5% omslaat in een overschot van 1 tot 2%. Dat lukt zeker niet binnen één tot twee kabinetsperiodes, zoals we in onze gestileerde berekeningen hebben laten zien. Komende kabinetten zullen dus alle creativiteit nodig hebben om maatregelen te bedenken die structureel bijdragen aan verbetering van het saldo. Een geleidelijke verhoging van de AOW-leeftijd is daarbij slechts een eerste en bescheiden stap. Hoe groot de opgave is, kan worden geïllustreerd op basis van de begroting van afgelopen jaar: het schrappen van de totale onderwijsbegroting, of meer dan een halvering van de uitgaven aan zorg of sociale zekerheid.

We kunnen natuurlijk ook niets doen. Naast de verder oplopende rekening doorschuiven naar een volgende generatie kan het ook betekenen dat er vraagtekens gezet gaan worden bij de kredietwaardigheid van de Nederlandse overheid. Dit resulteert, door hogere rentes op overheidsleningen, al op korte termijn in een nog hogere schuld. Dat is een weg die we niet moeten bewandelen, want deze zal al snel doodlopen.

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

Anke Struijs
A.C.A.Struijs@rn.rabobank.nl

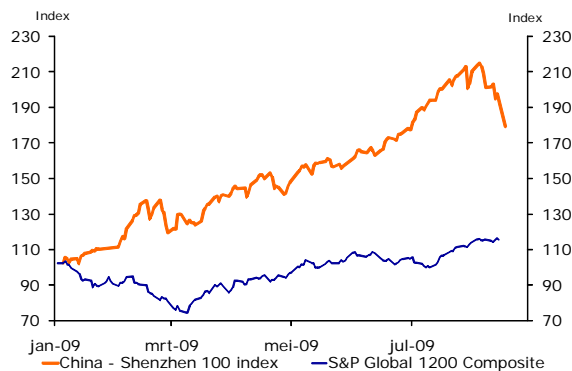
Rente en valuta

Verder herstel marktsentiment

Door alle maatregelen van centrale banken en overheden is in de ogen van de markt het systeemrisico in de afgelopen maanden verder afgenomen. Dit heeft zich vertaald in een flinke sprong voorwaarts voor de aandelenmarkt, hoewel het

positieve marktsentiment halverwege augustus wat haarscheurtjes begon te vertonen. In de markt voor bedrijfsobligaties hebben we de risicopremies zien afnemen: beleggers hebben ook weer meer vertrouwen dat de meeste bedrijven de recessie uiteindelijk zullen overleven. Na de forse rentestijging in het tweede kwartaal hebben de kapitaalmarktrentes daarentegen een pas op de plaats gemaakt. De onderliggende tendens bleef echter opwaarts gericht. De dollar is het slachtoffer gebleken van de toenemende 'risk-appetite'.

Figuur 1: China overtreft



Bron: Reuters EcoWin

Economie zet stap in goede richting

In de afgelopen maanden is het beeld verder bevestigd dat we het dieptepunt van de

wereldwijde recessie in het eerste kwartaal achter ons hebben gelaten. In veel landen hebben belangrijke indicatoren voor het producentenvertrouwen en de ontwikkeling van de orders en productie in de industrie een herstel laten zien. De Amerikaanse economie kromp met 0,3% (k-o-k) in het tweede kwartaal. In het eerste kwartaal was dat nog 1,6%. De eurozone economie kromp met nog slechts 0,1%, hoewel deze omslag deels aan tijdelijke factoren moet worden toegeschreven. Ook blijft het een feit dat de eurozone het in deze recessie tot nu toe slechter heeft gedaan dan de VS, in ieder geval gemeten in BBP: terwijl de Amerikaanse economie tussen juli 2008 en juli 2009 in totaal met ongeveer 3,9% kromp, betrof de krimp in de eurozone zo'n 4,7%. Het blijft natuurlijk lastig te begrijpen (de bron van de ellende kwam immers uit de VS), maar een aantal factoren, zoals een trager handelen van beleidsmakers, een economie die wat minder flexibel is, en een sterkere munt (in ieder geval over het afgelopen halfjaar), kan dit deels verklaren. Ook de diepe recessie in een aantal landen in het oosten van Europa heeft de handel sterk negatief beïnvloed.

Beter sentiment op de aandelenmarkt

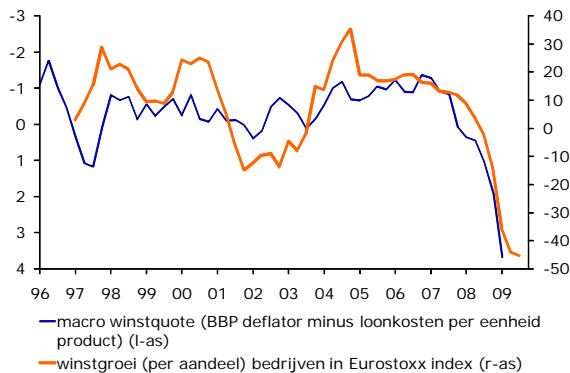
Gesterkt door de betere macrocijfers hebben de aandelenmarkten hun herstel in afgelopen maanden voortgezet (figuur 1). De Eurostoxx 50 index steeg tussen eind juni en medio augustus met ongeveer 11% (na een stijging van ruim 14% in het tweede kwartaal). Wel leken er halverwege augustus enkele haarscheurtjes op te treden in het positieve marktsentiment. Zo viel de Chinese aandelenmarkt in de eerste helft van augustus met ruim 15% terug.

Rente en valuta

Neerwaartse risico's nog van kracht

Dat de markt het vooral van verwachtingen en hoop op een betere toekomst moest hebben blijkt ook uit de resultaten die bedrijven in de eurozone tot nu toe

Figuur 2: Sterke daling bedrijfswinsten eurozone



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank International

bekend hebben gemaakt. Hoewel de verwachtingen al behoorlijk pessimistisch waren, heeft een kleine meerderheid van de bedrijven over het tweede kwartaal toch nog slechter dan verwachte cijfers laten zien. In absolute zin was er dan ook sprake van zeer forse winstdalingen (figuur 2). Van de groep bedrijven die tot nu toe hun resultaten bekend hebben gemaakt liet ruim een derde van de bedrijven in de eurozone een verlies zien in het tweede kwartaal. In het eerste kwartaal was dat percentage nog zo'n 15%. De basismaterialen sector en de *financials* vielen per saldo op in negatieve zin. Voor de laatste zagen we overigens (in grote lijnen) dat activiteiten die samenhangen met financiële markten beter

dan verwachte resultaten lieten zien, maar dat leningenportefeuilles van veel financiële dienstverleners sterk zijn geraakt door de recessie.

Vastrentende waarden signaleren de neerwaartse risico's

Door de relatief gunstige macro-economische cijfers van afgelopen maanden zijn de neerwaartse risico's ten aanzien van de economie wat ondergesneeuwd geraakt. Verdwenen zijn zij echter nog zeker niet. Dit verklaart deels waarom de markten voor vastrentende beleggingen een wat voorzichtiger houding hebben aangenomen. De neerwaartse risico's manifesteren zich in het bijzonder op de arbeidsmarkt en de algehele financiële condities in de wereld. De toestand op de Amerikaanse en Europese arbeidsmarkt is in het afgelopen kwartaal verder verslechterd (hoewel het tempo van verslechtering is afgenomen) en wij hebben geen reden om aan te nemen dat de situatie al snel zal verbeteren. Dit blijft dan ook een belangrijk risico voor beide economieën in het tweede halfjaar. Immers, het consumentenvertrouwen kan daardoor opnieuw onder druk komen en de spaarneiging aanwakken, met lagere bestedingen als resultante (zie de bijdrages voor de VS en eurozone). Ook vanuit de financiële condities valt niet direct een ommezwaai te verwachten. Er zijn wel signalen (zoals uit een door de ECB gehouden enquête) dat banken de voorwaarden waaronder bedrijven en gezinnen kunnen lenen in het tweede kwartaal minder sterk hebben aangescherpt dan in voorgaande kwartalen, maar van een daadwerkelijke verruiming is nog geen sprake. Zowel in de VS als Europa blijft de bankensector onder druk staan om balansen te versterken en kredietverlening in te dammen, hoewel de renteverlagingen en liquiditeitsverruiming door de centrale banken wel voor verlichting hebben gezorgd.

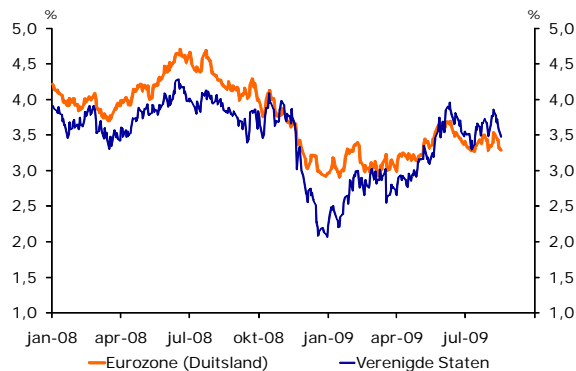
Rente en valuta

Pas op de plaats voor kapitaalmarkt

Na de forse stijgingen in het begin van het jaar (vooral in de VS), hebben de rentes op de kapitaalmarkten sinds het begin van de zomer een stapje terug

gedaan (figuur 3). Begin juni bereikte het rendement op 10-jaars Amerikaans staatspapier een niveau van bijna 4% (+180bp sinds eind 2008), waarna zij gedurende de maanden juni en half juli terugviel naar 3,3% om vervolgens weer langzaam te herstellen tot een niveau van 3,6% medio augustus. In de eurozone waren de bewegingen in de lange kapitaalmarktrentes aanzienlijk gematigder, hoewel zij wel hetzelfde patroon volgden. Begin juni bereikte het rendement op 10-jaars Duits staatspapier een niveau van 3,7% (+75bp sinds eind 2008), waarna zij terugviel naar 3,3% om vervolgens weer iets op te lopen. Per saldo daalde het rendement op 10-jaars Duits staatspapier tussen eind juni en

Figuur 3: Opmars kapitaalmarktrentes gestuit



Bron: Reuters EcoWin

medio augustus licht tot ongeveer 3,3%.

Terug naar 'normaal' risico regime

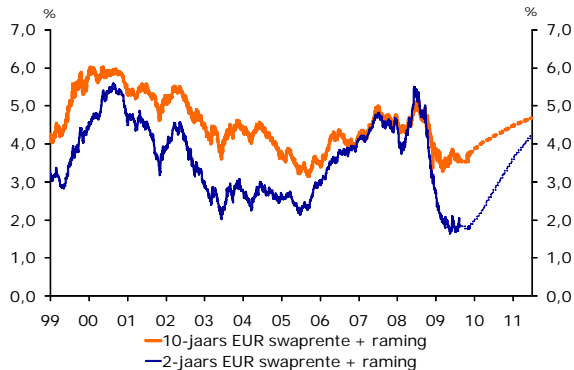
Een van de verklaringen voor de relatief gunstige ontwikkeling van de aandelenmarkten (terwijl de kapitaalmarktrentes een pas op de plaats maakten) is dat de risicoaversie onder beleggers gedurende de afgelopen maanden verder is afgenomen. Over het algemeen zien we dat in tijden van extreem hoge risicoaversie aandelenkoersen en obligatierentes met elkaar mee bewegen, wanneer obligaties fungeren als vluchthaven. In tijden van normale of lage(re) risicoaversie doen zij dat niet. Beleggers willen dan meer beleggen in zowel aandelen als langlopende obligaties. De VIX-index, die de volatiliteit besloten in optiepremies weerspiegelt is sinds medio mei (met enig horten en stoten weliswaar) onder het niveau van de 30 gezakt – wat in de markten als een omslagpunt wordt gezien van een (zeer) hoog risico regime naar een normaal risico regime. In relatie tot de economische ontwikkelingen kunnen we stellen dat hoewel de aanwijzingen dat de wereldeconomie langzaam uit een diepe recessie klimt alleen maar sterker zijn geworden, er ook het besef is dat de groei in de meeste landen in 2010 nog steeds mager zal zijn. Het is dus vooral een kwestie van 'relatieve verbetering'. Bovendien is de inflatie in de meeste ontwikkelde economieën in de afgelopen maanden verder gezakt. Hoewel dit in lijn is met de verwachtingen onder marktparticipanten, leidt de daadwerkelijke realisatie van negatieve inflatiecijfers toch tot neerwaartse druk op de rente. De inflatieverwachtingen (en/of premies die beleggers vragen ter compensatie voor inflatierisico's) zoals we die meten op basis van financiële instrumenten zijn in afgelopen maanden ook gestabiliseerd of iets teruggevallen.

Rente en valuta

Maar lange rente straks weer hoger

Tenslotte hebben we in een aantal landen gezien dat centrale bankiers hun 'exit strategie' hebben verduidelijkt (zie een uitgebreide toelichting op het beleid van de Fed in het hoofdstuk over de VS).

Figuur 4: 2010 brengt hogere rentes en 'vlakke' curve



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank International

Gedurende de invoering van de onconventionele verruimingsmaatregelen was de bezorgdheid onder beleggers over de eventuele inflatoire gevolgen op lange termijn toegenomen. De combinatie van afnemende inflatiecijfers en iets meer vertrouwen onder beleggers dat centrale banken een (al dan niet expliciet) plan hebben om de door hun genomen maatregelen weer (tijdig) terug te draaien, heeft waarschijnlijk de doorslag gegeven waardoor de kapitaalmarktrentes een pas op de plaats maakten.

Ondanks dit alles denken wij dat de kapitaalmarktrentes op een termijn van drie tot zes maanden al weer duidelijk hoger zullen staan (figuur 4). We gaan uit van een scenario waarin de economische groei in de meeste landen in 2010 weer aantrekt. Het zal weliswaar geen uitbundige groei zijn, maar het blijft –relatief gezien– een duidelijke verbetering ten opzichte van 2008-2009. Daarnaast bestaat er nog een aantal risico's die de rentes op termijn verder kunnen opstuwten. Dit geldt in het bijzonder voor de VS, waar we verwachten dat de zorgen over het enorme begrotingstekort een opwaartse druk op de rentes zal blijven uitoefenen. Ook de vraag hoe succesvol centrale banken uiteindelijk zullen zijn met het implementeren van hun exit strategie blijft een factor. Je zou kunnen stellen dat deze zorgen in het geval van de VS groter zullen zijn, omdat de Fed werkelijk een kerstboom van maatregelen heeft opgetuigd. De maatregelen door de ECB zijn vooralsnog een stuk overzichtelijker en dus (waarschijnlijk) gemakkelijker terug te draaien, voor zover de maatregelen zichzelf al niet automatisch opheffen. De onzekerheid over de kracht van het herstel in combinatie met lage inflatiecijfers zal de 10-jaars swaprentes op korte termijn van een stijging weerhouden, maar op een termijn van 12 maanden vooruit zien we in de VS een stijging van de 10-jaars swaprente met ongeveer 120bp. In de eurozone zien we een toename van ongeveer 60bp voor dezelfde tijdshorizon. Omdat gedurende de tweede helft van 2010 de eerste renteverhogingen in zowel de VS als de eurozone weer in beeld komen, verwachten wij dat de kortere looptijden met grotere rentestijgingen te maken zullen krijgen. We verwachten dat de 2-jaars swaprente zal stijgen met zo'n 170bp, in de eurozone met ongeveer 70bp (ook hier op een voorspelhorizon van 12 maanden).

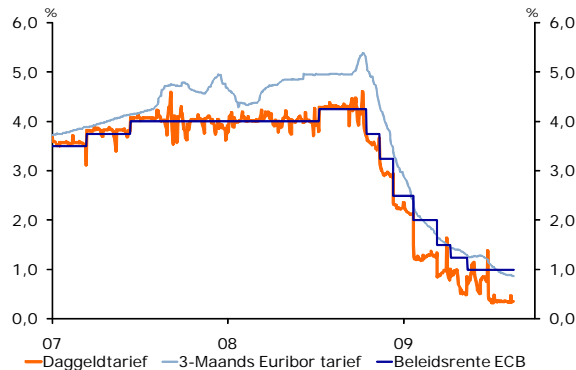
Rente en valuta

ECB doet even 'niets'

Na de buitengewoon grote reeks van maatregelen, met als sluitstuk de start met het opkopen van zogenaamde 'covered bonds', heeft de ECB een pas op de

plaats gemaakt. Het officiële beleidstarief staat sinds begin mei op 1% en de ECB lijkt voornemens dit voorlopig te handhaven, ondanks signalen dat de economie aan de beterende hand is. Daarnaast heeft de ECB in juni voor het eerst in haar bestaan een veiling van 1-jaars liquiditeit gehouden, waarop de banken massaal hebben inschreven. Sindsdien is er sprake van een zeer ruime situatie op de geldmarkt, waardoor de geldmarkttarieven verder naar beneden zijn gekomen (figuur 5). De kortlopende Euribor tarieven (1- tot 4-maands) zijn zelfs onder het officiële ECB beleidstarief gezakt. Hoewel wij denken dat dit uiteindelijk geen langdurige affaire zal gaan worden, heeft de ECB geen signalen gegeven

Figuur 5: Daggeld en 3M Euribor tarief onder beleidsrente



Bron: Reuters EcoWin

dat zij de huidige situatie op de geldmarkt snel wil veranderen. Dat betekent in onze ogen dat de geldmarkttarieven op korte termijn zeer laag zullen blijven. Wel verwachten wij dat de ECB mogelijk al in het vierde kwartaal de eerste maatregelen zal nemen om een gedeelte van de 'overliquiditeit' af te romen.

Maar als de kraan dichtgaat...

Dat zou als gevolg kunnen hebben dat de geldmarkttarieven tegen het einde van het jaar weer gaan oplopen, zelfs als de ECB haar beleidstarief ongewijzigd laat, iets wat wij ook verwachten. Wij houden eigenlijk pas rekening met verhogingen van het beleidstarief vanaf medio volgend jaar. Dan zal de economie in onze ogen op een beter houdbaar groeipad terecht zijn gekomen, waardoor de ECB geneigd zal zijn om het buitengewoon ruime monetaire beleid iets in te krimpen, zonder dat dit het economisch herstel in de kiem smoort. Wij denken aan een verhoging van 100bp gedurende de tweede helft van 2010. Hoewel onze ramingen daar op het eerste gezicht eigenlijk geen aanleiding toe geven (immers de eurozone zal in 2010 nog nauwelijks groei laten zien terwijl de inflatie laag blijft) denken wij dat de ECB een paar additionele overwegingen zal hebben. Ten eerste hebben verschillende leden van de ECB beleidsraad in het verleden laten doorschemeren dat zij een beleidsrente van 1% niet langdurig wenselijk achten. Een aantal van hen had het liever überhaupt niet gezien. Daarnaast zal de ECB waarschijnlijk redeneren dat zij de toekomstige risico's op inflatie met vooruitziende blik (en meer dan gewoonlijk) tegemoet moet treden. Hierbij speelt de gedachte dat zij waarschijnlijk wil voorkomen dat het ruime beleid opnieuw een luchtbel veroorzaakt in de financiële markten of de huizenmarkten.

Rente en valuta

Risico factor verliest aan kracht

Met de Zuid-Afrikaanse rand als belangrijkste uitzondering, is de Amerikaanse dollar tegen een meerderheid van belangrijke munten verder gedaald sinds het

Figuur 6: Britse pond: na scherpe val terug naar 'fair value'



Bron: Reuters EcoWin

begin van het derde kwartaal. Het onderstreept hoezeer afnemende risicoaversie haar sporen nalaat in valutaland. Tegen het Britse pond wist de dollar een lichte terreinwinst te boeken (0,7%) en tegen de euro verloor de dollar tussen begin juli en medio augustus slechts 0,6%. Maar een aantal grondstofrijke economieën, in het bijzonder Noorwegen, Brazilië en Canada zagen hun munt flink stijgen tegen de dollar. Daarmee werd eigenlijk de trend voortgezet die zich in het tweede kwartaal ook al had gemanifesteerd: een vlucht uit de veilige haven (Amerikaanse beleggingen) leidt tot een zwakkere dollar en (hernieuwde) onzekerheid sterkt de dollar. EUR/USD bewoog heel augustus tussen de

1,40 en 1,45 en sloot af met 1,43 op 31 augustus. Langzaam maar zeker begint de risicofactor echter aan kracht in te leveren. De rek lijkt er een beetje uit. Bovendien blijven wij van mening dat het herstel in de VS eerder zal komen dan in de eurozone (de BBP cijfers over het tweede kwartaal even latend voor wat ze zijn). Vandaar dat wij nog steeds denken dat het EUR/USD valutapaar op een termijn van zes maanden terug kan vallen naar een niveau van rond de 1,30. Het krimpen van het Amerikaanse handelstekort is een andere positieve factor, alhoewel we hierbij meteen aantekenen dat dit weer snel kan toenemen zodra de Amerikaanse economie aantrekt en er nog een minstens zo belangrijke negatieve factor tegenoverstaat: het enorme begrotingstekort.

Britse economie krimpt sterker, maar sterling houdt zich sterk

Ondanks het feit dat de Britse economie aanzienlijk sterker kromp (-0,8%) dan de eurozone (-0,1%) en ondanks een uitbreiding van het aankoopprogramma voor overheidspapier van de Bank of England, heeft het Britse pond zich relatief goed kunnen handhaven (figuur 6). Sinds het eind van het tweede kwartaal is sterling slechts licht (-1%) gedeficiëerd tegen de euro. Het is vooral het besef in de markten dat men de Britse economie te negatief had benaderd begin van dit jaar (waardoor EUR/GBP boven de 0,94 uitkwam). Het zwakke pond heeft de Britse industrie in ieder geval goed gedaan en de huizenmarkt toont tekenen van stabilisatie. Wij zien zelfs nog iets meer ruimte voor appreciatie van het Britse pond in de komende zes tot twaalf maanden, waardoor EUR/GBP onder de 0,80 zou kunnen zakken.

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

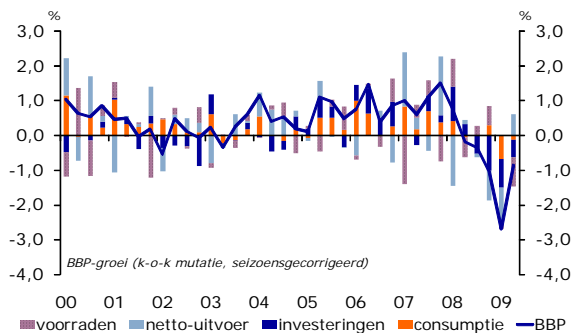
Nederland

Uit het dal?

In het kielzog van de financiële crisis zakte de Nederlandse economie het voorbije jaar weg in de diepste recessie sinds de Tweede Wereldoorlog. De laatste maanden doken evenwel meer signalen op die erop duiden dat het ergste

mogelijk achter de rug ligt. Maar de weg omhoog wordt nog een zware klim. De internationale handel zorgt voor wat houvast, maar zonder veel stevigheid. De binnenlandse dynamiek blijft ook in de tweede helft van dit jaar en volgend jaar tegenzitten. De investeringen nemen fors af en de consumptie staat onder druk door de stijgende werkloosheid. De overheid moet het met lede ogen aanzien. Ook zonder aanvullende uitgavenmaatregelen loopt het begrotingstekort fors op.

Figuur 1: Ergste krimp achter de rug



Bron: CBS, Rabobank

Vooruitkijken

De recessie is al lang een feit. Daarover bestaat geen discussie. Die discussie gaat nu vooral over de vorm van het herstel. Hierbij worden de verschillende scenario's van elkaar onderscheiden door te verwijzen naar drie opeenvolgende letters uit het alfabet: U, V en W. De letter verwijst naar de vorm van de grafiek die de economische groei aangeeft. Optimisten voorspellen een snel herstel, dat wordt vergeleken met de letter V. Blijft de groei langer uit, dan zal het plaatje meer de vorm krijgen van een U. De meer pessimistische kijk op de ontwikkeling van de economie krijgt de vorm van een W. De aanhangers van die visie geloven dat het herstel slechts van korte duur zal zijn, gevolgd door een nieuwe recessie.

De cijfers over de reële economische groei in het eerste half jaar in Nederland bieden voor elk wat wils. De reële economie kromp in het tweede kwartaal met 0,9% ten opzichte van een kwartaal eerder (figuur 1). Daarmee is de daling een stuk minder sterk dan in het eerste kwartaal, toen het volume van de economie met 2,7% kromp ten opzichte van het kwartaal ervoor. Pessimisten zullen vooral wijzen op het feit dat de reële economie ten opzichte van een jaar eerder met 5,1% gekrompen is in het tweede kwartaal. In het eerste kwartaal was dat nog 4,5%. Optimisten kunnen daar weer tegenin brengen dat we daarmee waarschijnlijk de ergste jaar-op-jaar krimp achter de rug hebben. Niettemin bevestigen deze cijfers dat de Nederlandse economie in een historisch zware recessie verkeert. De volumegroei is al vijf kwartalen op rij negatief. Zelfs optimisten zullen moeite hebben om aan dat feit een positieve draai te geven. Dit jaar zal de economische activiteit naar verwachting met gemiddeld 5% krimpen. Zo'n grote krimp in één jaar is sinds de Tweede Wereldoorlog in Nederland niet meer voorgekomen. Optimisten kijken daarom vooral vooruit. En zelfs dan zullen pessimisten nog genoeg redenen vinden om hun sombere kijk op de economische ontwikkeling te staven. Want hoewel de ergste krimp achter de rug lijkt,

Nederland

laat het herstel vooralsnog op zich wachten. Pas in de loop van 2010 zal de economie in reële termen weer gaan groeien, zo verwachten wij. Maar zonder veel overtuiging.

De positieve signalen van de afgelopen maanden vinden hun oorsprong in het aantrekken van de wereldhandel. De toename van de wereldvraag wordt deels gedreven door bedrijven die hun voorraden weer aanvullen. Op die voorraden was in de afgelopen maanden fors ingeteerd. Een andere aanjager voor de vraag zijn de stimuleringsmaatregelen van overheden. In beide gevallen is het effect op de vraag tijdelijk. Het geeft aan hoe onvast de bodem is onder het ontluikende economische herstel.

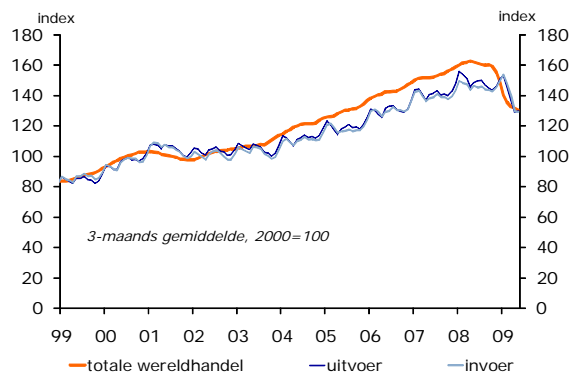
Tegelijkertijd hebben de cijfers over het tweede kwartaal velen verrast in positieve zin. Na een zeer slecht eerste kwartaal waren de verwachtingen niet hooggespannen. We moeten dus ook rekening houden met opwaartse risico's. Het slechte eerste kwartaal kwam mede door de consumptie, die daalde ondanks positieve koopkracht. Men heeft veel gespaard. Als het sentiment omslaat kan dat een onverwacht sterke (tijdelijke?) opleving geven. Een klein plusje in onze verwachtingen voor de groei van de Nederlandse economie in het komende jaar kenmerkt de voorzichtige houding die past bij de onzekerheid.

De cirkel is rond

Dat het met de economie zo snel bergafwaarts ging, had vooral te maken met een sterke terugval van de totale wereldhandel¹ in de tweede helft van 2008 (figuur 2). Dat is niet zo gek, want de open Nederlandse economie is erg afhankelijk van de vraag naar onze exportproducten. Omdat de Nederlandse economie geen grote binnenlandse groeimotor heeft -zoals bijvoorbeeld Frankrijk met een grote binnenlandse markt- om in zo'n geval op terug te vallen,

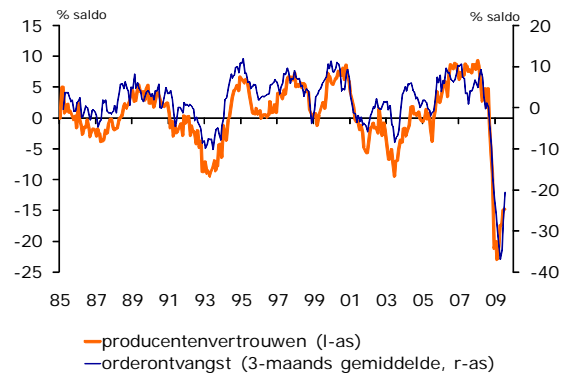
¹ De groei van de totale wereldhandel kan afwijken van de groei van de voor Nederland relevante wereldhandel. De voor Nederland relevante wereldhandel betreft de volumeontwikkeling van de invoer van de landen waarnaar Nederland exporteert.

Figuur 2: Totale wereldhandel stabiliseert



Bron: CBS, CPB

Figuur 3: Producenten kijken de kat uit de boom

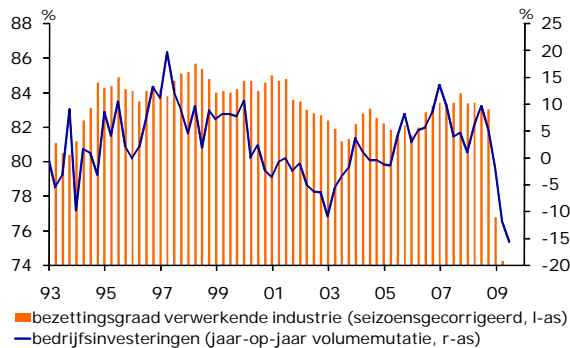


Bron: CBS

Nederland

duurde het niet lang voordat ook de rest van de economie in het kielzog van de exportsector werd meegetrokken het economische dal in. Om diezelfde reden is het echter de internationale handel die naar verwachting het economische

Figuur 4: Bezettingsgraad en investeringen



Bron: CBS

herstel zal aanwakken. Dat maakt de cirkel rond. Het uitvoervolume is in de eerste vier maanden van dit jaar met gemiddeld 14% gedaald ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. Ook in mei werden nog steeds (veel) minder goederen verkocht aan het buitenland dan een jaar eerder. Maar met een reële afname van het volume met 10% was de krimp in die maand wel een stuk kleiner. Over heel 2009 verwachten wij een gemiddelde volumekrimp van zo'n 9¾%. Volgend jaar stijgt de Nederlandse uitvoer onder impuls van het aantrekken van de wereldhandel weer iets, met 2¼%, maar het niveau blijft nog altijd aanzienlijk lager dan in 2008.

Ook de invoer staat onder druk. Daar bedraagt de daling van het volume in het eerste en tweede kwartaal ruim 10%. Doordat de consumptie afneemt en bedrijven veel minder investeren neemt ook de vraag naar buitenlandse goederen en diensten af. Bedrijven geven voornamelijk minder uit aan machines en bedrijfsauto's. Het zijn juist deze goederen die veel uit het buitenland worden geïmporteerd. In het tweede kwartaal was de daling van de reële invoer dan ook sterker dan die van de uitvoer. De netto-uitvoer droeg daarom in het tweede kwartaal als enige positief bij aan de economische groei (figuur 1). In 2009 zal het invoervolume naar verwachting met gemiddeld 8¾% dalen. Omdat volgend jaar de invoer waarschijnlijk minder sterk zal groeien dan de uitvoer, zal de netto-uitvoer dan een positieve bijdrage leveren aan de economische groei.

Ondernemers zijn minder somber

Het vertrouwen onder ondernemers is in augustus gestegen en staat op -9,3. Na het dieptepunt in februari is de stemming onder ondernemers weliswaar verbeterd, maar de pessimisten zijn nog altijd in de meerderheid. Ondernemers waren in augustus vooral positief over de verwachte productie in de komende drie maanden en in hun oordeel over de orderpositie (figuur 3). De positievere stemming over de orderpositie wijst erop dat de productie de komende maanden in Nederland wel weer eens iets uit het dal zou kunnen klimmen. De voorraaddynamiek speelt hierbij een grote rol. In de komende maanden zullen bedrijven hun voorraden weer opbouwen wat een impuls kan leveren aan de wereldwijde vraag en daarmee ook de productie. De sterke daling in de bedrijvigheid zorgt voor een historisch lage bezettingsgraad bij bedrijven (figuur 4). Zolang de bestaande machines op een laag toerental blijven draaien, hebben bedrijven

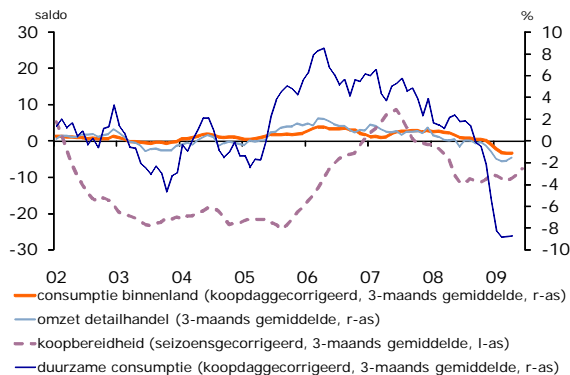
Nederland

weinig behoefte aan investeringen. Bovendien staat de winstgevendheid onder druk omdat bedrijven pas met vertraging de omvang hun personeelsbestand kunnen aanpassen aan de productie. In totaal dalen de reële private investe-

ringen in 2009 met gemiddeld zo'n 15%.

Alleen de overheid investeert dit jaar 2% meer dan een jaar geleden. Maar het aandeel van de overheid in het totale volume van de investeringen is klein, zodat de reële toename van de overheidsinvesteringen dit jaar slechts een druppel op een gloeiende plaat is. Ook volgend jaar neemt het volume van de private investeringen af met 6½%, al daalt de productie dan naar verwachting minder sterk.

Figuur 5: Consumptie onverminderd laag



Bron: CBS

Consument is de zwakke schakel

De consument is dit jaar in mineur begonnen. In de afgelopen zes maanden hebben de consumenten in reële termen gemiddeld 2,5% minder besteed dan een jaar eerder. Vooral op

de aanschaf van duurzame goederen werd fors bezuinigd. In de eerste zes maanden van dit jaar nam het consumptievolume dat besteed werd aan deze conjunctuurgevoelige consumptie categorie met 8,5% af (figuur 5). Men is juist meer gaan sparen. Sinds het begin van dit jaar nemen de spaartegoeden elke maand met meer dan 14% toe ten opzichte van de overeenkomstige periode een jaar geleden en stijgt de spaarquote aanzienlijk.

De terughoudendheid bij consumenten lijkt vooralsnog niet voort te komen uit de ontwikkeling van het reële inkomen, dat dankzij de hoge contractloonstijging, lastenverlichting aan het begin van dit jaar en de flink gedaalde inflatie nog relatief gunstig is, maar vooral uit de toegenomen onzekerheid over de toekomst. Hoewel de werkloosheid in afgelopen maanden nog maar beperkt was opgelopen, was de angst voor het baanverlies voldoende reden om de grip op de knip te verstevigen. In de zomermaanden verbeterde de stemming, maar van een omslag is nog geen sprake. Het consumentenvertrouwen wordt dan ook vooral gedrukt door de sombere werkloosheidsverwachtingen. Bovendien hebben Nederlandse huishoudens als gevolg van de crisis een vermogensdreun gekregen. Voor heel 2009 verwachten wij een daling van het consumptievolume van 2¾%. Ook volgend jaar krimpt de reële consumptie naar verwachting nog met 1% omdat vooral door de oplopende werkloosheid het reële inkomen beduidend lager zal liggen dan dit jaar.

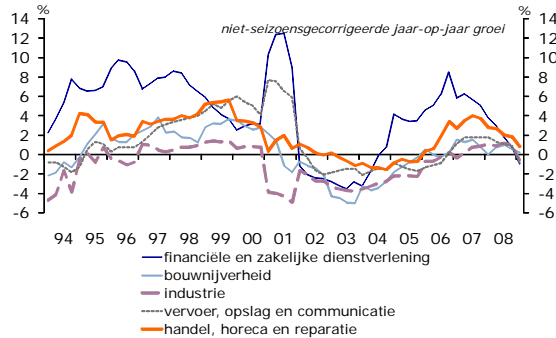
Recessie beïnvloedt ook woningmarkt

Net als de rest van de economie bevindt ook de Nederlandse woningmarkt zich in zwaar weer. De problemen zijn niet zo groot zoals bijvoorbeeld in de VS, Ierland, het VK of Spanje, waar structurele problemen in de woningmarkt nu

Nederland

leiden tot grote prijsaanpassingen. Sentiment speelt echter ook in Nederland een grote rol bij verhuisbeslissingen. Door de grote onzekerheid bij consumenten en de sombere vooruitzichten op de arbeidsmarkt zijn mensen voorzichtig.

Figuur 6: Werkgelegenheid krimpt in de marktsector



Bron: CBS

Hierdoor staan huizen langer te koop en zijn er minder huizen verkocht de afgelopen maanden. Toch is de daling van de huizenprijzen tot nu toe beperkt gebleven. We verwachten ook voor de komende tijd geen dramatische huizenprijzdalingen. Voor dit en volgend jaar rekenen we op een bescheiden nominale prijscorrectie van de gemiddelde woningwaarde.² Niets vergeleken met bijvoorbeeld de VS, waar de huizen al ongeveer éénderde in waarde gedaald.

Geen zorgen over deflatie

In juli is de inflatie gedaald tot 0,2% ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar, het laagste niveau sinds december 1987. De daling

van de prijsindex wordt vooral gedreven door de sterke daling van de energierekening. De gastarieven werden met 20% flink verlaagd, wat de inflatie met 1%-punt drukt. De goedkope energie zorgt nu nog voor zeer lage prijsstijgingen, maar in de komende maanden zullen de basiseffecten (het neerwaartse effect van de sterke olieprijsdaling van een jaar geleden verdwijnt na twaalf maanden uit het inflatiecijfer) omkeren en juist resulteren in een hoger inflatietempo. Bovendien is de ruimte voor producenten om hun prijzen te verlagen beperkt omdat de marges onder druk staan als gevolg van de opgelopen arbeidskosten per eenheid product. Daartegenover staat dat de onbenutte capaciteit in de economie ertoe zal leiden dat de kerninflatie (de inflatie zonder volatiele componenten zoals energie en voedsel) zal dalen. Bedrijven willen hun marges graag met prijsverhogingen verbeteren, maar dat kan alleen als er voldoende vraag is. Per saldo zal het gemiddelde prijspeil in de komende maanden wel iets toenemen. Met een inflatie van gemiddeld rond de 1% voor zowel dit als volgend jaar zullen de prijsstijgingen naar verwachting in ons land naar verwachting ruim onder de ECB-doelstelling voor de eurozone van 2% blijven.

Arbeidsmarkt: werkgelegenheid krimpt

Met zeer slechte productiecijfers van de afgelopen maanden en de broze vooruitzichten is het niet verrassend dat de arbeidsmarkt een zware tijd voor de boeg heeft. De eerste tekenen daarvan zijn zichtbaar. In juli is de werkloosheid opgelopen tot 4,9%. Het aantal werklozen is 78 duizend hoger dan een jaar

² Zie voor een uitgebreide beschrijving van de stand van de woningmarkt: Rabobank, *Kwartaalbericht Woningmarkt*, augustus 2009.

Nederland

geleden. Daarmee ligt de werkloosheid ongeveer op hetzelfde niveau als begin 2007. De toename van de werkloosheid is voor het overgrote deel toe te schrijven aan een flinke daling van de werkgelegenheid. Nadat eind 2008 een recordaantal banen werd gecreëerd, waren er in het tweede kwartaal van dit jaar 90 duizend banen minder dan in dezelfde periode een jaar eerder. Ten opzichte van het eerste kwartaal van dit jaar lag het aantal banen 84 duizend lager, de grootste kwartaal-op-kwartaal krimp ooit gemeten. Dit betekent een duidelijke breuk met de banengroei in de afgelopen jaren.

De werkgelegenheid daalt vooral in de zakelijke dienstverlening, industrie en transport (figuur 6). Deze sectoren zijn verantwoordelijk voor circa 90% van het totale baanverlies in het eerste kwartaal van dit jaar ten opzichte van het laatste kwartaal van 2008. Binnen de zakelijke dienstverlening daalde het aantal uitzendkrachten, die vooral werkzaam waren in de industrie, scherp. Immers, een krimp van de werkgelegenheid treft meestal flexibele arbeidskrachten als eerste. In 2008 had ongeveer 9% van de werknemers een flexibel arbeidscontract. Dit zijn relatief vaak jonge, laagopgeleide mannen werkzaam in de marktsector. Dit verklaart deels waarom driekwart van de werkloosheidstoename in het afgelopen jaar voor rekening van mannen komt (figuur 7). De werkgelegenheidsontwikkeling in de collectieve sector biedt maar zeer beperkt tegenwicht. In de eerste plaats is de collectieve sector aanzienlijk kleiner. Daarnaast groeit de werkgelegenheid maar in een deel van de collectieve sector, met name in de sectoren gezondheids- en welzijnszorg. Omdat de werkgelegenheid in de sector zorg en in mindere mate het onderwijs en de overheid zich gunstig zal blijven ontwikkelen, zullen naar verwachting vrouwen en hoopopgeleiden minder zwaar getroffen worden.

De door het kabinet ingevoerde deeltijd-WW heeft een gering effect op de stijging van de werkloosheid dit jaar en kan niet voorkomen dat in 2009 naar verwachting gemiddeld 5% van de beroepsbevolking werkloos is. De omvang van deze regeling is relatief klein. Volgend jaar, wanneer de productietierugval zich vertaalt in een verdere krimp van de werkgelegenheid, neemt de werkloosheid naar verwachting toe tot gemiddeld 7½%. Ter illustratie, in 1983 en 1984 was die met 10,2% in beide jaren hoger, terwijl in de jaren dertig het werkloosheidspercentage zelfs opliep tot 19,4% in 1935.

Overheidsfinanciën kleuren dieprood

Nadat de overheidsbegroting in 2008, voor het derde jaar op rij, een klein overschot vertoonde, komt het overheidstekort dit jaar naar verwachting uit op 4½% BBP. Ruimte om verdere aanvullende steunmaatregelen te nemen is er niet. De forse verslechtering is voor een belangrijk deel het gevolg van de economische neergang. Opbrengsten uit belasting- en premieheffing vallen terug, terwijl de uitgaven aan de sociale zekerheid flink stijgen. Ter illustratie, wanneer de economische groei 1%-punt lager uitvalt, verslechtert het begrotingssaldo met ongeveer 0,5%-punt. Bij het vaststellen van de begroting voor 2009 rekende het kabinet nog op een BBP-groei van 1¼% in 2009. Dat wordt

Nederland

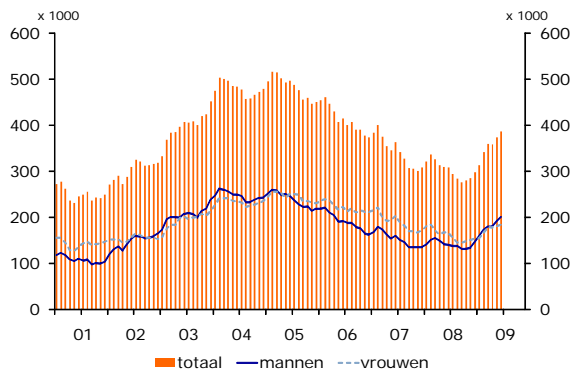
naar verwachting een krimp van 5%; een verslechtering van 6¼%-punt. Wat betreft de overheidsbegroting ging het kabinet met Prinsjesdag nog uit van een overschot van 1,2% BBP. Onze verwachting van het tekort is 4½% BBP. Daarmee is zo'n 3,3%-punt van de verslechtering van 5,7% in 2009 toe te schrijven aan de conjuncturele ontwikkeling. De kosten van het stimuleringspakket en dalende aardgasopbrengsten komen hier nog eens bij. Volgend jaar loopt het tekort verder op tot 6¼% BBP. Om te voorkomen dat de toch al fors opgelopen overheidsschuld ook in de komende jaren explosief stijgt, moeten nu al plannen worden gemaakt voor structurele maatregelen om de overheidsfinanciën weer op orde te krijgen. Niets doen is geen optie (zie ook het focusartikel *Begrotingsbeleid*).

Conclusie

De jongste maanden doken steeds meer signalen op dat de wereldeconomie het dieptepunt is gepasseerd. De combinatie van overheidsmaatregelen en een kentering in de mondiale voorraadcyclus speelt hierbij een belangrijke rol. Ook de Nederlandse economie profiteerde van de stabiliserende wereldhandel. De krimp in het tweede kwartaal van dit jaar was met 0,9% (kwartaal-op-kwartaal) dan ook minder dan de ongekend scherpe krimp van 2,7% in het eerste kwartaal. Het ergste lijkt hiermee achter de rug.

Maar dat betekent echter niet dat we er al zijn. Overheidsstimuli en de voorraadcyclus kunnen slechts voor een tijdelijke opleving zorgen. Als dit effect afzwakt dan moeten de bedrijfsinvesteringen en gezinsbestedingen het stokje overnemen voor een duurzaam herstel. Maar de vooruitzichten voor beide bestedingscategorieën zijn niet rooskleurig. Met de begroting in dieprode cijfers hoeven we ook van de overheid niet veel te verwachten. Na een forse krimp dit jaar kunnen we niet anders dan concluderen dat het voorziene herstel in 2010 mager zal zijn. Zoals gezegd, de weg omhoog zal een zware klim worden.

Figuur 7: Werkloosheid stijgt vooral onder mannen



Bron: CBS

Anke Struijs
A.C.A.Struijs@rn.rabobank.nl

Tabel 1: Kerngegevens Nederland

<i>jaargemiddelden, j-o-j %-mutatie</i>	'08	'09	'10
Bruto binnenlands product	2,0	-5	¼
Particuliere consumptie	1,3	-2¼	-1
Overheidsuitgaven	2	2	¾
Private investeringen	4,7	-15	-6½
Uitvoer goederen en diensten	2,7	-9¼	2¼
Invoer goederen en diensten	3,7	-8¼	1
Consumentenprijsindex	2,5	1	1¼
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	3,9	5	7½
Begrotingssaldo overheid (% BBP)	0,6	-4½	-6¼
Saldo lopende rekening (% BBP)	6,7	6,1	6,3

Bron: CBS, Rabobank

Danijela Piljic
D.Piljic@rn.rabobank.nl

Eurozone

Voorzichtig herstel, verrassend snel

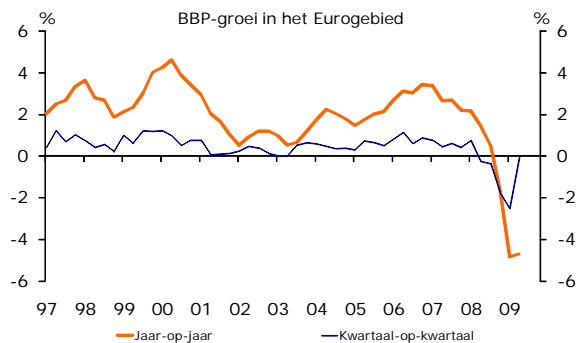
De economische krimp in het eurogebied was al in het tweede kwartaal nagenoeg ten einde. Een voorzichtig herstel dient zich daarmee eerder aan dan verwacht. Hoewel kwetsbaar en voorlopig gesteund door tijdelijke factoren zien we er wel de opmaat in naar een geleidelijk, maar houdbaar herstel. Na een reële krimp van het BBP met 4¼% in 2009 verwachten we voor 2010 ¼% groei.

Verrassing!

Het was weer even wennen, maar met een reële krimp van slechts 0,1% ten opzichte van het eerste kwartaal van 2009 verraste de Eurozone economie ons in het tweede kwartaal weer eens in positieve zin (figuur 1). Broos als het is, wordt deze omslag vrij breed gedragen binnen het eurogebied. Na vier aaneengesloten kwartalen van recessie noteerden de grootste eurolanden Duitsland en Frankrijk zelfs een bescheiden plus van 0,3% k-o-k (figuur 2). Spanje voegde nog een vierde aaneengesloten krimpkwartaal aan haar recessie toe en Italië en Nederland zelfs een vijfde. Maar ook voor deze landen constateren we dat het krimptempo ten opzichte van het eerste kwartaal scherp is afgenomen.

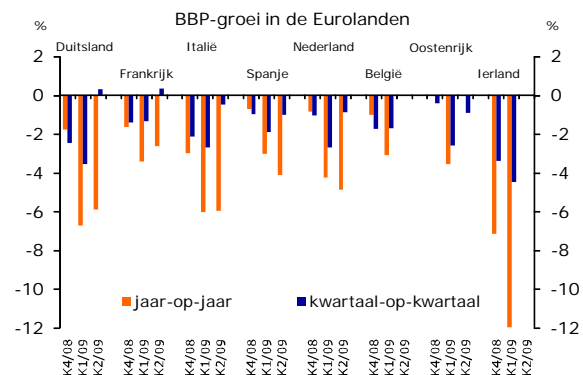
Toch is het nog te vroeg om de vlag uit te hangen. De economie ligt er ook met de voorzichtige omslag vrijwel onverminderd slecht bij vergeleken met dezelfde periode vorig jaar, voor de Eurozone als geheel een volumekrimp van 4,7% j-o-j. Er vanuit gaande dat we in de tweede jaarhelft voortborduren op de opgaande lijn uit het afgelopen kwartaal noteren we voor 2009 als geheel evengoed nog een BBP-krimp van 4¼%. Daarnaast zien we nog steeds de nodige groeirisico's voor de komende kwartalen. In Duitsland en Spanje zijn ondernemers bijvoorbeeld nog steeds bezorgd over hun te hoge voorraadniveaus. De noodzakelijke afbouw daarvan remt de groei. Ook ervaart de economie momenteel de steun in de rug van de verscheidene maatregelen die door overheden en centrale bank zijn genomen. Maar die zijn tijdelijk en het wegvallen of uitwerken ervan kan in de loop van 2010 ook een groeiterugval teweegbrengen.

Figuur 1: Einde groei-duikvlucht in zicht ...



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 2: ... in alle Eurolanden



Bron: Reuters EcoWin

Eurozone

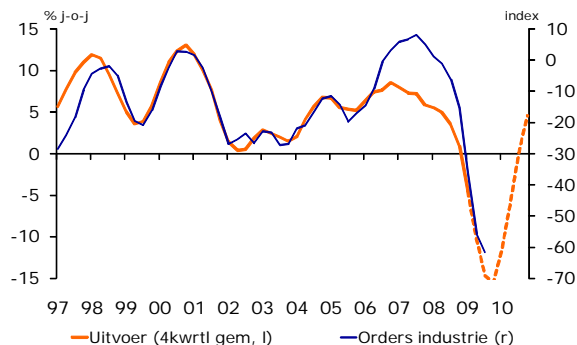
Groecijfers nog geen teken van kracht

Een fors krimpende invoer vormt een belangrijke, maar weinig solide pijler onder het gunstige jongste economische groecijfer voor de Eurozone. Een positieve interpretatie is dat het een reflectie is van het noodzakelijke wegwerken van overtollige voorraden, de productie werd immers met minder input van buiten tot stand gebracht. Maar verder is het helaas vooral het gevolg van een zwakke eindvraag. De binnenlandse bestedingen worden grotendeels in de benen gehouden door directe en indirecte overheidsmaatregelen, terwijl de buitenlandse vraag zwak blijft. Dat laatste sluit aan bij het oordeel van Europese ondernemers over de orderboeken (figuur 3). Ondernemers beoordeelden de orderboeken nog nooit zo leeg als in juni en zijn in hun oordeel voor juli slechts weinig minder negatief. Ook geen sterk begin van het derde kwartaal dus.

Houdt productie het sentiment bij?

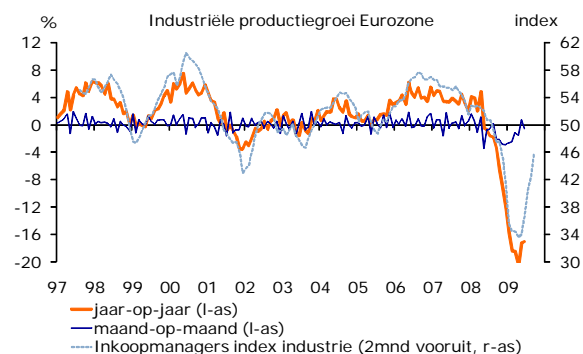
Wegebbend pessimisme onder industriële inkoopmanagers was één van de groene loten waar we eerder dit jaar al over spraken. Inmiddels duurt het misschien niet zo heel lang meer voor we van terugkerend optimisme kunnen spreken. De inkoopmanagers zijn de afgelopen maanden namelijk een neutrale beoordeling van de economische situatie al vrij dicht genaderd (figuur 4). Als het nauwe historische verband tussen het inkoopmanagervertrouwen en de feitelijke industriële productie ook de komende drie maanden gestand doet, zouden we zelfs groecijfers van het productievolume van om en nabij 4% m-o-m verwachten. Dat lijkt wel heel uitbundig, de maandcijfers hebben al maanden moeite om definitief uit het rood te komen. Zelfs tegen de achtergrond van de mondiale voorraadcyclus lijkt dit een wat al te mooie verwachting. In landen als Frankrijk, Italië en België schatten ondernemers de voorraadpositie inmiddels eerder laag dan hoog in, maar zoals gezegd hebben bijvoorbeeld de Duitse en Spaanse ondernemers nog redelijk wat voorraden om op in te teren alvorens de machines in een hogere versnelling moeten worden geschakeld.

Figuur 3: Orders wijzen nog niet op groei



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 4: Industriële productie vindt weg terug



Bron: Reuters EcoWin

Eurozone

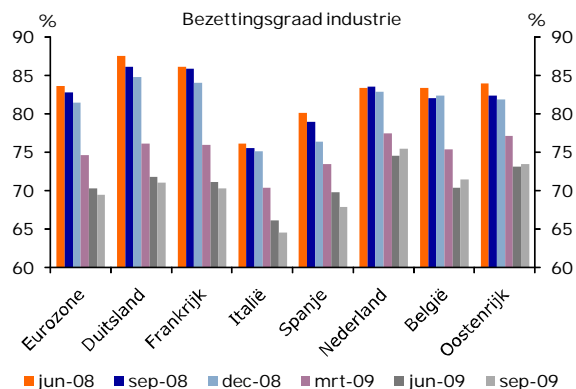
Afname investeringsvolume nog niet voorbij

De bedrijfsinvesteringen noteerden in het tweede kwartaal alweer het vijfde opeenvolgende kwartaal met krimp. Gelet op de uitermate lage bezettingsgraden (figuur 5) houden wij rekening met een aanhoudende investeringskrimp tot eind volgend jaar. Herstel van de bezettingsgraden zal enerzijds plaatsvinden door uitstel van uitbreidingsinvesteringen bij een voorzichtig aantrekkende economie. Anderzijds is het onvermijdelijk dat het aantal bedrijfsfaillissementen toeneemt, waardoor de capaciteit zelf zal dalen. De pijn van dat tweede kanaal zal het komende jaar voelbaar blijven, ook al lijkt de recessie in termen van groeitermen zo goed als voorbij. Nu al ligt het investeringsvolume ongeveer 15% onder de top van begin 2008 en aanhoudende krimp zal dat naar zo'n 20% trekken eind 2010. In de bouw, maar ook in de kapitaalgoederenindustrie gaat dat nog de nodige failliete bedrijven opleveren.

Zwakke werkgelegenheid bereikt ook dienstensector

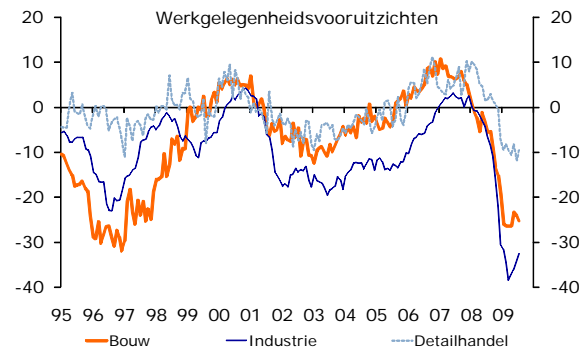
Voor de werkloosheid geldt hetzelfde als voor de faillissementen: de economie herpakt zich terwijl de werkloosheid verder blijft stijgen. Hoopgevend is dat het tempo waarin dat gebeurt in het tweede kwartaal is afgenomen. Nam het aantal werklozen in januari-maart nog met 438 duizend personen per maand toe, in april-juni was die toename meer dan gehalveerd naar 213 duizend personen per maand. Positief is eveneens dat de werkgelegenheidsvooruitzichten in de industrie en bouw lijken te stabiliseren, al is dat wel op historisch lage niveaus (figuur 6). Het is echter zorgwekkend dat dit juist voor de arbeidsintensieve detailhandel niet het geval is, terwijl de vooruitzichten voor de werkgelegenheid daar momenteel al somberder zijn dan '02-'03 en halverwege de jaren negentig. De werkloosheid zal dan ook verder blijven stijgen tot eind 2010, begin 2011. Het aantal werklozen als percentage van de beroepsbevolking ligt dan op bijna 11%, van een dal van 7,2% begin 2008.

Figuur 5: Lage bezetting ontmoedigt investeren



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 6: Banen ook in dienstensector op de tocht



Bron: Reuters EcoWin

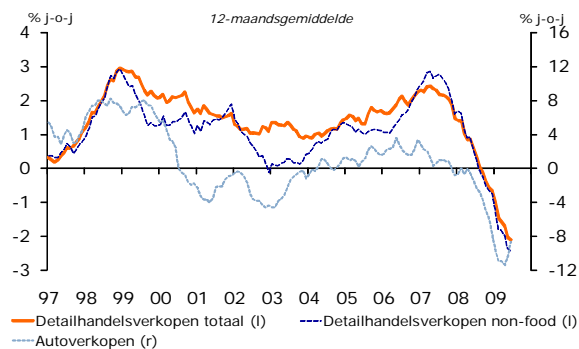
Eurozone

Kan de consument al weer op eigen benen staan?

De consument verraste in het tweede kwartaal in positieve zin. In zowel Duitsland als in Frankrijk droegen de consumptieve bestedingen positief bij aan de economische groei. Er is een aantal factoren voor deze gunstige ontwikkeling aan te wijzen. Ten eerste is de inflatie momenteel negatief terwijl de lonen nog stijgen en dat is pure koopkrachtwinst voor de consument. Daarnaast is het beursherstel gedurende het tweede kwartaal aanzienlijk geweest, waarmee de consument een stuk vermogen en vertrouwen terugkrijgt. En niet in de laatste plaats worden de effecten van een aantal steunmaatregelen van overheidswege voelbaar in de economie. Denk bijvoorbeeld aan de sloopregelingen voor oude auto's die in verschillende hoedanigheden door de Eurozone regeringen zijn ingevoerd. Europese autoverkopen tonen al sinds februari elke maand een toename, en de verkoopvolumes liggen al weer bijna 25% boven het dieptepunt van die maand en nog maar 6% onder de top eind 2007. Wij schatten dat dit het consumptievolume in het Eurogebied met zo'n 0,2%-punt heeft gesteund.

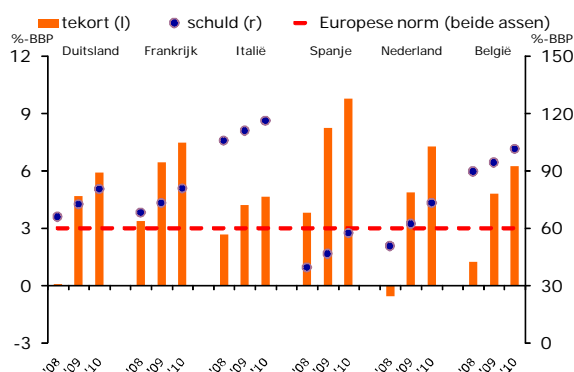
Desondanks blijven wat ons betreft de consumptievooruitzichten sober. Van de genoemde ondersteunende factoren zijn in ieder geval de negatieve inflatie en de overheidsstimulansen van tijdelijke aard. Wanneer deze aan het eind van dit jaar en in de loop van 2010 verdwijnen, moet de consument weer op eigen benen staan. En dan gaan mogelijk toch het forse banenverlies en de sobere cao-onderhandelingsresultaten weer de boventoon voeren in het consumentengedrag. Maatgevend is wat dat betreft het feit dat detailhandelsverkopen ook het afgelopen kwartaal verder verzwakten (figuur 7). Overheden hebben bovendien weinig ruimte om nog eens extra stimulansen uit de leeggeschraapte schatkisten te toveren (zie Begrotingsbeleid, pp. 4-12). Zowel de tekorten op de overheidsbegrotingen als de staatsschuldniveaus liggen (ver) boven de grenzen die volgens de Europese afspraken in normale tijden gelden (figuur 8). Lastenverzwaring en bezuinigingen zijn daarmee het meer waarschijnlijke vooruitzicht.

Figuur 7: Consumptie op eigen kracht erg zwak



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 8: Nauwelijks ruimte voor extra stimulans



Bron: NIESR, Rabobank

Eurozone

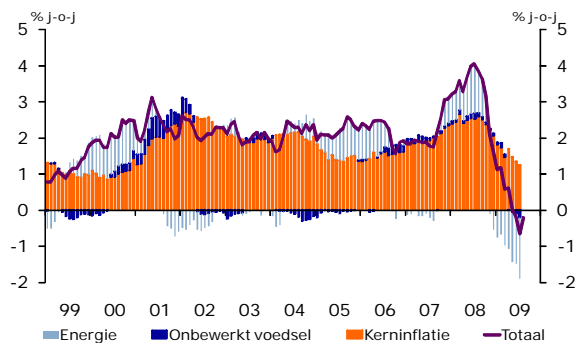
Negatieve inflatie gedreven door energieprijzen

Er werd al even aan gememoreerd: de inflatie is inmiddels negatief en noteerde in juli -0,7% j-o-j. Het representatieve mandje consumptiegoederen is daarmee dus goedkoper dan een jaar geleden, iets dat we in de eurozone zelfs terugrekenend tot 1960 nog nooit meemaakten. Precies een jaar geleden was de inflatie nog 4%. Ruim driekwart van de enorme inflatiedaling – tot nu toe was dat nog nooit meer dan 1,1%-punt in een jaar – is toe te schrijven aan de volatiele energieprijzen. Maar energieprijzen zijn geen directe reflectie van de stand van de economie. Energieprijzen worden op de wereldmarkt bepaald, waar naast de economische vooruitzichten elders in de wereld ook speculatie en sociale en politieke onrust in olieproducerende landen een grote rol spelen. Mits kortstondig is de huidige negatieve inflatie daarom vooral goed nieuws, het vormt pure koopkrachtwinst voor de consument. Die kan daar overige goederen en diensten mee aanschaffen, die in juli juist 1,1% duurder waren dan een jaar geleden.

Inflatie al eind 2009 weer positief

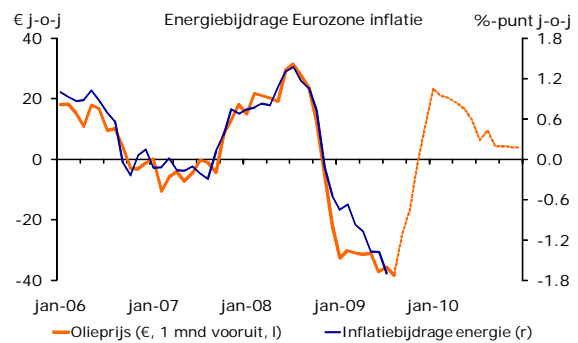
Energieprijzen zijn in absolute zin extreem volatiel geweest het afgelopen jaar. Van een top van €89 (\$138) per vat Noordzeeolie in juni 2008 daalde de olieprijs naar slechts €29 per vat in december 2008 om inmiddels alweer te zijn gestegen tot boven €50 per vat. In termen van inflatie vergelijken we altijd met het prijspeil ten opzichte van 1 jaar geleden. Een vat Noordzeeolie kostte 1 jaar geleden €78 en is dus momenteel op €50 ruim 30% *goedkoper*. De markt verwacht dat olie in december van dit jaar €53 kost en daarmee dan 80% *duurder* is dan de €29 van december 2008. Deze grilligheid zien we terug in de bijdrage van energieprijzen aan de inflatie. De bijdrage van energie trekt de inflatie momenteel nog ruim 1½%-punt omlaag, terwijl zij de inflatie aan het eind van het jaar juist ruim ½%-punt omhoog duwt. Inclusief energie zal het representatieve consumptiemandje eind van het jaar weer 1%-1½% duurder zijn dan eind 2008.

Figuur 9: Inflatie negatief door goedkope olie ...



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 10: ... maar dat is slechts tijdelijk



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

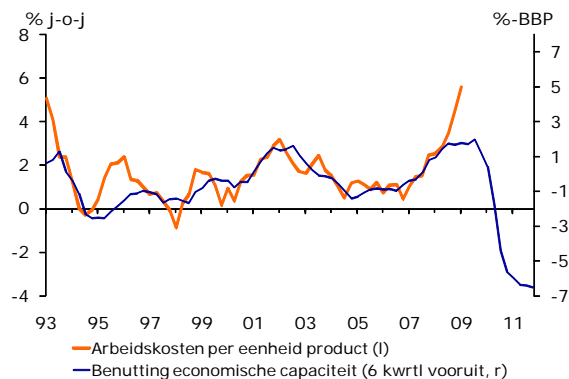
Eurozone

Deflatierisico daarmee niet verdwenen

De mogelijkheid op hernieuwde deflatie eind 2010 en verder is daarmee echter niet achter de horizon verdwenen. De kompasnaalden die we normaliter voor de inflatieontwikkeling zouden raadplegen wijzen momenteel in compleet verschillende richtingen (figuur 11). Enerzijds zien we in de economie een enorme hoeveelheid onbenutte capaciteit opbouwen. Bedrijven draaien ver beneden hun capaciteit en de olopende werkloosheid creëert een toenemend onbenut arbeidspotentieel. Dat vormt een deflatierisico omdat bedrijven door middel van prijsverlaging kunnen proberen de afzet op peil te houden. Het is dan eigenlijk prijsvechten om een kleinere afzetmarkt. Anderzijds zien bedrijven de loonkosten per eenheid product fors oplopen. Die kostenstijgingen kunnen zij natuurlijk bij gelijke of lagere afzetprijzen ten laste van de winstmarges laten lopen. Maar aangezien de winstmarges al flink werden uitgehold, vooral in de industrie, wordt dit moment wellicht uitgesteld tot het echt niet anders kan. Dat zou de eventuele terugkeer van deflatie in ieder geval uit kunnen stellen. Juist tegen het eind van het jaar, wanneer de inflatie naar onze verwachting weer positief wordt, krijgen we wellicht een eenduidiger beeld van de mogelijkheid op hernieuwde en wellicht wat langdurigere deflatie.

Heel veel koopkrachtwinst zal hernieuwde deflatie overigens niet noodzakelijkerwijs opleveren: variabele inkomens dalen al en nieuwe cao's zullen ook veel soberder zijn. Het kan wel ten goede komen aan de prijsconcurrentie van de Europese uitvoer. Hoewel we van exporteren niet *perse* welvarender hoeven te worden, creëert het wel extra banen. Hernieuwde deflatie zou ook vervelend uit kunnen pakken, vooral als prijsdalingen hardnekkig blijken. Dan gaan nominale schuldenlasten namelijk zwaarder op de schouders van huishoudens en bedrijven drukken. Dat is echter een scenario dat wij voor de eurozone niet voorzien.

Figuur 11: Echt deflatierisico pas later



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Tabel 1: Kerngegevens Eurozone

jaar op jaar mutatie in %	'08	'09	'10
Bruto binnenlands product	0.6	-4¼	¼
Particuliere consumptie	0.3	-1	0
Overheidsconsumptie	2.0	2	1½
Private investeringen	0.3	-12½	-5¼
Uitvoer goederen en diensten	0.9	-14	3
Invoer goederen en diensten	1.1	-11½	2¼
Consumentenprijzen	3.3	¼	1¼
Werkloosheid (%)	7.6	9½	10½
Begrotingssaldo (% BBP)	-1.9	-5¼	-6
Saldo lopende rekening (% BBP)	-1.0	-¾	-1¾

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

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

Verenigde Staten

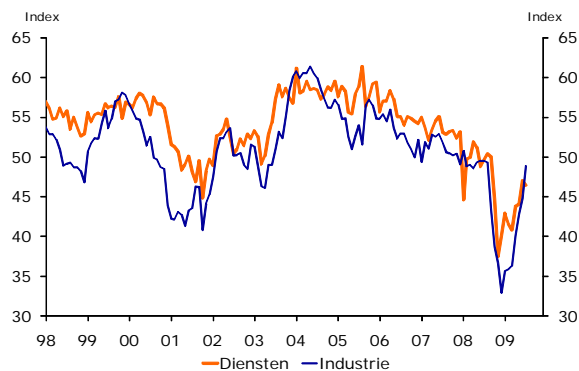
Amerika krabbelt op

De Amerikaanse economie lijkt zich te herstellen van de ergste recessie sinds de Grote Depressie, maar het kan nog even duren voor er sprake is van een duurzame groei. Vooral consumenten hebben het nog zwaar en zullen hun bestedingspatroon moeten aanpassen. Ondertussen probeert de Fed de zorgen over de inflatoire gevolgen van haar kredietverruimingsexperiment weg te nemen.

Bedrijfsleven herstelt...

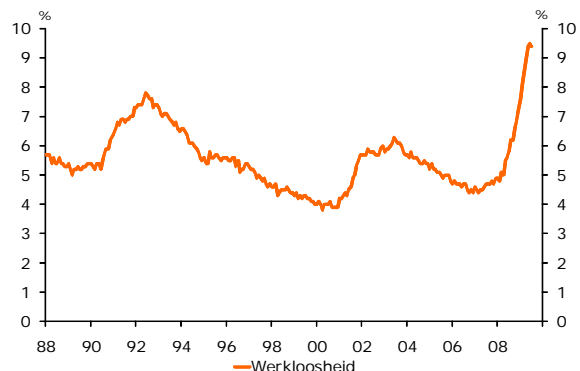
De kentering in de Amerikaanse economie zien we al sinds februari in de maandelijkse macro-economische indicatoren. Inmiddels is zij bevestigd door de economische groeicijfers: in het tweede kwartaal (-0,3 k-o-k) was de reële krimp in het BBP aanmerkelijk kleiner dan in het eerste kwartaal (-1,6 k-o-k), dat daarmee het slechtste kwartaal van deze recessie was. Als we naar de componenten van het BBP kijken, blijkt dat het consumptievolume substantieel kromp in het tweede kwartaal (-0,3 k-o-k), na nog een lichte groei in het eerste kwartaal (0,2 k-o-k). De bedrijfsinvesteringen bewandelden de omgekeerde weg, de krimp nam in het tweede kwartaal sterk af. De arbeidsmarkt speelt een belangrijke rol in deze verschuiving. Terwijl de kwantitatieve verruiming door de Fed de kredietverlening aan huishoudens en bedrijven op peil hield en het economische stimuleringspakket van de overheid nog voor een extra zet in de rug zorgde, bood de flexibiliteit van de Amerikaanse arbeidsmarkt het bedrijfsleven de mogelijkheid om de afgelopen anderhalf jaar flink te snijden in het personeelsbestand. Mede dankzij deze kostenreductie lieten Amerikaanse bedrijven al weer aardige cijfers voor het tweede kwartaal zien. Ook de inkoopmanagersindices voor de industrie en de dienstensector bewegen alweer richting neutrale niveaus. De ontwikkeling in de orders voor kapitaalgoederen (excl. Defensie en vliegtuigen) wijst bovendien op een mogelijk herstel in de bedrijfsinvesteringen in de loop van het derde kwartaal. Verder zijn de voorraden in een hoog tempo geslonken de afgelopen kwartalen, zal het krimptempo naar verwachting afnemen en staan we aan de vooravond van een wederopbouw van voorraden.

Figuur 1: Inkoopmanagersindices



Bron: Reuters EcoWin, ISM

Figuur 2: Werkloosheid



Bron: Reuters EcoWin, ISM

Verenigde Staten

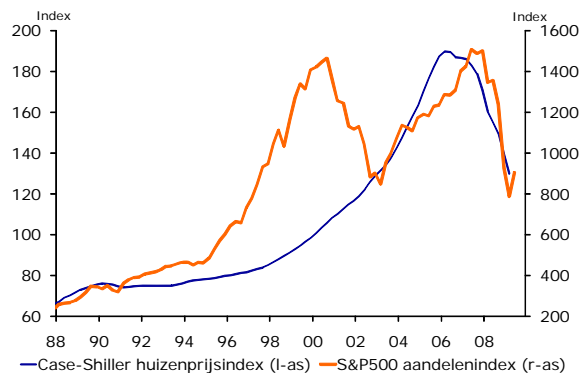
... maar consumenten raken in de knel

De keerzijde van het arbeidsmarktverhaal is echter dat de werkloosheid verder oploopt, waardoor consumenten voorzichtiger worden met geld uitgeven. Om de huidige arbeidsmarkt cijfers in historisch perspectief te plaatsen: in de recessie van 1990-1991 gingen in totaal 1,3 miljoen banen verloren, in 2001 bedroeg de schade 1,6 miljoen banen. In de huidige recessie gingen tot en met juli al 6,7 miljoen banen verloren en de teller loopt nog steeds. Dit geeft de buitengewone omvang van de huidige recessie aan. Het betekent ook dat het voor consumenten moeilijk zal zijn om weer op dezelfde wijze geld uit te gaan geven als voor de recessie. Niet alleen zijn velen hun baan verloren en dreigt dit lot voor anderen, maar ook is hun vermogen voor een deel verdampt door gedaalde aandelen- en huizenprijzen, terwijl ze op grote schaal geld hebben geleend in de voorgaande jaren. Terwijl het bedrijfsleven de toekomst al weer met enig vertrouwen tegemoet ziet, bevindt het consumentenvertrouwen zich dan ook nog steeds op recessieniveau. Aangezien consumentenbestedingen in de Verenigde Staten ruim 2/3 van het BBP bepalen, zal het economisch herstel dat wij in de tweede helft van dit jaar verwachten waarschijnlijk bescheiden blijven.

Exit-strategie moet inflatiegevaar indammen

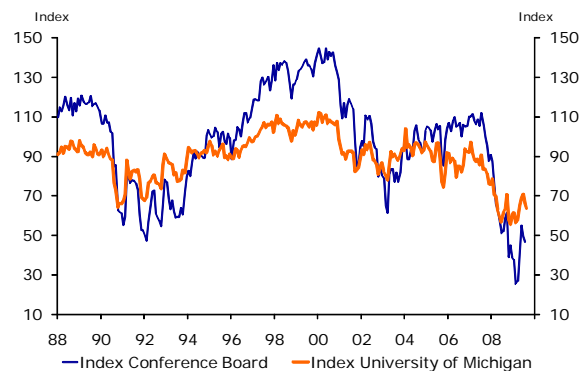
Momenteel kennen de Verenigde Staten een negatieve inflatie (-2,1% j-o-j), maar dit is voor een belangrijk deel te wijten aan de scherpe prijsdaling na de hoge olieprijs in de eerste drie kwartalen van 2008. Een deflatiespiraal lijkt voorkomen door de rigoureuze kredietverruimingsmaatregelen van de Fed en het economisch stimuleringspakket van de overheid. Waarschijnlijk zal de inflatie nog voor het einde van het jaar weer boven nul komen, omdat de effecten van de olieprijs piek van 2008 dan uit het inflatiecijfer lopen. Toch hoeven we niet meteen een scherpe opleving van de inflatie te verwachten. Het productiepeil is tijdens de recessie flink teruggeworpen en het zal nog even duren voordat de productiecapaciteit in de economie weer volledig wordt benut.

Figuur 3: Huizen- en aandelenprijzen



Bron: Reuters EcoWin, S&P

Figuur 4: Consumentenvertrouwen



Bron: Reuters EcoWin, Conference Board, University of Michigan

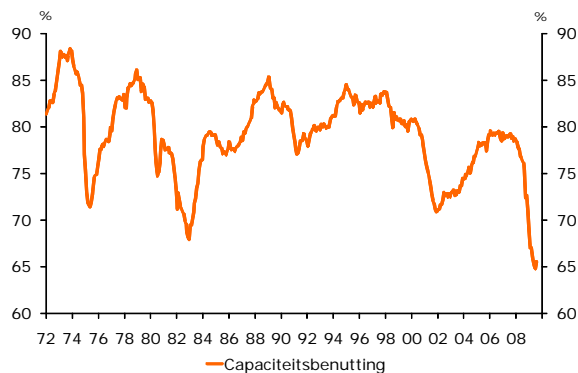
Verenigde Staten

Vooralsnog lijken de inflatieverwachtingen dan ook redelijk goed verankerd. Maar de financiële markten maken zich wel degelijk zorgen over de mogelijke gevolgen van het kredietverruimingsexperiment van de Fed als de economie eenmaal weer op gang is gekomen.

In een artikel in de Wall Street Journal -vlak voor zijn halfjaarlijkse verslag over het monetaire beleid van de Fed aan het Congres- zette Bernanke dan ook de exit-strategie van de Fed uiteen. Door het expliciet formuleren van de exit-strategie hoopt hij de inflatie-angst in de financiële markten te beteugelen en daarmee ook de opwaartse druk op de lange rente, die een economisch herstel in de weg zou kunnen staan. Zoals Bernanke al eerder aangaf, zullen de krediet-faciliteiten voor een deel vanzelf aflopen. Waar de markten zich echter zorgen over maken zijn de aankopen van waardepapier gebaseerd op hypotheek en langer lopend schatkistpapier. Langs deze weg is een grote hoeveelheid geld in het financiële systeem gepompt. Als de financiële sector weer herstelt, de economie weer op gang komt en banken dit geld gaan doorgeven aan hun klanten, zou dit tot een explosie van de geldhoeveelheid in de economie kunnen leiden, met als gevolg een hoge inflatie.

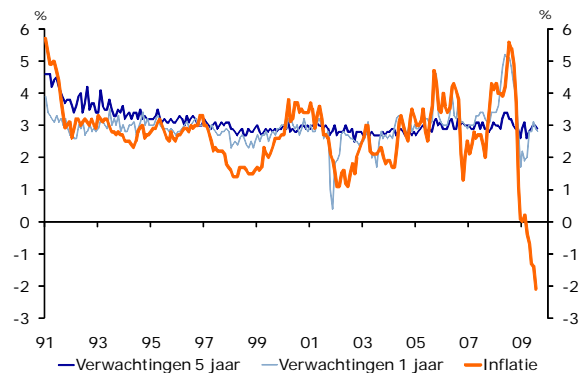
Bernanke gaf aan dat hij twee routes heeft om dit te voorkomen. In de eerste plaats heeft de Fed eind vorig jaar toestemming gekregen rente te betalen over reserves die banken bij de Fed aanhouden. Met deze deposito-rente kan de Fed de geldmarktrente sturen en deze verhogen zonder de gebruikelijke openmarkt-operaties waarmee reserves uit het systeem worden verwijderd. In de tweede plaats kan de Fed een aantal gerichte maatregelen nemen om de reserves te verlagen: 'reverse repurchase agreements' waarbij de Fed waardepapier tijdelijk verkoopt om deze later weer terug te kopen, de Treasury kan kort schatkistpapier verkopen en de opbrengsten bij de Fed wegzetten, de Fed kan termijndeposito's aanbieden aan banken en tenslotte kan de Fed een deel van het waardepapier of schatkistpapier verkopen.

Figuur 5: Capaciteitsbenutting industrie



Bron: Reuters EcoWin, Fed

Figuur 6: Inflatieverwachtingen consumenten



Bron: Reuters EcoWin, University of Michigan, BLS

Verenigde Staten

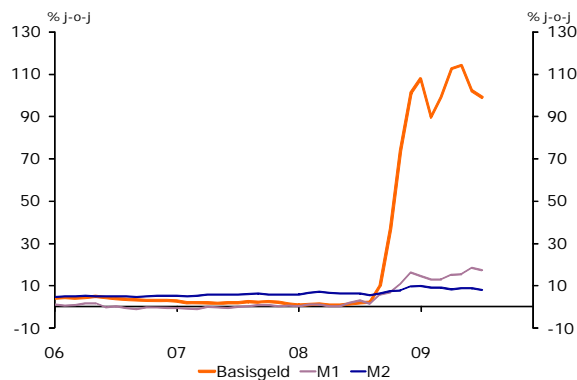
Kanttekeningen bij exit-strategie

Toch roept de exit-strategie een aantal vragen op. Ten eerste heeft de depositeorente tot nu toe niet het verwachte effect op de geldmarktrente gehad, omdat Fannie Mae en Freddie Mac niet in aanmerking komen voor het ontvangen van deze rente. Daarom lenen zij tegen lagere tarieven uit op de interbancaire markt voor reserves. Als gevolg fungeert de rente op reserves niet als de beoogde 'vloer' voor de rente die op de interbancaire geldmarkt tot stand komt, namelijk de 'fed funds rate', de belangrijkste beleidsrente van de Amerikaanse centrale bank.

Ten tweede is 'kunnen' niet hetzelfde als 'willen'. Het verkopen van langer lopend waardepapier of schatkistpapier zou namelijk tot extra opwaartse druk op de lange rentes kunnen leiden, waardoor economisch herstel kan worden afgeremd. Ook al kan de Fed dit als onderdeel van haar exit-strategie gebruiken, ze zal het niet te vroeg willen doen. Waarschijnlijk komt deze route pas echt in beeld als de economie substantieel hogere lange rentes aankan. Bovendien zal de Fed liever wachten tot alle andere opties zijn uitgeput, om verliezen op dergelijk papier te vermijden.

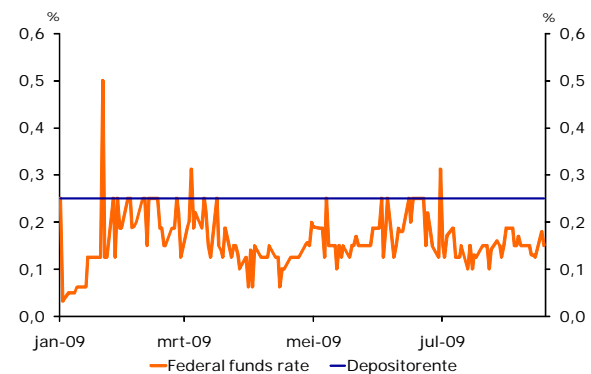
Ten derde heeft de Fed in het verleden laten zien moeite te hebben met het timen van monetaire verkrapping. Bovendien is de situatie door het kwantitatieve verruimingsexperiment nu een stuk complexer. Als de exit-strategie al werkt, zou hij nog weleens te laat kunnen worden uitgevoerd om de gevolgen van een overmaat aan liquiditeit te voorkomen. Hierbij moeten we niet alleen denken aan inflatie van consumentenprijzen, maar de excessieve liquiditeit zou ook tot nieuwe zeepbellen in financiële markten kunnen leiden.

Figuur 7: Geldgroei



Bron: Reuters EcoWin, Fed

Figuur 8: Interbancaire en depositeorente Fed-reserves



Bron: Reuters EcoWin, Fed

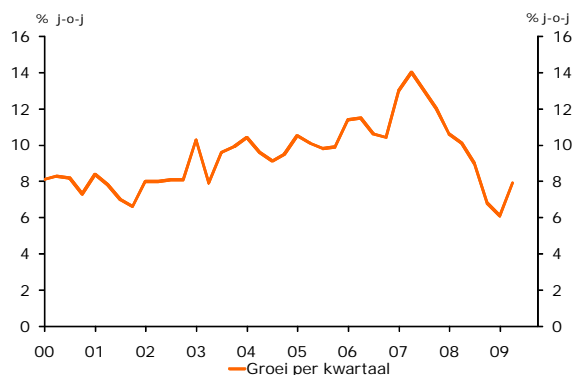
Philip Marey
Philip.Marey@rabobank.com

China

Effectief beleid?

De Chinese economie groeide –volgens de officiële statistieken– 7,9% jaar-op-jaar in het tweede kwartaal. Ondanks onze twijfel over het niveau van de Chinese groei is duidelijk dat het stimuleringspakket van de Chinese overheid een groot effect heeft. Er zijn echter wel kanttekeningen bij te plaatsen.

Figuur 1: Officiële groeicijfers



Bron: Reuters EcoWin

Stimulering heeft direct effect

De Chinese overheid stimuleert de binnenlandse vraag op twee manieren. Ten eerste door een stimuleringspakket ter waarde van 586 miljard dollar. Ten tweede door banken te overreden meer krediet te verstrekken. Banken gaven gehoor aan deze oproep en hebben in de eerste helft van 2009 meer dan 1.000 miljard dollar aan leningen verstrekt. Het is duidelijk dat de overheidsmaatregelen hebben gewerkt. Volgens de officiële data is de reële economische groei gestegen van 6,1% jaar-op-jaar (j-o-j) in het eerste kwartaal naar

7,9% j-o-j in het tweede kwartaal. De overheid denkt nu ook de 8% te gaan halen voor geheel 2009. Dit is van zeer groot belang voor de overheid, die in het verleden meermalen heeft laten weten een reële groei van 8% als minimum te beschouwen om sociale onrust te voorkomen. Het ziet ernaar uit dat het China gaat lukken om aan het eind van het jaar te laten zien dat de economie dit jaar met 8,5% is gegroeid. Of dat cijfer het werkelijke niveau aangeeft betwijfelen we sterk. Desondanks is duidelijk dat de weg naar boven is ingeslagen door het pakket aan maatregelen dat de overheid heeft genomen.

Hoe werkt het pakket aan maatregelen?

Het stimuleringspakket ter waarde van 586 miljard dollar werd eind 2008 gepresenteerd als de oplossing om de Chinese economie te behoeden voor een diepe val. Van het pakket zou het grootste gedeelte ten goede moeten komen aan decentrale investeringsprojecten zoals het opbouwen van infrastructuur. Het lange-termijn voordeel is evident: een verbeterde infrastructuur. Daarnaast zou het op korte termijn moeten leiden tot minder werkloosheid en een hogere binnenlandse consumptie. Een klein gedeelte zou worden uitgetrokken voor verbeteringen in onderwijs, gezondheidszorg en sociale zekerheid.

Ook bankleningen zouden de economie direct en indirect moeten ondersteunen. De te verstrekken leningen zouden door de Chinezen worden gebruikt voor investeringsdoeleinden en consumptie. Om de verstrekking van bankleningen aan te jagen heeft de centrale bank haar rentetarief naar beneden bijgesteld. Daarnaast heeft de politieke top in China haar netwerk ingeschakeld om van de banken te eisen dat het aantal leningen zou gaan stijgen. Dit heeft zeer veel effect gehad.

China

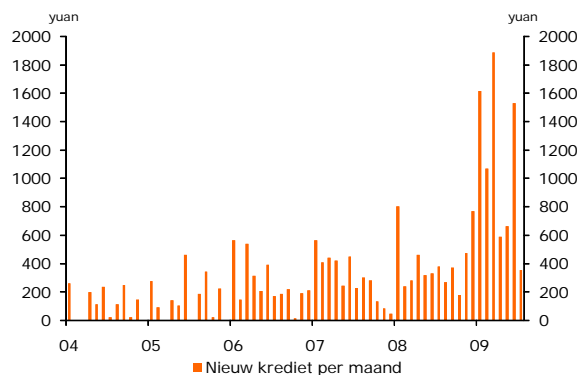
Het doel van de overheid was om in 2008 voor minimaal 5.000 miljard yuan aan nieuwe leningen te verstrekken. In de eerste helft van het jaar hebben de Chinese banken reeds 7.370 miljard yuan aan nieuw krediet verleend. Hoewel de verwachting is dat in de tweede helft van het jaar het tempo zal afnemen, is een verdubbeling van de doelstelling niet onwaarschijnlijk.

Voordelen op korte termijn

Als de nieuwe kredietverlening wordt opgeteld bij het stimuleringspakket van de overheid, gaat het om een totaal van omgerekend 1.500 miljard dollar aan steunmaatregelen. Het positieve effect van de maatregelen is met name te zien in het vertrouwen van de Chinezen in de economie. Het producentenvertrouwen steeg van 41 punten in december 2008 naar bijna 53 punten in juli 2009. Bij een score hoger dan 50 geeft de index aan dat een meerderheid van de producenten positief is gestemd over de toekomst van de economie in het komende jaar. Ook het buitenland kijkt over het algemeen positief naar het Chinese herstel. De grootste onduidelijkheid betreft echter de betrouwbaarheid van de groeicijfers zoals die worden gepresenteerd door de Chinese overheid. De meeste analisten laten dit probleem echter links liggen. De schattingen van de economische groei –door de neutraal tot positief gestemde analisten– lopen uiteen van 7,5% tot 9,3%.

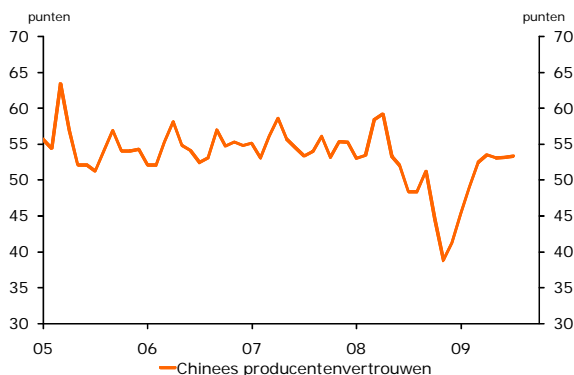
Het vertrouwensaspect speelt ook een belangrijke rol bij het tweede positieve effect van het pakket aan maatregelen: er is geen sociale onrust uitgebroken naar aanleiding van economische crisis. De Chinezen zien aan de ene kant dat het besteedbaar inkomen niet hard wordt geraakt, en bovendien zijn de prognoses zeer goed. De wereldeconomie mag dan in crisis zijn, in China lijkt het geen effect te hebben. Deze gedachtengang is zeer welkom voor het Partijbestuur van China. De risico's van een economisch gedreven opstand lijken afgeweerd.

Figuur 2: Groei van de kredietverlening



Bron: Bloomberg

Figuur 3: Economisch vertrouwen



Bron: Reuters EcoWin

China

Nadelen op korte termijn

Ondanks de successen kleven er ook nadelen aan het stimuleringspakket. Door de overheidsinvesteringen zijn de grondstofprijzen de afgelopen maanden weer sterk gestegen. Het Chinese bedrijfsleven heeft moeite om de kostprijsstijging aan haar klanten door te berekenen. De primair op export ingestelde industriële sector heeft zich meer op de lokale markt moeten richten, door uitval van de vraag vanuit westerse economieën. Op deze lokale markt is daardoor meer concurrentie gekomen, wat de winstmarges voor bedrijven drukt. De economische groei zorgt vraagherstel, maar door een daling van de winstmarges ziet het er naar uit dat een aantal bedrijven de slag niet zal overleven.

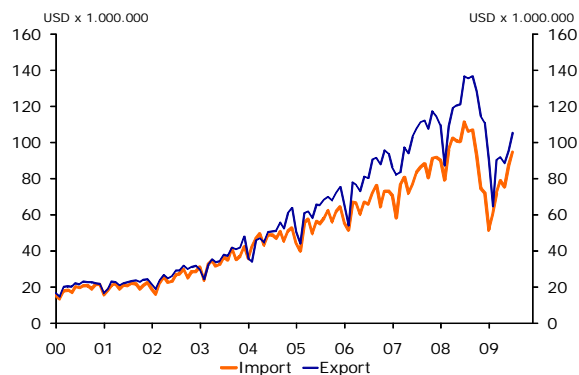
Belangrijker is wellicht dat ongeveer de helft van de nieuwe leningen is besteed aan investeringen op de huizenmarkt (30%) en de aandelenmarkt (20%). Het is gezien het koersverloop van de Chinese beursindex niet onwaarschijnlijk dat deze toestroom van kapitaal heeft bijgedragen aan een overschatting van de beurswaarde van Chinese bedrijven. Een nieuwe 'bubbel' kan in de maak zijn. Overigens zal het effect van een barstende bubbel op de Chinese aandelenmarkt waarschijnlijk slechts lokaal gevolgen hebben, gezien de beperkingen voor buitenlanders om in Chinese bedrijven te investeren.

Nadelen op lange termijn

Op lange termijn zijn de gevolgen van de keuzes die de Chinese overheid maakt ernstiger, doordat zij niet kiest voor een fundamentele herziening van het economisch model. Groei wordt nog steeds grotendeels gebaseerd op investeringen en export. Dit terwijl de exportmarkten in zeer barre omstandigheden verkeren (daling van 23% j-o-j van het exportvolume). Bovendien is er al een productieoverschot, dat door de additionele investeringen alleen maar zal worden verergerd.

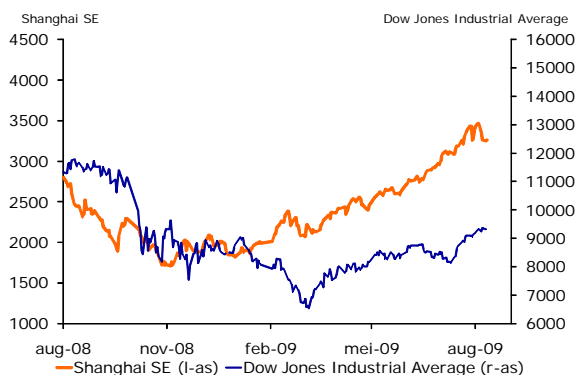
De overheid zou moeten kiezen voor een groeimodel waarin structureel meer ruimte is voor binnenlandse consumptie als motor voor de economie. Dit vereist

Figuur 4: Import en export



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 5: Aandelenmarkt

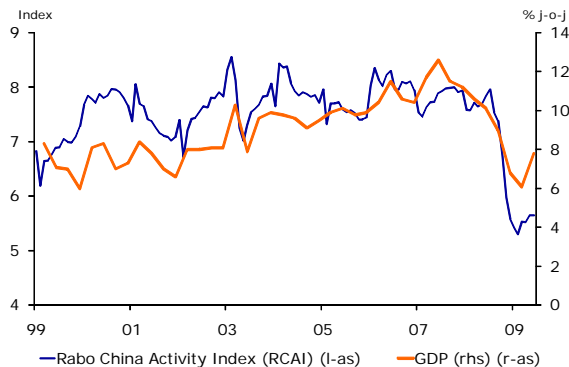


Bron: Bloomberg

China

meer investeringen in onderwijs, gezondheidszorg en sociale zekerheid dan op dit moment wordt gedaan. Alleen dan zullen de Chinezen hun spaarquote verlagen. Nu gaat een groot deel van de nieuw verstrekte leningen naar potjes om

Figuur 6: Rabobank China Activity Index



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

zich in te dekken tegen risico's in de toekomst.

Op het gebied van de drie bovenstaande zaken is men voor het verkrijgen van echte kwaliteit in zorg, onderwijs en dergelijke toch aangewezen op wat hij zelf in kan kopen. Een veiligheidsnet ontbreekt. Zolang de overheid niet meer sociale zekerheden inbouwt, zal de Chinese consument voorzichtig blijven in het uitgavenpatroon.

Daarnaast loopt het financiële stelsel grote risico's door in de opdracht van de overheid in deze economische tijden (veel) meer krediet te verstrekken, ook aan minder kredietwaardige partijen. De overheid trok zich steeds meer terug uit de banksector, met gezondere financiële cijfers als gevolg. Met de huidige

ingrepen trekt zij nu weer steviger aan de touwtjes, het verzelfstandigingsproces staat nu op de tocht. Het grote gevaar is dat, mocht de economische crisis alsnog toeslaan, een slechtere leningportefeuille het effect van de crisis ernstig zal versterken.

Cijfers blijven hoogst onbetrouwbaar

Tenslotte moeten we nog een slag om de arm houden voor wat betreft de daadwerkelijke en de officiële groei. Wij twijfelen al geruime tijd aan de betrouwbaarheid van de officiële data. Om de groeicijfers te kunnen toetsen, hebben wij een indicator voor economische activiteit opgezet (RCAI) met onder andere het Chinese stroomverbruik en de invoer vanuit China door de rest van de wereld. De RCAI gaf als indicatie voor de economische groei in het eerste kwartaal in plaats van de officiële 6,1% j-o-j, 3,5% j-o-j groei aan. Voor het tweede kwartaal gaf onze groeimeter 4½-5% j-o-j. Als onze indicaties kloppen heeft de Chinese overheid de groei van de economie dus met ongeveer 3%-punt overschat. Ook in China zelf wordt behoorlijk getwijfeld aan de officiële statistieken. Buiten het feit dat volgens een onderzoek 91% van de Chinezen de data niet gelooft, kloppen de cijfers ook aantoonbaar niet. China bestaat uit 31 regio's die ieder hun eigen groeicijfer bekendmaken en de optelsom van de regionale BBP-volumes resulteert niet in het BBP-cijfer dat de centrale overheid rapporteert. De groei die de overheid op dit moment voorspiegelt, heeft zij ook zeker nodig gezien het waarschijnlijk slechts beperkte effect van het pakket aan maatregelen. Wij houden dan ook grote zorgen over de houdbaarheid van de keuzes van de overheid en de betrouwbaarheid van de groeicijfers.

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

Japan

Elk begin is lastig

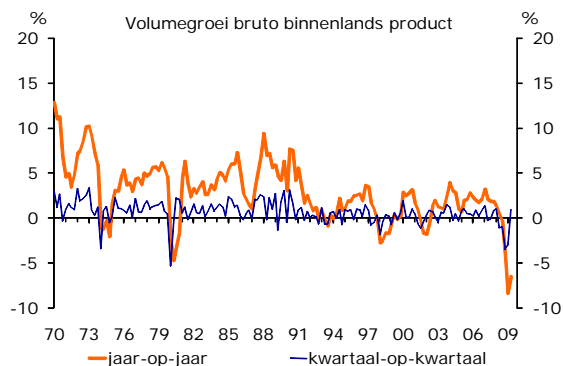
De eerste stap op de moeizame weg naar een economisch herstel in Japan is gezet. In het tweede kwartaal groeide de economie met maar liefst 0,9% kwartaal-op-kwartaal. Dat was op het eerste gezicht een hele mooie prestatie. We moeten dit echter zien binnen de context van een zeer zware krimp in de voorgaande periode. Het economisch herstel is weliswaar ingezet, maar zal relatief stroperig verlopen omdat wij niet verwachten dat de wereldhandelsgroei zich spectaculair zal herstellen. De dynamiek van de binnenlandse vraag blijft spijtig genoeg beperkt in Japan. De recente stijging in het werkloosheidspercentage naar 5,7% helpt daarbij ook zeker niet. Hoewel het land dus mooie groeicijfers liet zien in het tweede kwartaal, ligt een leidende rol binnen het herstel van de wereldeconomie zeker niet in het verschiet.

Als we de BBP-cijfers van het tweede kwartaal in detail bekijken springen een aantal zaken duidelijk in het oog. Allereerst groeide de particuliere consumptie onverwacht sterk en maakte de groei in de overheidsinvesteringen een grote sprong. Daartegenover stond een teleurstellende scherpe daling in de groei van de bedrijfs- en bouwinvesteringen. De exportgroei was weliswaar fors, maar viel uiteindelijk toch wat tegen. Dat viel echter niet op door een negatieve importgroei, zodat de netto handelsbijdrage alsnog significant positief was. Een sterke voorraadafbouw suggereert dat bedrijven verrast werden door het vraagherstel en laat ruimte open in de komende kwartalen voor een omslag en de daarbij behorende positieve groeibijdrage.

Al met al verwachten we dat de BBP-groei dit jaar nog steeds dramatisch laag (-5,4%) zal uitvallen door een groot negatief overloopeffect. Dat werkt dan weer omgekeerd op een positieve manier uit in 2010, waar we momenteel 2,3% economische groei verwachten.

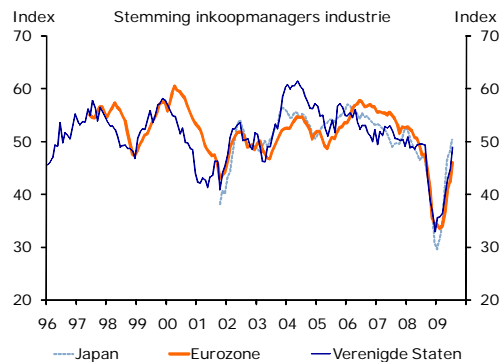
Traditioneel moet de Japanse economie het niet hebben van een daadkrachtige overheid. De zeer grote verkiezingsoverwinning van de DPJ rekent vooralsnog af met de historische hegemonie LDP. Het valt echter nog te bezien of de DPJ een

Figuur 1: Terug naar groei



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 2: Diepste dal, scherpste opleving



Bron: Reuters EcoWin

Japan

wezenlijk anders en beter economisch beleid zal voeren. Veel details zijn niet bekend. Kiezers hebben vooralsnog vooral tegen de LDP gestemd, niet zozeer vóór de DPJ.

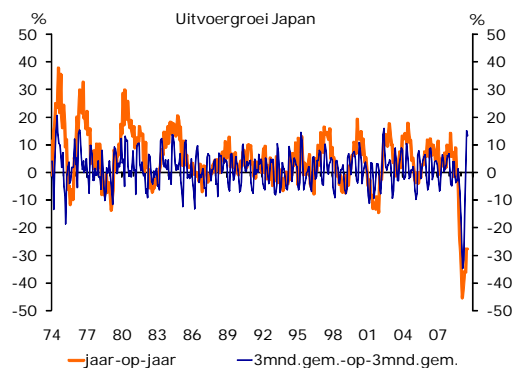
Monetair beleid onveranderd

De beleidsreactie van de Japanse centrale bank (BoJ) op de economische en financiële crisis was ambitieus in opzet, met een breed raamwerk aan monetaire maatregelen. De beleidsrente werd eind vorig jaar verlaagd tot 0,1% en de centrale bank ging over tot de aankoop van overheidsobligaties, handelspapier, aandelen en bedrijfsobligaties in handen van financiële instituties. De regels met betrekking tot onderpand in liquiditeitsverstrekende operaties werden bovendien versoepeld. Op deze maatregelen valt op zich weinig af te dingen: crisistijden vragen vaak om radicale maatregelen. Echter de omvang van veel van deze initiatieven was veelal te beperkt om echt een verschil te maken. De BoJ liep eigenlijk achter de feiten aan.

Het ziet er nu naar uit dat het omslaan van de voorraadcyclus en een geleidelijk wereldwijd groeiherstel de Japanse economie voor het ergste zullen behoeden. De BoJ hoeft daardoor niet met de billen bloot. Wij verwachten echter dat BoJ geen haast zal hebben met het inperken van het ruime monetaire beleid. Beleidsmakers zijn bang om de fouten uit het verleden te herhalen. Vooralsnog is een breed scala aan speciale programma's verlengd tot maart 2010.

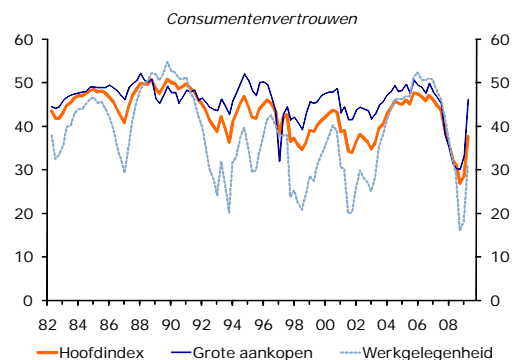
Wij voorzien in de afzienbare toekomst ook geen verandering in de beleidsrente. De rente aan de korte kant van de curve blijft daarom laag. De terugkeer van deflatie heeft momenteel ook een neerwaarts effect op de lange rente en leidt tot vervlakking van de rentecurve. Deflatie is een plakkerig, maar niet blijvend fenomeen. In de loop van 2010 verwachten wij dat een geleidelijk economisch herstel tot opwaartse druk aan de lange kant zal leiden.

Figuur 3: Uitvoer herstelt slechts gedeeltelijk



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 4: Consument sluit aarzelend aan



Bron: Reuters EcoWin

Jan Lambregts
Jan.Lambregts@rabobank.com

Emerging markets monitor

Een Azië-crisis in Oost-Europa?

De financiële crisis, die zich sinds 2007 over de wereld verspreidt, gaat ook aan Oost-Europa niet ongemerkt voorbij. In veel opzichten doet de situatie in Oost-Europa denken aan het begin van de Azië-crisis in 1997. In de afgelopen tien

jaar is de Oost-Europese economie sterk gegroeid, vooral door de instroom van buitenlandse kapitaal en de export. Dit is vergelijkbaar met de groeistrategie van de Aziatische tijgers. Tijdens de economische bloei-periode bouwden de Oost-Europese landen echter grote economische onevenwichtigheden op. Ook dat lijkt op de ontwikkelingen in de Aziatische landen in de jaren '90. Moet een grootschalige crisis worden verwacht zoals destijds in Azië? Ondanks veel overeenkomsten kunnen we ervan uit gaan dat het belang van de EU in Oost-Europa een groot verschil zal maken. Echter, of dit een nieuwe crisis kan voorkomen valt te bezien, want diverse landen zijn uiterst kwetsbaar.

Box 1: Thailand als trigger

In de jaren negentig bouwde Thailand grote externe tekorten en een hoge kortlopende buitenlandse schuld op. Veel bedrijven hadden zich door middel van buitenlandse leningen zwaar in de schulden gestoken om te participeren in de speculatieve zeepbel in onroerend goed. Ook de financiële sector had een zeer sterke kredietgroei doorgemaakt. Toen de situatie zich in 1997 tegen Thailand keerde, vroegen de financiële instellingen de regering om hulp. De combinatie van het ondersteunen van financiële instellingen en het verdedigen van de koppeling van de baht aan de dollar –onder vuur door een daling van de exportvraag– leidde tot uitputting van de deviezenvoorraad. Op 25 juni 1997 verklaarde de regering dat zij had 'ontdekt' dat men geen deviezenreserves meer had. Dit leidde tot een speculatieve aanval op de baht. Op 2 juli 1997 moest de regering besluiten de baht te laten zweven. Die beslissing was de laatste klap voor het vertrouwen van beleggers. Aangezien andere landen in de regio ook aanzienlijke onevenwichtigheden hadden opgebouwd, verspreidde het verlies aan vertrouwen onder beleggers zich snel. Aandelenmarkten daalden, munten kwamen onder druk, buitenlandse kapitaalstromen keerden zich om en diverse banken en grote conglomeraten gingen failliet. Thailand, Maleisië, Indonesië, de Filippijnen en Zuid-Korea waren de zwaarst getroffen landen.

Oorzaken van de Azië-crisis

Ondanks uitvoerig onderzoek is er geen brede overeenstemming over de exacte oorzaak van de Azië-crisis. Achteraf bleek echter wel dat landen met bepaalde macro-economische zwakheden zeer vatbaar waren voor de crisis. We herkennen de volgende belangrijke

onevenwichtigheden:

1. Grote tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans
2. Hoge buitenlandse schuld met valutarisico en veel kortlopende schuld
3. Omvangrijke instroom van buitenlands kapitaal met snelle kredietgroei aan de particuliere sector

Uiteraard hebben veel meer factoren een rol gespeeld in de aanloop naar de Azië-crisis. De genoemde factoren geven echter een goede indicatie voor wat Oost-Europa te wachten staat. Daarom vergelijken we de situatie in Azië tijdens de jaren '90 hier met die in Oost-Europa na 2000.

Omvangrijke tekorten op de lopende rekening

Veel analyses van de Azië-crisis richten zich op het tekort op de lopende rekening. Als een land meer importeert dan het exporteert, dan heeft het een tekort op de handelsbalans. Vaak leidt dat tot een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans. De ervaring leert dat omvangrijke duurzame tekorten (meer dan 3% van het BBP) in toenemende mate moeilijk te financieren zijn.

Emerging markets monitor

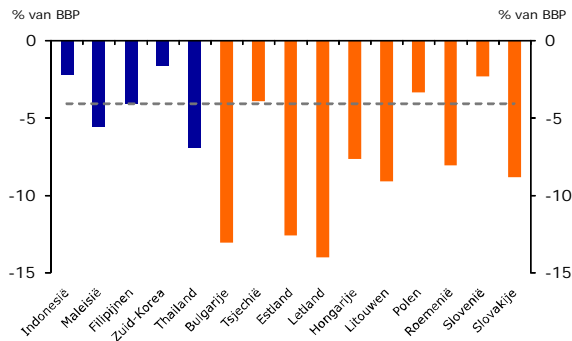
Het land loopt vooral grote risico's wanneer het tekort wordt gefinancierd met buitenlands kapitaal, zoals beleggingen of kortlopende schuld. Dergelijk kapitaal snel kan worden teruggetrokken. Grafiek 1 laat zien dat verschillende Oost-Europese landen zeer grote tekorten op de lopende rekening registreerden, duidelijk groter dan de Aziatische landen voorafgaand aan de Azië-crisis. Bulgarije, Estland en Letland hadden tekorten die zelfs twee keer zo groot waren als dat van Thailand, het land met de grootste tekorten in Azië.

Hoge buitenlandse schuld

Als landen hun externe tekorten moeten financieren met buitenlandse leningen, dan loopt de buitenlandse schuld op. Buitenlandse schulden kunnen vooral tot problemen leiden als een groot aandeel van de schuld kortlopend is (omdat het binnen een jaar moet worden doorgerold) of als er een serieuze valuta mismatch is in een land. Opnieuw blijkt Oost-Europa hogere niveaus te kennen dan Azië tien jaar geleden (grafiek 2). Bulgarije, de Baltische staten en Hongarije rijzen boven de rest uit en in Letland bereikte de buitenlandse schuld in 2008 zelfs een niveau van 138% van het BBP. In Letland daalde het aandeel van de kortlopende schuld van meer dan 60% in 2005 naar 45% in 2008, nog altijd hoog. Andere Oost-Europese landen bleven beneden 40%. Ter vergelijking, de kortlopende schuld van Zuid-Korea bereikte een hoogtepunt van 60% van de totale buitenlandse schuld in 1996, terwijl Thailand rond 45% uitkwam.

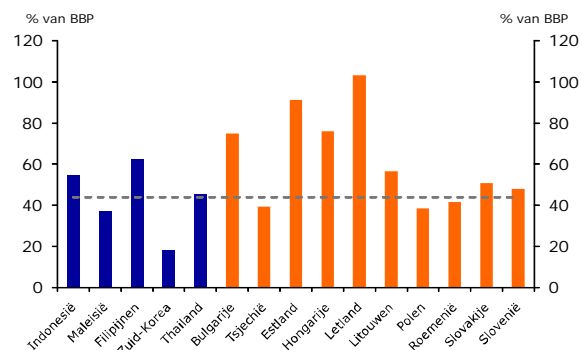
Een valutarisico of -mismatch ontstaat als veel banken en andere bedrijven financiering aantrekken in vreemde valuta, maar geld verdienen in lokale valuta. Dalende koersen van lokale valuta's in Azië joegen de betalingen op schuld (rente en aflossing) navenant op, doordat de aangegane leningen in dollars luiden. Dit veroorzaakte destijds veel faillissementen in de particuliere sector. Ook in Oost-Europa heeft de particuliere sector veel leningen afgesloten in euro en Zwitserse frank, mede geholpen door het feit dat veel lokale banken werden gekocht door West-Europese banken. Hoewel de schuld in buitenlandse valuta

Figuur 1: Groot tekort op de lopende rekening



Gestippelde lijn: gemiddelde van Aziatische landen
 Azië: gem. 1990-1996; Oost-Europa: gem. 2001-2008
 Bron: Economist Intelligence Unit

Figuur 2: Hoge buitenlandse schuld



Gestippelde lijn: gemiddelde van Aziatische landen
 Azië: gem. 1990-1996; Oost-Europa: gem. 2001-2008
 Bron: Economist Intelligence Unit

Emerging markets monitor

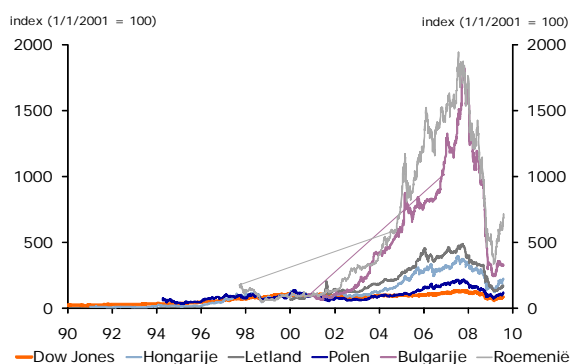
groot is, lijken de risico's in Oost-Europa toch geringer dan in Azië. De moederbanken in West-Europa zullen immers minder snel hun geld terugvorderen van hun dochters dan beleggers hun geld terugtrokken uit Azië.

Instroom van buitenlands kapitaal

De instroom van buitenlands kapitaal (buitenlandse investeringen (FDI) en beleggingen) is doorgaans positief voor opkomende economieën. Buitenlands kapitaal kan immers worden gebruikt om productiecapaciteit te vergroten en stimuleert kredietverlening aan de particuliere sector. In het geval van Azië kreeg het kapitaal als gevolg van overinvesteringen echter niet altijd een efficiënte bestemming. Bovendien leidden speculatieve beleggingen tot zeepbellen in onroerend goed en aandelenmarkten. In het algemeen is het risico op zeepbellen ook groter naarmate de kredietgroei sneller is.

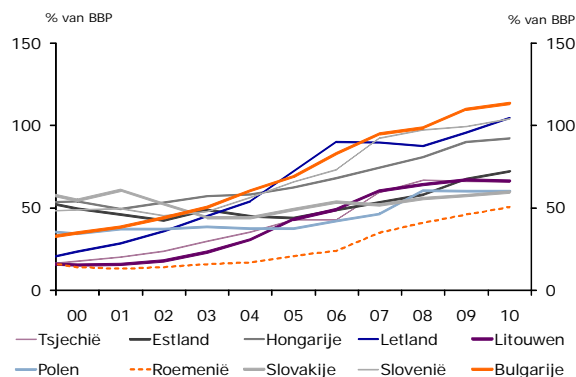
Om duidelijk te krijgen of Oost-Europa te maken heeft met een zeepbel op de aandelenmarkten, vergelijken we hier een aantal lokale indices met de Dow Jones index. De meeste Oost-Europese aandelenmarkten presteerden veel beter (grafiek 4), in tegenstelling tot de Aziatische beurzen in de jaren '90 die het niet beter deden dan de Dow Jones. Vooral in Roemenië en Bulgarije ging de aandelenmarkt door het dak, mede op basis van hooggespannen verwachtingen omtrent hun toetreding tot de EU. Deze zeepbellen zijn in 2007-08 echter al geknapt, waardoor verdere verliezen bij een crisis waarschijnlijk beperkt blijven. Na de Azië-crisis bleek dat snelle kredietgroei de kwetsbaarheid van landen had verhoogd, vooral doordat de kwaliteit van veel nieuwe leningen dubieus bleek. Sinds 2000 is de hoeveelheid krediet aan de private sector als percentage van het BBP in diverse landen in Oost-Europa verdubbeld (bijv. in Letland en Bulgarije, zie grafiek 5). Dit vertoont sterke gelijkenis met de ontwikkelingen in Azië, al is de kwaliteit van de leningen (op dit moment nog) moeilijk te beoordelen.

Figuur 3: Aandelenmarkten in Oost-Europa



Bron: EcoWin

Figuur 4: Kredietgroei



Bron: Economist Intelligence Unit

Emerging markets monitor

Verschillen tussen de regio's

Veel Oost-Europese landen kennen een grotere economische onbalans dan de Aziatische landen tien jaar geleden. Een devaluatie van de lat zou kunnen leiden

Box 2: Letland, het nieuwe Thailand?

De situatie van Letland vertoont grote overeenkomsten met Thailand in 1997. De regering van Letland verzet zich met hand en tand tegen een devaluatie van de nationale munt, de lat. Een devaluatie zou veel gezinnen en banken in de problemen brengen aangezien zij grote schulden in buitenlandse valuta hebben. Een internationaal steunpakket, gearrangeerd door de EU en het IMF in december 2008, bood de regering de mogelijkheid de lat te verdedigen. Door een speculatieve aanval in het voorjaar van 2009 leek een devaluatie echter toch dichtbij. Maar doordat de EU en het IMF in juli een versoepeling van de voorwaarden verbonden aan het steunpakket accepteerden, kwam de markt weer wat tot rust. Het blijft echter mogelijk dat het negatieve sentiment weer de kop opsteekt. Als de lat valt, zullen de effecten waarschijnlijk vergelijkbaar zijn met de Azië-crisis. De landen die vermoedelijk het meest zullen worden geraakt zijn de Baltische staten, Bulgarije, Roemenië en Hongarije aangezien deze landen de grootste onevenwichtigheden kennen. Uiteraard trekt de storm dan niet langs de andere landen zonder enige schade aan te richten.

tot een snel verlies aan vertrouwen onder investeerders (zie box 2). Maar een groot-schalige crisis in Oost-Europa is zeker niet onafwendbaar. Drie belangrijke verschillen werken in het voordeel van Oost-Europa. Ten eerste verwachten we dat het effect van besmetting geringer zal zijn doordat experts al maandenlang wijzen op de verschillen tussen landen. Ten tweede verwachten we dat de reactie van multilaterale instellingen zoals het IMF anders zal zijn dan tijdens de Azië-crisis. De lessen van de Azië-crisis kunnen nu wel eens heel waardevol blijken. Ten derde zijn de meeste kwetsbare landen lid van de EU. De EU en individuele buurlanden boden snel omvangrijke hulp toen de problemen zich in Oost-Europa begonnen te ontvouwen (bijv. aan Hongarije in november 2008 en Letland in december 2008). De onderlinge verwevenheid van de financiële sector en nauwe handelsbetrekkingen maken West-Europa heel kwets-

baar voor problemen in Oost-Europa. Dat impliceert dat West-Europa al het mogelijke zal doen om een Azië-crisis in Oost-Europa te voorkomen.

Conclusie

Als we Oost-Europa sinds 2000 vergelijken met Azië in de jaren '90, dan lijkt Oost-Europa er in menig opzicht slechter voor te staan. Bovendien kan een devaluatie van de lat, de munt van Letland, het startschot voor een bredere crisis zijn, zoals de val van de Thaise baht dat was in 1997. Om te concluderen dat Oost-Europa op weg is naar een Europese variant van de Azië-crisis gaat echter voorbij aan enkele belangrijke verschillen. De erkenning van verschillen tussen landen zou ertoe moeten bijdragen dat het besmettingseffect beperkter is. Ook verwachten we dat het IMF-ingrijpen nu effectiever zal zijn. Nog belangrijker: de reactie van de EU en buurlanden suggereert dat ze Oost-Europa niet zullen laten vallen. De (gedeelde) belangen van West-Europa zijn daarvoor gewoon te groot. Mocht de situatie onverwacht veranderen, blijft echter de vraag of de EU in staat is een beginnende crisis in Oost-Europa tot stilstand te dwingen. Toch verwachten we als gevolg van snelle en grootschalige hulp aan Oost-Europa en de langzaam verbeterde situatie in de wereldeconomie geen Azië-crisis meer in Oost-Europa.

Reintje Maasdam
R.Maasdam@rn.rabobank.nl

Economische kerngegevens

Internationale kerngegevens*

BBP-volumemutatie in %	2008	2009	2010
Verenigde Staten	0,4	-3	1½
EMU	0,6	-4¼	¼
Japan	-0,7	-5½	2¼

Kerngegevens Nederland

Jaar-op-jaar volumemutatie in %	2008	2009	2010
BBP	2	-5	¼
Particuliere consumptie	1,3	-2¾	-1
Overheidsuitgaven	2	2	¾
Private investeringen	4,7	-15	-6½
Uitvoer van goederen en diensten	2,7	-9¾	2¼
Invoer van goederen en diensten	3,7	-8¾	1
Inflatie (%)	2½	1	1¼
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	3,9	5	7½
Begrotingssaldo overheid (% BBP)	0,6	-4½	-6¾
Saldo lopende rekening (% BBP)	6,7	6	6¼

Geldmarktrente 3-maands (%)*

	1 september 2009	+3m**	+12m**
EMU	0,82	0,91	1,97
Verenigd Koninkrijk	0,69	1,00	1,85
Verenigde Staten	0,35	0,35	0,96
Japan	0,39	0,42	0,38

Swaprente 10-jaars (%)*

	1 september 2009	+3m**	+12m**
EMU	3,46	3,68	4,10
Verenigd Koninkrijk	3,92	4,05	5,05
Verenigde Staten	3,63	3,97	5,00
Japan	1,41	1,45	1,80

Wisselkoers ten opzichte van euro*

	1 september 2009	+3m**	+12m**
Verenigd Koninkrijk	0,88	0,87	0,79
Verenigde Staten	1,44	1,34	1,34
Japan	133,7	127	141

* 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 van 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:

Reinier Meijer

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