



Rabobank

# Economisch Kwartaalbericht

Juni 2009

*Kennis en Economisch Onderzoek*

# Inhoudsopgave

---

<b>Visie vooraf</b>	<b>3</b>
Vroege lente lang geen hoogzomer	
<b>Rente en valuta</b>	<b>4</b>
Verbetering marktsentiment	
<b>Nederland</b>	<b>10</b>
Recessie denderd voort	
<b>Eurozone</b>	<b>17</b>
Neerwaartse spiraal vlakkt af	
<b>Duitsland</b>	<b>23</b>
De andere kant van de medaille	
<b>Verenigde Staten</b>	<b>25</b>
Nog steeds in diepe recessie	
<b>China</b>	<b>29</b>
Nog altijd in lijn met mondiale trend	
<b>Japan</b>	<b>33</b>
De gifbeker moet helemaal leeg	
<b>Emerging markets monitor</b>	<b>34</b>
Protectie: Weg van teruggeweest?	
<b>Economische kerngegevens</b>	<b>38</b>
<b>Colofon</b>	<b>39</b>

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

**Afsluitdatum: 9 juni 2009**

# Visie vooraf

---

## Vroege lente lang geen hoogzomer

Economisch analisten en financiële markten zijn in de ban van 'groene loten', de eerste tekenen van bloei die we de afgelopen maanden in verschillende economieën mochten optekenen. In Amerika bijvoorbeeld lijken de huizenverkopen te stabiliseren, zagen we voor het eerst in lange tijd de hypotheekaanvragen weer toenemen en zijn er zelfs tekenen dat het dalings tempo van de huizenprijzen afneemt. En wereldwijd zagen we de vooruitzichten voor de industrie in maart en april weer wat ten goede keren, na een bijzonder zwak uiteinde van 2008 en dito start van 2009. Ook de beurzen vonden eindelijk de weg naar boven weer eens.

Elk herstel moet ergens beginnen. Alleen al daarom moeten we de groene loten koesteren. Maar dan wel in perspectief. De economische activiteit is de afgelopen kwartalen in een schrikbarend tempo teruggevallen en waar we nu dus blijikbaar al dolblij van worden is dat dit dalings tempo lijkt af te nemen. De economie, in ieder geval de Europese, zal echter de komende kwartalen blijven krimpen. Alleen niet meer zo snel als we tot nu toe zagen.

Zelfs als we uiteindelijk weer voorzichtig groeien, hopelijk vanaf begin 2010, dan zal dit herstel voor veel bedrijven en werknemers in eerste instantie te weinig en te laat blijken. Reorganisaties, ontslagen en faillissementen zullen eerst nog toenemen. Op zijn vroegst eind volgend jaar bereikt de werkloosheid haar top, wanneer meer dan 10% van de Europese beroepsbevolking werkloos zal zijn. Hierin schuilt ook precies het gevaar dat overenthousiasme over de groene loten van nu kan omslaan in teleurstelling en hernieuwd verlies aan vertrouwen als blijkt dat daarmee lang niet alle problemen als sneeuw voor de zon verdwenen zijn.

Zodra we weer groeien, zal ook snel de vraag zich opdringen hoe we de rekening van de huidige problemen gaan betalen. Denk dan vooral aan het weer op orde brengen van de overheidsfinanciën in vrijwel alle industrielanden. Terugvallende belastinginkomsten, oplopende werkloosheidsuitkeringen en een flink aantal omvangrijke economische steunpakketten hebben de rijksbegrotingen aardig uit het lood geslagen. Gemiddeld in het Eurogebied zal het begrotingstekort in 2010 circa 6% van het Bruto Binnenlands Product (BBP) bedragen, terwijl men in Europa eigenlijk een klein overschot nastreeft en op zijn minst in normale tijden het tekort moet terugbrengen tot minder dan 3%-BBP. Kortom er zal bezuinigd moeten worden en de lasten zullen moeten worden verzwaard. Ook dat kan het optimistische gevoel over het economisch herstel nog aardig in de wielen gaan rijden.

Kortom, het lijkt absoluut de goede kant op te gaan, maar we zijn er nog lang niet. Ook een weerkundige vroege lente voelt prettig aan, zeker na een gure winter. Maar dan toch vooral als je lekker uit de wind in het zonnetje kan zitten. Ga je daarentegen overenthousiast al zonder jas op pad dan kan het frisse voorjaar nog een flinke verkoudheid opleveren!

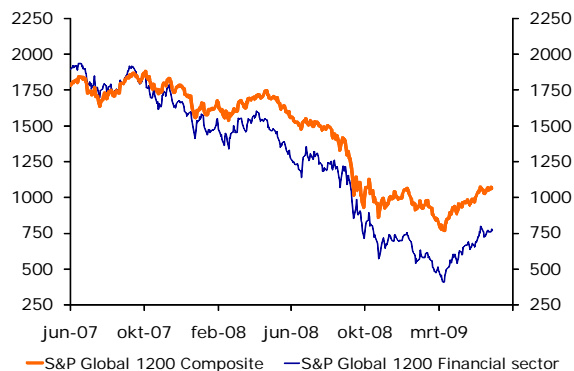
Allard Bruinshoofd  
W.A.Bruinshoofd@rn.rabobank.nl

# Rente en valuta

## Verbetering marktsentiment

*Na een dramatisch eerste kwartaal, waarin de aandelenbeurzen forse verliezen boekten, de kredietopslagen verder opliepen en de economische activiteit wereldwijd buitengewoon scherp terugviel, hebben de markten in het tweede kwartaal de weg omhoog weer gevonden. We zien drie verklaringen: beter dan verwachte resultaten in de financiële sector, 'groene loten' van economisch herstel en een toenemende 'risk appetite' onder beleggers.*

**Figuur 1: Koersontwikkelingen financiële instellingen trekken de markten mee omhoog**



Bron: Reuters EcoWin

### Banken leiden herstel

Het herstel van de markten begon eigenlijk al op 10 maart met het uitlekken van een intern memo door Citigroup CEO Vikram Pandit, waarin hij zei dat de resultaten in het eerste kwartaal tot dan toe de beste waren in meer dan een jaar. Een aantal van zijn collega-bankiers in de VS en Europa deden soortgelijke uitspraken in de weken daarna en uiteindelijk konden verschillende van hen deze uitspraken

ook waarmaken. Toch bestaat er nog grote onzekerheid over de houdbaarheid van het herstel. In april stelde het IMF in haar Global Financial Stability Report (GFSR) dat de banken wereldwijd pas één derde van de totaal verwachte kredietverliezen hebben genomen en dat een verdere verslechtering van de verliezen vooral voor Europese banken tot de mogelijkheden behoort, mede vanwege hun banden met de opkomende landen in Europa. Al met al betekent dit dat banken hun kapitaal verder moeten versterken en dat de groei van de kredietverlening aan de private sector onder druk zal blijven staan. Ondanks het besef dat er nog veel neerwaartse risico's voor de groei zijn, wisten de markten zich goed te houden.

### Stress-testen goed ontvangen

De stress-testen onder Amerikaanse banken, waarvan de uitkomsten uiteindelijk begin mei bekend werden gemaakt, leverden in eerste instantie ook een bron van onzekerheid voor de markten. Maar het geraamde kapitaaltekort voor 19 grote Amerikaanse instellingen van omstreeks \$75 miljard werd door de markten relatief goed ontvangen, temeer omdat een aantal banken snel met herkapitalisatie plannen naar buiten kwam en/of een gedeeltelijke herkapitalisatie snel doorvoerde. Daarmee werd de vrees weggenomen dat het gat moeilijk te dichten zou zijn. Het sentiment verbeterde verder in mei toen een aantal instellingen zelfs aangaf ontvangen kapitaalinjecties van de Amerikaanse overheid zo snel mogelijk te willen terugbetalen. In tegenstelling tot de periode van oktober 2008 tot en met februari 2009, hebben de 'financials' wereldwijd sinds maart een flinke outperformance laten zien. De Global Financials index van S&P steeg tussen 27 februari en 25 mei met 56%, de Composite Index met 26%.

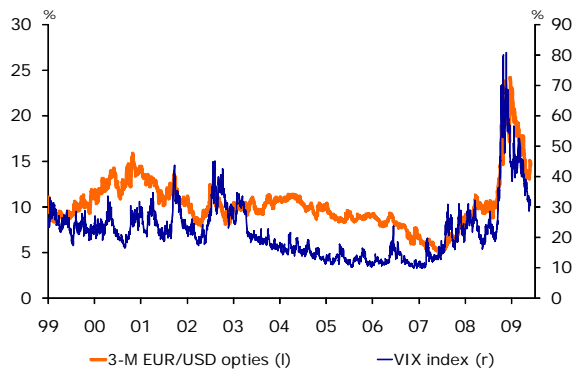
# Rente en valuta

## Groene loten

Daarnaast slaakten de markten een zucht van verlichting bij een reeks van betere economische cijfers die het negatieve sentiment wisten te keren. Opvallend

aan de 'groene loten' is dat zij wereldwijd zichtbaar zijn en zich vooral concentreren in de vertrouwensindicatoren in de industrie. In de VS bereikte de inkoopmanagers index (ISM index) voor april een niveau van 40,1, het hoogste niveau sinds september 2008. Ook in de eurozone verbeterde de inkoopmanagers-index van een dieptepunt van 33,5 in februari naar 40,5 in mei. Overigens wijzen de meeste indicatoren nog steeds op een recessie.

**Figuur 2: Verbetering maatstaven risicoperceptie**



Bron: Reuters EcoWin

## Risicoafkeer beleggers afgenomen

Een derde factor is dat de bereidheid tot risiconemen onder beleggers is toegenomen. Dit blijkt uit is de zogeheten VIX index (of, haar Europese equivalent, de VSTOXX index). Deze

wordt berekend op basis van optiepreizen en geeft aan hoeveel risico/onzekerheid marktparticipanten inprijzen. Sinds maart zijn de risicomaatstaven flink gedaald, in sommige gevallen tot onder de niveaus van vlak voor het faillissement van Lehman Brothers. De daling is ook zichtbaar in de rente- en valutamarkten. Het ruime liquiditeitsbeleid van veel centrale banken heeft waarschijnlijk bijgedragen aan de verbetering in de markten. De afname van de volatiliteit maakt het gemakkelijker voor handelaren om posities af te dekken. De neerwaartse spiraal, zoals we die gedurende de kredietcrisis hebben gezien, lijkt dus voorlopig te zijn doorbroken. Toch moeten we ook hier meteen weer bij vermelden dat de niveaus van een aantal risicomaatstaven nog steeds relatief hoog zijn in vergelijking met hun historische gemiddelden. De huidige 'lage' niveaus werden niet al te lang geleden nog geassocieerd met een 'hoog' volatiliteitsregime.

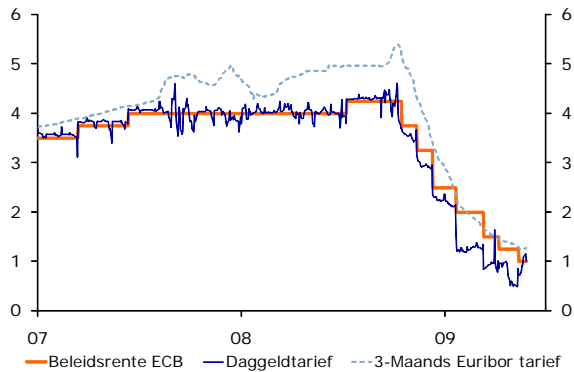
## Vraagtekens bij kracht en houdbaarheid van het herstel

Een terugkeer van de negatieve spiraal is dus nog steeds een reële mogelijkheid. Wij concluderen namelijk ook dat de fundamentals nog onvoldoende zijn om een houdbaar herstel te kunnen garanderen. Wij zetten dan ook vraagtekens bij het optimisme in sommige markten. Zoals verderop in dit Kwartaalbericht is te lezen houden wij in veel landen nog steeds rekening met een voortgaande afname van de economische activiteit. Bovendien zal het economisch herstel in 2010 gematigd zijn en traag op gang komen. Het is dus goed mogelijk dat het tweede kwartaal weliswaar voor de nodige ademruimte zorgt, maar het tweede halfjaar van 2009 nog steeds een moeilijke periode zal zijn. Zo moeten we in de tweede helft van 2009 rekening houden met een verdere toename van het aantal faillissementen en een verdere acceleratie van de werkloosheidstoename. Dit

# Rente en valuta

zou een negatieve weerslag kunnen hebben op het consumentenvertrouwen. Het 'deleveraging proces' onder financiële instellingen duurt voort en blijft een negatieve groeifactor. Op dit moment krimpt de kredietverlening in de eurozone

**Figuur 3: Europese geldmarktrentes sterk naar beneden**



Bron: Reuters EcoWin

nog zeer licht, maar dit zou zich in eerste instantie kunnen verergeren, voordat het herstel wordt ingezet. Het IMF rekent in haar GFSR met een afname van de kredietverlening van ongeveer vier procent in het dieptepunt van de cyclus. Hier zijn we nog niet beland. Het effect van de renteverlagingen door de ECB (die pas in oktober van 2008 begon met verlagen) worden naar verwachting pas goed zichtbaar tegen het einde van 2009. Kortom, wij houden rekening met een terugval in de tweede helft van 2009.

## Bodem voor ECB beleidstarief...

Tegen de achtergrond van het geschetste scenario in dit Kwartaalbericht blijft er voldoende

noodzaak voor de ECB om een ruim monetair beleid te voeren. Inmiddels kan niet meer gezegd worden dat de ECB achter de feiten aanloopt. In een relatief kort tijdsbestek van ongeveer acht maanden heeft zij haar beleidstarief met 325bp verlaagd tot het (voorlopig) historische dieptepunt van 1%, dat met de laatste renteverlaging van 25bp op 7 mei werd bereikt. Hoewel ECB President Trichet begin mei liet doorschemeren dat de 1%-grens niet in beton is gegoten, denken wij dat zij het officiële beleidstarief alleen verder zal verlagen als het krimp tempo van de economie opnieuw (substantieel) toeneemt. Vooralsnog zien wij daar geen aanleiding toe.

## ... maar nog niet voor Europese geldmarktrentes

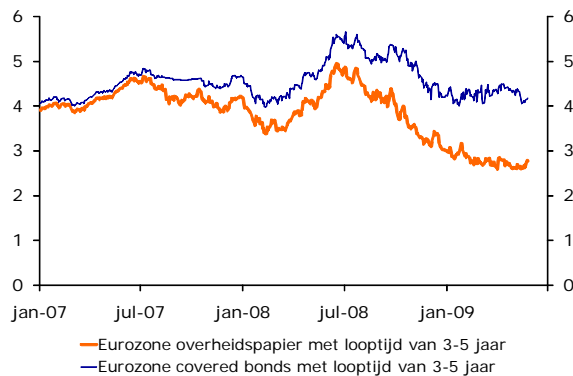
Het officiële beleidstarief blijft in onze visie dus voorlopig op 1%, totdat een houdbaar herstel is opgetreden. Dat neemt niet weg dat wij verwachten dat de geldmarktrentes nog iets verder naar beneden kunnen in de komende drie tot zes maanden. Dit hangt samen met onze verwachting dat de risico-opslagen in de geldmarkt nog iets omlaag kunnen. Ook het ruime liquiditeitsbeleid van de ECB draagt hieraan bij. Om dit kracht bij te zetten, kondigde de ECB op 7 mei aan de maximale looptijd van haar liquiditeitsoperaties te verhogen van zes naar twaalf maanden. De gedachte hierachter is dat als de banken voor langere tijd over de liquiditeit kunnen beschikken, de geldmarktrentes op het 'langere eind' van de geldmarktcurve nog verder dalen, ondanks dat de ECB haar officiële beleidstarief op 1% houdt. Ook zien we hiervan een neerwaartse invloed op de kapitaalmarktrentes aan de 'korte kant van de curve'. Op 18 mei bereikte de 2-jaars euro swaprente een (voorlopig) dieptepunt van 1,63%.

# Rente en valuta

## ECB slaat nieuwe weg in

Een echte doorbraak kwam echter op 7 mei met de ECB aankondiging om 'covered bonds' te gaan kopen met een tegenwaarde van ongeveer EUR 60

**Figuur 4: Rendement op eurozone covered bonds uitgelopen ten opzichte van staatspapier**



Bron: Reuters EcoWin

miljard. Dit zijn obligaties (vaak uitgegeven door banken) waarbij de obligatiehouder de mogelijkheid heeft om terug te grijpen op een portefeuille van onderliggende activa (zoals hypotheekleningen of leningen aan de publieke sector) indien sprake is van wanbetaling door de tegenpartij. Deze obligaties zijn sinds het uitbreken van de kredietcrisis sterk in waarde gedaald. Met een bedrag van EUR 60 miljard hoopt de ECB de markt nieuw leven in te blazen (de totale hoeveelheid uitstaande covered bonds uitgegeven in euro's wordt geschat op ongeveer EUR 1.600 miljard). Daarmee zou het mes aan twee kanten snijden: de risico-opslagen in de markt nemen af (met mogelijke uitstralingseffecten op andere markten) en de

maatregel vergemakkelijkt de lange termijn funding van de banken. Hiermee is de ECB ook echt een nieuwe weg ingeslagen. Weliswaar niet helemaal dezelfde als bijvoorbeeld de Fed en de Bank of England (die ook overheidspapier kopen), maar wel met hetzelfde einddoel: het verbeteren van de kredietstromen (voor de laatste ontwikkelingen bij de Fed verwijzen wij naar het hoofdstuk voor de VS). Sinds de aankondiging van de ECB is er sprake van een zichtbare daling in het rendementsverschil tussen covered bonds en overheidspapier. In het 3-5 jaars looptijd segment hebben we een daling van deze spread met ongeveer 25bp gezien. Of de maatregel voldoende is om de doelstellingen te halen moet nog blijken. Wel denken we dat vervolgstappen nu een stuk gemakkelijker zijn geworden.

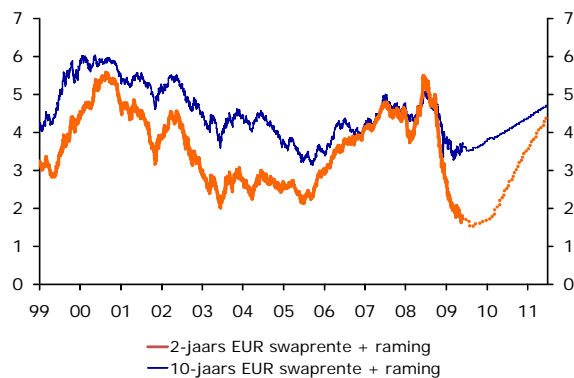
## Bank of Japan: Pappen en nathouden

De economische situatie is verre van rooskleurig, maar de Bank of Japan (BoJ) kan relatief tevreden terugkijken op haar strategie. De centrale bank is er wonderwel in geslaagd om buiten schot te blijven en de bal voor verdere verruiming naar de overheid toe te spelen. De BoJ heeft echter niet stil gezeten. Zij verlaagde eind vorig jaar de beleidsrente reeds naar 0.1% en heeft sindsdien een breed scala aan onconventionele verruimingsmaatregelen ingevoerd. Eerder dit jaar merkten wij al op dat dit sterk het karakter van pappen en nathouden had. Dat is nog steeds het geval. Elke beleidsvergadering levert weer een kleine, vaak relatief onbelangrijke wijziging of uitbreiding van de maatregelen op. De centrale bank koopt inmiddels overheidsobligaties, handelspapier, aandelen en bedrijfsobligaties in handen van financiële instituten, en verruimde meerdere malen de onderpandseisen voor haar liquiditeitsverstrekende operaties.

# Rente en valuta

Het scala van beleidsmaatregelen is breed, maar de omvang vaak beperkt. Het risico is dat de BoJ achter de feiten aanloopt. De centrale bank heeft de druk naar de overheid verplaatst, die reageerde met een fors fiscaal stimuleringsplan.

**Figuur 5: Kapitaalmarktrentes sterk gedaald, maar einde in zicht?**



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank International

Dit is onderdeel van een wereldwijde trend van monetair en fiscaal stimuleringsbeleid. Nu de eerste tekenen van herstel zich aandienen, komt de lange rente al snel onder opwaartse druk. De eerdere vervlakking van de rentecurve slaat zo om in een versteiling, waarvan het einde nog niet in zicht is, zeker aangezien de BoJ geen haast zal maken met het verhogen van de beleidsrente.

## Kapitaalmarktrentes: Dieptepunt voorbij?

Deze versteiling van de rentecurve is overigens een wereldwijd fenomeen. In een aantal landen zijn de lange kapitaalmarktrentes (vooral de rendementen op overheidspapier) in afgelopen maanden flink opgelopen. De

opwaartse druk valt uiteen in drie elementen, namelijk risicoperceptie, toegenomen kredietrisico's op overheidspapier en toenemende zorgen bij beleggers over de inflatie. Ten eerste hebben we een verbetering van het algemene sentiment onder marktparticipanten gezien. Gevoed door de eerste 'groene scheuten' van een economisch herstel, zien we dat de sterke voorkeur voor veilig overheidspapier in afgelopen maanden wat is afgenomen. Gedurende een groot deel van de kredietcrisis was dit een belangrijke factor achter de daling van de kapitaalmarktrentes. Daarnaast hebben veel overheden grote stimuleringspakketten op touw gezet en risico's overgenomen van de private (financiële) sector. Een aantal rating bureaus hebben inmiddels de ratings voor verschillende Europese landen verlaagd, of zij hebben er op gewezen dat die mogelijkheid bestaat. Tenslotte zien we in de markt ook toenemende inflatieverwachtingen onder beleggers; zij maken zich zorgen over de lange-termijn inflatoire druk die uit zou kunnen gaan van de door overheden en centrale banken ingezette maatregelen. Hoewel wij onze vraagtekens zetten bij de onmiddellijke risico's hiervan en (zoals eerder aangegeven) onze twijfels hebben bij de houdbaarheid van het plotselinge optimisme, denken we wel dat het dieptepunt in de kapitaalmarktrentes achter ons ligt. Op korte termijn houden we rekening met een beperkte terugval, maar eerdere dieptepunten zullen waarschijnlijk niet meer gehaald worden. Op langere termijn ligt een substantiële stijging van de kapitaalmarktrentes in het verschiet, in het bijzonder in de VS.

## Risicoperceptie drijft valutamarkten

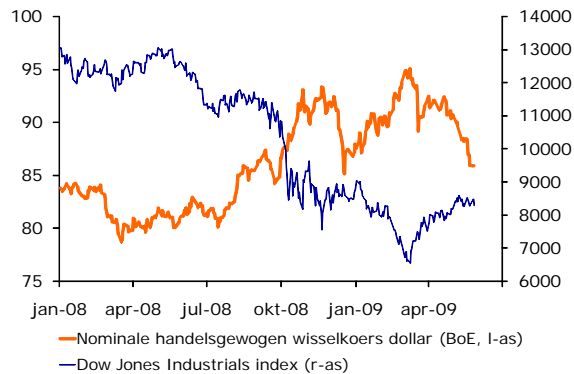
Sinds het begin van het tweede kwartaal heeft de dollar aan alle grote munten terrein prijsgegeven. De drijvende factor hierachter is de verbetering van het



# Rente en valuta

sentiment op de wereldwijde aandelenmarkten. De dollar fungeert in turbulente tijden als vluchthaven en momenteel zien we dus het omgekeerde gebeuren. Daar komt bij dat de zorgen bij marktparticipanten over de begrotingsdiscipline

**Figuur 6: Dollar zwakker door beter aandelen-sentiment**



Bron: Reuters EcoWin

van de Amerikaanse overheid zijn toegenomen. Deze sentimenten zijn ook nog eens aangewakkerd door de bekendmaking van rating bureau Standard and Poor's dat zij het Verenigd Koninkrijk op 'negative outlook' heeft gezet; een waarschuwing dat het VK haar AAA rating zou kunnen verliezen, als de Britse overheid niet op tijd maatregelen neemt. Terecht of niet, beleggers redeneerden dat ook het risico van een rating verlaging voor de VS is toegenomen. Tussen 31 maart en 28 mei verloor de dollar maar liefst 11% tegen het Britse pond, 4% tegen de euro en 2% tegen de Japanse yen. Stijgende grondstoffenprijzen gaven de munten van grondstofrijke economieën, zoals Zuid-Afrika, Australië en

Canada nog eens een extra zetje. Dat het Britse pond sinds 31 maart zo'n sterke performance tegen de euro heeft laten zien (+6%, van alle G10-munten op de tweede plaats), is naast een reflectie van de toegenomen 'risk-appetite' onder marktparticipanten ook een gevolg van een heroverweging van de sterk negatieve verwachtingen over het VK die de markten in het eerste kwartaal hadden ingeprijsd.

## Doorgesloten

Consistentie in onze visie dwingt ons om ook bij de sterke bewegingen in de valutamarkten de nodige vraagtekens te zetten. Immers, in onze ogen is er nog geen sprake van een duurzame verbetering in de risicoperceptie in de markten noch van de economische 'fundamentals'. Vandaar dat wij uitgaan van een tussentijdse terugval van de euro en zelfs nog iets meer van het Britse pond tegen de dollar (zodat EUR/GBP per saldo wat sterker wordt), voordat een meer duurzame verzwakking van de dollar optreedt. Op korte termijn zien we nog teveel onzekerheden ten aanzien van de eurozone economie (ook vanuit het oogpunt van timing – de eurozone loopt achter op de VS) en de financiële sector. Voor het Britse pond geldt bovendien dat, hoewel rating bureau S&P heeft onderstreept dat er 'slechts' een kans van 1 op 3 is dat zij de rating van het VK ook daadwerkelijk zal moeten verlagen, de enorme uitgifte van staatspapier het absorptievermogen van de markt dit jaar op de proef zal stellen. Dat zou op korte termijn gepaard kunnen gaan met een zwakkere munt, voordat de opwaartse beweging wordt hervat.

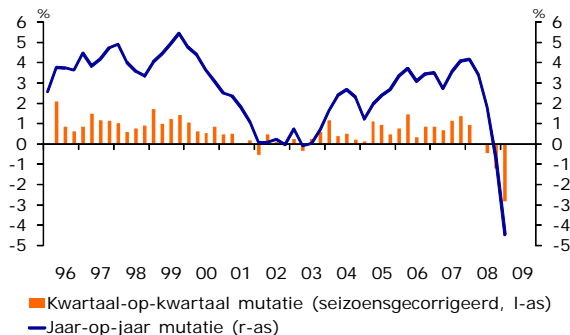
Elwin de Groot  
Elwin.de.Groot@rabobank.com

# Nederland

## Recessie dendert voort

*Het tempo waarmee de Nederlandse economie verslechtert en de diepte van de recessie zijn ongekend. Het bedrijfsleven heeft te maken met binnen- en buitenlandse vraaguitval, terwijl huishoudens worden getroffen door forse vermogensverliezen en oplopende werkloosheid. Met een reële krimp van 6% gaat de economie dit jaar door een diep dal. Ook volgend jaar krimpt de Nederlandse economie nog, waardoor het totale verlies aan inkomen per hoofd van de bevolking sinds het begin van 2008 op ruim 7% uitkomt. Het goede nieuws is dat we naar verwachting de grootste krimp van de economie nu reeds achter de rug hebben.*

**Figuur 1: Ongekend slechte prestatie in het eerste kwartaal 2009**



Bron: CBS, Rabobank

### Eén zwaluw maakt nog geen zomer

Nadat de wereldeconomie in de tweede helft van vorig jaar een zware klap te verwerken kreeg, daalde de economische activiteit in het eerste kwartaal van dit jaar vrijwel overal ter wereld naar een nieuw dieptepunt. De Nederlandse economie vormde daarbij geen uitzondering (figuur 1). Na een ronduit slecht eerste kwartaal hebben wij onze verwachtingen voor de Nederlandse economie fors neerwaarts bijgesteld. De eerder geraamde krimp van de economie met 4% in 2009 is in het eerste kwartaal van dit jaar al volledig gerealiseerd. In het eerste kwartaal kromp het volume van de economie met 2,8% (k-o-k), terwijl het negatieve overloopeffect uit 2008 1,2% bedroeg. Met nog drie kwartalen te gaan, en voorlopig nog weinig tekenen van herstel, houden wij daarom rekening met een krimp van de economie met 6% in 2009 ten opzichte van 2008.

Maar voordat het zover is, suggereren de huidige lage niveaus van bijna alle voorlopende indicatoren dat de economische activiteit in de komende maanden zal blijven krimpen.

Toch wordt langzaam maar zeker de hoop gevestigd op bemoedigende signalen, vooral in de Verenigde Staten. Wetend dat ook in de economie één zwaluw nog geen zomer maakt, denken wij dat het nog te vroeg is om op grond van de recente positieve geluiden het einde van de huidige recessie in te luiden. Dit is eerder een teken dat de economische vrije val sinds het najaar van 2008 is afgeremd. Pas als de positieve trend in de komende maanden doorzet kunnen we spreken van een economisch herstel. Maar voordat het zover is, suggereren de huidige lage niveaus van bijna alle voorlopende indicatoren dat de economische activiteit in de komende maanden zal blijven krimpen.

### Achilleshiel van de Nederlandse economie hard geraakt

In goede economische tijden is de uitvoer de drijvende kracht achter de economische groei in Nederland: ongeveer een derde van alle toegevoegde waarde komt voor rekening van de exportsector. Maar door de vrijwel stilgevallen wereldhandel vertoont de groei van de uitvoer sinds november 2008 al vijf maanden op rij dieprode cijfers. In de eerste drie maanden van dit jaar ging het

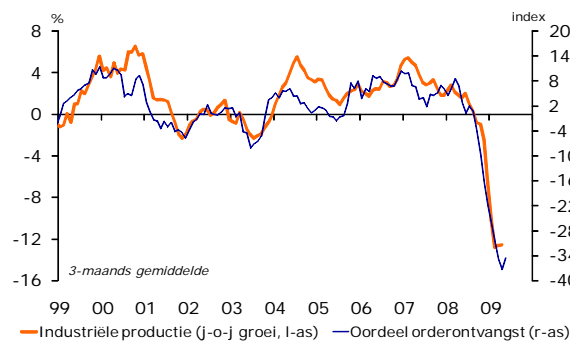
# Nederland

volume van de totale goederenuitvoer met 14% (j-o-j) onderuit. De wederuitvoer, die voor een relatief groot deel uit luxegoederen bestaat, deed het nog wat slechter omdat de afzet ervan sterker reageert op conjuncturele schommelingen. Omdat de Nederlandse uitvoer voor een groot deel bestaat uit wederuitvoerproducten, die eerst moeten worden ingevoerd, kromp ook het invoervolume van goederen met bijna 13% (j-o-j) in het eerste kwartaal van dit jaar. De afname van de uitvoer gaat hand in hand met een sterk gedaalde productie en een historisch lage bezettingsgraad van de Nederlandse industrie. De industriële ondernemers zijn nog steeds zeer negatief over de buitenlandse orderontvangsten, die in het eerste kwartaal van dit jaar ruim 35% lager waren dan een jaar eerder (figuur 2). Dat belooft weinig goeds voor de komende kwartalen.

Wij verwachten dat het uitvoervolume dit jaar met 11¼% krimpt. De heftige schommeling van de wereldhandel bepaalt nagenoeg geheel de ontwikkeling van de Nederlandse uitvoer dit en volgend jaar. De lichte verbetering van de prijsconcurrentiepositie is onvoldoende om het negatieve effect van de wereldhandel teniet te doen. De prijsconcurrentiepositie verbetert vooral omdat de euro naar verwachting minder in waarde stijgt ten opzichte van andere valuta. Omdat het invoervolume minder sterk krimpt dan het uitvoervolume, levert de netto-uitvoer dit jaar een fors negatieve bijdrage aan de economische groei (figuur 3). Een sterkere terugval van het uitvoervolume werd alleen in 1932 gerealiseerd. Het grote verschil met de jaren dertig is echter dat ondanks de krimp het handelsvolume, vooral dankzij de globalisering, nu ruim 40 keer groter is dan destijds.<sup>1</sup> Dit betekent dat de Nederlandse economie nu nauwer verweven is met de wereldeconomie. Dit verklaart ook meteen waarom de open Nederlandse economie relatief hard wordt getroffen door de huidige crisis. Als volgend jaar de wereldhandel licht opveert, zal ook onze uitvoer weer licht toenemen.

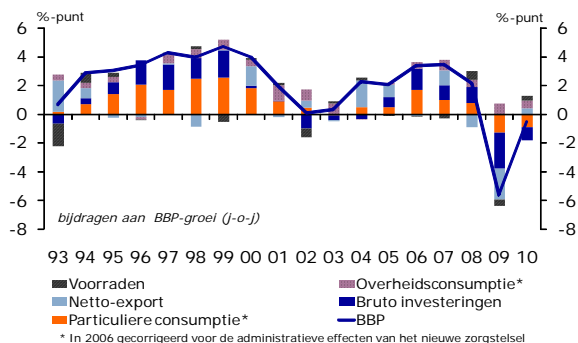
<sup>1</sup> CPB, Centraal Economisch Plan 2009

**Figuur 2: Industriële productie daalt fors**



Bron: CBS, Rabobank

**Figuur 3: Waar komt de groei vandaan?**



Bron: CBS, Rabobank

# Nederland

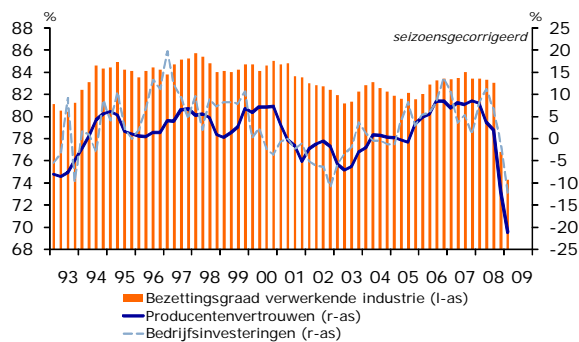
## Bedrijfsinvesteringen in diep dal

Net als in het verleden is de buitenlandse vraaguitval de belangrijkste factor achter de Nederlandse groeivertraging. Maar de verslechterde binnenlandse dynamiek speelt zeker een niet te verwaarlozen rol. In een tijd van sombere afzetverwachtingen, forse productiedaling met een historisch lage bezettingsgraad tot gevolg is er weinig behoefte aan uitbreidingsinvesteringen en worden vervangingsinvesteringen uitgesteld (figuur 4). In het eerste kwartaal van dit jaar is 10% minder geïnvesteerd dan een jaar eerder. Na vier achtereenvolgende jaren waarin het volume van de bedrijfsinvesteringen jaarlijks met gemiddeld 5,5% toenam, verwachten wij dit jaar een forse krimp van 15%.

In het huidige onzekere klimaat geeft het bedrijfsleven de prioriteit aan een versterking van de balans door winstinhouding en uitstel van dividendbetaling. Tegelijkertijd proberen bedrijven de kosten te reduceren door overtollig personeel te ontslaan. Maar omdat zij pas met enige vertraging de omvang van hun personeelsbestand kunnen aanpassen aan de verrassend snel ingezakte productie betekent dit dat de arbeidsproductiviteit dit jaar fors terugloopt en de winstgevendheid onder druk komt te staan. De lagere winsten vormen voor een groot aantal bedrijven een reden om investeringen te verminderen.

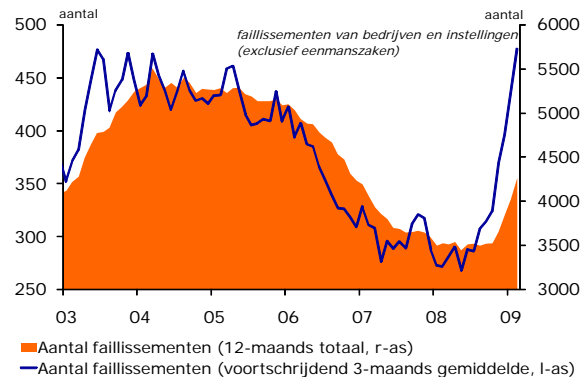
Ook heeft de verslechterde winstgevendheid nadelige gevolgen voor de financieringsvoorwaarden die met banken en andere financiers zijn afgesproken. Veel bedrijven hebben in de afgelopen gunstige jaren hun hefboom (*leverage*) verhoogd en komen nu in de financiële problemen terecht omdat ze hun schuldenlast moeilijk en duurder moeten financieren. In combinatie met de zeer forse omzetsdalingen betekent dit dat voor veel bedrijven een faillissement onafwendbaar is. In een jaar tijd is het aantal faillissementen dan ook bijna verdubbeld (figuur 5).

**Figuur 4: Bezettingsgraad, bedrijfsinvesteringen en producentenvertrouwen**



Bron: CBS, Rabobank

**Figuur 5: Aantal faillissementen stijgt explosief**



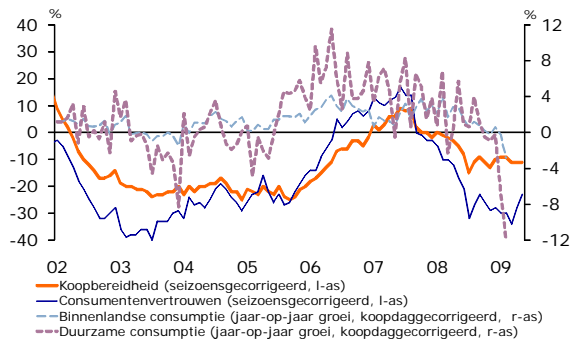
Bron: CBS, Rabobank

# Nederland

## Consument telt zijn zegeningen

In mei nam het consumentenvertrouwen voor de tweede maand op rij iets toe. Consumenten waren vooral minder somber over de economische vooruitzichten

**Figuur 6: Consumentenvertrouwen en consumptieve bestedingen**



Bron: CBS

voor de komende twaalf maanden. De positieve berichtgeving in de media over de zogenaamde groene loten (*green shoots*) en het herstel op de beurzen stemmen de consument positiever, al zijn de pessimisten nog altijd ruim in de meerderheid. De minder negatieve stemming wordt nog niet omgezet in daden. De koopbereidheid onder consumenten bleef onveranderd laag en de consumptieve bestedingen namen in het eerste kwartaal van 2009 zelfs fors af (figuur 6). De daling van de consumptieve bestedingen was het sterkst bij de uitgaven aan duurzame consumptiegoederen, maar huishoudens gaven ook minder uit aan voedings- en genotmiddelen. Dat laatste is opmerkelijk omdat deze categorie normaal

gesproken niet conjunctureel gevoelig is. Ook was in het eerste kwartaal de werkloosheid niet hoger dan in dezelfde periode vorig jaar. De consumptie zal dan ook verder gaan dalen in de komende kwartalen, wanneer de werkloosheid toeneemt (zie box 1).

Een lichtpuntje is de ontwikkeling van de Nederlandse consumentenprijzen. Die neemt dit jaar af van 2,3% in 2008 tot gemiddeld 1% in 2009. In mei nam het tempo van de geldontwaarding slechts af met 0,2%-punt tot 1,6% ten opzichte van vorige maand. Daarmee is de Nederlandse inflatie een stuk hoger dan die van de eurozone, die in mei op 0% uitkwam. De reden voor het grote verschil is het feit dat de gedaalde olieprijs in Nederland later doorwerkt in de energieprijzen dan in de rest van de eurozone. De tarieven voor de meeste contracten van gas en elektriciteit worden in Nederland alleen in januari en juli aangepast. De grootste klapper komt pas in juli, wanneer de sterke daling van de olieprijs eindelijk wordt doorberekend in de energierekening. De inflatie zal dan een duikvlucht maken van ruim 1,5%-punt en dicht in de buurt van de 0% uitkomen. Door de daling van de energieprijzen en de afkoeling van de economie is het niet uitgesloten dat er in de tweede helft van 2009 en de eerste helft van 2010 tijdelijk zelfs sprake zal zijn van een lichte daling van het gemiddelde prijspeil.

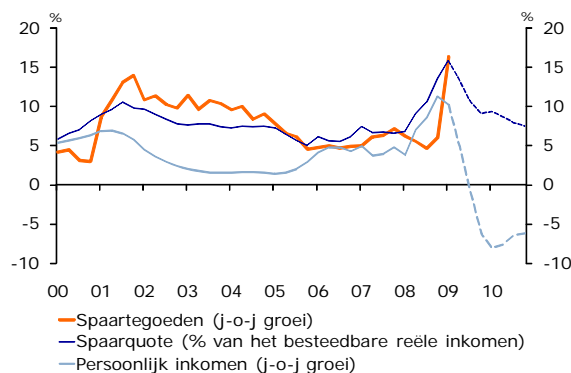
### Box 1: Ons bint zunig

In de eerste drie maanden van 2009 is het saldo op Nederlandse spaarrekeningen fors opgelopen met gemiddeld 15% ten opzichte van een jaar eerder (figuur 7). Ook de spaarquote (de besparingen als percentage van het reële besteedbare inkomen) is sinds de tweede helft van vorig jaar fors gestegen. In veel

# Nederland

andere landen neemt de spaarquote op dit moment eveneens toe, terwijl de lange termijn trend juist neerwaarts is. Dat laatste is vooral een gevolg van de vergrijzing. Slechts een deel van de huidige stijging kan worden verklaard door

**Figuur 7: Spaargedrag Nederlandse huishoudens**



Bron: CBS, Rabobank

een toename in het persoonlijke inkomen. In het eerste kwartaal van dit jaar nam de spaarquote fors toe, terwijl de groei van het inkomen juist aan tempo verloor. Consumenten houden hun hand op de knip en sparen een groter gedeelte van hun inkomen uit onzekerheid over hun (financiële) toekomst. De toegenomen besparingen zijn bovendien voor een deel uit nood geboren. De Nederlandse spaarquote bestaat deels uit pensioenvoorzieningen, de zogenaamde 'gedwongen besparingen'. Pensioenfondsen hebben forse vermogensverliezen geleden, waardoor de pensioenpremies onvermijdelijk zullen toenemen. Ook substitutiegedrag speelt wellicht een rol. De forse daling van de beurskoersen na het

uitbreken van de financiële crisis schrikt veel beleggers af. In 2001 namen de spaartegoeden ook fors toe, tegelijk met het uiteenspatten van de 'dot-com bubble' (of internetzeepbel).

Na de forse stijging van de spaarquote verwachten wij dat deze relatief snel weer terug zal keren naar het langjarig gemiddelde van ongeveer 11%. Dat gaat gepaard met een daling van de spaarquote in 2010. Dat wil niet zeggen dat de consumptie evenredig zal toenemen. De werkloosheid stijgt in 2010 en het tekort op de overheidsbegroting zal zich in de komende jaren onvermijdelijk gaan vertalen in bezuinigingen en lastenverzwaringen. Ricardiaanse equivalentie wordt dat ook wel genoemd. Dit principe behandelt de staatschuld als een uitgestelde belastingheffing. De staatsschuld moet immers op enig moment weer worden terugbetaald. De extra belastingen die daarvoor in de toekomst zullen worden geheven, worden volgens het principe van Ricardiaanse equivalentie door consumenten nu al meegenomen in hun bestedingsbeslissing.

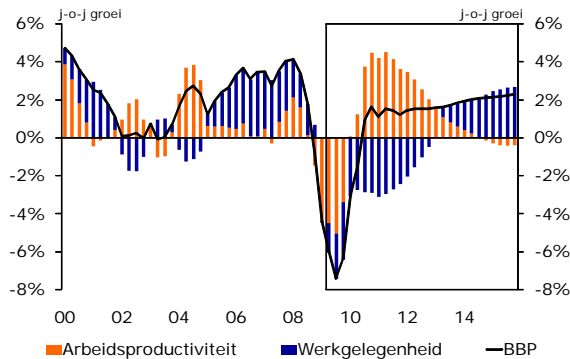
## **Arbeidsmarkt: Oost-Europese werknemers vangen de eerste klappen**

De al eerder verwachte stijging van de werkloosheid is in de periode februari-april begonnen. De werkloosheid steeg in die periode met 18 duizend personen (seizoensgecorrigeerd) ten opzichte van de vorige driemaandsperiode. In totaal zaten 338 duizend mensen zonder baan. Zij vertegenwoordigen 4,4% van de Nederlandse beroepsbevolking. De stijging van de werkloosheid is fors; tot nu toe steeg de werkloosheid maar mondjesmaat. Ondanks de slechte economische omstandigheden is de werkgelegenheid nog altijd hoger dan een jaar eerder. Dit heeft mogelijk te maken met het zogenaamde 'labour hoarding', waarbij bedrij-

# Nederland

ven hun werknemers zo lang mogelijk in dienst houden in verband met de kosten van het aannemen en opleiden van nieuw personeel als de economie weer aantrekt. De krappe arbeidsmarkt, en het vooruitzicht van een blijvend krappe

**Figuur 8: Arbeidsproductiviteit en werkgelegenheid**



Bron: CBS, Rabobank

situatie op langere termijn door vergrijzing, maakt dat dit gedrag van ondernemers zeer begrijpelijk is. Nu een snel herstel steeds onwaarschijnlijker lijkt, is dit echter geen houdbare strategie. De winstgevendheid van het bedrijfsleven staat onder druk door de beperkte afname van de werkgelegenheid bij een forse conjuncturele terugval in het eerste kwartaal van dit jaar. De eerste maanden van 2009 laten dan ook een sterke afname van de arbeidsproductiviteit zien (figuur 8). Veel ontslagen zijn al aangekondigd en ontslagprocedures zijn in gang gezet. Voor de genomen maatregelen effect hebben, en personen in de statistieken verschijnen als zijnde werkloos, zijn we enkele maanden verder.

Bovendien lijkt het erop dat de eerste klappen van een afnemende werkgelegenheid zijn opgevangen door de 'flexibele schil' van voornamelijk Oost-Europese werknemers. De werkloosheid onder deze groep niet geregistreerde werknemers komt niet tot uitdrukking in de statistieken. Per 1 mei 2007 werd het vrije werknemersverkeer van kracht voor werknemers uit de nieuwe Oost-Europese lidstaten die in 2004 toetraden tot de Europese Unie. Alleen voor Roemenen en Bulgaren geldt nu nog dat zij in het bezit moeten zijn van een tewerkstellingsvergunning om hier aan de slag te kunnen. Sinds de openstelling is het aantal Oost-Europese werknemers in Nederland fors gestegen (figuur 9). Vooral Poolse werknemers gingen in Nederland aan de slag. Aan die stijging is in het laatste kwartaal van 2008 een einde gekomen. In februari van dit jaar was het aantal Poolse werknemers met ruim 23 duizend afgenomen ten opzichte van de top in september 2008. Daarmee lag het aantal Oost-Europese werknemers met ruim 84 duizend echter nog altijd boven de piek in 2007.

## Overheid: niets doen is de beste optie

De steunoperaties in de financiële sector kostten de overheid vorig jaar ongeveer €37 miljard. In 2008 is de overheidsschuld daardoor fors toegenomen en bedroeg aan het einde van vorig jaar bijna 60% van het BBP, nog net binnen de Europese norm. De steunmaatregelen voor de financiële sector hebben geen effect op het overheidssaldo. Dat komt omdat naast de schuld ook de bezittingen, zoals aandelen en uitstaande leningen, toenemen. Wel zal de toegenomen schuld leiden tot een stijging van de rentekosten. De oplopende werkloosheid, afnemende bedrijfswinsten en de extra uitgaven om de economie te stimuleren,

# Nederland

zullen ervoor zorgen dat het begrotingstekort dit en volgend jaar fors verder zal oplopen. Alhoewel de crisis niet de enige oorzaak is van het nu al hoge overheidstekort<sup>2</sup>, is het wegvallen van inkomsten nu de voornaamste reden voor de enorme toename van het tekort. Het kabinet zit hierdoor in een zeer lastig pakket. Nog een nieuw crisispakket, bovenop de €3 miljard uit het vorige pakket, zit er niet in. Maar bezuinigen, wat strenge boekhouders graag zouden willen, is op dit moment ook niet de juiste manier om de problemen te lijf te gaan. Op korte termijn is de beste uitweg voor dit kabinet om niets te doen: hierdoor blijven de overheidsbestedingen de enige bestedingscategorie die nog positief bijdraagt aan de groei.

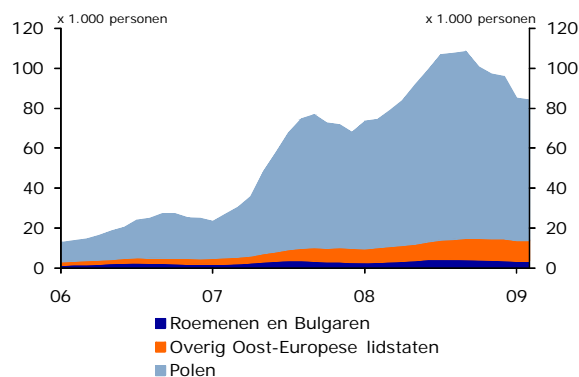
## Conclusie

'Als het buitenland niest, is Nederland verkouden.' Dat wordt weleens gezegd om het open karakter van de Nederlandse economie te benadrukken. Onze economie heeft dit jaar zwaar te lijden onder de wereldwijde vraaguitval, die ook de productie en de investeringen zwaar treft. Bovendien lijkt ook de consument besmet te zijn geraakt met het verkoudheidsvirus. 2009 wordt een jaar van uitzieken. De bemoedigende signalen waar we aan het begin van deze bijdrage naar verwezen, zijn slechts een pleister op de wonde.

Hoewel het ergste achter de rug lijkt, na een zeer slecht eerste kwartaal, komt het economische herstel in 2009 nog maar nauwelijks op gang. Met het aantrekken van de wereldhandel in 2010 lijkt de belangrijkste besmettingshaard onder controle, maar de consument blijft kampen met de symptomen van de ziekte. Vooral de oplopende werkloosheid zorgt ervoor dat de consumptieve bestedingen ook in 2010 negatief bijdragen aan de economische groei. De overheid kan weinig anders dan de patiënt laten uitzieken. Met een begrotingstekort van 4% in 2009 en 6% in 2010 is de bodem van de schatkist al lang bereikt.

<sup>2</sup> Zie het Rabobank Themabericht 2009/09 voor een uitgebreide toelichting bij het begrotingsbeleid in de afgelopen jaren en de crisismaatregelen die zijn genomen.

**Figuur 9: Werknemers uit Oost-Europese EU-landen**



Bron: CBS

Danijela Piljic  
D.Piljic@rn.rabobank.nl

**Tabel 1: Kerngegevens Nederland**

jaargemiddelden, j-o-j %-mutatie	'08	'09	'10
Bruto binnenlands product	2,1	-6	-½
Particuliere consumptie	1,6	-2%	-2
Overheidsuitgaven	2	3	3
Private investeringen	6,2	-15	-6%
Uitvoer goederen en diensten	2,6	-11%	2%
Invoer goederen en diensten	4,1	-9%	2
Consumentenprijsindex	2,3	1	½
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	3,9	5½	8
Begrotingssaldo overheid (% BBP)	0,6	-4	-6
Saldo lopende rekening (% BBP)	6,7	5	6%

Bron: CBS, Rabobank

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



# Eurozone

## Neerwaartse spiraal vlakkt af

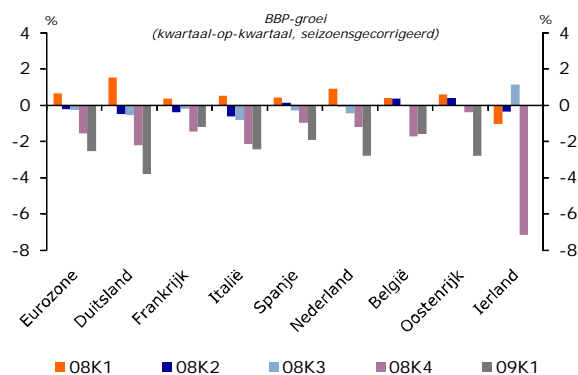
*Dat we in het eurogebied zeer waarschijnlijk de ergste krimp achter de rug hebben onderstreept vooral de extreme zwakte van het eerste kwartaal van dit jaar. Toch ligt voor de komende maanden nog steeds krimp, zij het gematigder, in het verschiet. Daarmee staan alle broze tekenen van herstel ook meteen in perspectief. Zij zijn van harte welkom maar veranderen niets aan het gegeven dat de Eurozone economie van ver moet komen en nog veel slecht nieuws te verwerken gaat krijgen. Voor 2009 rekenen wij nu met een economische krimp van 5% en voor 2010 met nog eens ½% krimp.*

### Slechte start 2009

Op 15 mei maakte Eurostat bekend dat de eurozone economie in het eerste kwartaal is gekrompen met 2,5% ten opzichte van het vorige kwartaal. De meeste landen braken met hun krimpcijfers in het eerste kwartaal de historische records (figuur 1). Een slechte start daarmee van 2009 nadat het slotakkoord in 2008 –met een k-o-k krimp van de eurozone economie van 1,6% in het vierde kwartaal– ook al uitermate zwak was. Het grootste deel van de *krimp* ligt daarmee achter ons, dat is het goede nieuws. Maar alle voorlopende indicatoren wijzen er op dat de economie pas volgend jaar weer echt gaat groeien (figuur 2). Het Europese vasteland stevent daarmee af op de zwakste naoorlogse economische jaarprestatie met een krimp van naar wij nu verwachten 5%.

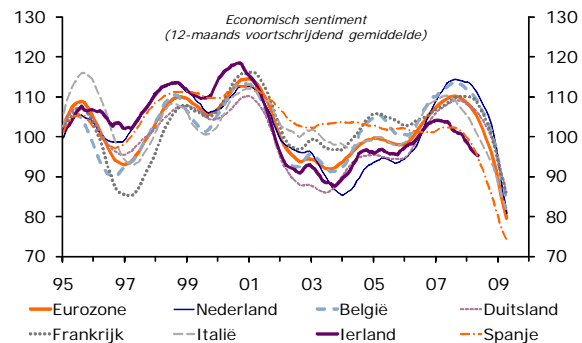
Los van de gedeelde malaise zien we ook wel duidelijke verschillen in de opbouw van de groeicijfers tussen landen. Zo hield bijvoorbeeld de Duitse en Franse consumptie zich redelijk staande in het eerste kwartaal, terwijl in Spanje en Nederland daarentegen juist de binnenlandse vraag flink tegenviel. Verder zagen we in de Franse cijfers dat de groei stevig werd geremd door het interen op voorraden. Dat laatste biedt perspectieven omdat het kan betekenen dat overtollige voorraden al een stuk werden afgebouwd. Hierover verderop meer.

**Figuur 1: Dramatisch eerste kwartaal eurozone**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 2: Sentiment wijst op verdere krimp**



Bron: Reuters EcoWin

# Eurozone

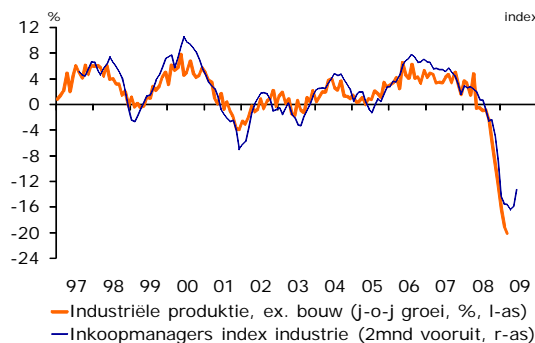
## Vooruitzichten inkoopmanagers industrie minder negatief

De extreme economische zwakte van de afgelopen kwartalen kende haar oorsprong in de industriële sectoren. En juist daar blijven de vooruitzichten gemengd. De inkoopmanagers kijken weer wat minder pessimistisch naar de toekomst. In het verleden zijn zij een goede weerhaan gebleken voor de ontwikkeling van de Europese industriële productie (figuur 3). Maar recentelijk hebben ze de verdere verslapping van de industriële productie in het eerste kwartaal niet zien aankomen (figuur 3). Het blijft daarmee een beetje ongewis of de Europese industrie het ergste daadwerkelijk achter de rug heeft. Hierbij moeten we ook in het achterhoofd houden dat zelfs als de inkoopmanagers het vanaf nu weer juist blijken te hebben, zij voor de komende maanden nog steeds ongekend pessimistisch zijn, als we dat ten minste vergelijken met hun stemmingswisselingen van de afgelopen jaren. Ze zijn enkel niet meer zo historisch negatief als zij de afgelopen maanden waren. Bovendien zien we de industriële productie nog gewoon doorkrimpen, met een slordige 20% j-o-j. Ook het afnemende pessimisme onder de inkoopmanagers blijft wijzen op aanhoudende krimp van ongeveer 15% j-o-j.

## Maar de orderontvangsten blijven teleurstellen

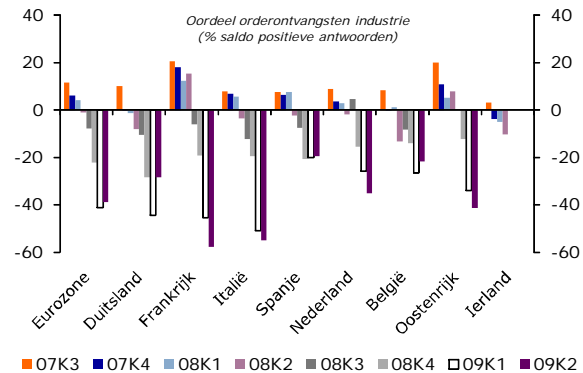
Het beeld van voorlopig aanhoudende economische krimp wordt ondersteund door het slechte oordeel over de orderontvangsten in de industrie (figuur 4). Daarover zijn ondernemers door de hele Eurozone het eens. In Duitsland zien we na het eerste kwartaal wel enige verbetering, maar ook daar blijft het beeld erg zwak. In de overige Eurolanden bleef men uitermate pessimistisch over de orderontvangsten (Italië, Spanje) of werd men zelfs nog pessimistischer (Frankrijk en Oostenrijk, maar ook in Nederland). Het moge duidelijk zijn dat een duurzaam herstel van de industrie gepaard moet gaan met een positiever beeld over de orderontvangsten en de orderportefeuille.

Figuur 3: Inkoopmanagers zien groene loten



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 4: Orderontvangsten hollen achteruit



Bron: Reuters EcoWin

# Eurozone

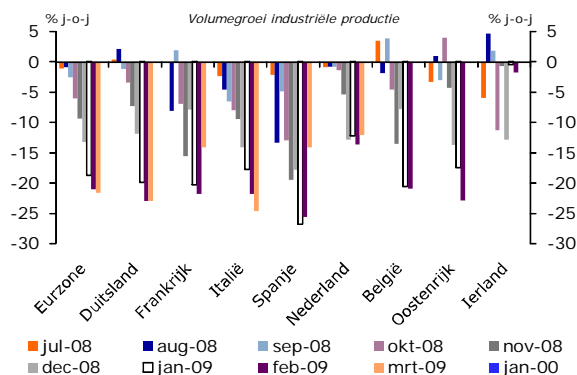
## Uitstel investeringen door lage bezettingsgraden

De Europese industrie is vanaf oktober vorig jaar in een steeds versnellend tempo in het slop geraakt. Het 'herstel' waar we het momenteel over hebben is dan ook verre van een einde aan de krimp. Dat zagen we net al voor het hele Eurogebied, maar wordt helemaal duidelijk als we zien hoe de industrie over de volle breedte van het Eurogebied in dezelfde mate terugviel in de verschillende Euro-landen (figuur 5). De laatste paar maanden zien we hoogstens een afname van de snelheid waarmee het productievolume krimpt (zoals in Spanje en Frankrijk), maar in andere landen stabiliseert slechts het tempo van de krimp (bijvoorbeeld in Duitsland en Nederland) of neemt dit zelfs nog toe (zie Italië).

Het mag niet verbazen dat als gevolg van de omvang en inmiddels ook de duur van de productie-uitval de bezettingsgraden scherp zijn gedaald door het hele Eurogebied (figuur 6). En als we dat samenvoegen met de constatering dat er in de productiesfeer momenteel niet veel meer gebeurt dan dat het tempo van krimpen wat afneemt, terwijl de orderontvangst uitermate zwak blijven, dan zal het duidelijk zijn dat wij de bezettingsgraden ook niet snel zien herstellen. De slotsom is dan eenvoudig, namelijk dat investeringsplannen –en dan de uitbreidingsinvesteringen voorop– voorlopig in de ijskast kunnen. We voorzien kortom een scherpe terugval van de bedrijfsinvesteringen voor zowel dit als ook volgend jaar. Dit jaar rekenen wij op een volumekrimp van 14¾% en volgend jaar nog eens 9¾%. Echt groeiherstel zien we pas in de loop van 2011 op de radar verschijnen, en dan in eerste instantie nog erg voorzichtig.

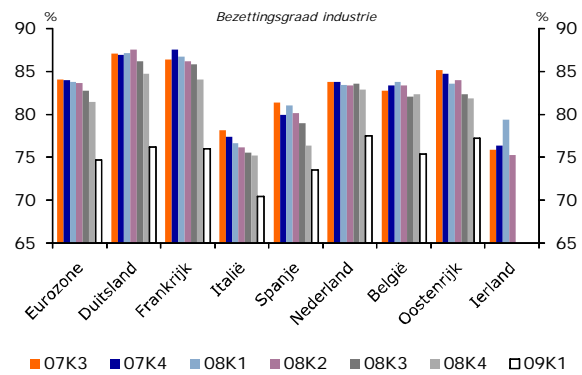
En dat creëert dan weer zijn eigen doorwerking op de rest van de economie. De Duitse economie bijvoorbeeld toont zich extra kwetsbaar voor een geringere vraag naar kapitaalgoederen. Maar ook aanvoerlanden als Nederland krijgen hier indirect een tik van mee, aangezien geringere machineproductie in Duitsland ook minder vraag naar onderdelen en halffabricaten uit de aanvoerlanden –waaronder Nederland– impliceert. Het onderstreept nog maar eens hoezeer de wijdver-takte productieketen internationaal vervlochten is.

**Figuur 5: Machines stilgezet**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 6: Investeren in de ijskast**



Bron: Reuters EcoWin

# Eurozone

## Afbouw van voorraden

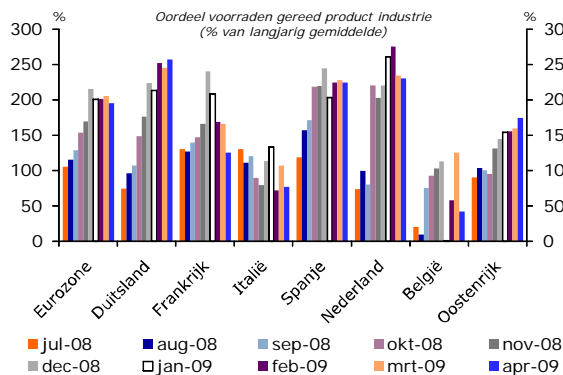
Daar komt nog bij dat industriële ondernemers hun voorraden gereed product vanaf midden vorig jaar in toenemende mate beoordelen als hoger dan gewenst (figuur 7). Dat fenomeen zagen we al vanaf midden 2008 inzetten en in eerste instantie lag hier een gestaag afkoelende eindvraag aan ten grondslag, waar de productievolumes niet direct op konden aansluiten. Vanaf de hoogspanningsfase in het financiële systeem rondom de val van de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers in september 2008 is hier echter een nieuwe dimensie aan toegevoegd. Het lijkt er op dat ondernemers vanaf dat moment ook hun gewenste voorraadniveaus naar beneden hebben bijgesteld, om zo (kas)middelen vrij te maken die zij (vrezende) niet meer van het financiële systeem verstrekt te kunnen krijgen. Wij denken dat ondernemers hun voorraden nog steeds als te hoog beoordelen en verwachten daarom dat zij de komende tijd zullen proberen hun voorraden (verder) af te bouwen door de productie sneller te laten afnemen dan de eindvraag. Dit vormt uiteraard een rem op een eventueel herstel.

## Afname werkgelegenheid vlakkt af

Hoewel dit voor iedere ondernemer individueel een volstrekt logisch plan van aanpak is, zijn de gevolgen voor de gehele productie keten desastreus geweest, zoals we de afgelopen maanden hebben mogen aanschouwen. Het is allemaal zelfs zo hard gegaan, dat maatregelen voor deeltijdontslag (zoals ingevoerd in Nederland, maar ook in Duitsland) simpelweg onvoldoende zoden aan de dijk hebben gezet. En dus zien we dat ondernemers ook veel negatiever zijn geworden over de werkgelegenheidsvooruitzichten (figuur 8).

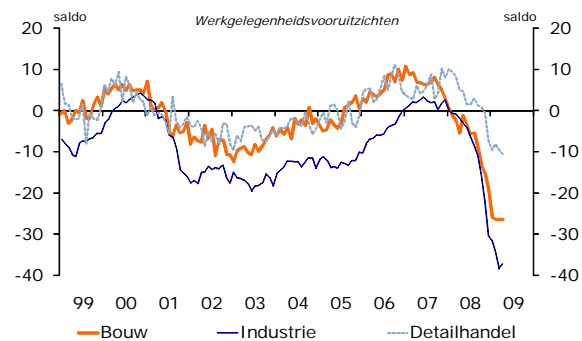
Gelukkig zien we ook hierin recent een einde komen aan de vrije val van de afgelopen maanden, maar ook weer op een wel zeer laag niveau, dat niet veel goeds belooft voor de werkgelegenheid. Wij verwachten dat het aantal werkzame personen dit en volgend jaar afneemt met ruim 2%, nog los van de krimp in het gemiddeld gewerkte aantal uren per werkzaam persoon.

**Figuur 7: Voorraden toch zorgelijk hoog**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 8: Volgende stap is beheersen loonkosten**



Bron: Reuters EcoWin

# Eurozone

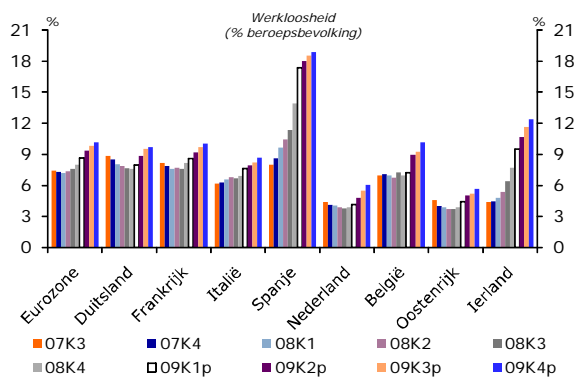
## Consument moet het ergste nog gaan voelen

En dat brengt ons meteen bij de consument, die het in het Eurogebied naar omstandigheden tot nu toe nog vrij goed houdt. Terwijl het dus al zo slecht gaat in verschillende delen van de economie. Onder andere de fors gedaalde olieprijs, maar ook aanzienlijke economische steunmaatregelen van verschillende overheden dragen hier aan bij. Maar dat alles houdt een keer op. En dan komt de economische werkelijkheid binnen en dat is er eentje van oplopende werkloosheid, in het hele eurogebied maar in bijvoorbeeld Spanje en Ierland vrij fors en tot zorgelijk hoge niveaus (figuur 9). Eind van dit jaar zal in het Eurogebied gemiddeld 10% van de beroepsbevolking werkloos zijn. In de loop van 2010 zal de werkloosheid minder snel toenemen, maar dat neemt niet weg dat eind volgend jaar de gemiddelde werkloosheid 11% zal bedragen en de top pas eind 2011 wordt gepasseerd.

## Overheidsfinanciën nu al uit het lood

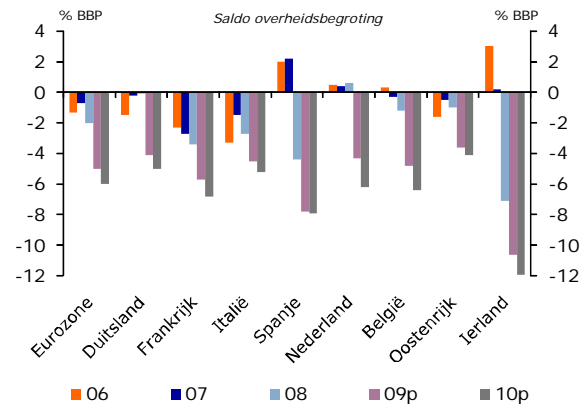
Er zit dus nog heel wat slecht nieuws aan te komen, terwijl de rek er op het gebied van de overheidsfinanciën in de meeste landen al wel uit is. Het Eurogebied als geheel ziet een tekort op de overheidsbegroting ontstaan van gemiddeld 6%-BBP in 2010 (figuur 10). Tweemaal zoveel dus als de Europese begrotingsregels in normale omstandigheden toestaan en in sommige landen is het nog veel erger. De Spaanse en Ierse overheden bijvoorbeeld zijn hun AAA rating al kwijt geraakt begin dit jaar. De Ierse regering heeft zich zelfs al gedwongen gevoeld om midden in de economische ellende forse bezuinigingen aan te kondigen om de zaak niet helemaal te laten ontsporen. En bezuinigen is een onderwerp dat volgend jaar in alle landen bovenaan de beleidsagenda zal komen te staan. Al was het alleen maar om te voorkomen dat we op de top van de volgende conjunctuurgolf nog steeds tekorten aan het schrijven zijn, zoals nog het geval was in 2007. Zo hebben de afgelopen jaren niet alleen banken, maar ook overheden gerekend met te geringe financiële buffers.

Figuur 9: Werkloosheid loopt (scherp) op



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 10: Collectief diep in het rood



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

# Eurozone

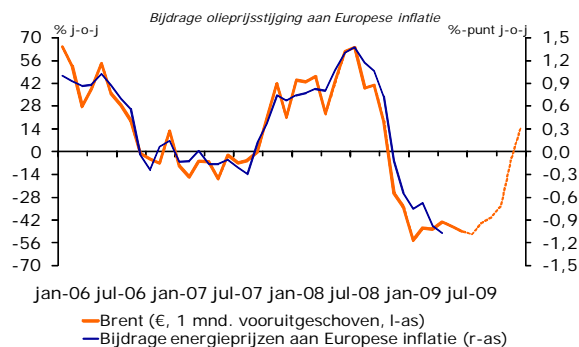
## Lage inflatie met twee gezichten

Zoals gezegd houdt de consumptie in het eurogebied nog redelijk stand te midden van de economische hectiek. Veel is daarvoor te danken aan de duikvlucht die de inflatie nu ruim een jaar geleden inzette. De geharmoniseerde Europese inflatie kwam in mei uit op 0% j-o-j. Een jaar geleden was dat nog 3,7% en halverwege vorig jaar werd zelfs kortstondig de 4%-grens doorbroken. Zowel de pieken van vorig jaar als ook de lage inflatie van dit moment worden voor het overgrote deel gedreven door de volatiele prijzen van energie en grondstoffen op de wereldmarkt en niet zozeer door vraagdruk en -uitval (figuur 11). Pure koopkrachtwinst dus voor de Europese consument, al wordt die winst momenteel opgepot in plaats van uitgegeven door het ongunstige economische tij. Volgend jaar ligt dat echter anders. Dan spelen effecten van schommelende energieprijzen een veel geringere rol, maar is de werkloosheid fors opgelopen en zijn bijgevolg de looneisen stevig naar beneden bijgesteld. Volgend jaar vormt de aanhoudend lage inflatie dan ook niet langer pure koopkrachtwinst, maar een sombere reflectie van toestand van de economie.

## Pas volgend jaar weer groei

Het glorende herstel kan niet voorkomen dat de Eurozone economie volgend jaar op jaarbasis nogmaals een krimp zal gaan noteren, al valt die met ½% bijna in het niets vergeleken met de krimp die we dit jaar gaan zien (tabel 1). Dat komt omdat we gedurende 2009 met in alle kwartalen een economische krimp een dermate zwakke basis leggen dat de terugkerende groei in de loop van volgend jaar te gering is en zich te laat meldt om het jaargemiddelde op te krikken. De kracht van het herstel zal voor een belangrijk deel afhangen van herstel van de wereldhandelsgroei en in het sleepspoor daarvan het uitbodemen van de krimp in de private investeringen. Maar dat is nog een lange weg te gaan die zich bovendien grotendeels in Europa's buitenlandse afzetmarkten zal moeten aandienen.

**Figuur 11: Energie drukt inflatie nu maximaal**



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

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

**Tabel 1: Kerngegevens Eurozone**

jaar op jaar mutatie in %	'07	'08	'09	'10
Bruto binnenlands product	2,7	0,7	-5	-½
Particuliere consumptie	1,5	0,3	-1¾	-¾
Overheidsconsumptie	2,2	1,9	2	1½
Private investeringen	4,4	0,4	-14¾	-9¾
Uitvoer goederen en diensten	6,0	1,2	-12¼	4¾
Invoer goederen en diensten	5,4	1,3	-10¾	3
Consumentenprijzen	2,1	3,3	½	¼
Werkloosheid (%)	7,5	7,6	9½	10½
Begrotingssaldo (% BBP)	-0,7	-2,0	-5	-6
Saldo lopende rekening (% BBP)	0,4	-0,7	-1¼	-1¼

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

# Duitsland

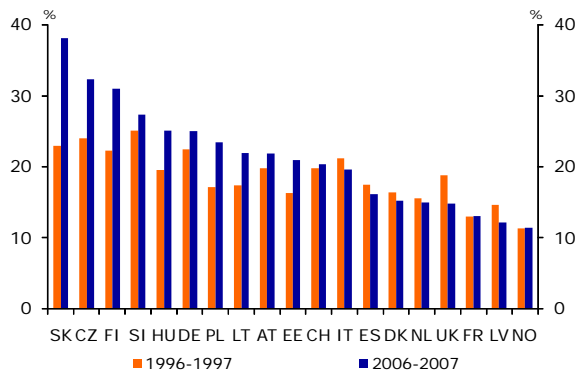
## De andere kant van de medaille

*Door de sterke terugval in de wereldhandel heeft de Duitse economie het zwaar te verduren. De forse krimp van de industriële productie in het laatste kwartaal van 2008 en het eerste kwartaal van 2009 staat in schril contrast met de mooie jaren die de Duitse industrie sinds 2004 meegemaakt heeft.*

### Duitsland industrieland

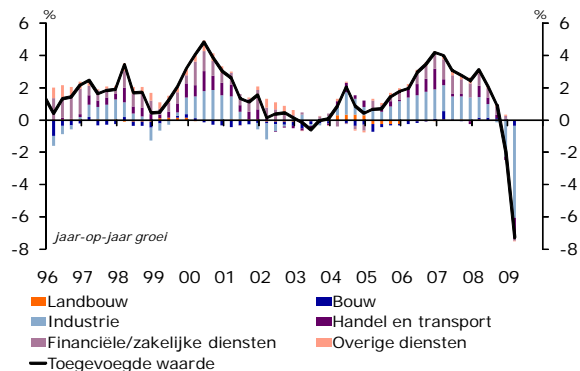
Duitsland is één van de weinige landen die het label industrieland nog echt verdient. Ten opzichte van de andere grote Europese economieën maakt de maakindustrie in Duitsland een groot deel van de totale economie uit (figuur 1). Bovendien is het aandeel van de maakindustrie in Duitsland groter dan tien jaar geleden. Begin jaren negentig daalde dit aandeel nog van 27% naar 22%. Maar in de meest recente periode van economische opgang heeft de Duitse industrie een wederopstanding doorgemaakt. De Duitse industrie is door een matige loonkostenontwikkeling en een hoge productiviteitsgroei zeer competitief geworden. De hoge groei van de wereldeconomie zorgde voor een flinke groei van de afzetmarkt. Eind 2007 was het aandeel van de industrie daardoor weer toegenomen, tot ruim 25,5%. Daarmee staat Duitsland in figuur 1 tussen de groep opkomende economieën in Oost Europa. Niet toevallig zijn dit ook de landen die een belangrijk aandeel hebben in de export van Duitsland, iets wat in ons vorige Kwartaalbericht nader is beschreven. Door de sterke groei van de industriële productie was de bijdrage van de sector in de groei van het totale BBP de afgelopen jaren aanzienlijk (figuur 2). Het instorten van de wereldhandel in de afgelopen twee kwartalen is daarmee echter ook extra hard aangekomen. Naast de omvang van de maakindustrie heeft het grote belang van halffabricaten en investeringsgoederen hierbij een belangrijke rol gespeeld. Het contrast met Frankrijk is treffend. Het belang van de maakindustrie is in dit land kleiner en meer gericht op de productie van consumentengoederen. De economische krimp was in de afgelopen twee kwartalen in Duitsland (-5,9%) dan ook veel groter dan in Frankrijk (-2,6%).

**Figuur 1: Aandeel maakindustrie in BBP**



Bron: Eurostat (ISO landencodes: zie colofon)

**Figuur 2: Toegevoegde waarde, groei en bijdragen**



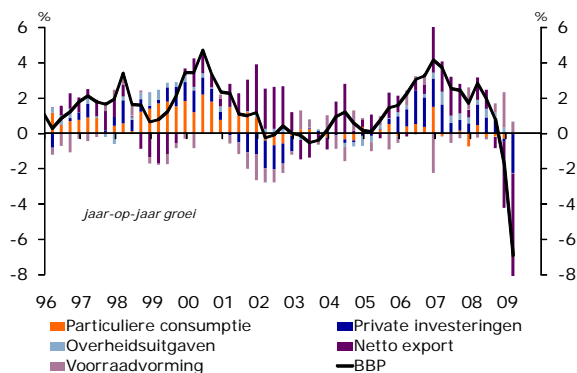
Bron: Reuters EcoWin

# Duitsland

## Grote afhankelijkheid van buitenlandse vraag

Het spiegelbeeld van de sterke groei van de industriële productie in de afgelopen jaren en de forse krimp in de laatste twee kwartalen is te vinden in opmaak van de vraag naar Duitse goederen en diensten. De netto-uitvoer heeft de afgelopen jaren sterk bijgedragen aan de groei van het BBP (figuur 3). Duitsland is dan ook een belangrijke speler in de wereldwijde onbalans die sinds de eeuwwisseling is ontstaan. Waar de Amerikanen en andere landen de afgelopen jaren veel meer goederen verbruikt hebben dan ze produceerden, heeft Duitsland, samen met bijvoorbeeld China en Japan, het gat voor deze landen opgevuld door meer goederen te produceren dan te verbruiken. Terwijl het overschot op de handelsbalans in goederen in 1996/97 nog minder dan 3% van het BBP bedroeg, was dit in 2006/07 opgelopen tot bijna 7,5%. De gevoeligheid voor buitenlandse bestedingen die hierdoor opgebouwd is, wordt momenteel pijnlijk duidelijk. Als reactie op de terugval in de buitenlandse vraag zijn bedrijven fors minder gaan investeren en worden voorraden afgebouwd (figuur 3). Doordat er de afgelopen jaren veel gespaard is heeft de Duitse consument gemiddeld genomen een gezond huishoudboekje, en dalende inflatie ondersteunt de koopkracht. Daar staat echter tegenover dat de werkloosheid in Duitsland aan een opmars bezig is, van een laagtepunt van 7,6% in november 2008 tot 8,2% in mei 2009. De rest van dit jaar zal de werkloosheid sneller oplopen waardoor de volle spaarpotten niet ingezet zullen worden voor hogere consumptie. De daling van zowel de buitenlandse als binnenlandse vraag wordt voor een deel gecompenseerd door hogere overheidsuitgaven, de enige component die dit jaar positief bijdraagt aan de economische groei. Hoewel de grootste krimp van de economie waarschijnlijk achter de rug is zal de negatieve binnenlandse dynamiek die door de enorme krimp van de afgelopen kwartalen veroorzaakt is de rest van dit jaar voor een verdere daling van de economische activiteit zorgen. Pas in 2010 kan op basis van een herstel van de wereldhandel en de gezonde huishoudboekjes van de consument een voorzichtig herstel inzetten.

Figuur 3: BBP, groei en bijdragen bestedingen



Bron: Reuters EcoWin

Tim Legierse  
T.Legierse@rn.rabobank.nl

Tabel 1: Kerngegevens Duitsland

jaar op jaar mutatie in %	'07	'08	'09	'10
Bruto binnenlands product	2,6	1,0	-6¼	¼
Particuliere consumptie	-0,3	-0,1	-¾	¼
Private investeringen	4,6	3,5	-16½	-5¼
Overheidsbestedingen	2,4	2,0	3	2½
Uitvoer goederen en diensten	7,7	2,2	-16½	6
Invoer goederen en diensten	5,2	3,9	-12¾	6¼

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank



# Verenigde Staten

## Nog steeds in diepe recessie

De meevallende macro-economische cijfers van de afgelopen maanden wijzen erop dat het krimptempo van de Amerikaanse economie is afgenomen. Er is echter nog steeds sprake van een diepe recessie en een spoedig en krachtig herstel lijkt niet waarschijnlijk.

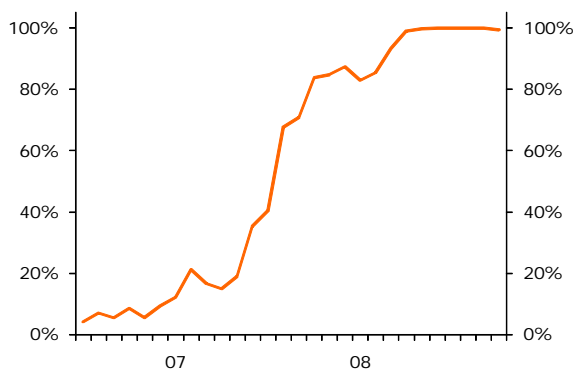
### Meevallers na diepterecords

In december 2008 en januari 2009 leek er geen einde te komen aan de reeks slechte macro-economische cijfers uit de Verenigde Staten. Verschillende diepterecords werden gebroken. In de afgelopen maanden vielen de cijfers –tegen die achtergrond– echter mee. Ze waren nog steeds slecht, maar na al het onheil van rond de jaarwisseling werden cijfers die iets minder slecht waren met open armen ontvangen door de markten. Velen zagen hierin ook al de eerste tekenen van herstel. Is het einde van de recessie al in zicht? Laten we eerst eens kijken hoe substantieel die 'groene loten' nu werkelijk zijn. We kunnen de verbeteringen in de macro-economische cijfers kwantificeren met ons econometrische model dat volgt hoe de verschillende indicatoren zich sinds 1959 tijdens recessies en expansies gedragen hebben<sup>1</sup>. Het model geeft aan hoe groot de kans is dat de Amerikaanse economie zich in een gegeven maand in een recessie bevond. Met dit model hebben we vorig jaar tot op een maand nauwkeurig kunnen vaststellen op welk moment de Amerikaanse economie in een recessie terecht is gekomen. De door het model berekende kans op recessie kan ook geïnterpreteerd worden als een maatstaf voor de diepte of intensiteit van de recessie in een bepaalde maand.

Als we de recente macro-economische cijfers in het model stoppen, laat het model slechts een bescheiden verbetering zien van een recessiekans van 99,9% in december-maart tot een kans van 99,3% in april. Om deze getallen in perspectief te plaatsen: in augustus 2008, een maand voor de ondergang van de

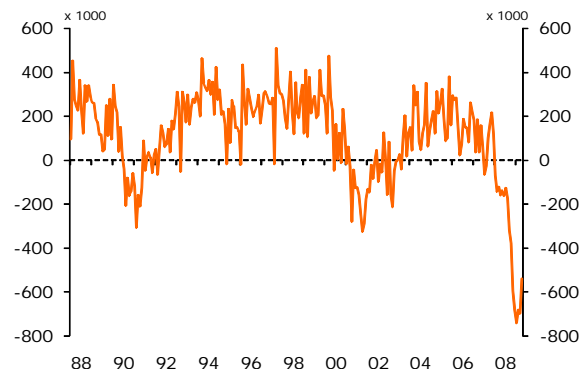
<sup>1</sup> Philip Marey, *Still in deep recession*, Financial Markets Research Special, Rabobank International, 28 May 2009].

**Figuur 1: Inschatting kans op recessie economie VS door RI-model**



Bron: Rabobank International

**Figuur 2: Verandering in werkgelegenheid VS**



Bron: Reuters EcoWin

# Verenigde Staten

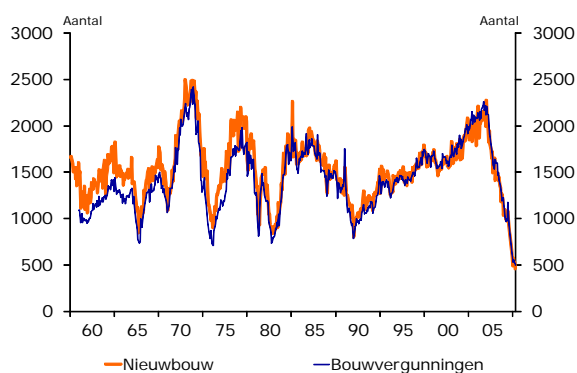
Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers, was de kans 85,4%. We moeten de verbetering in macro-economische cijfers sinds januari 2009 dus niet overdrijven. Hoewel het krimp tempo van de Amerikaanse economie lijkt af te nemen, is er nog steeds sprake van een diepe recessie. Elke maand verdwijnen er meer banen dan er mensen in een stad als Den Haag wonen. De werkloosheid was in april al opgelopen tot 8,9%, aanmerkelijk hoger dan in de recessies van 1990-1991 en 2001. De nieuwbouwactiviteiten en bouwvergunningen bereikten in april de laagste niveaus sinds het begin van de metingen in 1959 respectievelijk 1960. De inkoopmanagersindex voor de industrie –een belangrijke conjunctuur-indicator– bevindt zich nog steeds diep in recessiegebied. Zelfs na de sterke verbetering in mei ligt het consumentenvertrouwen (zoals gemeten door de Conference Board) nog op het niveau van de vorige twee recessies.

## Moeizaam herstel

Na de sterke krimp in het laatste kwartaal van 2008 (-6,3% BBP-groei geannuleerd) en het eerste kwartaal van 2009 (-6,1%) krijgen we naar verwachting minder heftige krimp cijfers voor de rest van 2009, gevolgd door een bescheiden groei in 2010. Voor een snel en krachtig herstel hebben consumenten en bedrijven waarschijnlijk niet voldoende kracht. In de afgelopen jaren hebben Amerikaanse consumenten op grote schaal geleend, waardoor de verhouding tussen schulden en inkomen uit het lood geslagen is. Lange tijd stond hier een forse vermogenstoename van consumenten tegenover in de vorm van stijgende huizen- en aandelenprijzen.

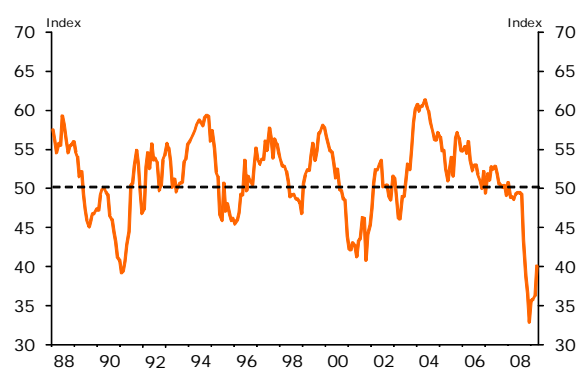
Nu zowel huizen- als aandelenprijzen flink gedaald zijn, is de urgentie van het afbouwen van de 'leverage' (de verhouding tussen schuld en inkomen) toegenomen. Dit betekent dat consumenten de komende kwartalen een groter deel van hun inkomen zullen moeten aanwenden voor het afbetalen van schulden.

**Figuur 3: Nieuwbouw en bouwvergunningen VS nog altijd dalend**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 4: Inkoopmanagersindex industrie VS verbeterd**

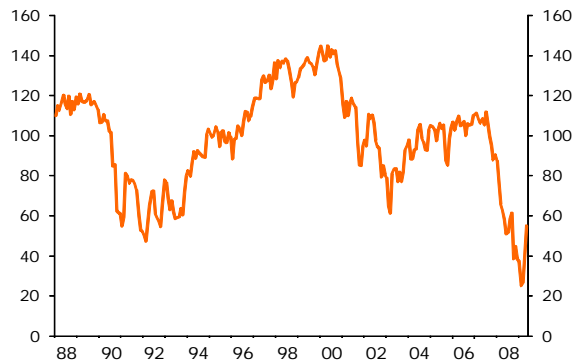


Bron: Reuters EcoWin

# Verenigde Staten

Hierdoor zal de spaarquote toenemen en zal er minder beschikbaar zijn voor consumptieve bestedingen. De Amerikaanse economie leunt voor een groot deel (ongeveer 70% van het BBP) op consumptie. Nu consumenten hun huishoud-

**Figuur 5: Consumentenvertrouwen VS licht verbeterd**



Bron: Reuters EcoWin

boekje op orde proberen te krijgen, kunnen ze voorlopig slechts een bescheiden bijdrage leveren aan het herstel van de economische groei. Ook het bedrijfsleven is in problemen en heeft te maken met zowel een zwakke binnen- als buitenlandse afzetmarkt. Dit heeft ook geleid tot een sterke krimp in de bedrijfsinvesteringen. Verder hoeven we door het enorme aanbodoverschot op de huizenmarkt ook van de huizenbouwers voorlopig geen grote investeringen in woningen te verwachten. Al met al verwachten we voor 2009 een verdere krimp van de economie en voor 2010 slechts een matig groeicijfer.

Samen met negatieve basiseffecten van olie-prijzen, zal hierdoor de inflatie (jaar-op-jaar) waarschijnlijk onder nul blijven voor een flink deel van 2009. Echter, door het kwantitatieve verruimingsbeleid van de Fed, het economische stimuleringspakket van de overheid en het financiële stabiliteitsplan van het ministerie van financiën, zal een deflatiespiraal naar verwachting voorkomen kunnen worden. Door deze extreme maatregelen heeft de Amerikaanse economie een goede kans zich te herstellen in de loop van 2010 als de consumptie weer aan kracht wint, zij het in een meer gebalanceerd tempo dan voor de recessie.

## **Opwaartse druk op kapitaalmarktrentes loopt op**

De reddingsplannen van de centrale bank en de overheid hebben het risico van een deflatiespiraal aanzienlijk verkleind, maar de bijwerkingen van kredietverruiming en oplopende begrotingstekorten zijn al merkbaar in de kapitaalmarkt. De angst voor deflatie heeft sinds eind december, toen de 10-jaars rente op schatkistpapier een dieptepunt van 2,05% bereikte, plaatsgemaakt voor inflatiezorgen op de lange termijn als gevolg van de enorme hoeveelheden krediet die de Fed in het economische systeem heeft gepompt. Het gevolg is een opwaartse druk op de lange rentes. In februari was de 10-jaars rente op schatkistpapier alweer enkele malen opgelopen tot 3,00% en op 18 maart besloot de Fed over te gaan tot het aankopen van \$300 miljard aan langer lopend schatkistpapier gedurende de periode maart-september. Daarmee wist de centrale bank de rente in korte tijd terug te dringen van 2,94% tot 2,47%. Dit effect was echter van korte duur. In de loop van april begon de risicoperceptie in de financiële markten gestaag af te nemen. De bankensector leek zich langzaam te herstellen en ook de uitslag van de stress-tests werd goed ontvangen in de financiële

# Verenigde Staten

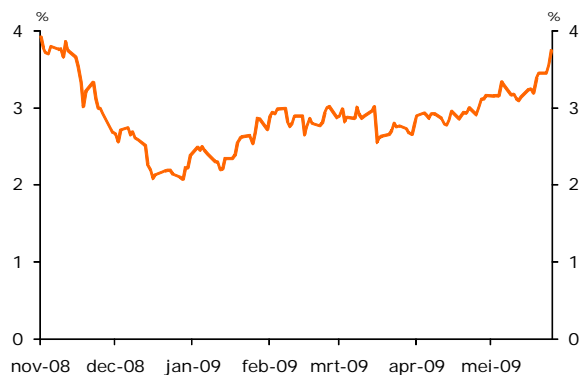
markten. Hierbij moet overigens wel worden opgemerkt dat het risicoscenario in de stress-tests eigenlijk aan de lichte kant was<sup>2</sup>. Ook de macro-economische cijfers vielen mee en de rente begon weer op te lopen tot 3,00%. Nadat de beleidsraad van de Fed op 29 april besloot de hoeveelheid aankopen van langer lopend schatkistpapier ongewijzigd te laten, steeg de 10-jaars rente op schatkistpapier van 3,02% tot 3,12%.

Een nieuwe reeks van meevallende macro-economische cijfers leidde tot een verdere stijging tot 3,38% een week later, omdat veel beleggers de eerste tekenen van herstel meenden waar te nemen. Echter medio mei bracht een aantal tegenvallende cijfers (zoals de detailhandelsverkoop in april) de optimisten weer met beide benen op de grond en daalde de rente tot 3,07%. Daarna volgde een nieuwe stijging als gevolg van toenemende zorgen over het Amerikaanse begrotingstekort en de AAA-rating van Amerikaans schatkistpapier.

Als we verder vooruitkijken, zal de opwaartse druk op de kapitaalmarktrentes naar verwachting verder toenemen. Eventuele extra aankopen van langer lopend schatkistpapier door de Fed zullen slechts beperkt soelaas kunnen bieden. Het torenhoge begrotingstekort leidt tot een enorm aanbod van schatkistpapier in de markt. Het kwantitatieve verruimingsexperiment van de Fed heeft geleid tot inflatiezorgen op de lange termijn. Bovendien heeft de vertraging van het krimp-tempo van de economie de risicoperceptie doen afnemen. Zodra de economie weer gaat aantrekken in de loop van volgend jaar, zouden we weleens een sterke opwaartse beweging in de kapitaalmarktrentes kunnen zien.

<sup>2</sup> Philip Marey, *Not enough stress in stress tests*, Financial Markets Research Special, Rabobank International, 23 April 2009

**Figuur 6: Kapitaalmarktrentes VS stijgen**



Bron: Reuters EcoWin

Philip Marey  
Philip.Marey@rabobank.com

**Tabel 1: Kerngegevens**

jaar op jaar mutatie in %	'07	'08	'09	'10
Bruto binnenlands product	2,0	1,1	-3	¼
Particuliere consumptie	2,8	0,2	-¾	1½
Overheidsconsumptie	1,9	2,8	2¼	3½
Bedrijfsinvesteringen	4,9	1,6	-23¼	-12½
Uitvoer goederen en diensten	8,4	6,2	-18¼	-5¾
Invoer goederen en diensten	2,2	-3,5	-19	-1½
Consumentenprijzen	2,9	3,8	-½	2½
Werkloosheid (%)	4,6	5,9	9½	10¼

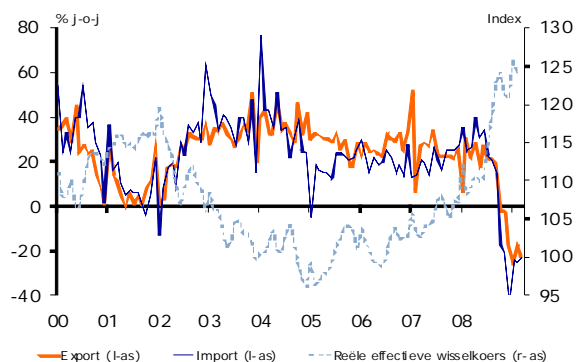
Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

# China

## Nog altijd in lijn met mondiale trend

*De belofte van herstel neemt in China steeds duidelijkere vormen aan. Maar daarmee is het land nog niet meteen uit de problemen. De voortdurende economische neergang op de wereldmarkten zal het effect van de hardnekkige pogingen van de overheid om geld in de economie te pompen meer dan teniet doen. Dit wordt gestaafd door onze nieuwe proxy voor de huidige Chinese economische activiteit, de Rabo China Activity Index (RCAI). Hieruit blijkt dat China in Q1 2009 veel minder sterk groeide dan de autoriteiten bereid zijn toe te geven. Onze verwachting blijft dat de Chinese economie slechts 3,5% j-o-j zal groeien. De overheid zal een groeicijfer van rond de 6,5% publiceren om de volatiliteit van de groei te bagatelliseren.*

**Figuur 1: Externe vraag blijft onder druk**



Bron: Bloomberg, BIS

### Chinese ontkoppeling?

Sinds ons laatste Kwartaalbericht lijkt de Chinese economie de weg naar herstel te zijn

ingeslagen. Tenminste, als we alle positieve cijfers uit China mogen geloven. In het vorige Kwartaalbericht merkten wij echter al op dat het klakkeloos overnemen van de onbetrouwbare Chinese statistieken (vooral tijdens een neergang) gemakkelijk tot verkeerde conclusies kan leiden. Wij zijn er nog altijd niet van overtuigd dat China's exportgedreven economie zich van de wereldeconomie kan ontkoppelen door simpelweg de infrastructurele investeringen te verhogen. Om de Chinese economische groei kritisch te evalueren, zullen wij ons hier richten op een analyse van de recentelijk vrijgekomen gegevens over de export en industriële productie met toegevoegde waarde (*value-added industrial output – VAIO*), bestedingen en investeringen in vaste activa (*fixed asset investment – FAI*). Daarbij zullen wij ons richten op de zwakke punten in de gepubliceerde statistieken en de neerwaartse risico's behorende bij elke component kort de revue laten passeren.

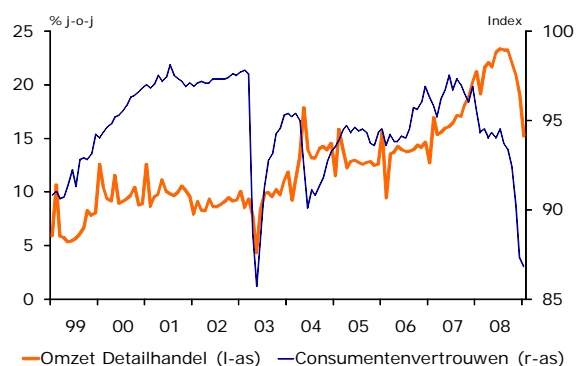
### Solide opleving van de export nog niet in zicht

Er bleef in april opmerkelijk genoeg sprake van een solide groei van de VAIO. De industriële productie steeg 7,3% j-o-j (volume), in vergelijking met 8,3% in maart. Ook de PMI ligt momenteel ruim boven de 50, wat een positief beeld schetst voor de komende periode. De export kelderde in april echter voor de zesde opeenvolgende maand, ditmaal met 22,6% in waarde, bovenop de 17,1% daling in maart. Bovendien moeten er vraagtekens worden gezet bij de gerapporteerde veerkracht van de industriële productie. Het elektriciteitsverbruik door de industriële sector –dat nauw correleert met de industriële output– daalde in april namelijk met 3,5% j-o-j, na een daling van 1,3% in maart. Tot dusver heeft de Chinese elektriciteitsraad nog geen verklaring afgegeven voor deze

# China

discrepantie. Bovendien zijn wij er niet van overtuigd dat de recente opleving van de PMI zich de komende maanden zal vertalen in een versterking van de industrie omdat seizoensinvloeden deze index raken. De afgelopen vier jaar

**Figuur 2: Consumentenvertrouwen blijft dalen**



Bron: Bloomberg

piekte China's PMI steeds in maart en april, om vervolgens in juli weer te dalen, wat het zeer waarschijnlijk maakt dat de index de komende maanden weer onder de 50 zal duiken. Eenzelfde seizoenscyclus zien wij terugkomen in de gegevens over de VAIO-groei. De PMI is daarom in China minder geschikt als een indicator van de toekomstige productie. Bovendien is historisch een duurzame opwaartse beweging tot boven de 55 punten nodig voor werkelijk met enige zekerheid een herstel van de industriële productie zou kunnen worden aangekondigd.

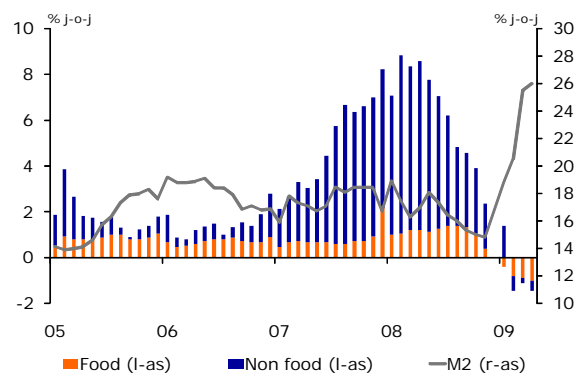
## Consumptiedaling lijkt onvermijdelijk

Veel analisten wijzen op de solide groei van de detailhandelsomzet en zien dit als bevestiging dat de bestedingen stabiel zijn gebleven, ondanks het feit dat het consumentenvertrouwen is gezakt tot een niveau dat sinds de SARS-crisis van 2003 niet is vertoond. In onze optiek ligt de verklaring voor het merkwaardige gebrek aan correlatie tussen deze statistieken in het feit dat de gegevens voor de detailhandelsomzet ook de overheidsbestedingen en zakelijke uitgaven bevatten. Zelfs de adjunct-directeur van het National Bureau of Statistics (NBS), Xu Xianchun, gaf onlangs toe dat de consumentenbestedingen zwakker zijn dan de cijfers voor de detailhandelsomzet suggereren. Dit is des te waarschijnlijker gezien de groeiende onzekerheid onder consumenten met betrekking tot hun baangarantie en inkomenszekerheid. Bovendien kan de recent uitgebroken varkensgriep ertoe leiden dat mensen uit voorzorg extra gaan sparen vanwege het gebrek aan algemene gezondheidszorg. De belofte van de autoriteiten dat in 2011 90% van de bevolking onder het stelsel van ziektekostenverzekering zal vallen, komt simpelweg te laat. De groei van de consumentenbestedingen zal voorlopig matig blijven, tenzij de overheid zinvolle stappen zet om het gebrek aan een adequaat sociaal vangnet van sociale zekerheid aan te pakken. Zij dient ook maatregelen te nemen om de toegang tot consumptieve kredietverlening te verbeteren. Binnen het enorme stimuleringspakket (USD 586 miljard) dat vorig jaar werd geïntroduceerd is slechts 4% uitgetrokken voor gezondheidszorg en onderwijs, tegenover 77% voor infrastructurele bestedingen. Hieruit blijkt dat de overheid een gewaagde gok doet en rekt op een volledig herstel van de wereldeconomie op de korte tot middellange termijn. De enorme daling van de inflatie in 2009, als gevolg van een sterkere koopkracht, is inderdaad op de korte termijn een positieve ontwikkeling voor consumenten. Hierbij bestaat er wel een klein risico dat

# China

bestedingen zullen worden uitgesteld indien de daling van non-foodprijzen (-1,5% j-o-j in april) structureel wordt. Wij verwachten dit niet omdat de prijzen van nutsvoorzieningen door de staat worden gereguleerd. Bovendien veroorzaakt het sterk expansieve macro-economische beleid van de overheid een inflatoire druk. Onze verwachting is dan ook dat de inflatie gedurende 2009 grotendeels negatief zal blijven en in 2010 weer significant zal aantrekken.

**Figuur 3: Consumenteninflatie**



Bron: Bloomberg

## Investerings bieden weinig zekerheid

De gestegen overheidsuitgaven in combinatie met sterk aantrekkende bancaire kredietverlening in de maanden tot april (188% j-o-j) hebben ogenschijnlijk geleid tot een aanzienlijke versnelling van de investeringen in vaste activa (FAI) gedurende deze periode (30,5% j-o-j). Wij hebben er echter al vaker op gewezen dat de groei van de FAI de onderliggende

zwakte van de economische activiteit in China verbloemt. Zo waren de ingehouden bedrijfswinsten vorig jaar verantwoordelijk voor de financiering van driekwart van de totale FAI (bancaire kredieten en overheidsuitgaven waren samen goed voor slechts een zesde). De vrije val van de industriële winsten in Q1 2009 met maar liefst 32,2% j-o-j had de (particuliere) investeringen in de verwerkte industrie dus significant negatief moeten beïnvloeden. Bovendien wijzen andere indicatoren eveneens op het aanhoudend lage niveau van investeringen. Zo daalde de GS China Commodity Index in de eerste week van maart met 53% j-o-j en blijft de import van kapitaalgoederen dalen.

Naar ons idee zijn deze bevindingen alleen met elkaar te rijmen door aan te nemen dat lokale overheden hun geplande of gebudgetteerde investeringen hebben gerapporteerd in plaats van de werkelijke uitgaven. Volgens een recent rapport van de National Audit Office (NAO) telden lokale autoriteiten uiteindelijk slechts minder dan de helft van de geldmiddelen neer die zij hadden toegezegd aan projecten in hun werkgebied. Bovendien beweert de NAO dat een aantal lokale ambtenaren valselijk heeft gerapporteerd over de voortgang van investeringsprojecten. Anderen zouden stimuleringsgeld simpelweg hebben gebruikt om oude schulden af te betalen. De lokale autoriteiten worden immers geacht 70% van het stimuleringspakket te financieren. De groei van de daadwerkelijke investeringen zou de komende maanden dus eigenlijk wel eens fors tegen kunnen vallen. Bovendien is ook de bancaire kredietverlening in april gekelderd (de waarde van nieuwe leningen daalde tot RMB 591,8 miljard ten opzichte van RMB 1.526 miljard in Q1). De autoriteiten vrezen verder voor een mogelijke toename van het aantal dubieuze leningen als gevolg van overcapaciteit. Hierdoor verwachten wij dat de bancaire kredietverlening nog verder zal teruglopen.

# China

## Een benadering van werkelijke groei

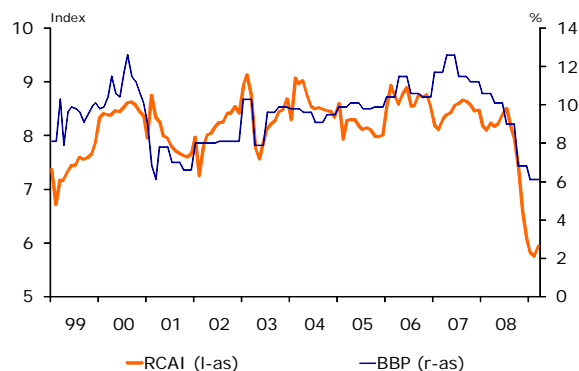
Om onze sceptische houding ten aanzien van de ware sterkte van China's economie kracht bij te zetten, komen wij met een nieuwe indicator voor de huidige economische activiteit: de **Rabo China Activity Index** (RCAI, voor meer details zie ons aanstaande Special Report). Hierbij dient opgemerkt te worden dat het Chinese Nationale Bureau voor Statistiek momenteel al een *coincident indicator* publiceert. Dit cijfer is echter gebaseerd op datareeksen die op zichzelf al problematisch zijn, waaronder de FAI en detailhandelsomzet. Zoals wij in het verleden al hebben opgemerkt in de context van BBP-schattingen, lijken beide statistieken ongeschikt te zijn als proxy voor de relevante uitgavencomponent van het BBP (zie ons Special Report 2009/03).

De RCAI suggereert dat de Chinese autoriteiten het groeicijfer voor Q1 2009 (6,1% j-o-j) flink hebben aangedikt. Het zou goed kunnen dat het groeipercentage gehalveerd moet worden. Ook de door Goldman Sachs (GSCA) en Capital Economics (CE CAP) gehanteerde groeiproxy's suggereren dat de groei in Q1 respectievelijk 3,7% of 4% bedroeg. Wij zijn daarom van mening dat de door de overheid beoogde 8% groei onhaalbaar is, tenzij de economische activiteit gedurende de rest van het jaar sterk toeneemt.

## Conclusie

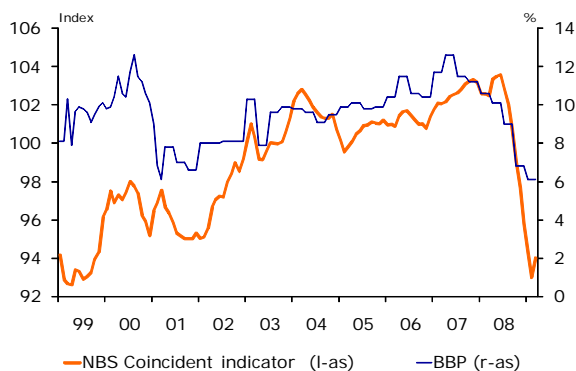
Tegen de achtergrond van de wereldwijde economische onrust is het moeilijk voor te stellen dat China's exportgedreven economie zich van de rest van de wereld heeft weten te ontkoppelen. Onze nieuwe proxy voor de huidige economische activiteit suggereert dat de overheid ook het BBP-cijfer over Q1 2009 flink heeft overdreven. Wij handhaven daarom onze verwachting dat China in 2009 met zo'n 3,5% zal groeien, in de wetenschap dat de autoriteiten een groeicijfer van rond de 6,5% zullen publiceren om burgers en investeerders gerust te stellen.

Figuur 4: Rabo China Activity Index



Bron: Rabobank, Bloomberg

Figuur 5: NBS coincident indicator



Bron: Bloomberg

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

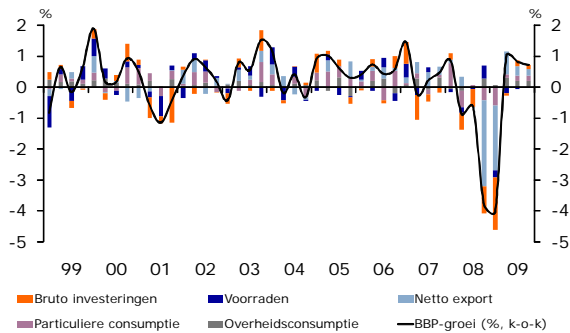


# Japan

## De gifbeker moet helemaal leeg

In het eerste kwartaal van dit jaar kromp de Japanse economie in reële termen met maar liefst 4.0% k-o-k – en was daarmee het zwakste kwartaal sinds 1974. Opnieuw speelde een fors lager exportvolume (-26% k-o-k) een grote rol. Ook

**Figuur 1: Waar komt de groei vandaan?**



Bron: Japan Cabinet Office, Rabobank International

het importvolume had het zwaar te verduren (-15% k-o-k), waardoor de bijdrage van de netto handel aan de economische groei uiteindelijk nog beperkt bleef tot -1,4%. Ook de binnenlandse economie kreeg rake klappen. Ondernemers schroefden de bedrijfsinvesteringen sterk terug en deze daalden daardoor met -10,4% kwartaal-op-kwartaal. En ook de particuliere consumptieve bestedingen liepen met -1,1% in volume terug. De voorraden worden door ondernemers nog steeds als relatief hoog beoordeeld. Het ontbreekt al met al nog aan echte lichtpuntjes. Gelukkig kunnen we wel constateren dat de BBP-cijfers vooral veel zeggen over wat de afgelopen tijd is ge-

beurd en daarmee dus ook een paar maanden achter de economische realiteit aanlopen. Vooral de afgelopen maand laten de macro-economische cijfers een verbeterd beeld zien. Het consumenten- en producentenvertrouwen vinden voorzichtig weer de weg terug omhoog en orderportefeuilles van bedrijven stabiliseren zich. Het niveau van deze indicatoren duidt evenwel nog steeds op een uitermate zwakke economische situatie.

De aangerichte schade is enorm. In de afgelopen twee kwartalen kromp de Japanse economie circa 8%. Qua omvang is het BBP teruggeworpen naar het niveau van 2003. Men zou mogen verwachten dat wat zo snel verloren ging, ook weer gemakkelijk terug te winnen valt. Structureel staat Japan er immers aanzienlijk beter voor dan 10 jaar geleden en het land lijkt dan ook goed gepositioneerd om te profiteren van een herstel in de wereldhandel. Dat veronderstelt echter dat de wereldhandel weer terug omhoog zal schieten. Wij verwachten inderdaad een herstel in de komende jaren, maar de Amerikaanse en Europese consumenten zullen de kar deze keer niet hard trekken. Aziatische landen, inclusief Japan, kunnen hier dan ook niet op rekenen, zeker niet als hun valuta's sterker worden. De uitdaging ligt erin om de eigen binnenlandse economie aan te wakkeren en dynamischer te maken. In het snel vergrijzende Japan is dit geen eenvoudige zaak. Beleidsmakers kiezen momenteel voor forse budgettaire en monetaire verruiming, maar dit zijn slechts tijdelijke doekjes voor het bloeden. De echte moeilijke keuzes moeten nog volgen in Azië en Japan.

Gezien het uitermate zwakke begin van het jaar zien wij ons genooddaakt om onze BBP-raming voor 2009 naar beneden bij te stellen tot -6,0%. Voor volgend jaar voorzien wij slechts een voorzichtig herstel, met een bijbehorende BBP-groei van 0,8%.

Jan Lambregts  
Jan.Lambregts@rabobank.com

# Emerging markets monitor

## Protectie: Weg van teruggeweest?

*In de handleiding "Wat niet te doen in geval van crisis" is protectionisme hoofdstuk 1. Iedere econoom en ook menig politicus waarschuwt voor de desastreuze gevolgen die internationale handelsbelemmeringen voor het economisch herstel kunnen hebben. Wellicht dat de eerste reflex van landen om de muren hoog op te trekken ditmaal kan worden bedwongen. Zou de kredietcrisis in plaats van tot protectionisme juist kunnen leiden tot volledige vrijhandel?*


### De theorie

De voordelen van vrijhandel zijn al eeuwenlang bekend. De Engelse econoom David Ricardo toonde met behulp van de theorie van het comparatieve kostenverschil aan dat internationale handel te allen tijde voordeel brengt aan de betrokken naties. Dit gaat ook op voor de handel tussen rijke (en dus dure) en arme (en dus goedkopere) landen. Bij volledige vrijhandel kan een land zich immers concentreren op de productie van de goederen die het *relatief* het efficiëntst produceert. Onderstaand vindt u een korte weergave van de gevolgen van vrijhandel onder de Ricardiaanse voorwaarden.

Vrijhandel levert een efficiëntere wereldproductie op, meer (diversiteit in) producten en goedkopere consumptiegoederen, handelsgoederen en grondstoffen. Het biedt de mogelijkheid tot meer groei op wereldschaal.

Er zijn echter ook nadelen aan het implementeren van vrijhandel. Met name het veranderingsproces in de productiemix van specifieke landen roept vaak weerstand op. Eenvoudig gezegd moeten in sommige landen de appelteelers sluiten om plaats te maken voor autofabrieken. Investeerders in de appelteelt zien hun bedrijf achteruit gaan door de concurrentie met buitenlandse bedrijven en werknemers worden ontslagen. Om het transformatieproces te voltrekken zullen de winstgevende autofabrieken extra investeringen moeten doen en werknemers aantrekken. Bovendien zal er een omscholingstraject moeten plaatsvinden voor de werknemers in de appelteelt.

**Figuur 1: Comparatieve kostenverschillen**

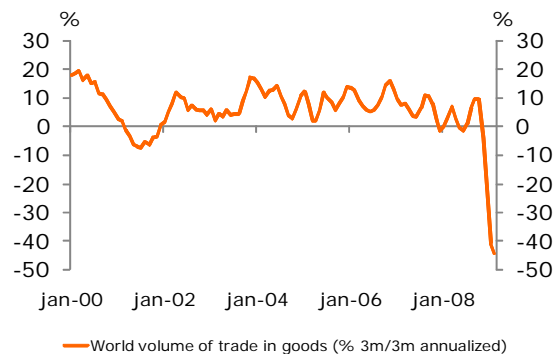
Geen handel			Totale arbeid: 350
	Appels Arbeid (Productie)	Auto's Arbeid (Productie)	
GB	100 (100)	80 (100)	
NL	90 (100)	80 (100)	

Handel			Totale arbeid: 340
	Appels Arbeid (Productie)	Auto's Arbeid (Productie)	
GB	0	160 (200)	
NL	180 (200)	0	

Bron: Rabobank

**Figuur 2: Val in wereldhandel**



Bron: CPB

# Emerging markets monitor

## De crisis en protectionisme

In het laatste kwartaal van 2008 werden de gevolgen van de kredietcrisis voor de reële economie steeds duidelijker. Over de gehele linie werden bedrijven geraakt door een uitval van de vraag. Naast de crisis in de financiële sector, die een sterk mondiaal karakter heeft, werden op lokale schaal de zwakheden van nationale bedrijfssectoren blootgelegd. Daar waar het gaat om verhandelbare goederen, kwam ook de roep op tot meer bescherming van de nationale bedrijven. De argumenten die steevast werden genoemd waren bescherming van de werkgelegenheid en oneerlijke concurrentie met het buitenland.

Het bleek dat de politiek gevoelig was voor dergelijke argumenten. In verschillende landen zijn hulpacties op poten gezet voor sectoren die onder vuur kwamen. Het bekendste voorbeeld van protectionisme is het "*Buy American*" dat de regering van president Obama in de VS introduceerde. Het stimuleringspakket van de overheid ging vergezeld van dit credo, bedoeld om de vraag naar goederen van de lokale producent te verhogen. Maar de VS waren niet de enigen die zich van een protectionistische kant lieten zien. Een klein onderzoek van de Wereldbank toonde aan dat vrijwel alle grote economieën van de wereld zich met handelsbelemmeringen bezig hielden. In november 2008 beloofden de leiders van de G20 om geen verdere protectionistische maatregelen te nemen. De studie van de Wereldbank van maart 2009 laat echter zien dat 17 van de 20 landen in de tussentijdse periode 47 handelsbeperkende maatregelen hadden opgelegd. Hoewel deze maatregelen volgens de Wereldbank slechts een beperkt aandeel hadden in de scherpe val van de wereldhandel, toont dit alles wel aan dat de lokroep van het protectionisme sterk is.

De angst bij velen is dat de kredietcrisis zal worden gebruikt door lobbygroepen van weinig efficiënte producenten om de concurrentie buiten de deur te houden. Dit komt vooral door het beeld van de jaren dertig, waarbij het gebrek aan internationale solidariteit en daadkracht leidde tot een verdieping en een verlenging van de Grote Depressie. Om te kijken of de angst terecht is, moet een tweetal

## De VS en het gevaar van protectionisme

Protectionisme was al een belangrijk thema in de VS op het moment dat de volledige gevolgen van de kredietcrisis nog onduidelijk waren. De huidige president Obama heeft in zijn verkiezingscampagne ook gezegd de Amerikaanse economie meer te willen beschermen. Zelfs reeds gesloten vrijhandelsverdragen, zoals NAFTA, zouden onder de loep worden genomen.

NAFTA is het verdrag tussen de VS, Canada en Mexico en geldt als het eerste grote noord-zuid handelsverdrag. NAFTA is zeer succesvol geweest in het versterken van de handelsbanden tussen de landen en heeft grote voordelen voor consumenten en producenten gehad.

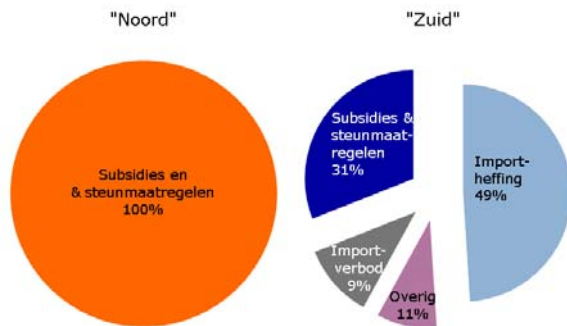
Als gevolg van alle turbulentie door de financiële crisis nam de roep van lobbyisten voor handelsbeperkingen sterk toe en even leek het er op dat zij de strijd zouden gaan winnen. De steun voor de Amerikaanse autofabrikanten kwam op gang, en het Amerikaanse stimuleringspakket van de overheid werd vergezeld van de kreet en verplichting: "*Buy American*".

Toch lijkt de laatste weken ook in Amerika het besef te zijn doorgedrongen dat niet alle sectoren moeten worden gered. Twee van de drie grootste autofabrikanten is de wacht aangezegd door de regering van Obama. Dit is ook een gunstig teken in het licht van de strijd tegen het protectionisme.

# Emerging markets monitor

vragen beantwoord worden. De eerste is of een ontwikkeling naar meer protectionisme wel is ingeluid door de kredietcrisis. De tweede is, of de huidige situatie zal leiden tot meer protectionisme in de toekomst.

**Figuur 3: Ieder zijn middel**



Bron: International Trade Department

## Is het wel een nieuwe ontwikkeling?

Het korte antwoord op deze vraag is: nee. De natuurlijke eerste reactie op een bedreiging is het optrekken van een schild. Dit werkt ook zo voor actoren in de economische sfeer en voor bestuurders en politici. Bescherming van het eigen en bekende staat voorop, en de korte termijn komt voor de lange termijn.

Dit was al te zien in de trage voortgang van de onderhandelingen van de Doha ronde. Alle landen stellen de eigen korte termijn belangen voorop en doen daarmee te weinig om het mondiale potentieel te ontsluiten. Zowel landen in het noorden als landen bezuiden de

evenaar vrezen de concurrentie en de noodzakelijke omslag meer dan dat men de voordelen van vrijhandel ziet. Er is dan wel een toename waarneembaar van het aantal vrijhandelsverdragen, maar er is in individuele gevallen duidelijk te zien dat minder zichtbare handelsbelemmeringen een grotere rol zijn gaan spelen. Met name administratieve bepalingen worden opgesteld om buitenlandse goederen te weren.

Bovendien werd in de eerste helft van 2008 duidelijk dat niet alleen economische malaise tot een beschermingsreactie kan leiden. De prijzen van voedsel en energie stegen in die periode tot ongekende hoogte. Dit had tot gevolg dat in een aantal landen de lokale bevolking de olie of het graan dat in hun eigen land werd geproduceerd niet meer kon betalen. Ook dit leidde tot een protectionistische reactie. In landen als Argentinië, Egypte en Oekraïne werden exportbeperkende maatregelen getroffen, om de prijs op de lokale markt te drukken. Tenslotte kan men ook denken aan een algemener en kwader middel als het weren van producten uit één land. Met name China heeft van dergelijke campagnes in de laatste jaren last gehad. Naast bezwaren omtrent arbeidsomstandigheden van Chinese werknemers en het kopiëren van (westerse) patenten is steeds meer de nadruk komen te liggen op hoe slecht Chinese producten voor de gezondheid zijn. Kortom, vele middelen worden aangegrepen om de eigen industrie te beschermen tegen producten van buiten.

## Wordt protectionisme de nieuwe trend?

Voor voorstanders van vrijhandel zijn de voortekenen niet goed. De VS zitten inmiddels in een klein handelsconflict met Mexico. De Amerikaanse overheid heeft een project gestopt waarin vrachtwagens uit Mexico steeds meer toegang zouden krijgen tot de Amerikaanse markt. Als tegenactie heeft de Mexicaanse

# Emerging markets monitor

---

overheid weer importtarieven op Amerikaanse goederen geheven.

In Europa zijn de spanningen ook gestegen door eisen bij subsidies van West-Europese landen voor de eigen industrie. Met name een voorstel van de Franse president Sarkozy schoot bij veel Oost-Europeanen in het verkeerde keelgat. Hij suggereerde dat bij het verstrekken van subsidies aan Franse autobedrijven de *Produce French* eis gesteld zou moeten worden. Hierdoor zouden deze bedrijven zeer waarschijnlijk eerder filialen in Oost-Europa dan in Frankrijk sluiten. Het Verenigd Koninkrijk en ook Nederland hebben bij de verlening van krediet aan banken als eis gesteld dat meer geleend moet worden aan Nederlandse partijen. Niet alleen westerse landen hebben barrières opgericht. Indonesië heeft een aantal categorieën van importgoederen genoemd die in slechts vijf havens mogen worden ingevoerd. China heeft de import van Belgische chocolade, Britse saus en Nederlandse eieren aan banden gelegd en Kazachstan heeft de importtarieven van consumptiegoederen verhoogd.

Toch valt niet te stellen dat het gaat om een trend. Exporteurs hebben een steeds grotere lobbymacht gekregen in de verschillende landen om tegen protectionisme te ageren. Ook blijken internationale handelsverdragen een redelijk goede blokkade voor (excessen in) handelsbeperkingen te zijn. Daarnaast zijn er in een aantal van de G20 landen maatregelen genomen die het internationale handelsverkeer juist stimuleren. Bovendien zien er over de hele wereld nog steeds onderhandelingen gaande over de verdere verbreiding van handelsverdragen. De gesprekken tussen de EU en Centraal Amerika lopen nog steeds, ondanks het eerder afketsen praten de VS en Colombia nog over verdere stappen en ook China blijft zoeken naar een groter handelsnetwerk om in de toekomst grondstoffen veilig te stellen.

De meeste politici en het bedrijfsleven zijn er zeer van doordrongen dat de internationale handel een zeer belangrijke bron van groei kan zijn. Door dit besef is het mogelijk dat de liberaliserende krachten relevant blijven. Wellicht dat juist de initiële drang tot protectionisme en de daarop volgende storm van kritiek op het optrekken van een beschermende muur initiatieven in het kader van de WHO weer vlot kan trekken.

## Conclusie

De wereldhandel is stevig geraakt door de kredietcrisis. Echter, de val in handel valt veeleer te verklaren uit het uitvallen van de vraag dan door handelsbeperkende maatregelen. Of de roep tot protectionisme vanuit de bevolking van verschillende landen een luisterend oor krijgt is nog maar de vraag, ondanks de donkere voortekenen. Onder economen en een groot deel van de politici is duidelijk dat handelsbeperkende maatregelen juist een averechts effect zullen hebben op het herstellende vermogen van de verschillende economieën. De kredietcrisis, en daarmee het voor het voetlicht brengen van de grote nadelen van handelsbeperkingen, zou zo misschien juist kunnen leiden tot een zetje in de richting van echte vrijhandel.

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

# Economische kerngegevens

## Internationale kerngegevens\*

BBP-volumemutatie in %	2008	2009	2010
Verenigde Staten	1,1	-3	¼
EMU	0,7	-5	-½
Japan	-0,7	-6	¾

## Kerngegevens Nederland

Jaar-op-jaar volumemutatie in %	2008	2009	2010
BBP	2,1	-6	-½
Particuliere consumptie	1,6	-2¾	-2
Overheidsuitgaven	2	3	3
Private investeringen	6,2	-15	-6¼
Uitvoer van goederen en diensten	2,6	-11¼	2¼
Invoer van goederen en diensten	4,1	-9¼	2
Inflatie (%)	2,3	1	½
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	3,9	5½	8
Begrotingssaldo overheid (% BBP)	0,6	-4	-6
Saldo lopende rekening (% BBP)	6,7	5	6½

## Geldmarktrente 3-maands (%)\*

	8 juni 2009	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	0,63	0,57	0,59
EMU	1,27	1,12	1,58
Japan	0,50	0,53	0,40

## Swaprente 10-jaars (%)\*

	8 juni 2009	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	4,28	4,46	5,00
EMU	3,85	3,66	3,90
Japan	1,44	1,30	1,75

## Wisselkoers ten opzichte van euro\*

	8 juni 2009	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	1,39	1,31	1,33
Japan	137,4	128	140

\* 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.

#### Landencodes

AT	Oostenrijk	EE	Estland	IT	Italië	PL	Polen
CH	Zwitserland	ES	Spanje	LT	Litouwen	SI	Slovenië
CZ	Tsjechië	FI	Finland	LV	Letland	SK	Slowakije
DE	Duitsland	FR	Frankrijk	NL	Nederland	UK	Ver. Koninkrijk
DK	Denemarken	HU	Hongarije	NO	Noorwegen		

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

Voor overige informatie kunt u bellen met Kennis en Economisch Onderzoek via tel. 030 - 2131398.

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

#### Eindredactie:

Annelies Hogenbirk, plv. hoofd Kennis en Economisch Onderzoek

Productiecoördinatie:

Christel Frentz

Graphics:

Lennart de Waard

Drukkerij:

GrafiPrint B.V. Eindhoven

**KEO op internet**

[www.rabobank.com/kennisbank](http://www.rabobank.com/kennisbank)

**Postadres**

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

**Bezoekadres**

Rabobank Nederland  
Eendrachtlaan 10  
3526 LB Utrecht



**Rabobank**