

**Rabobank**

## Negen scenario's voor het niet uitkomen van onze voorspelling

*In het nieuwe Economisch Kwartaalbericht (EKB) gaan we ervan uit dat het economisch relatief goed gaat. Europa ontworstelt zich langzaam maar zeker aan de schulden crisis, de VS komen verder niet in de problemen met hun overheidsschuld en ook de opkomende economieën, zoals China en Brazilië, groeien verder. Geen dubbele dip, geen crisis. Maar toch. Er knaagt iets. Op vele plekken benoemen we risico's, meestal neerwaarts, die evenzovele slagen om de arm bij onze basisprojectie vormen. Om dat knagende gevoel enigszins te ondervangen, gaan we in dit Themabericht expliciet in op die risico's en hun gevolgen.*

### Waarom?

Waarom een raming uitbrengen terwijl je toch weet dat die waarschijnlijk niet uitkomt? Deels is dat een feit waarbij we ons neer moeten leggen. Voorspellingen zijn met onzekerheden omgeven. Onze modellen zijn naar hun aard beperkt, waarbij de voorspellingen alleen de meest waarschijnlijke uitkomst weergeven. Het enige gereedschap dat dan overblijft voor een econoom is varianten maken: stel nu dat dit of dat gebeurt, wat zijn daarvan de consequenties? Gezien het grote aantal risico's, vrijwel allen neerwaarts, leek ons de beste oplossing om voor nu een aantal scenario's op een rij te zetten waarin onze raming niet uit gaat komen; en dat de werkelijkheid wel eens anders kan zijn dan we in ons EKB beschrijven. In tijden van onzekerheid gaat het namelijk niet alleen om voorspellen, maar vooral ook om het voorzien van mogelijke ontwikkelingen.

### Soorten risico's

We beperken ons in dit Themabericht tot risico's die voortkomen uit de huidige economische situatie. Daarbij gaat het om risico's die gerelateerd zijn aan besluitvormingsprocessen (Europa, VS), monetair beleid,

economische ontwikkelingen in opkomende economieën, geopolitiek en financiële markten. Ook de hier onder genoemde scenario's zijn geen uitputtend lijstje.

### 1. De eurozone valt uit elkaar

Ons basisscenario is dat de eurozone zich uiteindelijk uit de schulden crisis weet te worstelen. Een combinatie van meer bezuinigen, structureel hervormen, maar ook een verdergaande economische integratie met (gedeeltelijke) onderlinge risicoafwenteling gaat dit voor elkaar krijgen. Er is echter ook een geheel ander scenario denkbaar, waarbij eurozone-lidstaten er niet in slagen om het systeemprobleem aan te pakken maar voortdurend achter de feiten blijven aanlopen. In dat geval bestaat er een kans dat uiteindelijk bij de tweesprong tussen 'samen delen' of 'uit elkaar gaan', voor het laatste wordt gekozen. Onder druk van de publieke opinie besluiten de sterke eurozonelanden, onder aanvoering van Duitsland, uit de eurozone te stappen omdat zij niet langer willen opdraaien voor de problemen van de zwakke lidstaten. Dit leidt tot een snelle desintegratie waarin uiteindelijk een muntunie overblijft van Duitsland-Frankrijk en een aantal kleinere AAA satellieten, zoals Nederland, Finland, Oostenrijk en Luxemburg daar omheen. België kan daar onderdeel van zijn gezien de historische banden. De zuidelijke lidstaten gaan terug naar hun oude munten en een enorme schok gaat door het (sterk vervlochten) financiële systeem. Kapitaalvlucht leidt tot nationalisatie van banken en hele banksystemen in die landen. De Europese schulden crisis raakt niet onder controle, waardoor de schulden van verschillende landen moeten worden geherstructureerd.

De gevolgen van wanbetaling door de zuidelijke lidstaten zorgen ook voor een schokgolf in de rest van de eurozone. In de zwakke landen

resulteert dit in een jarenlange depressie. Maar ook voor Nederland en de andere eurozonenlanden betekent dit een recessie die aanzienlijk erger en langduriger is dan die van 2009.

## 2. De eurozone 'light'

Dit is het sluipe eurocrisis-scenario. Crisis-*light*. Na veel hangen en wurgen wordt Griekenland gered, het EFSF opgetuigd zoals afgesproken en hoeft de ECB geen verdere steun-aankopen te doen voor de Zuid-Europese landen. Maar tegenvallende bezuinigingsopbrengsten in de probleemlanden zijn onvermijdelijk en leiden uiteindelijk voor zowel Portugal als Ierland tot de noodzaak van extra steunpakketten. Meteen laait weer de discussie op of het vangnet uitgebreid moet worden, want Spanje en Italië komen direct onder marktdruk te staan. Nieuwe, verlamme en langdurige Europese onderhandelingen volgen die aanhoudend schadelijk zijn voor sentiment en bedrijfsfinanciering. Uiteindelijk valt de eurozone niet uit elkaar, maar de gevolgen voor economische groei en schuldposities van landen zijn aanzienlijk. Door het trage ingrijpen is de omvang van de steunpakketten en garantiestellingen namelijk aanzienlijk hoger dan dat ze bij snel en adequaat ingrijpen geweest zouden zijn. En dat zal resulteren in jarenlang lagere economische groei, ook in Nederland.

## 3. Dooremmerende Amerikaanse schuldenproblemen

Aan de andere kant van de oceaan zijn de financiële en politieke problemen minstens even erg als in Europa. De 'oplossing' die begin augustus onder hoge druk is gekozen voor het oplossen van de almaar stijgende overheids-schuld is er een van uitstel. In november van dit jaar moet een commissie, bestaand uit Democraten en Republikeinen, komen met concretere voorstellen die het tekort verder terugdringen. Wij gaan er in onze ramingen vanuit dat zij daarin slaagt. Maar stel dat dat niet het geval gaat zijn. De 'stress' in de financiële markten komt terug zoals die er was vlak voor het verhogen van het schulden-

plafond begin augustus. S&P heeft al aangegeven dat (opnieuw) verlagen van de kredietwaardigheid van de VS tot de mogelijkheden behoort als de commissie niet met een 'afdoende' advies komt.

Door dit afwaarderen van de kredietwaardigheid, niet alleen door S&P maar ook door andere beoordelaars, stijgt de rente op Amerikaanse staatsobligaties. Ook komt de dollar deze keer echt onder neerwaartse druk te staan. Gevolg: oplopende inflatie in de VS, paniek om toch met geloofwaardige bezuinigingen te komen voor de verkiezingen en een Amerikaanse 'double dip' met uitstraling naar de rest van de wereld is een feit.

## 4. De onbekende monetaire wereld

De ongekende monetaire beleidsmaatregelen, met als belangrijkste wapenfeiten de historisch ongekend lage beleidsrente in de Westerse wereld en de kwantitatieve verruiming, hebben ertoe geleid dat het monetair beleid zich op onbekend terrein bevindt.

Terwijl de markt in de VS lijkt te wachten op een derde versie van deze verruimingsmaatregelen (QE3) en de Fed heeft aangegeven in ieder geval tot in 2013 de beleidsrente niet te gaan verhogen, is het wel de vraag (1) wat het effect is van extra monetaire beleidsmaatregelen en (2) hoe zonder schade het monetaire geschut weer veilig kan worden gestald. Op beide vragen is nu nog geen definitief antwoord te geven. Het feit dat, ondanks verregaande monetaire verruiming in de VS, de werkloosheid nog steeds hoog en de economie nog niet terug op de rails is, geeft te denken. Hoe kan extra verruiming dan wel een bijdrage leveren?

Daarbij wordt het een zeer grote uitdaging om al het monetaire beleid met de goede timing terug te draaien. Te vroeg het geschut stallen betekent een grotere kans op recessie; te laat de kanonnen uitzetten ook. In het eerste geval met mogelijk deflationaire risico's, in het tweede geval inflatoir. Voor de Fed lastig laveren

tussen die twee uitersten, met als het fout gaat grote gevolgen voor de economische groei. Niet alleen in de VS, maar ook in Europa en Nederland.

### 5. Deleveraging-deflatie

Aan beide zijden van de Atlantische oceaan worden de schuldenproblemen in dit scenario op een, in de ogen van de financiële markten, geloofwaardige manier aangepakt. Dat betekent dat overheden in zowel de eurozone als in de VS vooral bezuinigen. Doordat het vertrouwen van burgers en bedrijfsleven al dusdanig is geschaad, komt daardoor een nieuwe recessie dichtbij, vooral omdat bedrijven die het al moeilijk hadden nieuwe ontslagrondes doorvoeren, de banken de kredietkranen dichtdraaien en huishoudens als gevolg hiervan de hand op de knip houden. Grondstoffenprijzen dalen sterk, ook omdat opkomende economieën worden meegetrokken in de recessie-spiraal. De inflatie neemt af en de onderliggende deflatoire trend wordt zichtbaar.

Monetaire beleidsmakers verlagen rentes tot het nulpunt (voor zover dat nog mogelijk is), maar moeten uiteindelijk ook verdere kwantitatieve verruimingsmaatregelen doorvoeren om de deflatoire tendensen te bestrijden. De maatregelen hebben slechts beperkt effect en uiteindelijk dalen ook langetermijnkapitaalmarktrentes tot nieuwe dieptepunten. Een sterke vervlakkings van de rentecurve komt tot stand, vooral op het lange stuk van de curve. Dit zet de Nederlandse pensioensector onder zware druk, omdat de meeste pensioenfondsen door de lagere rentes en lagere aandelenkoersen ruim onder de vereiste dekkingsgraad terechtkomen. Dit is echter nog maar een deel van de economische ellende die ons te wachten staat. Als deflatie echt 'in de hoofden' van mensen zit, verlamt zij het economische proces. Als je weet dat morgen spullen goedkoper zijn dan vandaag, stel je een aankoopbeslissing uit. En als schulden in reële termen hoger worden, gaan ondernemers niet meer lenen om te investeren.

### 6. Een nieuwe financiële crisis

De recente koersdalingen op de beurs, maar ook de stijging van de risicopremies voor overheden, banken en bedrijfsleven en het nagenoeg stilvallen van de interbancaire geldmarkt zijn allemaal signalen dat het niet goed gaat op de financiële markten. Ingegeven door de politieke onzekerheden kan ook de aanhoudende onrust zelfstandig een nieuwe recessie inluiden. Het is op dit moment al duurder voor banken om financiering rond te krijgen, en dat heeft ook zijn weerslag op de kredietverlening voor bedrijven. De nieuwe regulering die op banken afkomt, zoals Basel III, verergert dit probleem. Weliswaar zorgt zij uiteindelijk voor een stabielere financieel systeem, maar op de weg er naartoe betekent het dat banken minder en/of alleen tegen een hogere rente krediet kunnen verstrekken. Daarnaast zorgen de vermogensverliezen op de beurs ervoor dat (institutionele) beleggers hun financiële zaken weer op orde moeten krijgen. Dat betekent meer sparen en minder uitgeven. Dit kan leiden tot een negatieve spiraal, van lagere consumptie, een lagere effectieve vraag, minder investeringen en een nieuwe recessie.

### 7. China uit koers

Voor een belangrijk deel is de groei in China gedreven door investeringen waarbij de overheid een grote vinger in de pap heeft. Dit leidt tot een grotere productiecapaciteit. Uiteindelijk moeten die spullen ook worden gekocht – het liefst door de Chinezen zelf. Een transformatie naar een meer vraaggedreven economie zou mede daarom beter zijn. Maar dat is voor China geen gemakkelijke weg. Volledig vrije marktwerking, met ook de *downs* die daarbij horen, is vanuit het standpunt van de Chinese overheid niet wenselijk. Er is haar alles aan gelegen om de groei van de reële inkomens op peil te houden, zeker op weg naar de machts-overname in 2012-2013. Een tegenvallende groei van de wereldhandel zal de Chinese overheid al snel verleiden tot het nemen van meer stimulerende maatregelen. Gezien de schuld- en tekortpositie kan de Chinese

overheid dat ook nog wel even volhouden. Maar de bubbels op bijvoorbeeld de vastgoedmarkt zullen dan weer snel worden opgeblazen tot ze ook in China uiteenspatten. Dit kan dan wel leiden tot sociale onrust, met een serieuze mondiale groeivertraging tot gevolg.

## 8. Arabische Herfst

Afgezien van economische fundamenten leidt geopolitieke onrust, zeker dichtbij het Midden-Oosten, bijna altijd tot hogere olieprijsen. Dit hebben we afgelopen voorjaar gezien bij de Arabische Lente. Nu ook Libië gevallen is, dalen de olieprijsen weliswaar (mede door de afkoelende wereldeconomie), maar het succes van de Libische opstandelingen en de zeer onzekere situatie in Syrië maken het nog mogelijk dat de revolutionaire geest overslaat naar het Arabisch schiereiland. In dit scenario gebeurt dat. Als in Saoedi-Arabië de politieke onrust toeslaat, betekent dat meteen een scherpe stijging van de olieprijs. De Saoedies produceren jaarlijks nog steeds ongeveer 10% van de olie. Als ook in de nabijgelegen oliestaten de politieke onrust toeslaat, komt een nog groter deel van de olieproductie onder druk. De stijgende olieprijs leidt in het Westen tot sterk oplopende inflatie. De zwakke groei in het Westen krijgt hierdoor een extra knauw doordat de inflatie de koopkracht uitholt. Hierdoor daalt de binnenlandse consumptie. Stagflatie (een stagnerende economie bij oplopende inflatie) is een feit. Het verhogen van de beleidsrente bij de kwakkelende economieën ligt niet voor de hand, en voor verbetering van de koopkracht is geen geld.

## 9. Geen dip maar nieuwe boom

De groeivertraging die wij op dit moment door-  
maken is te verklaren door een samenloop van omstandigheden, zoals de uitstralingseffecten van de Japanse aardbeving, de sterk gestegen grondstofprijzen en het wantrouwen in de Amerikaanse en Europese politiek. Daar staat echter tegenover dat het bedrijfsleven aan beide kanten van de Atlantische oceaan zich in een comfortabele positie bevindt, met relatief

gezonde balansen en een ruime kaspositie. Daarnaast drukken de opkomende economieën een steeds grotere stempel op de wereldwijde economische activiteit. De dubbele dip wordt weer niet gerealiseerd (net zoals in 2010) en in plaats daarvan neemt de groei na een korte vertraging tegen het einde van het jaar weer sterk toe. Het accommoderende monetaire beleid (van negatieve reële rentes) in grote delen van de wereld vormt een aanjager van de groei en naarmate de groei aantrekt, komen ook de overheidsfinanciën in de loop van 2012 in een gunstiger licht te staan, vooral omdat belastinginkomsten voor meevallers zorgen. Een positieve spiraal zorgt voor een snelle afbouw van 'veilige-havenposities', met als gevolg een sterke stijging van de wereldwijde rentes, een verder aanwakkeren van de grondstoffenprijzen en de binnenlandse inflatie, met als uiteindelijk gevolg dat centrale banken de kans krijgen het monetaire beleid op een goede manier terug te draaien.

## Een kat met negen levens

*Een kat heeft negen levens, zo gaat het spreekwoord. Zou de groei van de wereld-economie net zo bestand blijken te zijn tegen alle mogelijke schokken? Nu staan we op het punt dat de wereldeconomie afkoelt, waarbij de onzekerheden groter zijn dan ooit tevoren. Maar of het nu stijgende grondstoffenprijzen zijn, politieke besluiteloosheid of problemen in de financiële sector, we moeten hoe dan ook voorbereid zijn op minder gunstige economische tijden. Meevallen kan het dan natuurlijk ook altijd nog, getuige ons laatste scenario. Maar als we rekening houden met guur economisch weer, zal een positieve ontwikkeling voelen als een aangenaam lentebriesje.*

september 2011

Hans Stegeman (030 – 2131407)

H.W.Stegeman@rn.rabobank.nl

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