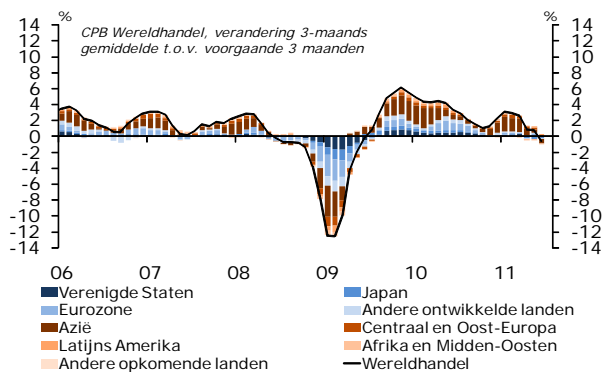


Blik op de wereld

Financiële crisis terug op voorgrond

Zowel de voortwoekerende financiële crisis als het mede daardoor traag verlopende economische herstel is de afgelopen maanden weer volledig terug op het netvlies. De economische vooruitzichten zijn matig, de onzekerheden groot.

Figuur 1: Wereldhandel terug in de min



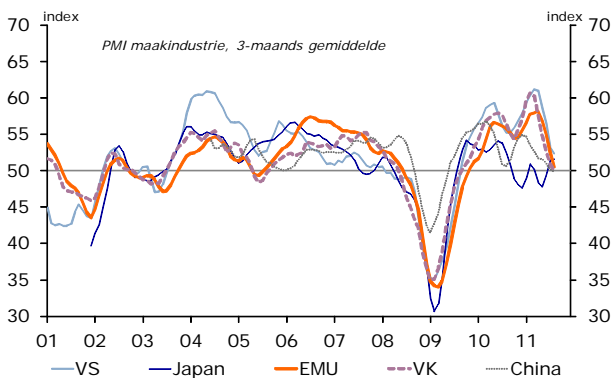
Bron: CPB

Wereldwijde groeivertraging

In het tweede kwartaal zwakte de mondiale economische groei sterk af ten opzichte van de voorgaande twee kwartalen. De groeivertraging is deels te wijten aan de economische gevolgen van de Japanse natuurramp in maart. Naast een recessie in Japan zelf heeft dit door vertraagde leveringen van halfproducten wereldwijd, en met name in Azië, voor lagere productiegroei in de industrie gezorgd. Dit is ook duidelijk zichtbaar in de ontwikkeling van het wereldhandelsvolume, dat in het tweede kwartaal van 2011 na twee jaar onafgebroken groei weer daalde (figuur 1).

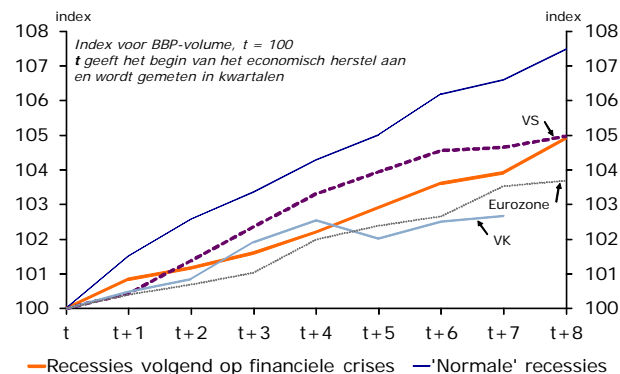
Maar ook los van de effecten van de ramp in Japan is de wereldwijde economische groei duidelijk minder krachtig geworden. Inkoopmanagersindices wijzen op een verdere afzwakking van de economische groei in het derde kwartaal van dit jaar (figuur 2). De zwakke economische groei is in lijn met de verwachtingen die wij in december vorig jaar in onze Visie op 2011 presenteerden. Dat economische onevenwichtigheden en de daaruit voortgekomen financiële crisis het economische herstel in de Westerse wereld tegenhouden, komt overeen met de geschiedenis van financiële crises (figuur 3). Huishoudens en bedrijven in Zuid-Europa, de VS en het VK brengen hun schuldenlast terug terwijl overheden geen ruimte meer hebben om de economie te stimuleren.

Figuur 2: Vertrouwen maakindustrie tanende



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 3: Langzaam herstel na financiële crisis



Bron: Kannan (2010), Reuters EcoWin, Rabobank

Blik op de wereld

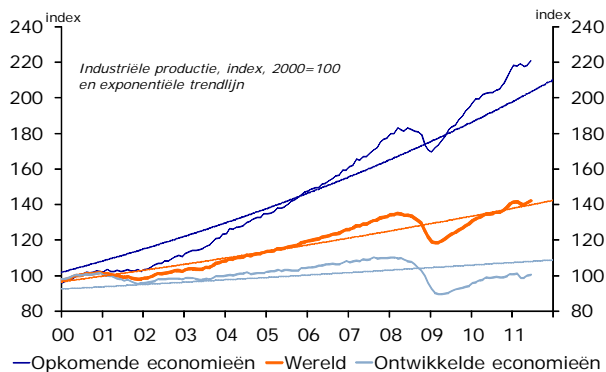
Opkomende economieën lopen tegen capaciteitsgrenzen aan

Het wereldwijde economische herstel is nadrukkelijk geleid door de opkomende economieën, en daarbinnen vooral door Azië. De rem die in Amerika en Europa

op de economische groei staat, is daar niet aanwezig. In tegenstelling tot de Westerse economieën was in veel opkomende economieën in de jaren voor de financiële crisis geen sprake van te hoog oplopende schuldenlasten. De financiële sector heeft er bovendien weinig last gehad van verliezen op Amerikaanse hypotheekpakketten.

De productiegroei in de opkomende wereld kan echter niet in het hoge tempo van 2010 doorzetten. Het verlies aan productie tijdens de wereldwijde recessie is al ruimschoots goedge maakt. De industriële productie bevindt zich daar inmiddels ver boven de langjarige

Figuur 4: Opkomende landen verkennen grenzen



Bron: CPB, Rabobank

trend (figuur 4). Daardoor lopen veel landen nu tegen de grenzen van hun productiecapaciteit aan. De potentiële groei in de opkomende wereld ligt lager dan de indrukwekkende prestaties die we in 2010 hebben gezien. Als deze economieën in het tempo van 2010 door bleven groeien, zou dit onherroepelijk tot oververhitting en inflatie leiden. Hun centrale banken en overheden proberen de economische groei daarom te beperken. Naast het risico op oververhitting leidt het economische succes in sommige gevallen tot een grote instroom van kapitaal. Dit maakt een hoge groei van de kredietverlening ten behoeve van investeringen en consumptie mogelijk. Het risico daarvan is dat de verkeerde investeringen worden gedaan, huishoudens te veel schuld op zich nemen of prijzen van aandelen of vastgoed te hoog oplopen. De hoge uitgaven en het optimisme over de economische vooruitzichten leiden weer tot hogere economische groei. Het is voor overheden lastig om dit proces niet uit de hand te laten lopen, en de juiste balans te vinden tussen het beperken van excessieve kredietverlening en het temperen van de inflatie zonder daarbij de economische groei te veel af te remmen. In ons Kwartaalbericht van juni illustreerden wij dit voor Brazilië. De bijdrage over China in dit Kwartaalbericht gaat in op de uitdagingen voor de Chinese overheid. Door de uitdagingen waar de verschillende overheden in de opkomende economieën voor staan, zijn de vooruitzichten ook voor deze landen onzeker. Wij voorzien echter geen grote financiële problemen, die er toe zouden kunnen leiden dat de economische groei in de opkomende economieën dramatisch terugvalt. Bovendien krijgen beleidsmakers het de komende tijd iets gemakkelijker. Waar men nu nog te maken heeft met hoge inflatie door de eerdere sterke stijging van grondstoffenprijzen, zal de recente stabilisatie en daling hiervan de inflatiedruk doen afnemen. Dat biedt dus weer wat meer ruimte voor centrale banken om de rente te verlagen wanneer dit nodig is.

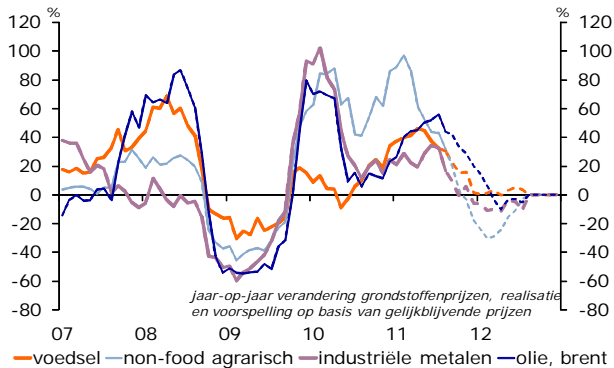
Blik op de wereld

Inflatie wereldwijd over hoogtepunt heen

In het afgelopen jaar is de inflatie wereldwijd fors gestegen. De sterke stijging van de grondstoffenprijzen heeft hierin een belangrijke rol gespeeld. Voedsel,

niet eetbare agrarische producten (katoen, hout, rubber), industriële metalen en olie werden in de tweede helft van 2010 en de eerste maanden van 2011 allen fors duurder. In de laatste paar maanden is echter sprake geweest van stabilisatie en een lichte daling van de meeste grondstoffenprijzen. Daardoor is de jaar-op-jaartoename van het prijsniveau voor alle categorieën grondstoffen inmiddels over een hoogtepunt heen (figuur 5). Bij gelijkblijvende prijzen zal de jaar-op-jaargroei in de komende maanden verder dalen. De bijdrage van grondstoffenprijzen aan de totale inflatie zal daardoor significant afnemen, waardoor wij wereldwijd een daling van de

Figuur 5: Stijging grondstoffenprijzen voorbij



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

inflatie voorzien. Als de grondstoffenprijzen verder dalen, zal dit effect nog sterker zijn. Het vooruitzicht van traag economisch herstel kan daar aan bijdragen. Maar vanzelfsprekend is de verwachting van niet verder stijgende grondstoffenprijzen met grote onzekerheid omgeven. Het mag duidelijk zijn dat sterkere of nieuwe onrust in olieproducerende landen of misoogsten door extreem weer de grondstoffenprijzen gemakkelijk weer omhoog kunnen duwen.

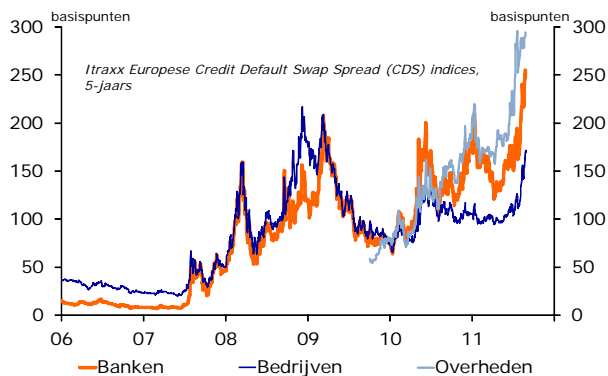
Financiële crisis weer op volle toeren

In de afgelopen maanden is de financiële crisis weer verhevigd. De zorgen over de kredietwaardigheid van de Europese banken zijn, gemeten door de Credit Default Swap (CDS) premie die wordt betaald voor verzekering tegen wanbetaling, sinds de start van de financiële crisis nog niet zo groot geweest (figuur 6). Dit is mede het gevolg van de perikelen rond een benodigd tweede hulppakket voor Griekenland. Onzekerheid daarover wakkerde de zorgen aan over de kredietwaardigheid van Spanje en Italië. Het hulppakket is uiteindelijk overeengekomen en ook in de bredere aanpak van de schuldencrisis zijn nieuwe stappen gezet. Maar zowel over het Griekse hulppakket als over de effectiviteit van de veranderingen aan hulpfonds EFSF bestaat nog buitengewoon veel onduidelijkheid. De onrust naar aanleiding van twijfels over de kredietwaardigheid van een aantal landen in het eurogebied zal hoe dan ook nog geruime tijd blijven bestaan. Daarnaast vond Europa in de VS een geduchte concurrent in het veroorzaken van onrust door politiek gekonkel over overheidsfinanciën. Met de verhoging van het Amerikaanse schuldenplafond is dit weer even naar de achtergrond gedrongen. Maar doordat een volledig ingevuld en geloofwaardig plan voor het op middellange termijn terugbrengen van de staatsschuld ontbreekt, kunnen de overheidsfinanciën van de VS later dit jaar weer voor nieuwe onrust zorgen.

Blik op de wereld

Figuur 6 laat duidelijk zien dat in 2010 en de eerste helft van 2011 bij beleggers vooral zorgen bestonden over de kredietwaardigheid van overheden en banken. De CDS premie voor grote Europese bedrijven bewoog in de perioden van paniek

Figuur 6: Financiële crisis breekt records



Bron: Bloomberg

over Griekenland en Ierland niet mee omhoog. De recente stijging laat zien dat de huidige onrust in de financiële markten ook nadrukkelijk wordt bepaald door de angst voor een nieuwe recessie. Diezelfde angst heeft de beurzen fors in het rood gejaagd. Vooralsnog zien wij de sterke daling van de beurzen vooral als een weerspiegeling van de afzwakking in de economische groei en de zorgen over de schuldenproblematiek in Europa en de Verenigde Staten. Maar een verdere daling van de beursindices of een langzaam herstel kan door het drukkende effect op de vermogens van huishoudens tot lagere bestedingsgroei leiden.

Daarnaast vertalen de hogere CDS premies voor het bankwezen zich in hogere financieringskosten voor banken. De hogere rente die daar het gevolg van is, kan ook een rem op de consumptie en de investeringsgroei zetten. De financiële onrust kan dus zelfstandig een negatief effect hebben op de economische ontwikkeling. Het is op dit moment nog erg moeilijk in te schatten hoe groot dit effect zal zijn. Productiecijfers voor augustus en vertrouwenscijfers voor september zullen een eerste indicatie geven of de huidige groeivertraging zich in de richting van een nieuwe recessie zal ontwikkelen. Bij een mogelijke terugval in recessie denken wij echter nog niet aan een herhaling van de zeer diepe recessie van eind 2008 begin 2009. Destijds leidde het faillissement van de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers tot wereldwijde fundamentele onzekerheid over de financiële en economische toekomst. Een forse daling van de bestedingen en de wereldhandel was het gevolg. Hoewel de onzekerheid ook nu weer erg groot is, kunnen we nog geen gebeurtenis aanwijzen die te vergelijken is met het faillissement van Lehman. De grote paniekreactie van toen zal dus hoogstwaarschijnlijk uitblijven.

Onzekere tijden

De mondiale economische groei zal dit jaar duidelijk zwakker zijn dan in 2010. Dit past in het langzame herstel dat wij door het financiële karakter van de economische recessie reeds voorzagen. Of de groeivertraging verwordt tot een nieuwe diepe recessie hangt grotendeels van de politieke leiders af, die de mogelijkheid hebben de onzekerheid en onrust te temperen of juist verder te voeden.

Tim Legierse
T.Legierse@rn.rabobank.nl