



Rabobank

# Economisch Kwartaalbericht

September 2012

*Kennis en Economisch Onderzoek*

# Inhoudsopgave

---

<b>Blik op de wereld</b>	<b>3</b>
Groeiverschillen blijven intact	
<b>Griekenland en de euro</b>	<b>7</b>
Argentijnse, Letse en Duitse lessen	
<b>Rente en valuta</b>	<b>11</b>
Woorden met impact	
<b>Nederland</b>	<b>17</b>
Op naar de verkiezingen	
<b>Eurozone</b>	<b>25</b>
Wie trekt de Europese kar?	
<b>Verenigd Koninkrijk</b>	<b>31</b>
Herstel in één woord: raadselachtig	
<b>Verenigde Staten</b>	<b>33</b>
Amerika op weg naar begrotingsklif	
<b>China</b>	<b>37</b>
Herstel laat nog op zich wachten	
<b>Japan</b>	<b>40</b>
Impuls wederopbouw zwakt af	
<b>Emerging markets monitor</b>	<b>42</b>
Groeivertraging ondanks actie	
<b>Economische kerngegevens</b>	<b>46</b>
<b>Colofon</b>	<b>47</b>

Kennis en Economisch Onderzoek staat ook op internet.  
Het adres is [www.rabobank.com/economie](http://www.rabobank.com/economie)

**Afsluitdatum: 31 augustus 2012**

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.

# Blik op de wereld

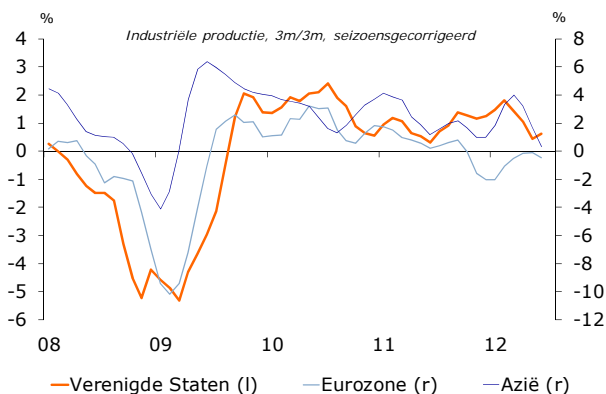
## Groeiverschillen blijven intact

In het tweede kwartaal van 2012 vertraagde de reële BBP-ontwikkeling in veel regio's ten opzichte van het eerste kwartaal. Bovendien wijzen sentiments-indicatoren vooralsnog niet op verbetering. Na een verwachte groei van het mondiale BBP-volume van 3¼% in 2012 voorzien wij voor volgend jaar slechts een beperkte versnelling tot 3¾%. Het zijn nog altijd de opkomende markten die relatief hard groeien en bovendien ruimte hebben om hun economieën te stimuleren. In de VS, Japan en met name Europa zal het herstel van de recessie in 2008/ 2009 buitengewoon traag blijven.

### Olievlek Europese schuldencrisis verspreidt zich

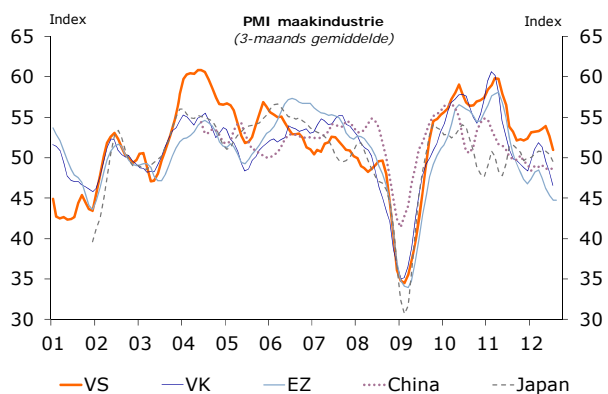
In het tweede kwartaal van het jaar werd het nog duidelijker dat de Europese schuldencrisis niet alleen de economie van de eurozone raakt. Zo heeft de euro-crisis, in combinatie met de wereldwijde groeivertraging, een negatief effect op de Amerikaanse aandelenmarkt en het consumenten- en producentenvertrouwen. De lagere groei van het reële Bruto Binnenlands Product (BBP) in de Verenigde Staten in het tweede kwartaal laat zien dat het herstel aan kracht verliest. Ook in het Verenigd Koninkrijk was sprake van een verslechtering in het tweede kwartaal, al kan de forse krimp van het BBP-volume deels worden toegeschreven aan tijdelijke factoren. De lagere vraag uit Europa en de VS heeft daarnaast gevolgen voor de exportgedreven Aziatische economieën. Mede door lagere exportgroei kenden zowel Japan als China een groeivertraging van hun reële BBP in het tweede kwartaal. Figuur 1 laat zien dat de industriële productie niet alleen in de eurozone, maar ook in de VS en de meeste Aziatische economieën een zwak tweede kwartaal kende. In Azië kwam de industriële productie voor het eerst sinds begin 2009 weer in de buurt van krimp op kwartaalbasis. De groeivertraging in de VS en Azië kaatste via een lagere groei van de wereldhandel terug naar de eurozone. De groei van de wereldhandel vertraagde van +0,8% k-o-k in het eerste kwartaal naar +0,3% in het tweede. Hoewel de krimp van het reële BBP in de eurozone in het tweede kwartaal minder heftig was dan verwacht, is duidelijk dat ook de eurozone zelf hinder ondervindt van de mondiale groeivertraging.

Figuur 1: Mondiale zwakte in industrie



Bron: CPB Wereldhandelsmonitor

Figuur 2: Wijdverspreide verzwakking sentiment



Bron: Reuters EcoWin

# Blik op de wereld

---

Sentimentsindicatoren laten zien dat een aantrekkende groei van de wereld-economie op korte termijn niet kan worden verwacht. Na de forse verslechtering van het sentiment van inkoopmanagers (PMI) in de eurozone in april is de vertrouwensindicator de afgelopen maanden gestabiliseerd. In de VS en het VK is het sentiment in de maakindustrie sindsdien echter behoorlijk bekoeld (figuur 2). Ook de verslechtering van de voorlopige Chinese PMI maakindustrie in augustus laat zien dat de groeivertraging in Azië een vervolg kan krijgen in het derde kwartaal.

## **Europa blijft druk met zichzelf**

In de hoop dat zij de Europese schuldencrisis het hoofd kan bieden, zijn veel ogen de komende tijd gericht op de Europese Centrale Bank (ECB). Hoewel de conditionele belofte van ECB-president Draghi –die impliceert dat de ECB perifere staatspapier zal kopen als een land financiële steun krijgt vanuit de Europese noodfondsen– de kans op effectieve financiële steun voor Spanje heeft vergroot, blijft het onzeker in welke mate dit de rust op de financiële markten kan doen wederkeren. Wel verwachten wij dat Europese beleidsmakers gaandeweg stappen blijven zetten waardoor een uitweg uit de crisis uiteindelijk dichterbij komt. Een herstel van het ernstig bekoelde consumenten- en producentenvertrouwen is daarbij op korte termijn echter niet erg waarschijnlijk. Hun terughoudendheid zal immers voorlopig gevoed blijven door onder andere de onzekerheid over financiële steun voor Spanje en Griekenland. Samen met het aanhoudende bezuinigingsklimaat resulteert dit naar verwachting in een verdere krimp van de binnenlandse bestedingen in de eurozone in de tweede helft van 2012.

In 2013 kan de totale structurele begrotingsinspanning van de eurozone iets afnemen ten opzichte van dit jaar. In combinatie met de verwachte groei van Duitsland en de afname van de BBP-krimp in veel perifere lidstaten zal dit volgend jaar waarschijnlijk resulteren in een terugkeer naar reële BBP-groei voor de eurozone als geheel. Een zeer gematigd herstel, en een groei die nog ver achterblijft bij het groeipotentieel, is echter het hoogst haalbare. Hierbij moet worden opgemerkt dat de schuldencrisis het voornaamste risico blijft voor neerwaartse afwijkingen van onze economische verwachtingen.

## **Beleidsmakers industrielanden hebben kruit al verschoten**

Gezien het naar verwachting zeer gematigde herstel in de eurozone ligt de bal voor stimulering van de mondiale economie voorlopig bij beleidsmakers in de rest van de wereld. Figuur 3 laat zien dat er een groot onderscheid bestaat tussen de monetaire beleidsruimte in de geïndustrialiseerde landen en die in de opkomende markten. Aangezien de meeste grote industrielanden daarnaast nauwelijks over budgettaire speelruimte beschikken, hebben zij de afgelopen jaren via onconventioneel monetair beleid getracht hun economieën te stimuleren. In het Verenigd Koninkrijk is onlangs een derde ronde van kwantitatieve

# Blik op de wereld

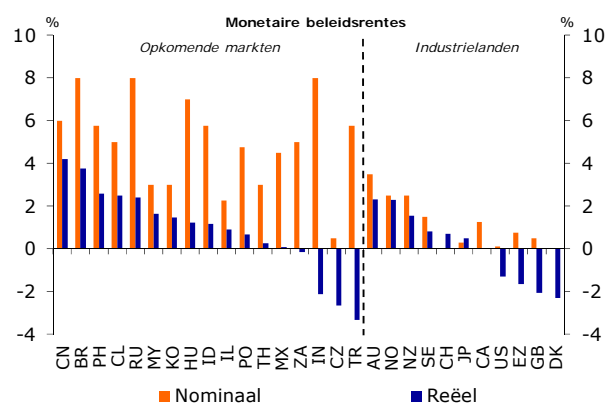
verruiming in combinatie met een uitgebreid financieringsprogramma voor banken aangekondigd en ook de Japanse Centrale Bank lijkt voorlopig haar stimulerende rol voort te willen zetten. Beleidsmakers in de Verenigde Staten kennen een extra uitdaging aangezien de negatieve budgettaire impuls van de begrotingsklif –bestaande uit aflopende belastingvoordelen en automatisch startende bezuinigingen- in het eerste kwartaal van 2013 tot economische krimp kan leiden. Hoewel wij verwachten dat deze negatieve budgettaire impuls deels zal worden voorkomen en daarnaast gedempt met meer onconventioneel monetair beleid, is het duidelijk dat er in de VS voorlopig geen ruimte bestaat voor begrotingsstimulering. Wij zijn *grosso modo* sceptisch over de mogelijkheden van de beleidsmakers in bovenstaande industrielanden om hun groeivoorzichten voor volgend jaar significant te verbeteren.

## Kunnen opkomende markten het tij keren?

Terwijl de meeste industrielanden hun conventionele monetaire beleid in navolging van de 2008/2009-crisis al hadden uitgeput, hebben veel centrale bankiers in andere delen van de wereld het afgelopen jaar dankbaar gebruik gemaakt van hun monetaire speelruimte. Sinds medio 2011 heeft de helft van 28 centrale banken wereldwijd hun beleidsrente verlaagd (figuur 4). Naast een aantal kleinere Westerse economieën was hier een grote rol weggelegd voor de opkomende markten. Een beperkt aantal overheden in opkomende economieën heeft daarnaast gekozen voor budgettaire stimulering.

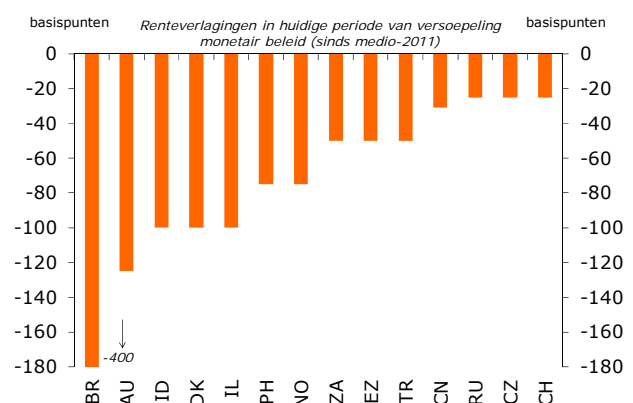
Zoals eerder beschreven, laten groeicijfers uit het tweede kwartaal en de meest recente voorlopende indicatoren echter zien dat het effect van deze stimulering beperkt is geweest. Dit komt enerzijds doordat dergelijke maatregelen pas met enige vertraging hun uitwerking hebben op de economische activiteit. Anderzijds lijkt de omvang van de stimulering tot op heden simpelweg te beperkt te zijn geweest. Hoewel wij verwachten dat beleidsmakers de komende tijd zullen doorgaan met het stimuleren van de groei, is het de vraag of dit genoeg zal zijn om de groei in de industrielanden significant te ondersteunen.

**Figuur 3: Waar zit de monetaire beleidsruimte?**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 4: Renteverlagingen sinds medio 2011**



Bron: Reuters EcoWin

# Blik op de wereld

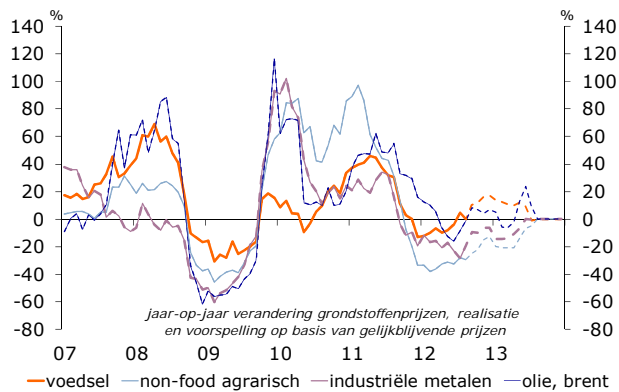
Allereerst blijft de groeistimulering in de opkomende wereld naar verwachting behoedzaam. Ondanks de zwakkere groei in de afgelopen maanden lopen veel economieën in deze regio's nog altijd relatief snel tegen de grenzen van hun pro-

ductiecapaciteit aan. Van een absolute groei-toename vergelijkbaar met het herstel na de 2008/2009-crisis zal daarom geen sprake zijn. Met de oververhitting na de beleidsstimulering als reactie op deze crisis nog vers in het geheugen, zal de stimulering slechts geleidelijk worden ingezet. Hoewel de inflatie in veel landen de afgelopen tijd is gedaald, is de recente snelle stijging van voedsel- en energieprijzen een extra bron van zorg (figuur 5). Het aandeel van voedsel in de totale bestedingen van huishoudens in veel opkomende markten is immers relatief groot. Daarnaast zou de Europese schulden crisis -paradoxaal genoeg- voor landen een reden kunnen zijn om slechts behoedzaam te stimuleren. Mocht

de crisis verder escaleren, dan functioneert beleidsruimte immers als een goede verzekering. Zoals beschreven in het hoofdstuk over opkomende markten elders in dit Kwartaalbericht, zorgt de beperkte werking van transmissiemechanismen ervoor dat de voorzichtige monetaire stimulering op zijn best met een vertraging zal doorwerken in de reële economie.

Concluderend kan men stellen dat een aantal opkomende markten, dankzij de verwachte stimulering, volgend jaar iets harder kan groeien dan dit jaar. Aangezien dit slechts zal leiden tot een beperkte ondersteuning van de wereldhandelsgroei, zal de zwakke groei van de binnenlandse vraag in de meeste industrielanden slechts mondjesmaat worden ondersteund met groei van de netto export. Van de geïndustrialiseerde wereld zal naar verwachting alleen de eurozone volgend jaar in staat zijn harder te groeien dan dit jaar. Per saldo zal de nog altijd magere groei van de wereldeconomie volgend jaar dus slechts zeer bescheiden kunnen versnellen. Bovendien blijft het beeld van relatief hoge groei in de opkomende wereld en aanhoudende zwakte in de geïndustrialiseerde wereld voorlopig realiteit.

**Figuur 5: Prijsontwikkeling grondstoffen**



Bron: Reuters EcoWin

Michiel Verduijn  
M.P.Verduijn@rn.rabobank.nl

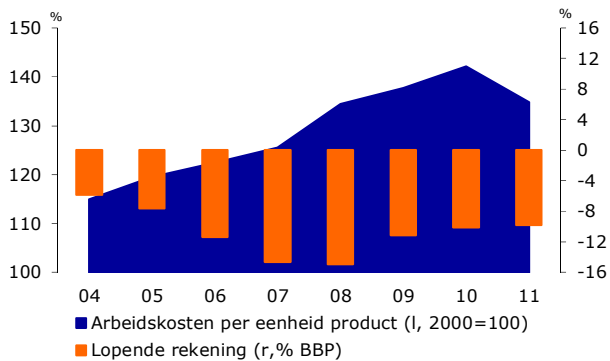
# Griekenland en de euro

## Argentijnse, Letse en Duitse lessen

*De laatste tijd wordt veel gesproken over een mogelijke uittreding van Griekenland uit de eurozone. Volgens voorstanders is uittreding een manier om het Griekse concurrentievermogen te herstellen. Tegenstanders stellen dat dit ook*

*binnen de eurozone mogelijk is. Aan de hand van ervaringen die zijn opgedaan in Argentinië, Letland en Oost-Duitsland illustreren wij welke opties er zijn. Er zijn geen eenvoudige manieren waarop de Griekse concurrentiepositie kan worden verbeterd. Uittreding leidt tot grote risico's en onzekerheden. Wil het land binnen de eurozone blijven, dan biedt een combinatie van interne devaluatie, een verdere schuldherstructurering en meer politieke integratie het meeste perspectief.*

**Figuur 1: Concurrentiepositie Griekenland slecht**



Bron: EIU

Sinds de invoering van de euro verslechterde de concurrentiepositie van Griekenland sterk en groeide het tekort op de lopende rekening fors. Hiermee samenhangend liepen de Griekse overheidsfinanciën uit de hand. Om de overheidsfinanciën houdbaar te maken en de afhankelijkheid van buitenlands kapitaal te reduceren, is een verbetering van het Griekse (prijs)concurrentievermogen zeer gewenst. Ondanks enige vooruitgang heeft Griekenland op dit vlak echter nog een lange weg te gaan. Hieronder geven wij weer hoe andere landen die met min of meer vergelijkbare problemen kampten, deze hebben opgelost.

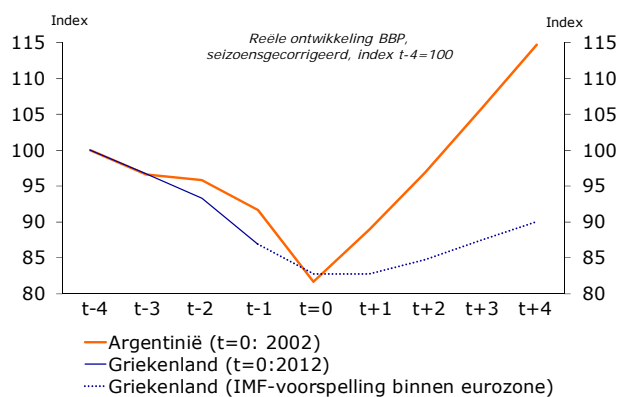
### **Argentinië: uittreding uit de eurozone**

De economische positie van Argentinië in 2001 lijkt sterk op die van Griekenland nu. Door de invoering van de vaste één-op-één koppeling van de peso aan de dollar begin jaren negentig kan Argentinië op dat moment -net als Griekenland sinds de invoering van de euro- geen eigen monetair en wisselkoersbeleid meer voeren. Dit wordt een probleem wanneer de concurrentiepositie eind jaren negentig verslechtert door de sterke depreciatie van de Braziliaanse *real* en de appreciatie van de dollar. Buitenlandse beleggers, die in de voorgaande jaren veel uitleenden aan Argentinië en zo een oplopend tekort op de lopende rekening financierden, raken hun vertrouwen kwijt en de instroom van kapitaal stopt. Argentinië klopt aan bij het IMF en gaat bezuinigen. Wanneer de overheid hard snijdt, leidt dit echter juist tot minder vertrouwen en komt het land in een vicieuze cirkel van bezuinigingen en economische krimp terecht. De rigide arbeidsmarkt beperkt daarbij de mogelijkheid tot nominale loondalingen die Argentinië weer concurrerend zou kunnen maken. Vanaf 1999 krimpt de economie onafgebroken. Eind 2001 loopt de situatie totaal uit de hand en kondigt de overheid het tot dan toe grootste staatsbankroet ooit af. Begin 2002 laat zij de koppeling van de peso aan de dollar los en is de Argentijnse munt al snel minder

# Griekenland en de euro

dan een derde van een dollar waard. Veel buitenlandse importproducten worden onbetaalbaar, terwijl de concurrentiepositie van binnenlandse producenten juist verbetert. Nadat de economie in het eerste kwartaal van 2002 nog verder

**Figuur 2: BBP-ontwikkeling in Argentinië en Griekenland**



Bron: Reuters EcoWin, IMF

krimpt, stabiliseert de economie in de daaropvolgende kwartalen, gevolgd door sterke groei in 2003 en de daaropvolgende jaren (zie figuur 2). In het begin profiteren vooral bedrijven die voor de binnenlandse markt produceren. De werkloosheid daalt gestaag. Het tekort op de lopende rekening slaat om in een fors overschot.

Het Argentijnse succes maakt een Griekse euro-exit wellicht aantrekkelijk. Een uittreding zou de Griekse (prijs)concurrentiepositie in één klap kunnen herstellen. We verwachten echter dat de risico's en de negatieve gevolgen van een uittreding uit de eurozone veel groter zullen zijn dan in Argentinië destijds. Allereerst

ontstaat er namelijk een enorme chaos doordat Griekenland een nieuwe munt moet invoeren. Daarnaast houdt de Griekse overheid, ook nadat zij al haar schulden eenzijdig zou afstempelen, een begrotingstekort. De overheid moet dan dus ofwel nog meer pijnlijke bezuinigingen doorvoeren, of de Griekse centrale bank moet de tekorten monetair financieren, wat onvermijdelijk slecht uitpakt voor het vertrouwen in de nieuwe munt. Daarnaast is de omvang van de financiële sector veel groter dan die in Argentinië destijds, waardoor het lastig en kostbaar wordt deze sector overeind te houden na de voor de sector waarschijnlijk zeer schadelijke uittreding. Ook is het te verwachten dat het toerisme, de voornaamste Griekse exportindustrie, sterker lijdt onder de chaos die gepaard gaat bij een uittreding dan de agrarische sector, de belangrijkste Argentijnse exportsector, destijds in Argentinië. Uittreding is hiermee een grote sprong in het duister.

## Letland: interne devaluatie

Ook de ervaringen van Letland van de afgelopen jaren worden regelmatig aangehaald als voorbeeld voor Griekenland. In de jaren voorafgaand aan de Grote Recessie stroomt veel buitenlands kapitaal Letland in. De kredietverlening groeit snel en de prijsconcurrentiepositie verzwakt aanzienlijk, resulterend in een tekort op de lopende rekening van 24%-BBP in 2007. De Letse munt is gekoppeld aan de euro en in tegenstelling tot Argentinië besluit de overheid de koppeling niet te verbreken, mede daar een groot deel van de schuld in euro's is gedomineerd en het land toe wil treden tot de eurozone. In plaats hiervan kiest men voor een beleid van interne devaluatie: door de lonen en prijzen te verlagen, moet het land zijn concurrentiepositie verbeteren.



# Griekenland en de euro

---

De overheid implementeert daarbij een hard bezuinigingsprogramma. Inmiddels is de concurrentiepositie van Letland inderdaad verbeterd. Zo dalen de arbeidskosten per eenheid product tussen 2008 en 2010 met 16,1% en slaat het tekort op de lopende rekening van 16,9% om in een overschot van 2,5%. De verbetering van de lopende rekening is echter wel voor een belangrijk deel het gevolg van de enorme importdaling die plaatsvindt door de sterke krimp van de economie. Het BBP krimpt in 2009 met 17,7%, nadat het al met 3,3% is gedaald in 2008. De werkloosheid stijgt daarbij snel van 7,5% in 2008 tot 18,4% in 2010. Interne devaluatie gaat voor Letland dus gepaard met veel pijn.

Een aantal factoren maakt interne devaluatie in Letland gemakkelijker dan in Griekenland. Zo is de Letse bevolking door de ineenstorting van de Sovjet-Unie en de transitie naar een markteconomie al gewend geraakt aan pijnlijke hervormingen. Ook is de Letse arbeidsmarkt, in tegenstelling tot de Griekse, flexibel en is de economie relatief open, wat een aanpassing door interne devaluatie vergemakkelijkt. Verder is Letland ook in het voordeel doordat het land voor de crisis een snelle stijging van het BBP kende en de staatsschuld laag was. Ook is er een sterke politieke consensus, mede doordat het land de euro wilde invoeren en interne devaluatie daarvoor noodzakelijk leek. Al deze factoren ontbreken of zijn in veel mindere mate aanwezig in Griekenland, wat de kans op succes van het Letse medicijn voor de Griekse economie sterk verkleint.

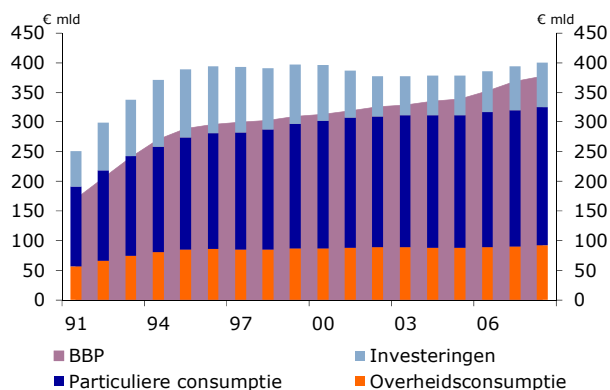
## **Oost-Duitsland: transferunie en structurele hervormingen**

De ervaringen van Oost-Duitsland na de Duitse eenwording vormen een derde inspiratiebron voor Griekenland. Na de eenwording kampt ook Oost-Duitsland met een slechte concurrentiepositie. Hoewel de arbeidsproductiviteit in Oost-Duitsland veel lager is dan die in West-Duitsland, wordt de Ost-Mark bij de eenwording tegen een hoge wisselkoers omgezet in de D-Mark. Hierdoor komen de arbeidskosten per product van het sterk verouderde Oost-Duitse bedrijfsleven ver boven die van het West-Duitse bedrijfsleven te liggen. Interne devaluatie door een daling van de lonen is echter onmogelijk, aangezien vakbonden en politici het loonverschil tussen Oost en West zeer beperkt houden. In plaats van een snelle neerwaartse aanpassing van de lonen worden maatregelen genomen die de productiviteit van de economie moeten vergroten. Zo wordt de economie geherstructureerd en geprivatiseerd en wordt er veel geïnvesteerd in infrastructuur. Verder vindt er een omvangrijke migratie plaats van Oost naar West. In de tussentijd zijn grootschalige transfers van West naar Oost nodig. In 1991 heeft Oost-Duitsland een tekort op de lopende rekening van 47%-BBP (zie figuur 3) en bedragen de overdrachten vanuit het Westen ongeveer 35%-BBP (beide cijfers zijn met inbegrip van Berlijn). Ruim twee decennia later is de concurrentiepositie van Oost-Duitsland sterk verbeterd. Waar de arbeidskosten aanvankelijk veel hoger zijn dan in West-Duitsland, dalen zij sterk en vanaf ongeveer 2000 wordt Oost-Duitsland zelfs goedkoper dan West-Duitsland.

# Griekenland en de euro

In de eerste jaren na de eenwording groeit de Oost-Duitse economie snel en vindt er een snelle convergentie plaats van het inkomen per capita. Het convergentietempo daalt echter sterk na 1996. Verder blijft Oost-Duitsland afhankelijk:

**Figuur 3: Economie oostelijk deelstaten (in EUR mld)**



Bron: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen der Länder

zo is het tekort op de lopende rekening in 2008 nog steeds 7%-BBP en bedragen de jaarlijkse overdrachten ongeveer 20%-BBP. Volgens schattingen heeft de Duitse eenwording tot nu toe € 1300 tot € 1600 miljard gekost. Doordat de tekorten in Griekenland minder hoog zijn dan in Oost-Duitsland en de omvang van de economie van Griekenland ten opzichte van de rest van de eurozone veel geringer is dan die van Oost-Duitsland ten opzichte van West-Duitsland in 1991, zullen de kosten in het geval van Griekenland relatief minder hoog zijn.

Tegelijkertijd zijn er voor een dergelijk scenario niet alleen grootschalige overdrachten en solidariteit, maar ook heel veel geduld nodig.

Daar de kans groot is dat er een zekere mate van permanente afhankelijkheid ontstaat en de verstrekkers van overdrachten hoe dan ook controle zullen willen uitoefenen op de besteding is daarnaast ook zeer vergaande integratie noodzakelijk.

## Conclusie

Eenvoudige manieren om de Griekse prijsconcurrentiepositie te verbeteren zijn er niet. Het Argentijnse scenario van uittreding uit de eurozone zou deze positie weliswaar kunnen verbeteren, maar gaat gepaard met zeer grote risico's en onzekerheden. Een verbetering realiseren binnen de eurozone á la Letland lijkt bijzonder pijnlijk voor de Griekse economie en burgers, wat de kans op succes verkleint. Het politieke draagvlak om het Oost-Duitse voorbeeld van een transferunie te volgen, lijkt afwezig. Het meest haalbaar lijkt een tussenweg in de vorm van een interne devaluatie ('Letland') in combinatie met een verdere herstructurering van de Griekse schuldenlast en verdergaande politieke integratie ('Oost-Duitsland'). Ten slotte hangt het succes van een verbetering van de Griekse concurrentiepositie ook af van het beleid dat andere landen voeren. Zo zouden hogere bestedingen en een iets hoger inflatiecijfer in de Noordelijke eurozone-landen het voor Griekenland gemakkelijker kunnen maken om de relatieve prijzen aan te passen.

Herwin Loman  
H.Loman@rn.rabobank.nl

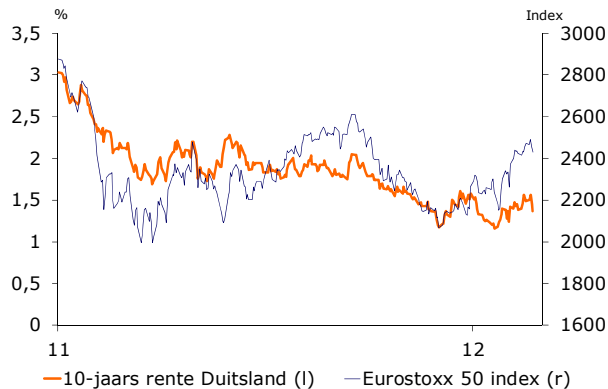
# Rente en valuta

## Woorden met impact

*“De ECB zal er alles aan doen om de euro te bewaren – en geloof me, dat zal genoeg zijn.” Dat deze woorden, op 26 juli in Londen gesproken door ECB-president Mario Draghi, zo’n blijvende impact op de obligatiemarkten zouden hebben,*

*heeft zelfs de optimisten verrast. Het sentiment op de financiële markten is sindsdien immers zichtbaar verbeterd en de rentes op Spaans en Italiaanse obligaties zijn gedaald. Maar nog altijd blijven veel vragen onbeantwoord. Met als hamvraag natuurlijk of de ECB haar woorden uiteindelijk ook in daden zal omzetten. Ook wij zijn iets positiever geworden. Als Draghi zijn woorden waarmaakt, dan ligt het dieptepunt in het sentiment waarschijnlijk achter ons. Maar kijken we naar het politieke speelveld in Europa, dan moeten we constateren dat er nog voldoende mogelijkheden zijn voor nieuwe teleurstellingen. Gecoördineerde actie door alle kernspelers, ieder vanuit hun eigen kracht en mandaat, blijft cruciaal voor een houdbare oplossing.*

**Figuur 1: Voorzichtige verbetering sentiment**



Bron: Macrobond

### Marktsentiment draait heel voorzichtig ten goede

De financiële markten hebben in de afgelopen maanden forse bewegingen laten zien. Sinds eind mei is de Eurostoxx 50 index van grote Europese bedrijven met zo’n 14% gestegen. Het rendement op 5-jaars Spaans staatspapier, dat eind mei op 6% stond, bereikte op 24 juli nog een piek van boven de 7,5%, om vervolgens te zakken tot net boven de 5% eind augustus. Het rendement op 10-jaars Duits staatspapier bewoog zich in de afgelopen vier maanden in een bandbreedte van tussen de 1,15% en 1,60%. Eind augustus stond de graadmeter op 1,35%. Dat is nog altijd laag en is een teken dat de vraag naar dit papier robuust is ondanks de lage rendementen. De slechte liquiditeitsituatie in de markten –versterkt door de vakantieperiode– heeft de impact van nieuwsfeiten uitvergroot.

Toch zien we onderliggend een voorzichtige verbetering van het sentiment. Dat komt vooral omdat er sprake lijkt te zijn van een omslag in het denken bij veel Europese beleidsmakers. Keken zij eerder dit jaar nog vooral hoopvol naar de liquiditeitsmaatregelen van de ECB, de scherpe marktbevingen in de markt voor perifere obligaties in het tweede kwartaal hebben aangetoond dat het liquiditeitswapen van de ECB alleen niet volstaat om de schulden crisis te bezweren. In zekere zin verergert het de problemen doordat het de wederzijdse afhankelijkheid tussen perifere banken en hun overheden alleen maar heeft versterkt. Steeds meer erkennen beleidsmakers dat een diepere economische integratie en daarbij behorende begrotingsunie de enige uitweg is, simpelweg omdat een ontrafeling van de monetaire unie een ongekende schokgolf zou ontketenen.

# Rente en valuta

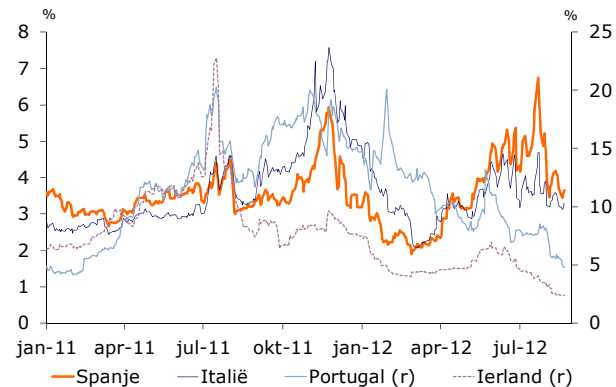
## Niet alleen maar bezuinigen

De eerste aanwijzing voor een verschuiving in het denken tekende zich eerder dit jaar al af. De roep om het bezuinigingstempo verder op te schroeven is

langzaam maar zeker verstomd. Er lijkt nu consensus dat teveel bezuinigen averechts kan werken. De Italiaanse premier Mario Monti en de nieuwe Franse president François Hollande hebben hierin een sleutelrol gespeeld. Bovendien staat de Duitse bondskanselier, Angela Merkel, steeds meer onder druk van zowel de binnenlandse oppositie als haar Europese partners om haar harde beleidskoers te wijzigen. Daar moet bij worden gezegd dat organisaties zoals het IMF en ook bijvoorbeeld de Verenigde Staten, steeds kritischer zijn geworden op de tot nu toe gevolgde strategie door de eurolanden. De vertraging van de groei van de wereldeconomie is immers deels

het gevolg van de Europese crisis. Bovenop de directe pijn van de bezuinigen is het vertrouwensverlies gekomen als gevolg van de halfslachtige aanpak van de eurocrisis tot nu toe.

**Figuur 2: Rendement op 2-jaars staatspapier**



Bron: Macrobond

## Eurotop van juni al concreter

De tweede en al meer concrete aanwijzing voor een verandering in het denken was de uitkomst van de minitop van eurozonelidstaten die plaatsvond op 28-29 juni. Daarin kwamen zij onder andere overeen om het voor de noodfondsen (EFSF en ESM) mogelijk te maken op markten te kunnen ingrijpen met steun-aankopen. Helemaal nieuw was dat idee nadrukkelijk niet, maar er leek gezien de uitspraken van de diverse officials wel een verbeterde grondhouding ten aanzien van het gezamenlijk dragen van schulden. Ook werd het steunpakket (ter waarde van maximaal € 100 mld) voor de Spaanse banken goedgekeurd, zonder dat Spanje onder scherpe curatele komt zoals buurland Portugal. Daarnaast werd de toezegging gedaan dat de kredietrisico's van dit steunpakket uiteindelijk bij het ESM noodfonds komen te liggen, zodra er sprake is van een bankenunie in de eurozone. Jammer is wel dat na deze top het gebakkelei over de interpretatie van de gemaakte afspraken weer de boventoon voerde waardoor de markten zo beweeglijk blijven.

## Draghi gooit knuppel in hoenderhok

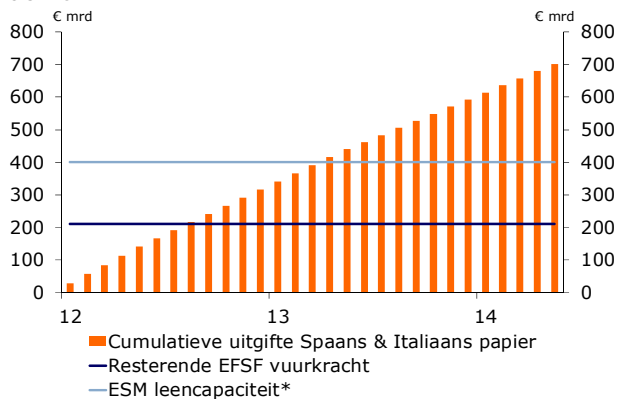
De derde aanwijzing kwam vanuit de ECB. Op 26 juli zei president Mario Draghi in een speech dat de ECB er alles aan zal doen om de euro in stand te houden en dat hij zeker wist dat dat genoeg zou zijn. Hij verwees naar de (te hoge) rentes die sommige eurozonelidstaten moeten betalen en dat was een duidelijke hint dat de ECB het opkoopprogramma voor obligaties nieuw leven wil inblazen.

# Rente en valuta

## Geen concreet plan

Zoals te verwachten was, reageerden de markten verrukt op de suggestieve woorden en de rendementen op Spaans en Italiaans papier daalden fors. Toen

**Figuur 3: Spanje en Italië: daar ligt een rol voor de ECB**



Bron: Rabobank

\*) veronderstelt dat 100 mld aan kosten voor Spaanse banken en Cyprus uit ESM komt

een week later tijdens de maandelijkse persconferentie van de ECB daden uitbleven, reageerden de markten in eerste instantie teleurgesteld. De Beleidsraad kwam met de mededeling dat zij bereid is om kortlopend overheidspapier te kopen van perifere landen, mits zij zich eerst bij het EFSF/ESM hebben gemeld voor financiële ondersteuning. Ook gaf Draghi aan dat de ECB eerst zelf nog goed wil nadenken over de precieze vorm van haar aanbod en welke voorwaarden zij hieraan zal verbinden. Op veel vragen zal de ECB in de komende tijd dus nog antwoord moeten geven.

## Gebaar ECB is potentieel groot

Toch overheerste in de weken na de persconferentie het idee dat de ECB wel degelijk een

draai in haar denken heeft gemaakt – potentieel zelfs een zeer scherpe. Want dat het opkoopprogramma al een tijdje in de ijskast stond, was niet zonder reden. De effectiviteit van het programma is teleurstellend geweest vanwege drie factoren. De eerste is dat de ECB nooit de bereidheid heeft getoond om een oneindige hoeveelheid papier op te willen kopen. De tweede was dat het politieke hefboomeffect onvoldoende werkte omdat er 'conditionaliteit' ontbrak. De derde reden is van meer recente aard. Doordat de ECB niet heeft meegedaan in de Griekse schuldstructurering, heeft zij zich *de facto* een 'senioriteitsstatus' aangemeten. Dit heeft het vertrouwen bij private beleggers in het Griekse papier alleen maar verder aangetast omdat hierdoor de potentiële verliezen voor de niet-officiële houders bij een herstructurering juist toenemen.

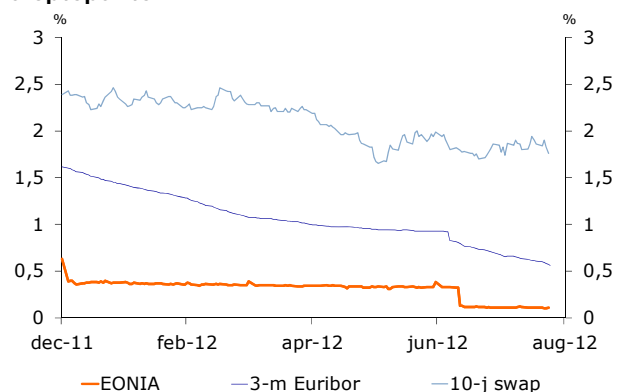
In onze ogen moeten al deze bezwaren worden weggenomen voor een nieuw succesvol opkoopprogramma. De noodfondsen hebben een te beperkte vuurkracht om de rentes op perifere papier met behulp van aankopen in de primaire markt te stabiliseren (zie figuur 3). Cruciaal is dus dat er sprake moet zijn van een (liefst expliciet) commitment van de ECB om de rendementen op het staatspapier te limiteren of binnen een bepaalde bandbreedte te houden. En dat vereist potentieel ongelimiteerde aankopen. Dat is waarschijnlijk ook waar de Spaanse premier Rajoy naar op zoek is, voordat hij naar de eurozonepartners stapt voor financiële ondersteuning. Rajoy moet immers aan het Spaanse volk kunnen uitleggen dat hij zo'n knieval doet omdat het gegarandeerd tot lagere rentekosten zal leiden. De Spaanse premier verwacht mogelijk ook van de eurozonepartners dat zij geen noemenswaardige extra bezuinigings- en hervormingsmaatregelen zullen eisen.

# Rente en valuta

## Komende maanden kunnen bepalend gaan worden

De komende maanden, in het bijzonder september en oktober, kunnen wel eens bepalend gaan worden voor het vervolg van de schuldencrisis. De financiële

**Figuur 4: Geldmarkttarieven naar nieuwe dieptepunten**



Bron: Macrobond

markten verwachten op zijn minst dat de ECB met concrete voorstellen komt om de obligatierentes van de perifere lidstaten te stabiliseren. Daarnaast is een flankerend pakket aan rente- en liquiditeitsmaatregelen zeker niet uitgesloten, alhoewel wij verwachten dat de ECB hier minder haast mee zal hebben.

Duidelijk is wel dat de economie voorlopig flinke tegenwind heeft. Daar staat tegenover dat de hogere prijzen voor agrarische grondstoffen op de wereldmarkten in de komende tijd voor opwaartse effecten op de inflatie kunnen gaan zorgen. Voorsnog denken wij dat de ECB hier flexibel mee om zal gaan, maar het zou een belemmering kunnen vormen voor een eventuele verdere renteverlaging. Zeker voor de

bereidheid bij de ECB om de rente op haar depositofaciliteit negatief te maken. Wij gaan er wel vanuit dat de Beleidsraad de herfinancieringsrente in september of oktober met 25bp zal verlagen. Er zijn echter nog vele factoren die de komende maanden roet in het eten kunnen gooien. Zo komt het Duitse Constitutionele Hof op 12 september met een advies over het ESM Verdrag, dat mede bepaalt of Duitsland dit verdrag in zijn huidige vorm zal goedkeuren. Als de invoering verdere vertraging oploopt, kan dat ook de ECB in de wielen rijden. Daarnaast blijft de situatie in Griekenland zeer onzeker. De verwachting is dat de Trojka pas begin oktober met een definitief rapport komt over de financiële toestand. Als blijkt dat er toch weer (veel) meer geld in moet worden gepompt, zal het 'Grexit'-scenario ongetwijfeld weer in de mond worden genomen.

## Swaprentes nog altijd dicht bij historische dieptepunten

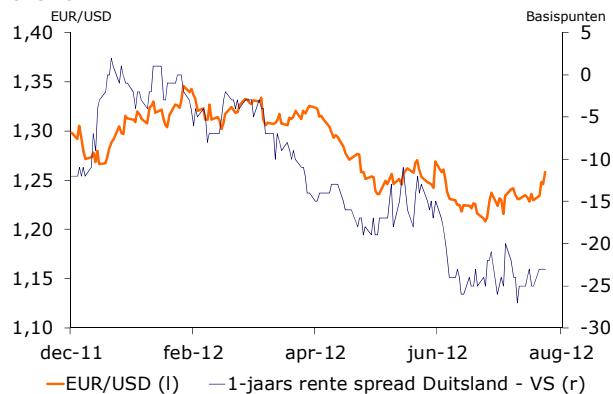
De Euribor-tarieven en korte swaprentes zijn in de afgelopen maanden verder gedaald, geholpen door de renteverlaging door de ECB in juni. De lange rentes hebben zich in de afgelopen maanden geconsolideerd op lage niveaus. De 10-jaars swaprente, bijvoorbeeld, staat nu zo'n 10 basispunten boven haar historische dieptepunt van 1,65%. Dat geeft aan dat de markt er nog niet erg van overtuigd is dat een 'structurele oplossing' van de crisis echt binnen handbereik is. Maar als de ECB daadwerkelijk bereid is verder te gaan dan zij ooit heeft gedaan en premier Rajoy overstag gaat, dan zouden we weleens zeer snel moeten constateren dat de swaprentes in de zomer van 2012 toch wel heel erg laag waren. Timing blijft ongelooflijk lastig, maar wij houden vast aan onze mening dat de lange swaptarieven op een termijn van zes tot twaalf maanden aanzienlijk hoger zullen liggen.

# Rente en valuta

## Beleid van ECB en Fed zouden elkaar kunnen gaan versterken

September belooft ook een zeer interessante maand te gaan worden voor de euro. Dreigde het EUR/USD valutapaar in de tweede helft van juli nog door de

**Figuur 5: EUR/USD heeft niet door 1,20 weten te breken**



Bron: Macrobond

grens van 1,20 te zakken, inmiddels heeft het de wind in de zeilen gekregen door de hoop dat –met hulp van de ECB– een houdbare oplossing voor de schuldencrisis binnen handbereik is. Eind augustus kwamen daar ook nog eens de notulen bij van de laatste beleidsvergadering van de Fed. Hierin zagen de markten duidelijke aanwijzingen dat de Fed haar vinger dichterbij de vuurknop heeft dan eerder aangenomen. Hoewel de economische cijfers in de VS in de afgelopen weken per saldo positief hebben verrast, overheerst het idee dat de Amerikaanse economie hoe dan ook voor het eind van het jaar een extra duwtje nodig zal hebben vanuit de monetaire hoek. Beleidsinertie in het Amerikaanse Congres zal namelijk

leiden tot een forse economische krimp in de eerste helft van 2013, zo is de algemene verwachting. Deze zal het gevolg zijn van de zogenaamde 'fiscal cliff', die wordt veroorzaakt door het ingaan van automatische bezuinigingen. Of de Fed al in september met concrete maatregelen komt, zal deels afhangen van de cijfers. Maar evengoed lijkt het signaal van bereidheid hiertoe steeds sterker te worden. Dit is een negatieve factor voor de dollar.

## Dipje in euro nog altijd mogelijk

Dezelfde redenering geldt niet voor de euro. Ook de ECB lijkt immers voornemens om met beleidsverruimende maatregelen te komen, wat normaal gesproken tot een zwakkere munt zou moeten leiden. Maar het ligt voor de hand dat de nadruk bij de ECB vooral op het aankoopprogramma voor perifere staatspapier komt te liggen. Het resultaat hiervan zijn waarschijnlijk lagere niveaus voor de rente op Spaans en Italiaans papier, maar hogere voor die van de kernlanden en voor de swaprentes. Bovendien zal een houdbare oplossing van de schuldencrisis een aanjager zijn van het algemene marktsentiment, wat de dollar verder zou kunnen benadelen. Kortom, concrete actie van de ECB zal eerder leiden tot een versterking van de euro tegenover de dollar. Onze verwachting blijft dan ook dat de euro op een termijn van 6 tot 12 maanden een duidelijk opwaartse beweging zal maken. Op korte termijn houden wij nog altijd rekening met een dipje, maar het niveau van 1,20 lijkt een robuuste ondergrens te zijn geworden.

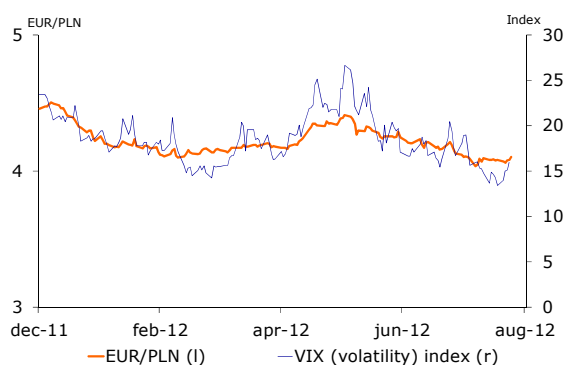
## Britse pond heeft eindelijk last van economische tegenwind

Het Britse pond heeft de stijgende lijn tegenover de euro tot ongeveer eind juli weten voort te zetten en het EUR/GBP valutapaar kwam zelfs even onder de

# Rente en valuta

0,78. De appreciatie werd lange tijd veroorzaakt door de toenemende problemen in de eurozone en later (mei-juli) door de renteverlagingen van de ECB. In afgelopen weken lijkt de rek er een beetje uit te zijn en zagen we het pond corrigeren en het valutapaar boven de 0,79 uitkomen.

**Figuur 6: Marktsentiment bepaalt EUR/PLN**



Bron: Macrobond

De verzwakking komt vooral door tegenvallende macro-economische cijfers. Zo kwam de krimp in het tweede kwartaal (k-o-k) uit op 0,7% (later bijgesteld naar 0,5%), waar op een krimp van 0,2% was gerekend. Kredietbeoordelaar Moody's stelde de prognose voor de economische groei in het VK vervolgens omhoog bij. Meer slecht nieuws kwam van de inkoopmanagersindex voor de industrie die op de grootste krimp in drie jaar tijd wees. Wij verwachten dat het Britse pond de komende maanden rond het huidige niveau blijft schommelen. Aan de ene kant zal het pond kunnen profiteren van de nog altijd onzekere toestand in de eurozone, maar aan de andere kant zijn

de macrocijfers op dit moment zwak. Dat kan de Bank of England er alsnog toe aanzetten om de rente te verlagen – iets waarop in de notulen van de beleidsvergadering van juli werd gezinspeeld. In augustus suggereerde BoE-gouverneur Mervyn King echter dat het aankoopprogramma van staatsobligaties wat hem betreft de voorkeur blijft houden. Op de langere termijn denken wij dat het pond verder zal verzwakken wanneer de situatie in de eurozone stabiliseert of zelfs verbetert. Onze doelwaarde voor EUR/GBP over twaalf maanden staat op 0,82.

## Poolse zloty gedijt goed in positief marktsentiment

Terwijl het Britse pond zich voornamelijk meer als een 'vluchthavenmunt' heeft gedragen, is het koersverloop van de Poolse zloty juist een procyclische maatgever voor het sentiment op de financiële markten. De zomermaanden waren goed voor de aandelenbeurzen. Dat was een reden waarom de Poolse munteenheid gedurende deze periode een stuk sterker is geworden tegenover de euro, waarbij de relatief hoge rente in Polen ook nog eens in het voordeel van de munt werkte. Tegelijkertijd werd deze beweging versterkt doordat de euro een nieuwe fundingvaluta lijkt te zijn geworden voor 'carry trades', nu de ECB haar depositotarief tot het nulpunt heeft laten zakken. Hiermee verdwijnen de relatief sterke Poolse economische prestaties wat naar de achtergrond. Jaar-op-jaar groeide de Poolse economie in het eerste kwartaal met 3,5%. Ondertussen blijft de inflatie met 4,0% hoog en boven de bandbreedte van de centrale bank, die op 1,5% tot 3,5% ligt. In mei werd de beleidsrente verhoogd van 4,5% naar 4,75% om deze inflatie tegen te gaan. Hierdoor zal de beweeglijkheid van het EUR/PLN valutapaar in de toekomst waarschijnlijk toenemen, omdat het hogere renteverskil met de eurozone een basis voor speculatie vormt.

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



# Nederland

## Op naar de verkiezingen

*De Nederlandse economie heeft zich nog niet uit het moeras omhoog weten te tillen en kampt met oplopende werkloosheid, krimpende consumptie, dalende huizenprijzen en een gebrek aan investeringen door bedrijven. De komende*

*maanden zijn in meer opzichten bepalend.*

*Niet alleen is er de voortdurende onzekerheid*

*rondom de Europese schulden crisis, ook bin-*

*nen Nederland zullen de aanstaande verkie-*

*zingen en de daaropvolgende coalitie-onder-*

*handelingen bepalend voor het beleid de*

*komende jaren. Het herstel van de economie*

*zal naar verwachting de komende kwartalen*

*moeizaam verlopen, waarbij er de nodige*

*neerwaartse risico's zijn door mogelijke*

*nieuwe wendingen in de Europese schulden-*

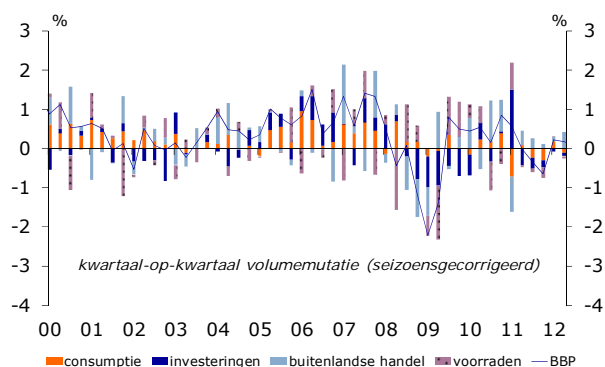
*crisis. Ons basisscenario is dat de Nederlandse*

*economie in 2012 met ½% krimpt. In 2013*

*groeit het volume van de economie weer licht,*

*naar verwachting met ½%.*

**Figuur 1: Economie groeit voorzichtig**



Bron: CBS

De omvang van de Nederlandse economie groeide in het tweede kwartaal met 0,2% ten opzichte van het eerste kwartaal van 2012. Dit is het tweede kwartaal groei op rij; in het eerste kwartaal bedroeg het groeivolume na een forse bijstelling van de voorlopige cijfers ook 0,2% dankzij een onverwacht sterke groei van de overheidsbestedingen.

Ondanks de twee kwartalen groei zijn de vooruitzichten nog niet al te rooskleurig. De wereldhandel noteerde in mei weliswaar een flinke groei (2,5%), maar in juni alweer een krimp van 1,4%. Er is dus nog geen sprake van een robuuste groei van de wereldhandel over meer maanden. Het volume van de uitvoer nam in het tweede kwartaal met 2,1% toe ten opzichte van een kwartaal eerder. Ook het invoervolume steeg, maar de groei was met 1,8% wel minder sterk dan die van het uitvoervolume. De buitenlandse handel leverde in het tweede kwartaal per saldo dan ook een positieve bijdrage aan de economische groei (figuur 1). De binnenlandse dynamiek is echter nog wel zwak, omdat de consument de hand op de knip houdt en bedrijven terughoudend zijn met investeren. Het volume van de particuliere consumptie kromp in het tweede kwartaal met 0,3% ten opzichte van de eerste drie maanden van 2012. Het investeringsvolume nam met 0,1% af ten opzichte van een kwartaal eerder.

### Buitenlandse handel bepalend

Nederland is traditioneel sterk afhankelijk van de uitvoer van goederen en diensten naar het buitenland. De handel met het buitenland was sinds 2010 de belangrijkste stuwende kracht achter het economische herstel. In de eerste zes maanden van 2012 werd er voor ruim € 215 miljard aan goederen aan het bui-

# Nederland

---

tenland verkocht, meer dan 70% van het BBP en bijna 6% meer dan in dezelfde periode een jaar eerder. Een belangrijk deel daarvan (ruim 40%) betreft wederuitvoer: goederen die hier oorspronkelijk zijn ingevoerd en het land in (vrijwel) onbewerkte staat weer verlaten. Het gaat vooral om machines en vervoermaterieel en gefabriceerde goederen, zoals kleding, meubels en diverse apparaten. Ook veel chemische producten en minerale brandstoffen worden via ons land in- en weer uitgevoerd. De toegevoegde waarde van de wederuitvoer aan de eigen economie is, vanwege de geringe bewerking, beperkt. Het aandeel van de netto-handel (uitvoer minus invoer) in het BBP bedraagt zo'n 10%.

Ongeveer driekwart van de Nederlandse goederenuitvoer is bestemd voor landen binnen de EU en meer dan de helft van de uitvoer gaat naar andere eurolanden. Ondanks de problemen in de muntunie is de waarde van de Nederlandse handel met andere eurolanden in de eerste zes maanden van dit jaar met zo'n 2,5% toegenomen ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. De handel met landen buiten het eurogebied nam echter nog veel sterker toe, namelijk met zo'n 11%. Vooral Aziatische landen zijn na het uitbreken van de economische crisis in 2009 voor een groot deel verantwoordelijk voor de toename van de wereldhandel. De Nederlandse uitvoer naar die landen nam in die periode met bijna 30% toe. De handel met Azië was daarmee in de eerste drie maanden goed voor zo'n 10% van de totale waarde van de Nederlandse goederenuitvoer. Nederlandse exporteurs profiteerden het afgelopen half jaar ook van een groeiende uitvoer naar de Verenigde Staten, waar de economie mooie groeicijfers liet zien.

De schuldencrisis in de eurozone zet de gemeenschappelijke munt danig onder druk: de koers van de euro ten opzichte van onze niet-euro handelspartners (gecorrigeerd voor het verschil in veranderingen in het prijsniveau) bereikte halverwege 2012 het laagste punt sinds begin 2002. De reële effectieve wisselkoers daalde in de eerste helft van dit jaar met zo'n 3% ten opzichte van de eerste zes maanden van 2011 en noteerde in juni zo'n 8% lager dan in 2008 (figuur 2). De goedkopere euro, die ervoor heeft gezorgd dat de prijzen van Nederlandse goederen en diensten in andere valuta zijn gedaald, resulteerde de afgelopen twee kwartalen in een sterke groei in het uitvoervolume van goederen en diensten. Het invoervolume uit het buitenland nam de afgelopen twee kwartalen eveneens toe, maar de stijging was minder sterk dan bij de uitvoer. Dat komt doordat de prijs van buitenlandse goederen en diensten in euro's is toegenomen en de binnenlandse bestedingen al geruime tijd onder druk staan.

Door de achterblijvende invoergroei nam het handelsoverschot –het verschil tussen de uitvoer en de invoer– toe. In het eerste kwartaal van 2012 was het saldo van het goederenverkeer ruim 17% hoger dan in de eerste drie maanden van 2011. Bovendien stegen ook de inkomens uit werk en beleggingen die Nederlanders ontvingen uit het buitenland sterker dan de aan het buitenland betaalde inkomens, waardoor het overschot op de inkomensrekening toenam

# Nederland

figuur 3). Door de sterke stijging van het handels- en inkomensoverschot liep het overschot op de lopende rekening in het eerste kwartaal op tot ruim € 17 miljard (bijna 12% van het BBP). Niet eerder is een dergelijk hoog saldo gemeten van ontvangsten en uitgaven op de lopende rekening.

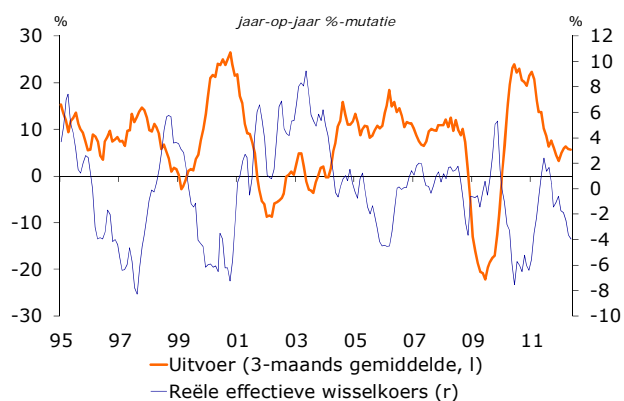
De zwakke euro en de sterke eerste twee kwartalen zorgen ervoor dat het volume van de uitvoer in 2012 naar verwachting met 4½% gaat toenemen. In 2013 trekt de uitvoergroei met 5% verder aan. De ontwikkeling van het invoervolume laat eenzelfde patroon zien. In 2012 stijgt het volume van de invoer naar verwachting met 3½% ten opzichte van een jaar eerder en volgend jaar komt de invoergroei uit op 4%.

## Brussel kijkt mee

De Europese Commissie heeft vorig jaar de 'procedure bij buitensporige onevenwichtigheden' (Excessive Imbalances Procedure) in het leven geroepen. Deze moet lidstaten waarschuwen wanneer de macro-economische onevenwichtigheden te groot dreigen te worden. De Commissie kan dan zonodig een aanwijzing geven en uiteindelijk zelfs een boete opleggen wanneer deze aanbevelingen niet of onvoldoende worden opgevolgd.

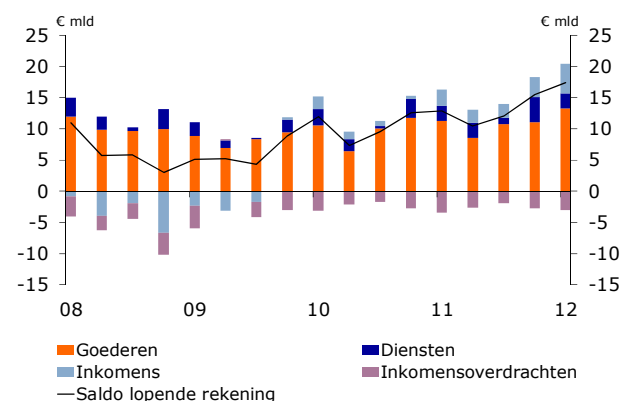
Het tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans is een van de tien indicatoren die de Commissie in de gaten houdt om te bepalen of er sprake is van buitensporige onevenwichtigheden. De indicatieve bovengrens van het lopende rekeningoverschot is vastgesteld op een gemiddelde van 6% van het BBP over een periode van drie jaar. Komt het saldo van de lopende rekening boven die grens uit, dan gaan in Brussel de alarmbellen rinkelen. In de periode 2009-2011 bedroeg het overschot op de lopende rekening in ons land 6,5%, en in onze prognose stijgt dit alleen maar verder. Een andere indicator waar de Commissie naar kijkt, is het aandeel van de goederenuitvoer van een land in de totale

**Figuur 2: Wisselkoers helpt een handje mee**



Bron: Reuters EcoWin, BIS

**Figuur 3: Handelsoverschot neemt fors toe**



Bron: DNB

# Nederland

wereldwijde goederenuitvoer. Een krimp over een periode van vijf jaar van meer dan 6% is reden om een land nader onder de loep te nemen. Het Nederlandse aandeel in de wereldwijde export krimp in de periode 2005-2010 met 5,4% en zit dus dicht tegen de indicatieve grenswaarde aan.

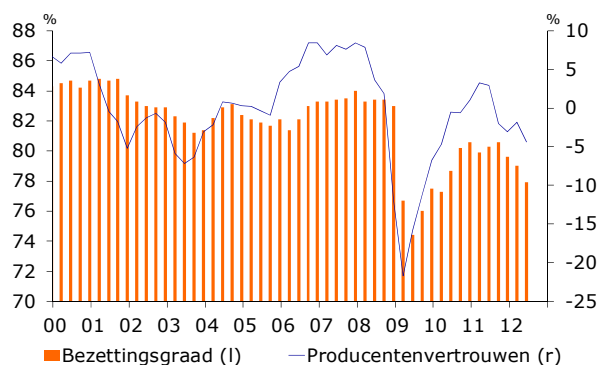
Een ander punt van zorg voor Nederland is het terugdringen van schulden. Zowel de overheidsschuld als de schuld van de private sector is hoger dan de grenswaarden van respectievelijk 60 en 160% die de Europese Commissie heeft gesteld. Het afbouwen van schulden, eventueel aangevuld met het terugdringen van het lopende-rekeningoverschot, kan de groei in de komende jaren aanzienlijk onder druk zetten, zeker gegeven het feit dat de groei in de periode na 2009 voor het overgrote deel voor rekening komt van de handel met het buitenland.

## Producent zoekt afnemer

Het gebrek aan binnenlandse vraag en de onzekerheden binnen en buiten ons land zitten ook de producenten dwars. Het vertrouwen onder ondernemers in de Nederlandse industrie is sinds het begin van dit jaar bijna onophoudelijk gedaald. De indicator voor het producentenvertrouwen noteerde in augustus -4,6. Daarmee verbeterde het producentenvertrouwen iets sinds juli, toen het laagste niveau sinds het begin van 2010 werd genoteerd. Een meerderheid van de producenten verwacht dat de productie in de komende maanden zal afnemen en de bezettingsgraad ligt met 78,8% nog altijd ruim onder het langjarig gemiddelde van 83% (figuur 4). De vraag vanuit het binnen- en buitenland groeit slechts beperkt.

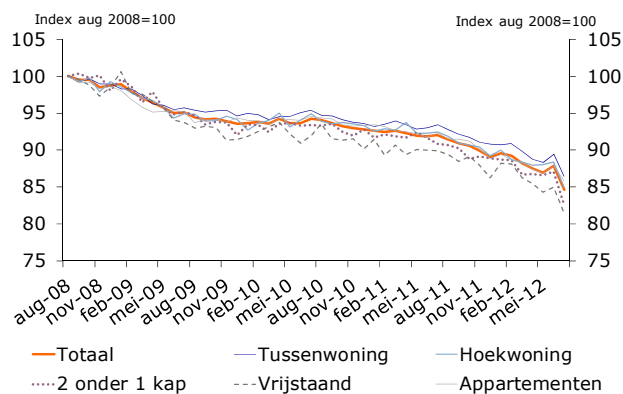
Deze ontwikkelingen zorgen ervoor dat ondernemers heel terughoudend zijn om te investeren. Het investeringsvolume ligt momenteel nog ruim 18% onder het niveau van voor de crisis. De verwachting is niet dat de totale investeringen door de private sector op korte termijn gaan aantrekken; voor 2012 is er sprake van een gemiddelde krimp van 2¼% ten opzichte van een jaar eerder. In 2013

Figuur 4: Bezettingsgraad laag



Bron: CBS

Figuur 5: Huizenprijzen onder druk



Bron: CBS

# Nederland

neemt het volume van de investeringen waarschijnlijk iets toe, maar bij een geschatte toename van 1% is nog lang geen sprake van inhaalgroei.

## Consument laat het afweten

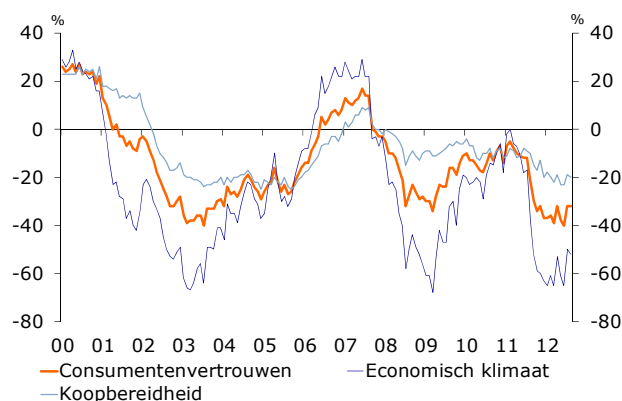
De neerwaartse trend in de volumeontwikkeling van de particuliere consumptie kon ook in het tweede kwartaal niet worden doorbroken. Het volume van de consumptie ligt momenteel ruim 4% onder het niveau van vlak voor de crisis. Consumenten hebben ook de komende tijd weinig reden tot optimisme. De koopkracht staat al geruime tijd onder druk doordat de loongroei de stijging van de prijzen niet kan bijhouden. Ook worden consumenten geconfronteerd met vermogensverliezen doordat de huizenprijzen blijven dalen: sinds het begin van de crisis met zo'n 15% (zie figuur 5). De verwachting is dat de huizenprijzen ook volgend jaar dalen. Bovendien is er de nodige onzekerheid over pensioenen (zie verderop), de schulden crisis en het overheidsbeleid.

Hoewel het consumentenvertrouwen voorlopig over het dieptepunt heen is, was de stand in augustus met -32 nog steeds erg laag (figuur 6). Consumenten zijn vooral somber over het economische klimaat. Een ruime meerderheid denkt dat het economische klimaat in de komende twaalf maanden zal verslechteren. Naar verwachting houdt de consument de hand daarom voorlopig nog op de knip. Hierdoor neemt het volume van de particuliere bestedingen in 2012 naar verwachting af met 1% en blijft de consumptie volgend jaar op hetzelfde niveau.

## Werkloosheid loopt verder op

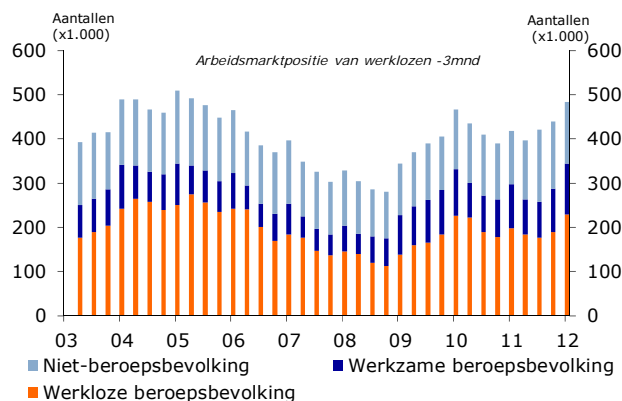
De werkloosheid loopt sinds de zomer van 2011 gestaag op. In juli bedroeg deze 6,5% van de beroepsbevolking, een stijging van 0,2% ten opzichte van de maand ervoor. Daarmee zaten er 510.000 mensen die voor meer dan twaalf uur per week wilden werken zonder baan. Dit waren er 15.000 meer dan in mei. De werkgelegenheid nam af met 11.000 personen, terwijl het arbeidsaanbod met 3.000 personen steeg. De werkgelegenheid is voor de vijfde maand op rij

Figuur 6: Consument nog altijd somber



Bron: CBS

Figuur 7: Werklozen langer zonder baan



Bron: CBS

# Nederland

---

gedaald. Een verklaring voor het toegenomen arbeidsaanbod kan zijn dat veel studenten in de zomermaanden (bijna) afstuderen en zich gaan aanbieden op de arbeidsmarkt. De stijging van het arbeidsaanbod in combinatie met een daling van de werkgelegenheid verklaart waarom de werkloosheid vrij fors is gestegen.

Doordat de werkgelegenheid de afgelopen maanden een dalende trend laat zien, is het moeilijker geworden voor werklozen om een baan te vinden. Het gevolg is dat ze minder gemakkelijk uit een situatie van werkloosheid komen en dus gemiddeld langer werkloos blijven. Deze tendens is terug te zien in cijfers over de arbeidsmarktdynamiek. Van de mensen die in het eerste kwartaal van 2012 werkloos waren, was bijna de helft drie maanden eerder ook al werkloos (figuur 7). Hun aantal nam de afgelopen kwartalen toe. Met 229.000 personen is deze groep ongeveer gelijk aan de vorige top van begin 2010. Ook het aantal personen dat drie maanden eerder nog werk had en op het moment van peilen werkloos was, is in de afgelopen periode toegenomen. Dit is in lijn met de neergaande ontwikkeling in de werkgelegenheid die ervoor zorgt dat de instroom in werkloosheid toeneemt.

De komende tijd verwachten we dat bedrijven door de lage bezettingsgraad en druk op de winstgevendheid blijven zoeken naar manieren om de kosten te reduceren, wat onder andere zijn weerslag zal vinden in het personeelsverloop. Het is een teken aan de wand dat de verwachtingen voor de uitzendbranche in Nederland zeer matig zijn. Ook in de sector openbaar bestuur en overheidsdiensten staat de werkgelegenheid onder druk; sinds 2010 zijn er al 27.000 banen verdwenen. Het demissionaire kabinet Rutte heeft in het regeerakkoord van 2010 onder andere ingezet op € 6,1 miljard bezuinigingen op het overheidsapparaat en slechts een deel daarvan is op dit moment geëffectueerd. Daardoor zullen bij de overheid ook de komende tijd arbeidsplaatsen worden geschrapt. Door deze ontwikkelingen zal de werkloosheid in de rest van het jaar waarschijnlijk verder oplopen en komt deze voor 2012 gemiddeld uit op 6½%. In 2013 loopt de werkloosheid naar verwachting verder op tot 7%.

## **Lage rente nekt pensioenfondsen**

Veel pensioenfondsen zullen er door de lage dekkingsgraad (de verhoudingen tussen bezittingen en verplichtingen) niet aan ontkomen om de pensioenen begin volgend jaar te verlagen. Vier van de vijf grootste pensioenfondsen van Nederland hebben recent al kortingen aangekondigd. In 2008 hebben de pensioenfondsen herstelplannen ingediend om binnen een termijn van vijf jaar hun dekkingsgraden weer op orde te krijgen. Maar dat dreigt veel fondsen door de lage rente niet te lukken. De aangekondigde kortingen variëren sterk. Deelnemers in ambtenarenpensioenfonds ABP hangt een korting van 0,5% in 2013 boven het hoofd, waarschijnlijk gevolgd door een veel aanzienlijkere korting in 2014. Bij de metaalfondsen PME PMT bedraagt de aangekondigde korting in 2013 zelfs 6 à 7%. Eventuele kortingen drukken het besteedbaar

# Nederland

inkomen van gepensioneerden en dat werkt negatief door op de consumptie. Voor deelnemers in fondsen die er slecht voor staan, kan de korting op het nominale pensioen aanzienlijk zijn. Wel staat toezichthouder DNB toe dat fondsen hoge kortingen spreiden door te kiezen voor een eerste korting van 7%, ook al zou er eigenlijk een hogere korting nodig zijn. De rest van de verlaging wordt dan doorgeschoven naar eind 2013. Door de onzekerheid over een mogelijke tweede korting zal een deel van de gepensioneerden naar verwachting de hand sneller op de knip houden.

## **Inflatie neemt iets af**

Het gemiddelde prijsniveau is in juli met 2,3% gestegen ten opzichte van dezelfde maand vorig jaar. De inflatie kwam bovendien 0,2%-punt hoger uit dan in de maand juni. De stijging van de inflatie kwam vooral door hogere woninghuur en aangepaste belastingregels bij de aanschaf van nieuwe personenauto's (BPM). Per 1 juli 2012 zijn de CO<sub>2</sub>-grenzen in de belasting van personenauto's en motorrijwielen (BPM) aangescherpt, waardoor 'slurpers' zwaarder worden belast. Over 2012 als geheel komt de inflatie naar verwachting uit op 2½%. In de rest van dit jaar neemt de inflatie naar verwachting iets af door de lagere bijdrage van energie en brandstoffen (figuur 8). De BTW-verhoging die in oktober ingaat, zorgt daarentegen voor een stijging van het gemiddelde prijspeil. De BTW-verhoging van 19 naar 21% leidt naar verwachting tot een extra prijsstijging van ¾%-punt. Het resterende deel van de BTW-verhoging zal dan ten koste gaan van de winstmarge van bedrijven.

Naast de BTW gaan ook de accijnzen op bier, wijn en tabak omhoog. Dit zal leiden tot een extra prijsstijging van zo'n 0,1%-punt. Deze stijging is beperkt aangezien deze producten gezamenlijk slechts 3% uitmaken van de totale consumentenbestedingen. In de tweede helft van 2013 verdwijnt de opwaartse druk van de BTW- en accijnsverhogingen op de inflatie. Ook gaan brandstoffen volgend jaar negatief bijdragen aan de inflatie. De verwachting is dat het gemiddelde prijspeil in 2013 met 2% gaat toenemen.

## **Verkiezingen zorgen voor onzekerheid**

Op Prinsjesdag worden de precieze aard en omvang van de ombuigingsmaatregelen die in het Lenteakkoord zijn afgesproken bekend gemaakt. De vijf politieke partijen die dit akkoord in mei dit jaar sloten, kunnen zich in ieder geval gesteund voelen door gunstige doorrekeningen van het CPB, die laten zien dat het begrotingstekort (EMU-saldo) in 2013 naar verwachting op 2,7% uitkomt. De ongeveer € 12 miljard aan ombuigingsmaatregelen die in het akkoord staan, zijn volgens de ramingen dus voldoende om aan de Europese begrotingsregels te voldoen. Die schrijven voor dat het begrotingstekort in 2013 niet meer dan 3% mag bedragen. Wel is het niet zeker of het tekort daadwerkelijk binnen de Europese normen zal blijven. De kans is aanwezig dat verschillende maatregelen, zoals de forenzentaks, na de verkiezingen van twaalf september

# Nederland

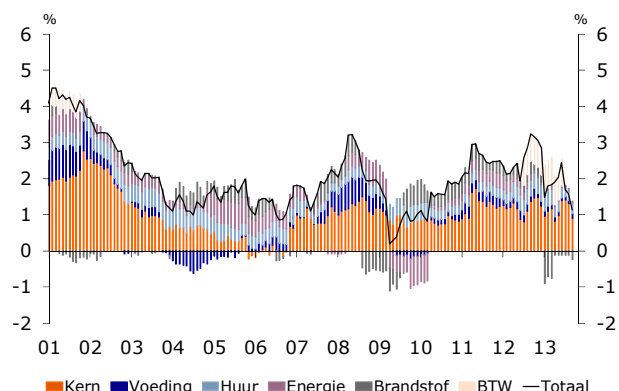
zullen worden geschrapt of aangepast. Bovendien levert een mogelijke verergering van de Europese schuldencrisis een fors risico op voor de schatkist.

De huidige economische omstandigheden vragen om een duidelijke reactie van de overheid. Pas wanneer er meer zekerheid komt over wat er op het gebied van de woningmarkt, de zorg en de pensioenen gaat gebeuren, zullen consumenten hun geld weer durven uit te geven. Het lijkt er echter op dat de onzekerheid voorlopig nog niet voorbij is. Het versplinterde politieke landschap en de verschillen tussen de partijen zijn een voorteken dat de coalitieonderhandelingen weleens van lange duur kunnen zijn. Peilingen laten bovendien zien dat het vormen van een meerderheidscoalitie na de verkiezingen geen gemakkelijke taak wordt voor de formateur.

## Tot besluit

De Nederlandse economie wordt ondanks twee meevallende kwartalen nog altijd geplaagd door een zwakke binnenlandse dynamiek. Consumenten en bedrijven zijn onverminderd somber en zetten de economie vooralsnog niet op een robuuster groeipad. Ook van de overheidsuitgaven moet de economie het de komende tijd niet hebben met alle bezuinigingen die nog in het verschiet liggen. De goedkope euro zorgt er weliswaar voor dat de netto-handel toeneemt, maar van uitbundige groei is vooralsnog geen sprake doordat de buitenlandse vraag maar beperkt toeneemt. Nederland gaat de komende maanden een onzekere periode tegemoet, met de verkiezingen en de eurocrisis als hoofdthema's. Naar verwachting zal het na de verkiezingen van 12 september nog lang duren voordat er de broodnodige duidelijkheid komt over de koers die de overheid de komende jaren gaat varen.

Figuur 8: Inflatie neemt af



Bron: CBS

Tabel 1: Kernegegevens Nederland

	2011	2012	2013
<i>jaar-op-jaar mutatie in %</i>			
Bruto Binnenlands Product	1,1	-½	½
Particuliere consumptie	-1	-1	0
Overheidsbestedingen	0,1	-¼	-1
Private investeringen	8,9	-2¼	1
Goederen- en dienstenuitvoer	3,9	4½	5
Goederen- en dienstenuitvoer	3,6	3½	4
Consumentenprijsindex	2,4	2½	2
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	5,4	6½	7
Begrotingssaldo overheid (% BBP)	-5	-3,6	-2,7
Overheidsschuld (% BBP)	65,4	71,6	72,9
Saldo lopende rekening (% BBP)	6¾	7¼	7

Bron: CBS, Rabobank

Theo Smid  
T.H.Smid@rn.rabobank.nl

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



# Eurozone

## Wie trekt de Europese kar?

*De eerste helft van 2012 bracht in de eurozone minder economische krimp dan gevreesd. Maar door de aanhoudende Europese schulden crisis is er ondertussen al ruim een jaar sprake van stagnatie. Aangezien een snelle oplossing van de crisis niet voorhanden lijkt, zorgen dalende binnenlandse bestedingen naar verwachting ook in de tweede jaarhelft voor aanhoudende zwakte.*

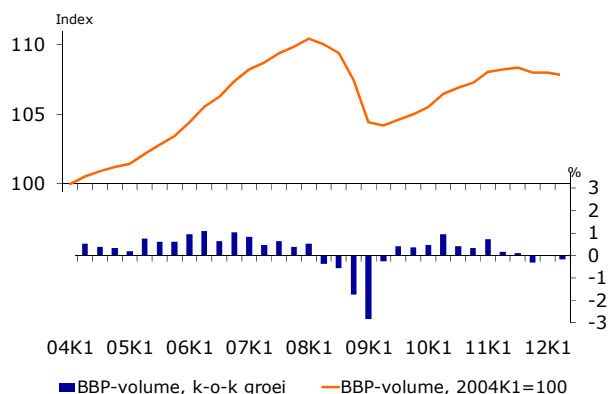
### Kar stond afgelopen kwartalen geparkeerd...

Na de stagnatie van het reële Bruto Binnenlands Product (BBP) in het eerste kwartaal van het jaar, was de kleine krimp van 0,2% k-o-k in het tweede kwartaal slechts een beperkte verslechtering ten opzichte van het kwartaal ervoor (figuur 1). De terugval was bovendien minder heftig dan verwacht. De forse afkoeling van het sentiment onder inkoopmanagers (PMI) wees immers op een krimp van om en nabij de 0,5% k-o-k (figuur 2).

Ondanks het meevallende kwartaalcijfer moet men concluderen dat het economische herstel sinds de crisis van 2008/2009 alweer vijf kwartalen op rij per saldo is gestagneerd. Er is zelfs sprake van een kleine terugval van de economische activiteit sinds het eerste kwartaal van 2011. Het gebrek aan groei is ook duidelijk zichtbaar op de Europese arbeidsmarkt. De banencreatie kan de toename van de beroepsbevolking niet langer compenseren. Gemiddeld liep de werkloosheid in de eurozone op van 10% begin 2011 naar 11,2% medio 2012.

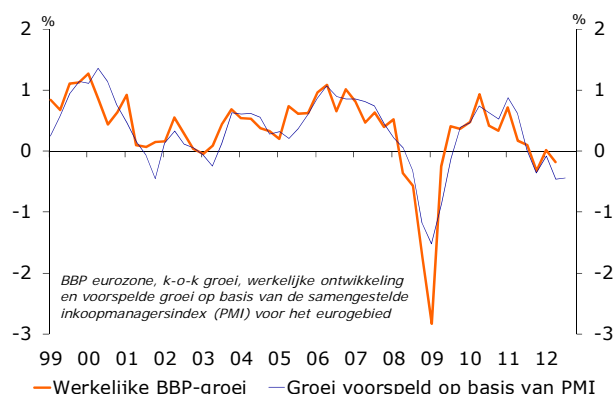
Net als in de voorgaande kwartalen bestond er ook in het tweede kwartaal van 2012 een groot verschil tussen de economische ontwikkeling in de noordelijke en zuidelijke lidstaten van het eurogebied. Als gevolg van de aanhoudende afname van hun binnenlandse bestedingen werd in Italië, Spanje, Portugal en Griekenland opnieuw BBP-krimp genoteerd. De milde groei in een aantal noordelijke lidstaten kon deze krimp slechts ten dele compenseren. In het kielzog van Duitsland groeiden ook de Nederlandse en Oostenrijkse economie licht. De meevallende kwartaalcijfers in deze lidstaten waren vooral het gevolg van een hoger dan verwachte bijdrage van de netto-export.

Figuur 1: BBP-ontwikkeling eurozone



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 2: BBP-ontwikkeling op basis PMI



Bron: Reuters EcoWin

# Eurozone

---

## **... en schuldencrisis houdt voorlopig de rem erop...**

Ook voor het derde kwartaal van 2012 houden wij rekening met een BBP-krimp in de eurozone. Na de forse daling van de PMI's voor het eurogebied in april is de stabilisatie sindsdien een lichtpuntje. Ook de eerste schatting van de samengestelde PMI voor augustus laat verbetering noch verslechtering zien ten opzichte van de afgelopen maanden. Het huidige niveau is echter nog altijd zeer laag en de historische relatie met de k-o-k ontwikkeling van het BBP-volume wijst op krimp in het derde kwartaal (figuur 2). De Economische Sentiment Indicator (ESI) is sinds maart van dit jaar eveneens gedaald, zij het geleidelijker.

De Europese schuldencrisis loopt nog altijd als een rode draad door het economische klimaat. Zoals beschreven in het hoofdstuk *Rente en Valuta* elders in dit Kwartaalbericht, is een snelle oplossing voor de crisis niet realistisch. Wel verwachten wij dat Europese beleidsmakers stappen blijven zetten waardoor een uitweg uit de crisis gaandeweg waarschijnlijker wordt. Aangezien wij de kans op een Griekse uittreding uit de eurozone kleiner achten dan 50%, gaan wij er daarnaast in ons basisscenario vanuit dat de eurozone als geheel bij elkaar blijft. Ondanks bovenstaande aannames omtrent de schuldencrisis is een snel herstel van het ernstig bekoelde consumenten- en producentenvertrouwen niet te verwachten. De terughoudendheid van huishoudens en bedrijven kan pas in de loop van 2013 zeer geleidelijk afnemen, aangezien hun onzekerheid voorlopig zal blijven gevoed door incidentele berichtgeving over de schuldhoudbaarheid van perifere lidstaten en de nog altijd magere economische vooruitzichten. Zeker in de tweede helft van 2012 zal dit nog resulteren in een verdere daling van de binnenlandse bestedingen, waardoor wij verwachten dat de reële economische activiteit in de eurozone in 2012 met ½% zal krimpen. Een voorzichtige terugkeer naar groei in de noordelijke lidstaten en een afname van de krimp in de zuidelijke lidstaten zal naar verwachting in 2013 resulteren in een BBP-volume-groei voor het eurogebied van ¾%. Hierbij moet worden opgemerkt dat de schuldencrisis het voornaamste risico blijft voor neerwaartse afwijkingen van onze economische verwachtingen.

## **... binnenlandse vraag krijgt kar nauwelijks in beweging...**

Sinds het tweede kwartaal van 2011 krimpt de binnenlandse vraag in de eurozone en wij verwachten dat zij dat ook in de tweede helft van dit jaar zal blijven doen.

Aanhoudende druk op het reëel beschikbaar inkomen en terughoudendheid onder consumenten raken de particuliere consumptie in het eurogebied. Het nominaal beschikbaar inkomen zal naar verwachting op korte termijn niet significant groeien gezien de zwakte op de Europese arbeidsmarkt en de aanhoudende noodzaak tot lastenverzwaring om de begrotingstekorten terug te dringen.

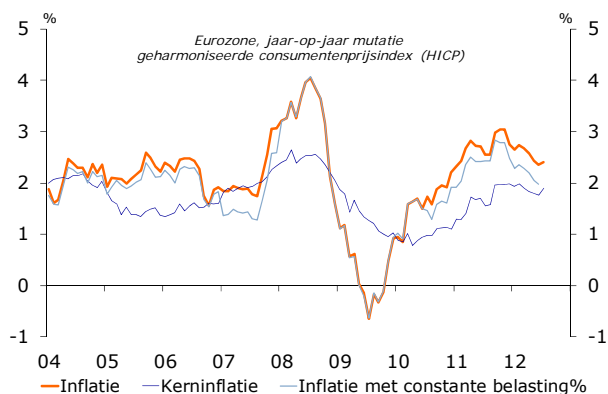
# Eurozone

De daling van de inflatie sinds eind 2011 blijft een lichtpuntje voor de koopkrachtontwikkeling, al laat figuur 3 zien dat indirecte belastingverhogingen deze daling beperken. Het verhogen van de BTW wordt niet alleen in Italië en Spanje gebruikt om de begroting in het gareel te krijgen; ook Nederland krijgt er vanaf 1 oktober 2012 mee te maken. In Frankrijk heeft president Hollande het voorstel tot BTW-verhoging van voormalig president Sarkozy ingetrokken. Naast deze indirecte belastingen resulteert de recente prijsstijging van vooral maïs, graan en sojabonen de komende tijd naar verwachting in een lichte, positieve bijdrage van voedsel- en energieprijzen aan het inflatiecijfer<sup>1</sup>. Voor 2012 verwachten wij een gemiddelde inflatie van 2½%. Omdat de kerninflatie naar verwachting zal dalen en de jaar-op-jaar bijdragen van de bovengenoemde stijgingen van voedsel- en energieprijzen automatisch zullen wegvallen, verwachten wij voor 2013 een inflatie van 1¾%.

Ook het bedrijfsleven blijft voorlopig terughoudend met investeren. Hier is een aantal verklaringen voor. Allereerst is de wens om te investeren waarschijnlijk beperkt vanwege het onzekere investeringsklimaat als gevolg van de Europese schuldencrisis. Deze onzekerheid zal pas afnemen wanneer er geloofwaardige beleidsstappen worden gezet om de crisis het hoofd te bieden. Daarnaast speelt dat de noodzaak tot investeren de afgelopen kwartalen is afgenomen vanwege de lagere bezettingsgraad. Enquêtes uit de maakindustrie laten zien dat de bezettingsgraad -de door ondernemers ingeschatte benutting van hun productiecapaciteit- in de belangrijkste eurolanden het afgelopen jaar is gedaald (figuur 4). Ondernemers gaven aan ook voor het derde kwartaal van 2012 een verdere daling te verwachten ten opzichte van het tweede kwartaal.

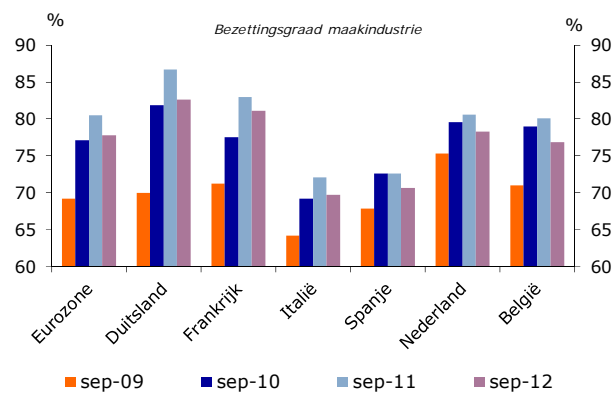
<sup>1</sup> Zie Rabobank Eurozone Special 16/08 'Food price inflation still a manageable risk' voor een verdere analyse van de recente voedselprijsstijging.

**Figuur 3: Inflatieontwikkeling eurozone**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 4: Bezettingsgraad maakindustrie**



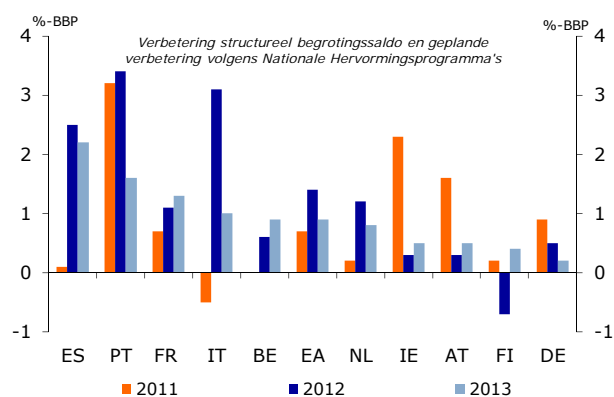
Bron: Reuters EcoWin

# Eurozone

Naast de lagere investeringsbehoefte speelt ook de beperkte toegang tot financiering een rol. Uit ECB-enquêtes blijkt dat banken verwachten de kredieteisens ook in het derde kwartaal van 2012 verder aan te scherpen. De verwachte

toename van de aanscherping is wel minder groot dan in het begin van 2012. De negatieve impact van de beperkte toegang tot financiering is vermoedelijk veel groter in de zuidelijke lidstaten, waar relatief veel banken niet of nauwelijks toegang hebben tot de internationale kapitaalmarkt. Wij verwachten dat de private investeringen in 2012 zullen krimpen met 2¾% en dat zij in 2013 slechts licht zullen groeien met 1¼%. Hoewel de omvang van de krimp in 2013 vooral in de perifere lidstaten zal afnemen, blijven de verschillen tussen de lidstaten zeer groot. Zo verwachten wij in Duitsland volgend jaar een groei van de private investeringen van 2½% en in Italië een krimp van dezelfde omvang.

**Figuur 5: Begrotingsinspanning lidstaten**



Bron: Reuters EcoWin

## ... Duitse werkpaarden kúnnen de kar trekken...

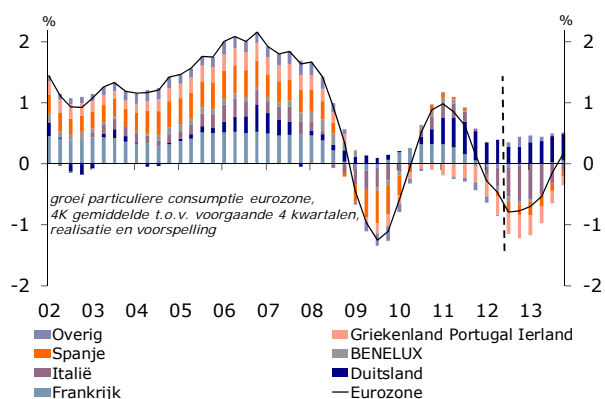
Niet alleen op politiek vlak heeft Duitsland een voortrekkersrol in Europa. Gezien de krimp of zeer beperkte groei van de binnenlandse bestedingen in veel eurozonelanden zijn de ogen voor groei eveneens gericht op Duitsland. Allereerst hebben onze Oosterburen een zeer laag begrotingstekort, naar verwachting minder dan 1%-BBP in 2012. Toch wijst het huidige nationale hervormingsprogramma van Duitsland op een beperkte structurele begrotingsombuiging in 2013 (figuur 5). Deze ombuiging is echter zeer klein in vergelijking met die in de rest van de eurozone. Frankrijk, Nederland en België zullen volgend jaar een forse inspanning moeten leveren om de afspraken in hun nationale hervormingsprogramma's te kunnen nakomen. De totale inspanning van de eurozone zal volgens de Europese Commissie volgend jaar iets kunnen afnemen ten opzichte van dit jaar. Naast de relatief solide begrotingssituatie biedt het Duitse overschot op de lopende rekening en de uitzonderlijk lage stijging van de arbeidskosten per eenheid product gedurende het afgelopen decennium ruimte voor sterkere private loongroei. Waar de meeste lidstaten met een tekort op de lopende rekening de afgelopen kwartalen succesvol bezig zijn geweest dit tekort te verkleinen, blijft het overschot van Duitsland tot op heden onveranderd hoog.

Wij verwachten dat Duitsland zijn potentiële economische voortrekkersrol slechts ten dele zal vervullen. De kans op aanpassing van het nationale hervormingsprogramma is allereerst klein sinds de Duitse Eerste Kamer eerder dit jaar het coalitievoorstel tot belastingverlaging in 2013 en 2014 heeft verworpen.

# Eurozone

De economische vooruitzichten zullen eerst moeten verbeteren voordat een significante begrotingsstimulans in Duitsland realistisch is. Vanuit de private sector verwachten wij volgend jaar wel een duidelijkere bestedingsgroei dan dit jaar.

**Figuur 6: Consumptiebijdragen eurozone**



Bron: NIESR, Rabobank

De belangrijkste reden hiervoor is de krapte op de arbeidsmarkt die zal leiden tot hogere nominale loongroei. Samen met de verwachte lagere inflatie zal dit leiden tot een sterkere stijging van het reëel beschikbaar inkomen van huishoudens. De door ons verwachte groei van de Duitse particuliere consumptie in 2013 van 1½% maakt dat Duitsland verreweg de grootste bijdrage zal leveren aan de consumptiegroei in de eurozone (figuur 6). Het is daarbij de vraag in welke mate de Duitse consumptiegroei ook daadwerkelijk de groei in andere eurozonelidstaten kan ondersteunen<sup>2</sup>. Daarnaast zal de Duitse exportsector volgend jaar beperkt kunnen profiteren van een licht herstel van de wereldhandel. Hoewel dit in

directe zin alleen de Duitse productie opschroeft, zal de rest van de eurozone indirect kunnen profiteren van de stijging van de Duitse importbehoefte. De door ons verwachte stijging van de Duitse lange rente -als gevolg van beleidsstappen in de richting van een oplossing van de schulden crisis- zal vanaf de tweede helft van 2013 mogelijk een licht dempend effect hebben op de investeringsgroei.

## ... kan de buitenlandse vraag aan de verwachtingen voldoen?

Ondanks de Duitse bijdrage blijft de groei van de binnenlandse bestedingen in de eurozone voorlopig zeer beperkt. De afhankelijkheid van de groei van de buitenlandse vraag blijft daardoor groot. Recentelijk wijzen steeds meer signalen erop dat de stagnatie in de eurozone ook de groei in andere delen van de wereld onder druk zet. Het herstel in de Verenigde Staten verliest aan kracht, terwijl ook diverse opkomende markten teleurstellende groeicijfers laten zien. In tegenstelling tot de VS hebben de meeste opkomende markten nog monetaire- en begrotingsruimte om hun economieën te stimuleren en in de afgelopen periode hebben beleidsmakers in toenemende mate voornamelijk monetaire maatregelen afgekondigd. Indien de recent gestegen voedselprijzen hoog blijven, zullen beleidsmakers uit angst voor hoge inflatie voorzichtig blijven opereren. Het aandeel van voedsel in de totale bestedingen van huishoudens in veel opkomende markten is immers relatief groot. In veel Aziatische landen varieert dit aandeel van 20 tot 45%, terwijl het in de eurozone slechts 14% bedraagt. Zoals ook te lezen in het hoofdstuk *Opkomende markten elders*

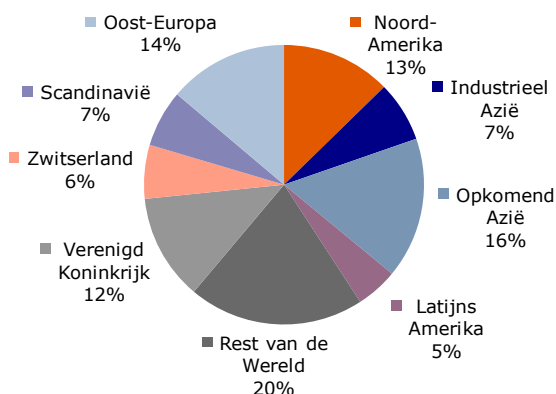
<sup>2</sup> Een recente studie van DNB 'Periferie profiteert nauwelijks van een Noord-Europese bestedings- of loonimpuls' laat zien dat een Duitse bestedingsimpuls geen positieve effecten heeft voor de handelsbalans van perifere lidstaten.

# Eurozone

in dit Kwartaalbericht, verwachten wij dat beleidsmakers in de meeste opkomende markten voorlopig behoedzaam zullen doorgaan met het stimuleren van hun economieën. Het is echter de vraag in welke mate een succesvolle groei-stimulans in de opkomende markten de exportgroei in de eurozone kan verhogen. Hoewel het exportaandeel naar Azië het afgelopen decennium fors is opgelopen, vertegenwoordigt dit werelddeel nog altijd minder dan een kwart van de totale exportwaarde van de eurozone (figuur 7). Daarnaast vertegenwoordigt figuur 7 ongeveer de helft van de totale export van eurozonelidstaten, aangezien in 2011 48% van hun exporten binnen de eurozone zelf plaatsvond.

Per saldo verwachten wij dat de wereldhandel in 2013 iets harder zal groeien dan dit jaar. Op basis daarvan zal de groei van de buitenlandse vraag volgend jaar het economische herstel in de eurozone enigszins kunnen ondersteunen. De sinds afgelopen voorjaar verder verzwakte handelsgewogen wisselkoers van de euro kan hier een extra steuntje in de rug bieden. Aangezien wij verwachten dat de euro op termijn weer zal aansterken –onder de aanname dat er geleidelijk voortgang wordt geboekt met het oplossen van de eurocrisis- zal dit positieve effect uiteindelijk wegebben. Al met al moge duidelijk zijn dat er grenzen zitten aan de mogelijkheden waarmee het buitenland kan meehelpen om de Europese kar te trekken. De belangrijkste sleutel tot groei blijft om die reden in handen van Europese beleidsmakers zelf.

**Figuur 7: Exportpartners eurozone in 2011**



Bron: Reuters EcoWin

**Tabel 1: Kerngegevens eurozone**

jaar op jaar mutatie in %	'11	'12	'13
Bruto binnenlands product	1,5	-1/2	3/4
Particuliere consumptie	0,2	-3/4	1/4
Overheidsconsumptie	-0,3	-1/2	-3/4
Investerings	1,6	-3	3/4
Uitvoer goederen en diensten	6,3	2 3/4	3 3/4
Invoer goederen en diensten	4,1	-1/2	3
Consumentenprijzen	2,7	2 1/2	1 3/4
Werkloosheid (%)	10,2	11 1/4	11 1/2

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Michiel Verduijn  
M.P.Verduijn@rn.rabobank.nl

# Verenigd Koninkrijk

## Herstel in één woord: raadselachtig

*De zwakke groei valt moeilijk te rijmen met de sterke werkgelegenheidscijfers. Maar zelfs als de groei in het tweede kwartaal van 2012 naar boven wordt bijgesteld, blijft het herstel over het geheel genomen teleurstellend.*

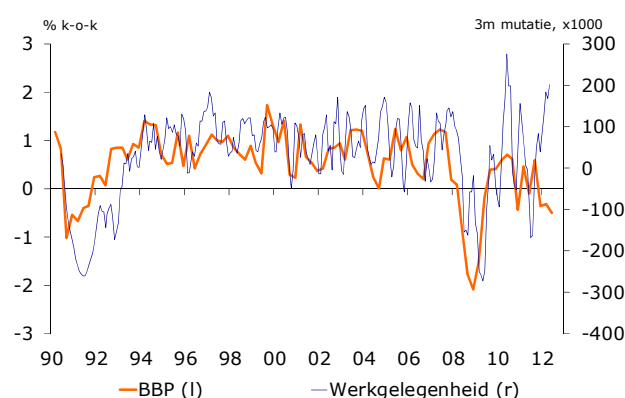
Als Winston Churchill nog leefde, dan zou hij de Britse economie waarschijnlijk betitelen als een raadsel gewikkeld in een mysterie, verpakt in een enigma. Enerzijds werden de meeste Britse analisten (ook wij) verrast door een BBP-krimp van 0,5% k-o-k in het tweede kwartaal van 2012. Eerder meldden we al dat de centrale bank (BoE) verwachtte dat het diamanten jubileum in het tweede kwartaal van 2012 zou leiden tot een daling van de BBP-groei met ongeveer 0,5%-punt. Dit suggereert dat de economie in het meest gunstige geval stagneerde. Deze stagnatie kan deels worden verklaard door het exceptioneel slechte weer; het tweede kwartaal van dit jaar was het natste in het VK sinds men meer dan een eeuw geleden begon met meten. Anderzijds wijst de sterke werkgelegenheidsgroei van de afgelopen paar maanden op een zeer solide herstel (figuur 1). Zelfs de BoE moest dit erkennen: "Met name het verschil tussen de werkgelegenheidsgroei en de productiekrimp sinds het vierde kwartaal van 2011 is raadselachtig" (Inflation Report Augustus 2012). Dit impliceert dat of de economie er veel beter voorstaat dan de BBP-cijfers suggereren, of het veel slechter gaat op de arbeidsmarkt dan de harde cijfers laten zien, of de productiviteit sterk is gedaald. Het zal nog even duren voor er een betrouwbaar antwoord op dit raadsel is. Wij achten het echter het meest waarschijnlijk dat het BBP naar boven zal worden bijgesteld zodra het statistiekbureau (ONS) over meer realisatiecijfers beschikt. De definitieve raming zal pas in 2014 bekend worden. Dit gezegd hebbende zullen herzieningen het algemene beeld niet veranderen: het tempo waarin de economie zich sinds de crisis van 2008/2009 herstelt, is zeer teleurstellend. Vooruitkijkend verwachten we dat de productie gedurende het jaar blijft zigzaggen; in het derde kwartaal van 2012 leeft de economie weer op dankzij het afnemende statistische effect van de feestdagen en de boost van de Olympische Spelen. Sterke groei in het derde kwartaal van 2012 betekent dus niet dat het herstel in een stroomversnelling geraakt.

**Tabel 1: Kerngegevens**

jaar op jaar mutatie in %	'11	'12	'13
Bruto binnenlands product	0,8	0	1½
Particuliere consumptie	-1,0	½	1½
Overheidsbestedingen	-1,2	-¼	-2
Private investeringen	1,1	4½	3
Uitvoer goederen en diensten	4,4	¾	5¾
Invoer goederen en diensten	0,5	3	5
Consumentenprijzen	4,5	2½	2
Werkloosheid (%)	8,2	8½	8½

Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 1: Welke gegevens spreken de waarheid?**



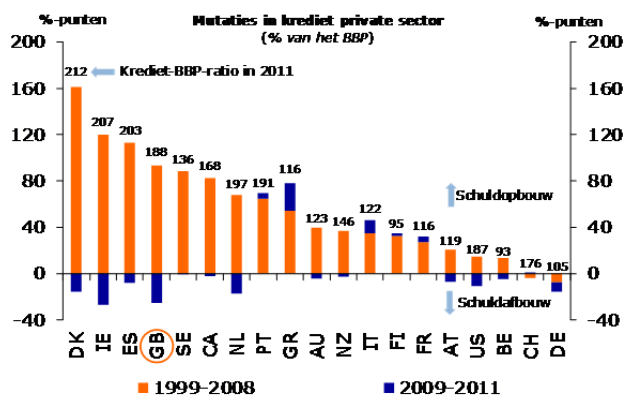
Bron: Reuters EcoWin

# Verenigd Koninkrijk

## Britse centrale bank vecht tegen economische stagnatie

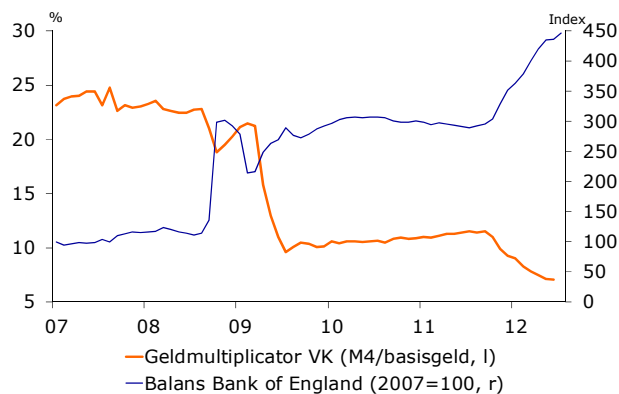
In een wanhopige poging om de kwakkelende economie een impuls te geven, kondigde de BoE op 13 juli een nieuw *Funding for Lending Scheme* (FLS) aan. Deze FLS biedt banken vier jaar lang financiering tegen lagere rentes dan de huidige markrentes. Het idee erachter is dat lagere financieringskosten voor de banken uiteindelijk leiden tot lagere rentes op nieuwe leningen aan de private sector en meer beschikbaar krediet. Maar er zijn goede redenen om sceptisch te zijn over dit programma. Sommige banken kunnen de FLS gebruiken om meer winst te genereren, in plaats van hun kredietverstrekkingstarieven te verlagen. Daarnaast kunnen de verslechterende vooruitzichten banken dwingen om niet meer krediet te verstrekken. Wat de vraag naar krediet betreft, is er geen garantie dat huishoudens en bedrijven meer zullen lenen, zelfs als banken daartoe bereid zijn. Figuur 2 laat zien dat het schuldafbouwproces van de private sector (waarmee in 2009 een serieus begin is gemaakt) waarschijnlijk nog wel even voort zal duren aangezien de krediet-BBP-ratio in het VK vergeleken met de meeste andere ontwikkelde landen nog steeds relatief hoog is. Ook zouden huishoudens en bedrijven het besluit om te lenen simpelweg kunnen uitstellen tot het duidelijker is welke kant de economie opgaat. Tegen de achtergrond van een verslechterende economie en onzekerheid over de uitwerking van de FLS, besloot de BoE om haar programma voor verruimingsmaatregelen met nog eens GBP 50 miljard uit te breiden tot GBP 375 miljard. Maar we zijn er nog niet van overtuigd dat deze nieuwe aankooppronde kredietgroei zal ondersteunen. Figuur 3 laat zien dat de geldmultiplicator (de verhouding tussen de bredere geldbegrippen en het basisgeld) door de verruimingsmaatregelen sterk is gedaald. De conclusie is dan ook dat de recente maatregelen zullen voorkomen dat de economie nog verder verzwakt, maar niet zorgen voor grote wijzigingen in de slechte economische vooruitzichten.

Figuur 2: Wie wil er meer krediet?



Bron: IMF, Rabobank

Figuur 3: Bancaire kredietverlening reageert niet op verruimingsmaatregelen



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

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

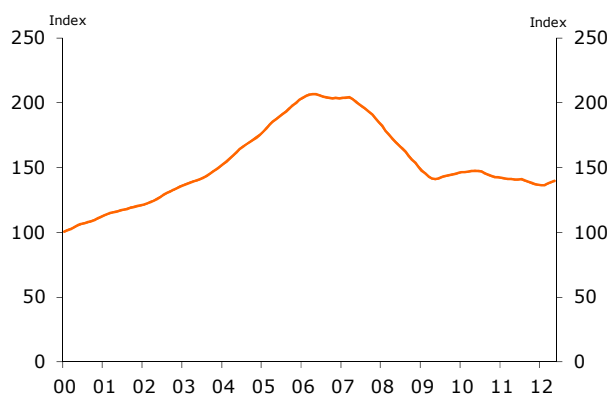


# Verenigde Staten

## Amerika op weg naar begrotingsklif

*Terwijl het economische herstel aan kracht verliest, doemt de gevreesde 'fiscal cliff' op aan het einde van het jaar. Voor de centrale bank alle reden om een nieuw beleidsoffensief te lanceren.*

**Figuur 1: Huizenprijsniveau VS**



Bron: Macrobond

### Tegenwind

Het economische herstel in de VS verliest aan kracht. In het laatste kwartaal van 2011 werd nog een mooi groeicijfer van 4,1% genoteerd (geannualiseerd, kwartaal-op-kwartaal), in het eerste kwartaal bleek dit gehalveerd tot 2,0% en in het tweede kwartaal nam het groeitempo verder af tot 1,5% (eerste schatting). In het tweede kwartaal vertraagden de groei van de persoonlijke consumptie, die van de bedrijfsinvesteringen en die van de investeringen in woningen. Zowel binnenlandse als buitenlandse factoren remmen de Amerikaanse economie af. De wereldwijde groeivertraging en de eurozonecrisis hebben een negatief effect op de

Amerikaanse aandelenmarkt en het consumenten- en producentenvertrouwen. Naar verwachting zal ook de export hier meer last van gaan ondervinden. In eigen land hebben bedrijven en huishoudens nog steeds met strenge krediet-eisen te maken, waardoor ze niet altijd kunnen profiteren van de lagere rentes. In de huizenmarkt zit nog weinig leven en de overheid is aan het bezuinigen.

### Verandering van koers?

Het tegenvallende herstel is een belangrijk thema in de presidentsverkiezingen die op 6 november zullen plaatsvinden. Als we bijvoorbeeld kijken naar de 'misery index', de som van de werkloosheid en de inflatie, is de gemiddelde Amerikaan na bijna vier jaar Obama slechter af dan toen deze aantrad. In januari 2009, de maand van Obama's inauguratie, bedroeg de misery index 7,8%. Inmiddels is deze opgelopen tot 9,7%. Zijn Republikeinse uitdager, Romney, probeert de kiezer er dan ook van te overtuigen dat hij het beter kan. De vraag is in hoeverre de kiezer Obama verantwoordelijk houdt voor de huidige toestand van de economie. De kredietcrisis was tenslotte net op zijn hoogtepunt toen Obama in november 2008 de Amerikaanse presidentsverkiezingen won. Een maand eerder was zakenbank Lehman onderuit gegaan en zij dreigde het financiële systeem met zich mee te sleuren. De economie zou in het laatste kwartaal van dat jaar de grootste krimp van de Grote Recessie vertonen (8,9%, geannualiseerd, kwartaal-op-kwartaal). Grootschalige steunmaatregelen van de overheid en de centrale bank waren nodig om de economie weer op gang te krijgen. Vier jaar later bevindt Amerika zich in een herstelproces, maar de wonden zijn diep. De economie is sinds de zomer van 2009 ononderbroken gegroeid, maar het groeitempo is voor Amerikaanse begrippen laag. Daarom

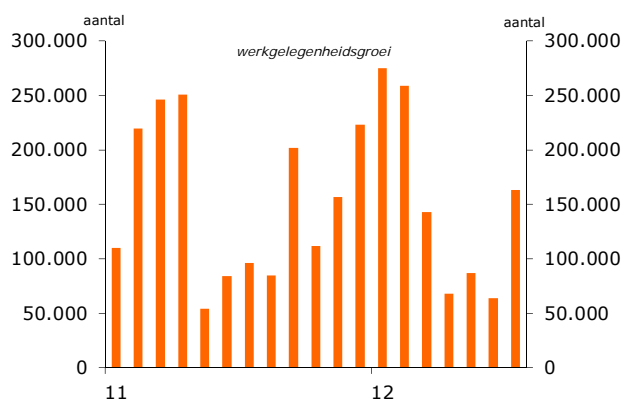
# Verenigde Staten

neemt ook de werkloosheid maar langzaam af. De daling van de huizenprijzen is tot stilstand gekomen, maar de gemiddelde koopwoning is nu een derde minder waard dan op het hoogtepunt van de zeepbel op de huizenmarkt in 2006. De Amerikanen hebben het moeilijk en Romney probeert de kiezer ervan te overtuigen dat hij de economie wel op een hoger groeipad kan brengen. De winnaar staat hoe dan ook een zware klus te wachten.

## Begrotingsklif in zicht

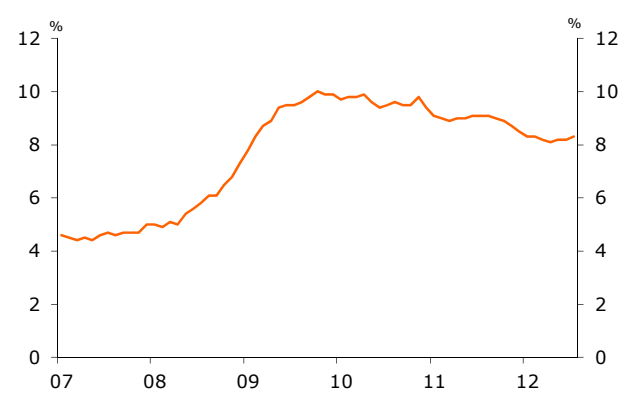
Alsof er al niet voldoende tegenwind is, doemt de 'fiscal cliff' op aan het einde van het jaar. Deze samenloop van aflopende belastingvoordelen en startende bezuinigingsmaatregelen bestaat uit drie onderdelen. Op 1 januari 2013 lopen de belastingverlagingen van George W. Bush af, die in 2010 nog werden verlengd om het economische herstel niet in gevaar te brengen. Ook de belastingvoordelen in het economische stimuleringspakket, zoals de tijdelijke loonbelastingverlaging, lopen af. Ten slotte starten de automatische bezuinigingen die overeen waren gekomen in de onderhandelingen rond het schuldenplafond in de zomer van 2011. Als de politiek niet ingrijpt, veroorzaakt deze combinatie van belastingverhogingen en bezuinigingen een flinke negatieve begrotingsimpuls die tot economische krimp zou kunnen leiden in het eerste kwartaal van 2013. Helaas wordt vooralsnog geen haast gemaakt met het verkleinen van de begrotingsklif. In Washington lijken Republikeinen en Democraten alle belangrijke beslissingen voor zich uit te schuiven tot de nieuwe machtsverhoudingen bekend zijn in november. Dat betekent dat er maar een korte periode ligt tussen de verkiezingen op 6 november en het einde van het jaar om overeen te komen hoe de VS de begrotingsklif kunnen afzwakken. Een mogelijke complicatie in de onderhandelingen is dat het schuldenplafond in de maanden na de verkiezingen opnieuw in zicht komt. Bovendien moet een balans worden gevonden tussen korte- en langetermijnoverwegingen. Op de korte termijn kan de economie nog geen sterke negatieve begrotingsimpuls opvangen, maar op de lange termijn zullen de VS de overheidsfinanciën toch op orde moeten brengen. Beide politieke

**Figuur 2: Werkgelegenheid VS**



Bron: Macrobond

**Figuur 3: Werkloosheid VS**



Bron: Macrobond

# Verenigde Staten

---

partijen zijn hier inmiddels wel van overtuigd, hoewel ze het volledig oneens zijn over het invullen van de bezuinigingsmaatregelen. Waarschijnlijk zullen Democraten en Republikeinen opnieuw een 'game of chicken' spelen. Beide partijen zullen het onderste uit de kan proberen te halen bij de onderhandelingen. Daarbij zullen ze de dreiging van een recessie in het begin van het nieuwe jaar (als er geen overeenstemming komt over het verkleinen van de begrotingsklif) gebruiken om elkaar onder druk te zetten. De Democraten lijken bijvoorbeeld wel bereid de 'Bush tax cut' opnieuw te verlengen, maar niet voor de hogere inkomens (boven de \$ 250.000 per jaar). De Republikeinen zullen proberen de bezuinigingen op defensie af te zwakken, terwijl de Democraten liever de verzorgingsstaat ontzien. De onzekerheid over de begrotingsklif kan het vertrouwen onder beleggers, consumenten en producenten in de laatste maanden van 2012 ondermijnen en schade toebrengen aan de economie nog voor de negatieve begrotingsimpuls daadwerkelijk plaatsvindt.

## **Fed zet alle zeilen bij**

Nu het begrotingsbeleid de economie eerder afremt dan stimuleert, moet de steun voor het economische herstel vooral van het monetaire beleid komen. In juni verlengde de Amerikaanse centrale bank, de Fed, 'Operation Twist' al tot het einde van het jaar. In het kader van dit programma worden langlopende overheidsobligaties opgekocht en een even grote hoeveelheid kortlopende overheidsobligaties verkocht. Op deze manier worden de lange rentes gedrukt, zonder dat de hoeveelheid basisgeld oploopt. Hiermee poogt men de vraagzijde van de economie te stimuleren zonder dat de inflatieverwachtingen toenemen en er ongewenste inflatie ontstaat. Voor dit gesteriliseerde aankoopprogramma zijn kortlopende overheidsobligaties nodig, maar tegen het einde van het jaar zal de voorraad zo goed als uitgeput zijn. Dat betekent dat 'Operation Twist' een natuurlijke begrenzing kent. Welke maatregelen staan de Fed dan nog wel ter beschikking?

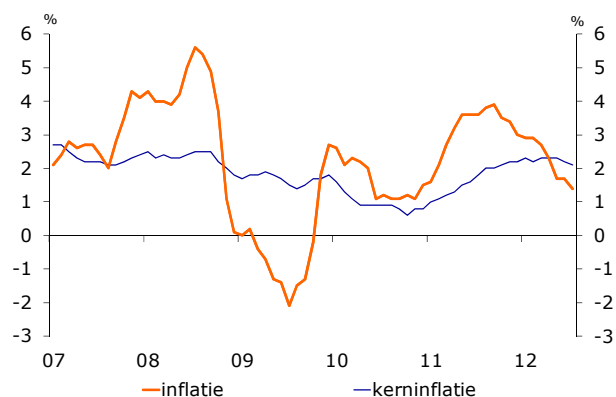
We verwachten dat zij in ieder geval de 'belofte' (in feite gaat het om een verwachting die de beleidsraad uitspreekt) om de beleidsrente op een extreem laag niveau te houden tot het laatste kwartaal van 2014 in september zal verlengen tot in 2015. Hiermee wordt neerwaartse druk op de langere rentes uitgeoefend. Een andere maatregel die de Fed opnieuw bestudeert, is een verlaging van de depositorente die nu op 0,25% staat. De beleidsraad heeft een verlaging al eerder overwogen, maar vond het risico op het verstoren van de geldmarkt te groot. Onlangs heeft de ECB de depositorente echter op nul gezet zonder dat dit tot veel problemen leidde. Met deze maatregel worden banken aangespoord om hun geld uit te lenen aan bedrijven en huishoudens. Dit effect wordt overigens ook beoogd met het 'funding for lending' programma dat de Bank of England onlangs heeft geïntroduceerd. De bedoeling is om banken in staat te stellen goedkoop geld te lenen op voorwaarde dat zij het geld daadwerkelijk uitlenen aan bedrijven en huishoudens. De Fed heeft interesse getoond om een Amerikaanse versie van dit programma te introduceren.

# Verenigde Staten

Het meest in het oog springt natuurlijk een nieuw aankoopprogramma, al dan niet gesteriliseerd. Omdat 'Operation Twist' nog steeds loopt, zal een nieuw programma zich waarschijnlijk concentreren op obligaties gebaseerd op hypotheek. Tenslotte heeft de centrale bank zich herhaaldelijk gefrustreerd getoond over de matige progressie in de huizenmarkt. Sterilisatie lijkt gewenst als de inflatie in de verwachting van de beleidsraad dicht genoeg in de buurt van de doelstelling van 2,0% blijft. Aangezien de voorraad kortlopende obligaties op begint te raken, zou de centrale bank gebruik kunnen maken van de nieuwe Term Deposit Facility om aan de korte kant basisgeld op te dweilen. Als de inflatie te laag dreigt te worden naar de zin van de beleidsraad, is sterilisatie niet nodig en kan met recht worden gesproken van kwantitatieve verruiming ('QE3'). Door de toename in de hoeveelheid basisgeld kunnen de inflatieverwachtingen oplopen en wordt een verdere daling in de inflatie tegengegaan.

De timing van deze maatregelen zal afhangen van het tempo van het economische herstel en de aankomende begrotingsklif. Om de negatieve effecten van de belastingverhogingen en bezuinigingen zoveel mogelijk te compenseren, zal de Fed de meeste maatregelen uiterlijk in januari in werking willen zien. Als het economische herstel de komende tijd niet snel aan kracht wint, zal de Fed deze nieuwe wapens al veel eerder inzetten, mogelijk al in september. Het extreem ruime monetaire beleid van de Fed zal de rentes op de Amerikaanse geld- en kapitaalmarkten laag houden. Ook de matige economische groei, de begrotingsklif en de bescheiden inflatie dragen hieraan bij. Bovendien leidt de aanhoudende onrust over de schulden crisis in de eurozone ertoe dat beleggers de relatief veilige haven van Amerikaanse overheidsobligaties blijven opzoeken. Dit betekent echter ook dat als de eurozone in rustiger vaarwater komt, de kapitaalmarktrentes in de VS weer wat kunnen gaan oplopen. Zeker als beleggers de tijd nemen om eens kritisch naar de Amerikaanse overheidsfinanciën te kijken.

**Figuur 4: Inflatie VS**



Bron: Macrobond

**Figuur 5: Kapitaalmarktrente VS**



Bron: Macrobond

Philip Marey  
Philip.Marey@rabobank.com

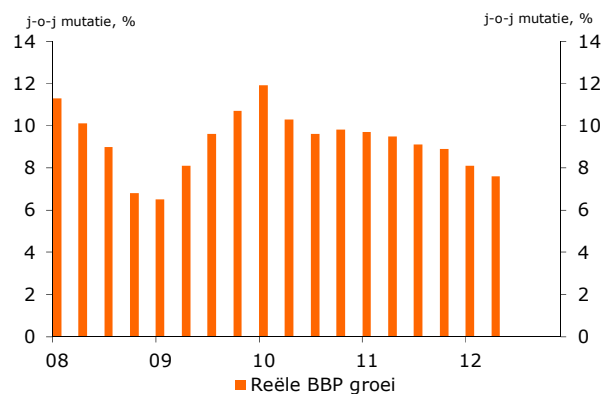
# China

## Herstel laat nog op zich wachten

*In het tweede kwartaal van dit jaar vertraagde de economische groei in China verder. Het wat aarzelende stimuleringsbeleid van de overheid heeft de groei-vertraging nog niet kunnen keren. Ook het derde kwartaal is zwak begonnen,*

*maar een voorzichtig herstel zou de komende maanden zichtbaar moeten worden.*

**Figuur 1: Economische groei**



Bron: EIU

### Economische groei vertraagt verder

De economische groei zwakte in het tweede kwartaal van dit jaar verder af. Het was het zesde achtereenvolgende kwartaal waarin de economische groei vertraagde. In het eerste kwartaal kwam de economische groei nog net boven de 8% uit. In het tweede kwartaal viel de groei van het BBP-volume sterk terug naar slechts 7,6% jaar-op-jaar (zie figuur 1). Voor Chinese begrippen is dit geen goede prestatie. In de afgelopen dertig jaar lag de gemiddelde groei boven de 10% per jaar. Bovendien lag de groei in het tweede kwartaal nog maar een

fractie boven het groeidoel van 7,5% per jaar, dat de Chinese overheid sinds 2011 hanteert. De laatste keer dat de Chinese economie met minder dan 8% groeide, was in het eerste kwartaal van 2009, tijdens het hoogtepunt van de wereldwijde kredietcrisis.

China kampt met een afnemende vraag vanuit het buitenland. De totale exporten vanuit China groeiden in het tweede kwartaal met slechts 10% jaar-op-jaar. Vorig jaar groeiden de totale exporten nog met gemiddeld ruim 20% per kwartaal jaar-op-jaar. Ook groeiden de investeringen, de belangrijkste groeimotor van de Chinese economie, minder hard. Deze ontwikkelingen hadden een negatieve weerslag op de productie. Zo vertraagde de industriële productiegroei van 11,9% jaar-op-jaar in het eerste kwartaal naar slechts 9,5% in het tweede kwartaal. Ook kan China nog niet rekenen op voldoende steun van de beoogde toekomstige groeimotor, de consumentenbestedingen. De groei van de detailhandelsverkopen zwakte in het tweede kwartaal af naar 13,9% jaar-op-jaar. In 2011 groeiden de detailhandelsverkopen elk kwartaal nog met gemiddeld 17,1% ten opzichte van een jaar eerder.

### Overheid aarzelend met implementeren economische stimulus

In april van dit jaar werd duidelijk dat het tot dan toe gevoerde beleid van stapsgewijs stimuleren van de economie onvoldoende zou zijn om de groeivertraging te keren. Meer omvattende stimuleringsmaatregelen zijn echter met de nodige aarzeling uitgerold om overstimulering, zoals in 2008/2009 gebeurde, te voorkomen. Pas toen in juni duidelijk werd dat de groei in het tweede kwartaal onder de 8% zou uitvallen, kwam de overheid echt in actie.

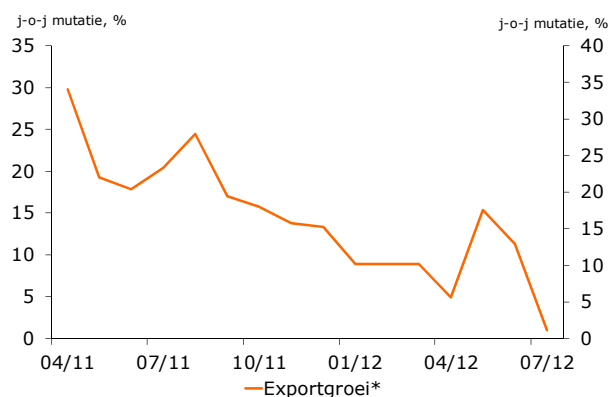
# China

Ook speelde mee dat de inflatie verder was afgenomen naar 3% jaar-op-jaar in mei en 2,2% in juni (zie figuur 3). Een eerste stap werd begin juni gezet door de officiële rente op leningen met een looptijd tot één jaar met 25 basispunten te verlagen. Pas begin juli kwam de overheid met een groter pakket aan maatregelen. Premier Wen Jiabou sprak toen uit dat een sterkere groei van investeringen de Chinese economie weer uit het slop moest gaan trekken. In de praktijk betekent dit dat lokale overheden en staatsbedrijven vanuit Peking de opdracht krijgen om hun investeringen op te schroeven. Tegelijkertijd is een dergelijke uiting voor Chinese banken een signaal dat van hen wordt verwacht dat ze gemakkelijker kredieten verstrekken. Een verdere verlaging van de hiervoor genoemde rente met nog eens 31 basispunten tot 6% (zie figuur 3) moet hierbij helpen. Tegelijkertijd werd de vrije ruimte die Chinese banken hebben bij het bepalen van de rente op leningen vergroot. Banken mogen de rente die de klant moet betalen nu verlagen tot een niveau van 70% van de officiële rente. Voorheen was dit 90%. Dit betekent dat de rente op leningen nu kan teruglopen tot 4,2%. Al met al een forse verlaging.

## Ook het derde kwartaal begint zwak

Het grotere pakket aan stimuleringsmaatregelen kwam te laat om de groei in het tweede kwartaal nog te redden. De vraag is nu of ze in het derde kwartaal wel effect zullen hebben. In juli was dit in ieder geval nog niet in de cijfers terug te zien. De groei van de industriële productie vertraagde verder naar slechts 9,2% jaar-op-jaar en ook de detailhandelsverkopen groeiden in juli minder hard dan de maand ervoor. Ondanks de uitspraak van de premier laat een sterkere groei van investeringen ook op zich wachten en nam het producentenvertrouwen de afgelopen maanden verder af. In juni lag de groei van de totale stedelijke investeringen op 20,4% jaar-op-jaar en in juli bleef deze op hetzelfde percentage steken. Hoewel hierin een marginale verbetering ten opzichte van april en mei kan worden gelezen, blijft het grotere plaatje dat van terugvallende

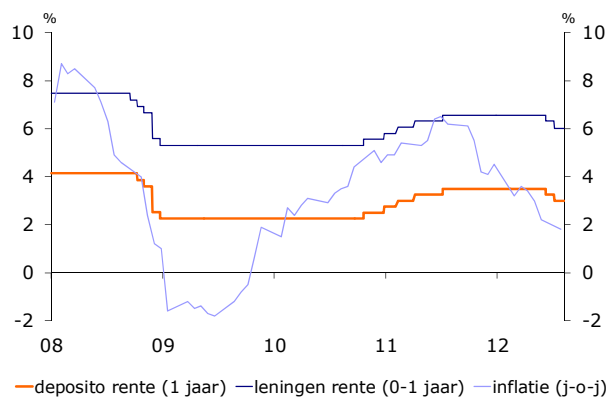
Figuur 2: Exportgroei



Bron: Reuters EcoWin

\*januari en februari 2012 cijfers zijn gemiddeld.

Figuur 3: Inflatie en officiële rentes

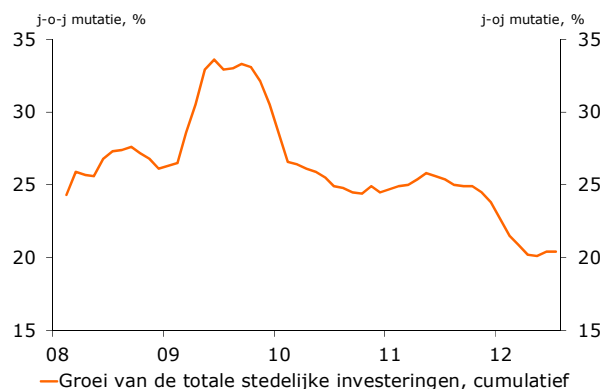


Bron: Reuters EcoWin

# China

investeringsgroei ten opzichte van 2011 (zie figuur 4). Misschien moeten we geduld hebben. De meer omvattende stimuleringsmaatregelen zijn pas vanaf juni uitgerold en het duurt altijd even voordat deze zich vertalen in een sterkere

**Figuur 4: Investeringsgroei**



Bron: Reuters EcoWin

groei. Ook wordt er kritisch gekeken naar potentiële projecten. Dit kost tijd. In de komende maanden zullen de genomen maatregelen daarom naar verwachting sterker door gaan werken in de Chinese economie.

Maar er zijn ook andere redenen voor het uitblijven van een groeierstel. Op de eerste plaats is er als gevolg van de grote hoeveelheid investeringen in de afgelopen jaren sprake van overcapaciteit. Ook zijn de voorraden nog relatief groot. Dit is in het bijzonder het geval in de vastgoedsector. Hoewel het aantal transacties op de vastgoedmarkt weer wat toeneemt en in meer en meer steden de huizenprijzen weer stijgen, blijft de voorraad

onverkochte woningen groot. Hierdoor is er in de vastgoedsector weinig animo om nieuwe investeringen te plegen. Bovendien houdt de overheid ondanks de lagere groei nog steeds vast aan de maatregelen gericht op het afkoelen van de vastgoedmarkt. Op de tweede plaats heeft China nog steeds last van de voortdurende afzwakkende vraag vanuit het buitenland. In juli zwakte de exportgroei af naar slechts 1% jaar-op-jaar, terwijl deze in juli 2011, bijvoorbeeld, nog ruim 20% bedroeg. Vooral de vraag vanuit de EU stelt teleur. In juli daalden de exporten naar de EU met 16% jaar-op-jaar (zie figuur 2).

Al met al zullen de genomen stimuleringsmaatregelen sterker gaan doorwerken in de economie. Dit zal een positief effect hebben op de groei in het derde en vierde kwartaal. De vraag is of dit voldoende is om de groeivertraging te keren. Dat zal mede afhankelijk zijn van de ontwikkelingen buiten China, en dan vooral in de eurozone. Ook is het onduidelijk in hoeverre de maatregelen die gelden voor de vastgoedmarkt in stand worden houden. Mocht het nodig zijn, dan kan Peking deze versoepelen. Gezien het grote belang van de vastgoedsector in de Chinese economie en de nog steeds bestaande vraag naar vastgoed zou dit een sterke economische stimulans kunnen geven. Uiteraard vergroot dit op de langere termijn wel het risico op een nieuwe vastgoedbubbel. Uitgaande van een voorzichtig herstel van de wereldeconomie en geen significante verandering van het beleid gericht op de vastgoedmarkt verwachten wij op basis van de al genomen maatregelen en wellicht een verdere monetaire verruiming een voorzichtig herstel in de komende maanden.

Erwin Blaauw  
E.R.Blaauw@rn.rabobank.nl

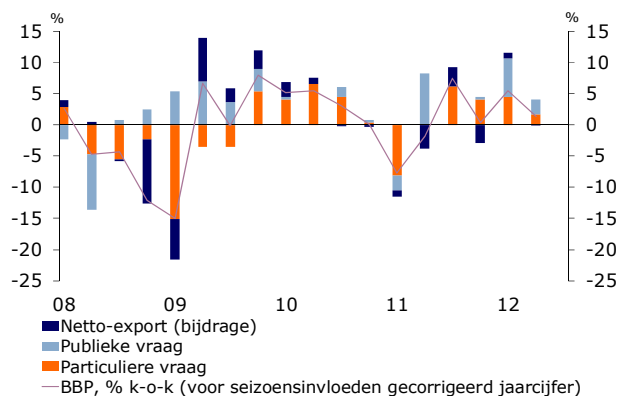
# Japan

## Impuls wederopbouw zwakt af

*De Japanse groei houdt aan, maar verloopt na een groeispurt in het eerste kwartaal de rest van het jaar en volgend jaar waarschijnlijk aanmerkelijk trager. Parlementariërs zijn aarzelend overeengekomen het begrotingsbeleid aan te*

*scherpen. Maar tot dit wordt doorgevoerd, blijven de Japanse overheidsfinanciën een risicofactor voor de economie.*

Figuur 1: BBP-cijfers Japan



Bron: Bloomberg

### Overheidsbestedingen schragen groei...

In het tweede kwartaal van 2012 bleef de economie groeien, zij het beduidend trager dan in het eerste. Kijkend naar het pad van de economie in het eerste halfjaar achten we de voortzetting van de groei uit het eerste kwartaal (1,3% k-o-k) onrealistisch hoog gezien de uitdagingen voor de Japanse economie op de middellange termijn. Een realistischer scenario voor het tweede halfjaar is volgens ons voortzetting van de groei uit het tweede kwartaal (0,3% k-o-k). Voor heel 2012 verwachten we

dat de economie ten opzichte van 2011 met 2,6% groeit. Dit vormt een opwaartse bijstelling van onze eerdere prognose (2% op jaarbasis), aangewakkerd door de groei in overheidsbestedingen die sterker was dan verwacht. De overheidsconsumptie bleef gestaag toenemen. Zij steeg in 14 van de afgelopen 15 kwartalen. De regering ontwijkt het doorvoeren van politiek impopulaire bezuinigingen op dit vlak. De combinatie met stijgende investeringsuitgaven laat zien dat de Japanse overheid moeite heeft de begroting op orde te krijgen.

### ... maar moeten zo spoedig mogelijk worden teruggedraaid

Het begrotingstekort lijkt dit jaar tot meer dan 9% van het BBP op te lopen en de *bruto* staatsschuld tot 230% van het BBP. Het gevolg is dat de noodzaak tot begrotingsconsolidatie zich ieder jaar meer opdringt. Om niet al te sensationeel te klinken, wijzen we erop dat de *netto* staatsschuld van Japan met circa 135% van het BBP significant lager is. Ook biedt het hoge niveau van de binnenlandse besparingen een stabiele beschikbaarheid van middelen om de staatsschuld te financieren. Begrotingsconsolidatie is daarmee in Japan minder urgent dan in bijvoorbeeld delen van Europa. Maar door de vergrijzing en de daarmee gepaard gaande afnemende spaarquote, kan Japan niet oneindig doorgaan met het aanhouden van dergelijke enorme begrotingstekorten. Qua verkrappingsbeleid is er voorzichtig vooruitgang geboekt doordat een controversieel wetsvoorstel is aangenomen om de BTW tot 2015 landelijk van 5% naar 10% te laten stijgen. Aldus genereert de Japanse overheid de komende jaren hogere begrotingsinkomsten. Maar de binnenlandse politieke beslommingen hebben hun stempel op dit beleid gedrukt: het voorstel vermeldt dat de regering "de economie holistisch bekijkt en passende maatregelen zal nemen, waaronder mogelijk



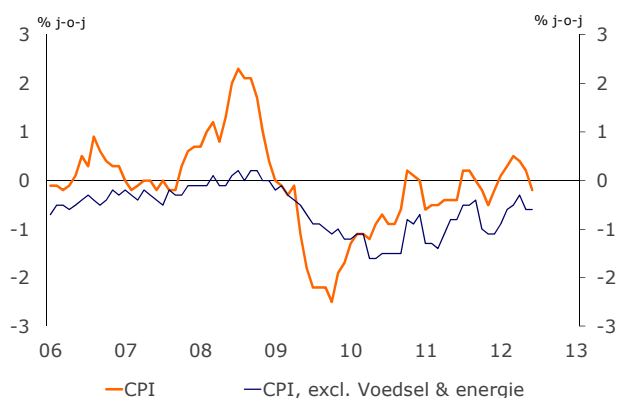
# Japan

het opschorten van de uitvoering.” De uitkomst is dus dat als de economie zwak is (en dat is waarschijnlijk het geval) de regering de belastingverhoging wellicht niet zal doorvoeren. Op de goederenhandelsbalans blijft de impact zichtbaar van de onderbrekingen door de aardbeving van begin vorig jaar in combinatie met de aanhoudend slappe wereldwijde vraag. Ook in juli was er een tekort op de handelsbalans (de zeventiende maand op rij). Het tekort is beduidend groter dan tijdens de Grote Recessie van 2008-2009. De lopende rekening vertoont nog altijd een gezond overschot dankzij de aanhoudende inkomstenstroom uit de opgebouwde buitenlandse bezittingen, een erfenis van eerdere handelsoverschotten die het tekort op de goederenhandelsbalans ruimschoots compenseert. Het overschot op de lopende rekening weerspiegelt de hoge binnenlandse besparingen. Deze laatste slinken echter sinds hun hoogtepunt in 2008 en gezien de vergrijzing in Japan zal dit de komende jaren waarschijnlijk aanhouden.

## Japanse centrale bank blijft actief

De inflatie geeft met vijf positieve realisaties op rij tegenstrijdige signalen af. Het staat in contrast met de meerjarige periode van deflatie die begin 2009 aanving. De Japanse centrale bank blijft onbewogen onder de terugkeer van positieve inflatie, aangezien dit het gevolg is van gestegen grondstofprijzen (met name energieprijzen) die het consumentenprijsindex (CPI)-mandje verder omhoogstuwden. De kern-CPI (een meting exclusief voedsel- en energieprijzen) laat zien dat de deflatie voor de 42<sup>e</sup> maand op rij voortduurt. De totale CPI maakte onlangs weer een negatieve draai nu de lagere grondstofprijzen doorsijpelen en het algemene beeld is dat de deflatie doorzet. Voor wat betreft de cruciale beleidsrente houden we vast aan onze verwachting dat deze de komende tijd stabiel wordt gehouden op 0,00 – 0,10%. De Japanse centrale bank zal zich op niet-conventionele maatregelen blijven richten om de economie te ondersteunen. We hebben al herhaaldelijk gezien dat dergelijke middelen weinig uithalen. Onze verwachting dat de economie in 2013 een stuk langzamer groeit dan in 2012 blijft dan ook staan.

Figuur 2: CPI-grafiek



Bron: Bloomberg

Adrian Foster  
Adrian.Foster@rabobank.com

Tabel 1: Kerngegevens Japan

jaar op jaar mutatie in %	'11	'12	'13
Bruto binnenlands product	-0,7	2¼	1
Particuliere consumptie	0,1	2¼	1¼
Overheidsconsumptie	1,9	1½	½
Investeringen	0,7	2½	1
Uitvoer goederen en diensten	-0,1	4½	6¼
Invoer goederen en diensten	6,3	7	6
Consumentenprijzen	-0,3	¼	½
Werkloosheid (%)	4,6	4½	4

Bron: Reuters EcoWin

## Groeivertraging ondanks actie

*Na een periode van –over de linie genomen– monetaire verkrapping zijn sinds de tweede helft van 2011 meer en meer opkomende economieën monetair beleid gaan gebruiken om de groei te stimuleren. We verwachten dat er meer nodig zal zijn om de economieën op gang te houden. Omdat de angst voor oververhitting nog niet uit de hoofden van de beleidsmakers is verdwenen, zullen zij echter niet snel terugrijpen op budgettaire stimulering van de economie. Als gevolg van dit alles zullen de economische prestaties in de komende kwartalen tegenvallen. De ontwikkelingslanden zullen het hoofd nog boven water kunnen houden, maar van een stimulerende rol op wereldschaal is geen sprake.*

### Bestrijden van teleurstellende groeiverwachtingen

Opkomende markten voelen inmiddels steeds meer de negatieve invloeden van de matig tot slecht presterende economieën van de EU en de VS. Bovendien is ook het economisch licht in China wat gedimd, waardoor de groeimotoren van het begin van deze eeuw niet meer deze functie vervullen. Het is aan de opkomende landen zelf om maatregelen te nemen.

Om de economie op korte termijn te stimuleren, kan de overheid kiezen uit budgettaire maatregelen (directe stimulering door hogere uitgaven of lagere lasten), monetaire maatregelen (stimuleren van de economie door rentedaling of het bijdrukken van geld), of beide. In de nasleep van de bankencrisis van 2008 hebben verschillende landen gekozen voor stimulering door een combinatie van budgettaire en monetair beleid. Hierdoor stimuleerden zij de vraagzijde van de economie, waardoor ook de bedrijvigheid weer toenam. Als gevolg van het succesvolle economische herstel zagen deze overheden zich vervolgens weer gedwongen om op de rem te gaan staan vanwege het gevaar van oververhitting: de aanbodzijde van de economie kon het snelle vraagherstel niet aan. Een te snelle groei ging gepaard met stijgende inflatie en opgeblazen zeepbellen. Het meest bekende voorbeeld hiervan is China waar zowel de aandelenmarkten (vanaf het derde kwartaal van 2008) als de huizenmarkt sterke prijsstijgingen liet zien, en de balansen van de banken werden opgeblazen.

Toen gedurende 2011 duidelijk werd dat de groei in China zou vertragen, de EU voorlopig nog niet uit de malaise zou komen en ook de VS geen spectaculair herstel zouden gaan vertonen, stonden overheden weer voor dezelfde keuze. Begrotingsmaatregelen heeft men in de eerste helft van 2011 niet of nauwelijks genomen, uit angst voor oververhitting en het voeden van nieuwe risico's. Als landen hun economie al wilden stimuleren, kozen zij voor de monetaire weg. De gedachte is dat je met monetair beleid gelijkmatiger kunt stimuleren als je het in de juiste mate inzet.

### De monetaire ruimte is minder dan in 2009...

In de loop van 2011 begonnen de centrale banken in opkomende markten met het verruimen van het monetaire beleid, vooral zichtbaar in renteverlagingen. De verwachte groeivertraging werd namelijk gecombineerd met een lagere inflatie(verwachting) waardoor ruimte ontstond voor een verlaging van de

# Emerging markets monitor

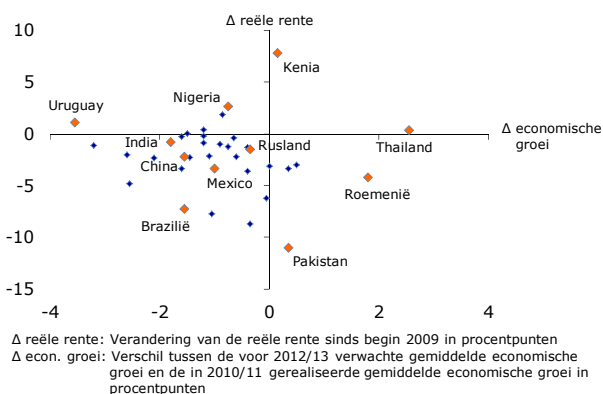
rentetarieven. Volgens cijfers van de website Central Bank News hebben 25 van de 78 door hen gevolgde centrale banken (van opkomende economieën) in 2012 de rentetarieven verlaagd, 41 centrale banken hebben de tarieven gelijk gehouden en 12 hebben deze verhoogd. In de eerste helft van 2011, toen 68 centrale banken werden gevolgd, verhoogden 29 centrale banken de basisrente; slechts vijf centrale banken verlaagden deze.

De ruimte om meer te gaan doen, lijkt zeer beperkt. We hebben op basis van de reële rente en verwachte economische groei gekeken naar de ruimte die er zou kunnen zijn voor verdere monetaire verruiming. Gezien de verdeling in figuur 1 van de landen over de kwadranten, blijkt dat zowel de reële rentes al fors lager zijn, maar dat ook de groeiverwachting slechter is dan in 2010. Hieruit blijkt dat in een groot gedeelte van de landen al redelijk in de reserves is getast. Figuur 2 laat zien dat de reële rente over de hele linie is gedaald. Uiteraard betekent een negatieve rente niet dat monetair beleid onmogelijk is, maar de kans bestaat dat indien de rentestand het beoogde effect gaat krijgen (meer geld in de markt, meer geld dat wordt uitgegeven) de inflatie zeer snel kan toenemen.

## ... en het effect is waarschijnlijk minimaal

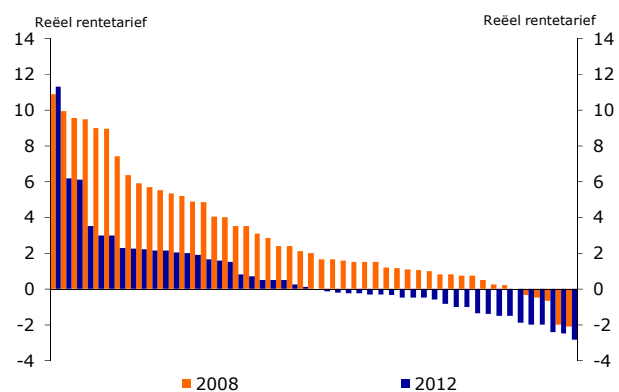
Wij betwijfelen of monetair beleid in ontwikkelingslanden wel een effect zal genereren op de binnenlandse groei. Defecte of onvoldoende functionerende transmissiemechanismen zorgen ervoor dat het effect van monetair beleid eerder aanvullend kan werken dan puur stimulerend. Monetair beleid zou de exportsector kunnen stimuleren, doordat de lokale munt bij een lagere rentestand in principe minder waard wordt. Maar de groei van de wereldeconomie neemt af, waardoor ook een dalende groei van de vraag naar exportproducten wordt verwacht. Dit beperkt de totale exportmarkt. Als daarnaast elk land hetzelfde monetaire beleid voorstaat, levert een depreciatie van de munt niet de gewenste verbetering op van de concurrentiepositie. Bovendien kan dat een nieuwe ronde van *currency wars* uitlokken, met verregaande protectionistische maatregelen als gevolg.

**Figuur 1: Verandering in rente en groei**



Bron: Bloomberg, centrale banken, IMF WEO

**Figuur 2: Ontwikkeling reële rente**



Bron: Bloomberg

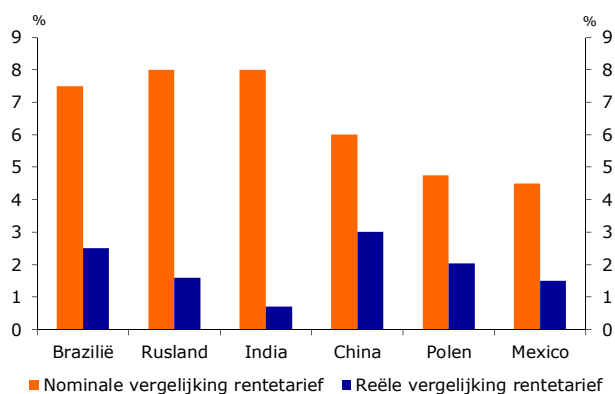
# Emerging markets monitor

Het aanjagen van consumptie en investeringen stuit op een aantal barrières. Ten eerste zijn mensen en bedrijven spaarzamer in slechte economische tijden. Hierbij resulteert een lager rentetarief of een hogere geldhoeveelheid niet in meer consumptie, maar in hogere spaarsaldi. Volgens voorspellingen van het IMF zullen de bruto nationale besparingen –gewogen gemiddeld, voor alle ontwikkelingslanden– in 2013 33,8% van het BBP bedragen. Dit is een stijging van 1,7 procentpunt ten opzichte van 2009.

Daarnaast leidt een ruimer monetair beleid van de centrale bank niet in alle gevallen tot een stijging van de consumptieve kredietverlening. Hiervoor is namelijk ook een goed functionerend financieel systeem nodig. Brazilië is hiervan een goed voorbeeld. De officiële rente is de afgelopen periode stevig verlaagd, van 12,5% in juli 2011 naar 8% een jaar later. De tarieven die de gewone consument moet betalen, zijn daarmee wel gedaald, maar bedragen nog steeds meer dan 30%. Dit komt onder andere door de beperkingen die banken worden opgelegd bij het innen van onbetaalde rekeningen. Het duurt jaren alvorens een faillissement kan worden uitgesproken. Dit wordt meegenomen in de prijs van een lening. Doordat hiermee de prijs van een lening veel hoger is en blijft dan de inflatie, heeft het beleid van de centrale bank maar een beperkt effect op de kredietverlening. De rente voor consumenten gaat namelijk slechts van extreem hoog naar zeer hoog.

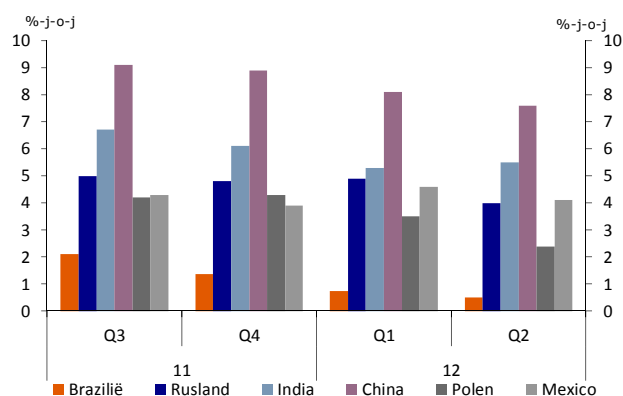
Monetair beleid wordt in ontwikkelingslanden ten slotte beperkt door de samenstelling van het uitgavenpatroon van (het merendeel van) de bevolking. Zij geeft namelijk een groot deel uit aan voedsel en energie, de twee meest volatiele componenten in de inflatie. Hierdoor is het voor centrale banken moeilijker om agressief monetair beleid te voeren zonder de schijnbare controle op inflatie te verliezen. Vooral voor ontwikkelingslanden is dit belangrijk, omdat zij nog niet de positie van *safe haven* hebben, en voor buitenlandse investeringen dus wel over een stabiel inflatiecijfer moeten beschikken. Zo is de centrale bank van

**Figuur 3: Beleidsrente**



Bron: Bloomberg, IMF WEO

**Figuur 4: Economische groei**



Bron: Bloomberg

# Emerging markets monitor

India na een eenmalige daling van het basisrentetarief in april 2012 gestopt met het verlagen van de rente, omdat de inflatie juist door de grondstofprijzen onverwacht hoog bleef.

## Wat staat er in de opkomende economieën te gebeuren?

Zoals gezegd zijn de economische groeiverwachtingen voor de ontwikkelingslanden minder gunstig dan vorig jaar. Daarnaast zal monetair beleid niet veel effect hebben, ook al wordt het in de tweede helft van het jaar verder verruimd. In een aantal landen kijkt men daarom al weer naar de budgettaire stimulering van de economie. Standaard gebeurt dat in Chili, waar anticyclisch begrotingsbeleid in de wet is verankerd. Daarnaast is Maleisië een uitzondering op de standaardregels doordat de economie aldaar ook vanuit de overheidsbegroting een stimulans krijgt. Hierbij kunnen de aanstaande verkiezingen in het land echter ook een rol hebben gespeeld.

Maar ook de grotere economieën ontkomen –in politieke en sociale zin– niet aan een beweging naar stimulering. Opkomende economieën hebben groei nodig om de sociale ontwikkeling van vooral de onderklasse op gang te houden. In Brazilië is recent een pakket aan maatregelen aangekondigd dat de investeringen in de infrastructuur moet aanjagen. Gezien de angst voor overstimulering van de economie zijn deze echter uitgesmeerd over een periode van tien jaar. De recente twee jaar van beduidend lagere groei hebben de angst voor oververhitting zoals in 2010 niet kunnen wegnemen. In India bestaat de mogelijkheid van een dergelijke stimulering niet of nauwelijks, door de verslechterende positie van de overheidsfinanciën. Als we daarbij ook naar China kijken, waarvoor de groeiverwachting voor 2012 tegen de 8% bedraagt, komen we ook voor de wereldeconomie uit op een sober plaatje. Waar de ontwikkelingslanden na de bankencrisis van 2008 nog het lichtpuntje aan de horizon vormden, hoeven we het komende half jaar niet te rekenen op een groeiversnelling uit de opkomende wereld.

Tabel 1: Verwachtingen opkomende economieën

	BBP-groei			Inflatie			Lopende rekening % van BBP		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Brazilië	2,7	2,5	4,6	6,6	5,3	5,1	-2,1	-2,6	-3,1
China	9,2	8,0	8,5	5,4	3,7	5,1	2,8	2,3	1,9
India	7,1	6,1	6,5	8,6	7,7	7,4	-2,8	-3,1	-2,4
Indonesië	6,5	5,9	6,5	5,4	5,3	6,5	0,2	0,2	0,2
Mexico	3,9	3,9	3,6	3,4	3,7	3,7	-0,8	-1,3	-1,8
Polen	4,3	2,6	3,5	4,3	3,5	2,8	-4,3	-4,1	-3,6
Rusland	4,3	4,0	3,9	8,4	4,8	5,8	5,5	3,9	1,9
Zuid-Afrika	3,1	2,6	3,3	5,0	5,4	4,3	-3,3	-4,6	-4,1
Zuid-Korea	3,6	3,0	4,1	4,0	2,8	3,1	2,4	1,9	2,5
Turkije	8,5	3,5	4,0	6,5	9,5	7,6	-9,9	-8,8	-7,7

Bron: IMF

Fabian Briegel  
F.Briegel@rn.rabobank.nl

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

# Economische kerngegevens

## Internationale kerngegevens\*

BBP-volumemutatie in %	2011	2012	2013
Verenigde Staten	1,8	2	1¾
EMU	1,5	-½	¾
Verenigd Koninkrijk	0,8	0	1½
Japan	-0,7	2¼	1

## Kerngegevens Nederland

Jaar-op-jaar volumemutatie in %	2011	2012	2013
BBP	1,1	-½	½
Particuliere consumptie	-1	-1	0
Overheidsconsumptie	0,1	-¼	-1
Bruto investeringen	8,9	-2¼	1
Uitvoer van goederen en diensten	3,9	4½	5
Invoer van goederen en diensten	3,6	3½	4
Inflatie (%)	2,4	2½	2
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	5,4	6½	7
Begrotingssaldo overheid (% BBP)	-5	-3,6	-2,7
Overheidsschuld (%-BBP)	65,4	71,6	72,9

## Geldmarktrente 3-maands (%)\*

	31 augustus 2012	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	0,42	0,42	0,42
EMU	0,28	0,32	0,49
Verenigd Koninkrijk	0,68	0,69	0,68
Japan	0,19	0,20	0,23

## Swap 10-jaars (%)\*

	31 augustus 2012	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	1,74	1,74	2,91
EMU	1,69	1,80	2,50
Verenigd Koninkrijk	1,63	1,63	2,27
Japan	0,83	0,95	1,25

## Wisselkoers ten opzichte van euro\*

	31 augustus 2012	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	1,25	1,24	1,35
Verenigd Koninkrijk	0,79	0,79	0,82
Japan	98,3	98,0	113,0

\* Voorspellingen afkomstig van Financial Markets Research, Rabobank International

\*\* Prognoses over 3 respectievelijk 12 maanden

# Colofon

---

Het Economisch Kwartaalbericht is een uitgave van het Directoraat Kennis en Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland en kwam mede tot stand in samenwerking met Financial Markets Research 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.

Gebruikte afkortingen landen: FR: Frankrijk, GB: Verenigd Koninkrijk, GR: Griekenland, IE: Ierland, IT: Italië, JP: Japan, LU: Luxemburg, NL: Nederland, NO: Noorwegen, NZ: Nieuw Zeeland, PT: Portugal, SE: Zweden, SG: Singapore, US: Verenigde Staten.

Deze informatie kunt u ontvangen door een mail te sturen naar 'economie@rn.rabobank.nl' onder vermelding van 'KEO 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.

Deze studies zijn tevens te vinden op onze website: [www.rabobank.com/economie](http://www.rabobank.com/economie) en op [www.rabotransact.com](http://www.rabotransact.com).

Voor overige informatie kunt u bellen met Kennis en Economisch Onderzoek via tel. 030 - 2162666.

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

Eindredactie:

Hans Stegeman, hoofd Nationaal Economisch Onderzoek

Allard Bruinshoofd, hoofd Internationaal Economisch Onderzoek

Redactie:

Enrico Versteegh

Productiecoördinatie:

Christel Frentz

Graphics:

Selma Heijnekamp

Print:

GrafiPrint B.V. Eindhoven

© 2012 - Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A., Nederland

**KEO op internet**

[www.rabobank.com/economie](http://www.rabobank.com/economie)  
[www.rabotransact.com](http://www.rabotransact.com)

**Postadres**

Rabobank Nederland,  
KEO (UC.T.04.11)  
Postbus 17100  
3500 HG Utrecht

**Bezoekadres**

Rabobank Nederland  
Croeselaan 18  
3521 CB Utrecht



**Rabobank**