



Rabobank

De conjunctuur voorbij

A tale of three cycles

December 2008

Kennis en Economisch Onderzoek

Inhoudsopgave

Samenvatting	3
Drie scenario's tot en met 2014	
Inleiding	4
De weg omhoog?	
Scenario I: Recessie	7
Een normaal herstel	
Scenario II: US\$ onderuit	17
Herstel zwak door neergang dollar	
Scenario III: Depressie	21
Een lange, pijnlijke weg	
Conclusie	28
A tale of three cycles	
Economische kerngegevens	29
Colofon	31

Kennis en Economisch Onderzoek staat ook op internet.
Het adres is www.rabobankgroep.nl/kennisbank

Afsluitdatum: 1 december 2008

Samenvatting

Drie scenario's tot en met 2014

Weinigen voorzagen hoe de kredietcrisis in de loop van 2008 verbreedde en verdiepte en uitgroeide tot een volwassen financiële crisis die inmiddels ook stevig vat heeft gekregen op de reële economie in grote delen van de wereld. In drie scenario's schetsen we een beeld hoe het economisch herstel vanuit deze crisis kan verlopen. Voor elk gepresenteerd scenario geldt dat 2009 ook het dieptepunt is van de mondiale economische groei. De weg omhoog verschilt, evenals de drijvende factoren daarachter.

Het eerste scenario schetst een 'normaal' verloop van de neergang waar we net aan zijn begonnen. Uitgangspunt is dat vanaf nu de financiële markten tot rust komen. Het economisch herstel komt mondiaal in de loop van 2009 weer op gang, waarbij het herstel in de VS sneller gaat dan in Europa. We gaan er vanuit dat de nu genomen maatregelen effect sorteren en leiden tot herstel van het vertrouwen in de financiële markten. De wereldwijde groei veert vrij snel weer op en de gemiddelde groei van het BBP is in de periode 2010-2014 met 4% voor de wereldeconomie en met 1,9% in Nederland solide.

In het tweede scenario deprecieert de dollar aanzienlijk door alle problemen. Het grote tekort op de lopende rekening en ook de grote overheidsschuld maken de VS minder aantrekkelijk als veilige haven. In dit scenario devalueert de dollar ten opzichte van alle andere valuta met 35%, zodat de eurodollar koers op 0,5 uitkomt (1 euro is dus 2 dollar waard). Een zeker op korte termijn pijnlijk aanpassingsproces volgt, met alle gevolgen van dien voor de wereldeconomie.

In het derde scenario, 'depressie', is het uitgangspunt een langdurig uitblijven van het vertrouwensherstel. Hierdoor slaagt de financiële sector er niet in om de geleden verliezen als gevolg van de subprime kredietcrisis (gedeeltelijk) terug te winnen. Bovenop deze verliezen ontstaan verliezen op gewone leningen die huishoudens en bedrijven als gevolg van de recessie niet meer terug kunnen betalen. Een aanhoudend slecht beurs sentiment maakt nieuw kapitaal bovendien voor een langere periode schaars. Hierdoor blijft krediet de komende jaren duurder en schaarser dan in het milde scenario. De economische groei in de VS en het eurogebied haalt in dit scenario pas in de loop van 2012 weer haar trendmatige niveau en de werkloosheid loopt behoorlijk op.

Bij alle scenario's wordt ingegaan op de mogelijkheden van overheden en centrale banken om de economie te sturen. De effecten van dit beleid moeten niet worden overschat. Door lage beleidsrentes is er weinig ruimte voor monetair beleid. Begrotingsbeleid is moeilijk te timen en lekt –zelfs bij forse ingrepen– deels weg in de economie.

Inleiding

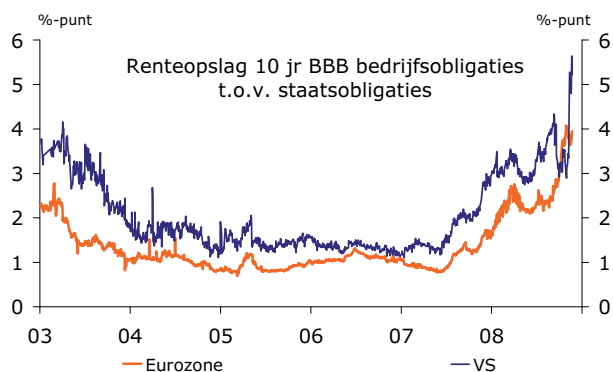
De weg omhoog?

Het afgelopen jaar heeft voor grote veranderingen in de economische omstandigheden en vooruitzichten gezorgd. Een jaar geleden woedde de kredietcrisis men name in het grootzakelijke deel van de financiële markten en leek de besmetting richting de reële economie naar omstandigheden beperkt. Banken hadden toen al forse verliezen genomen en gaven aan de kredieteisens flink te hebben aangescherpt. Maar het niet-financiële bedrijfsleven toonde zich weerbaar en buiten de VS bleven de economische vooruitzichten gematigd positief. Er werd uitgegaan van 'ontkoppeling', de gedachte dat de rest van de wereld zelfstandig door kon blijven groeien terwijl 's werelds grootste economie –de VS– op een recessie afstevende. Inmiddels weten we weer beter nu de stevige economische tegenwind niet alleen in Europa voelbaar is geworden, maar bijvoorbeeld ook op het Aziatische continent voor flinke afkoeling zorgt.

Bijna niemand heeft kunnen voorzien hoe de subprime kredietcrisis in de loop van 2008 verbreedde en verdiepte en uitgroeide tot een volwassen financiële crisis die inmiddels ook stevig vat heeft gekregen op de reële economie in grote delen van de wereld. De economische vooruitzichten voor de korte termijn zijn daardoor uitermate somber. 2009 is in economische zin al afgeschreven en de meningen lopen nu vooral nog uiteen over de exacte duur en diepte van de onafwendbare mondiale recessie. In deze discussie staan enkele bepalende factoren centraal.¹ Zonder een specifieke volgorde van belangrijkheid aan te willen geven, zal de economische ontwikkeling de komende jaren sterk afhankelijk zijn van zowel de prijs als de beschikbaarheid van krediet (figuren 1 en 2), het sentiment op de financiële markten (figuur 3) en de bewegingen in de belangrijkste valutaparen (figuur 4). Aannames op die punten schetsen in grote lijnen welke koers de economie zal volgen: recessie of depressie.

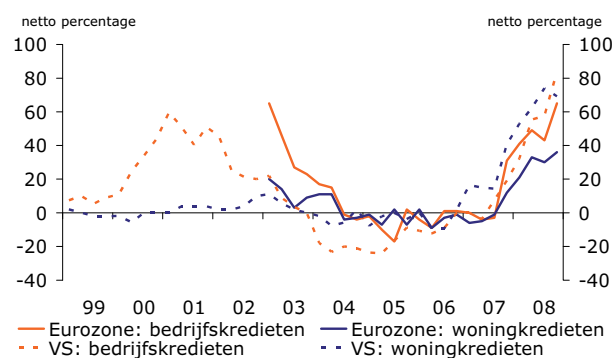
¹ We gaan hierbij niet in op de factoren die de structurele groei bepalen. Dit hebben we eerder dit jaar al gedaan, zie: H.W. Stegeman, *De conjunctuur voorbij, de economie tot en met 2014*, Rabobank Nederland, juli 2008.

Figuur 1: Prijs van risico fors opgelopen



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 2: Beschikbaarheid krediet neemt af

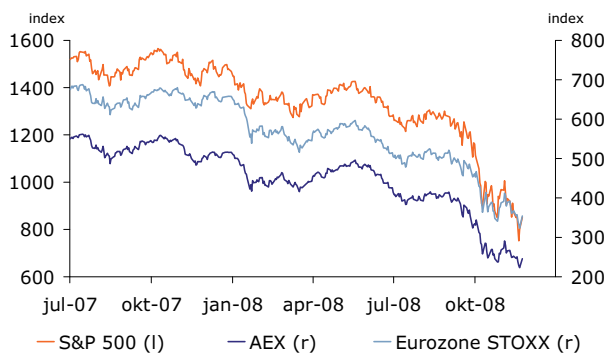


Bron: Reuters EcoWin

Inleiding

We kijken in deze studie verder vooruit dan in onze **Visie op 2009**, namelijk tot 2014, en we doen dat aan de hand van een aantal economische scenario's. Met het verder vooruitkijken tot de jaren na 2009 kunnen we in feite over de enorme

Figuur 3: Beurssentiment uitermate zwak



Bron: Reuters EcoWin

hoeveelheid negatief economisch nieuws heen-
kijken die momenteel de beeldvorming be-
paald. Hierdoor kunnen we de onderliggende
trends in de economie weer inzichtelijk maken.
Dat is van wezenlijk belang, niet alleen om ons
economisch oordeel los te kunnen weken van
het huidige, zeer negatieve sentiment, maar
ook om vat te krijgen op de fundamentele
factoren die de koers van de economie gaan
bepalen. Het is ook met dat doel voor ogen dat
we deze analyse invulling geven in de vorm
van een beperkt aantal economische scena-
rio's. Zo krijgen we namelijk vat op de mate
waarin het zelfherstellend vermogen van de
economie wordt geholpen danwel gefrustreerd

door bijvoorbeeld ontwikkelingen in de (bancaire) kredietverlening of fundamen-
tele correcties in de belangrijke valutaparen.

Wij onderscheiden een drietal hoofdmogelijkheden voor de economische
ontwikkelingen vijf jaar vooruit. In ons eerste scenario is het uitgangspunt het
economisch beeld voor 2009 zoals weergegeven in de **Visie op 2009** van de
Rabobank. Hier gaan we er van uit dat het vertrouwen in en binnen de financiële
sector in de loop van 2009 terugkeert. De prijs en beschikbaarheid van krediet
keren daarmee geleidelijk weer terug naar normaal en de verbetering van het
sentiment op de financiële markten leidt ook een voorzichtig beursherstel in. In
dit scenario blijft een recessie onvermijdelijk, maar zien we na een broodmager
2009 de groei vrij snel herstellen naar een duurzaam tempo.

Dit eerste scenario is niet vrij van onzekerheden, vooral waar het gaat om de
ontwikkeling van de eurodollar koers. In een tweede scenario schetsen we de
economische gevolgen als het herstel van de dollar (figuur 4) van de afgelopen
maanden slechts tijdelijk blijkt. Dit is dan het gevolg van de enorme tekorten op
zowel de overheidsbegroting als de handelsbalans, en een veel te toegeeflijk
monetair beleid. Gecombineerd met de fundamentele problemen in de Ameri-
kaanse huizenmarkt, de grenzen aan de kredietwaardigheid van haar burgers en
de klappen die ook het bedrijfsleven te verwerken krijgt daalt de dollarkoers
hard, naar een waarde van slechts vijftig eurocent. Dit heeft vooral gevolgen
voor de wereldwijde verdeling van de economische groei, die per saldo mondiaal
maar licht verder daalt dan in het eerste scenario. In het eurogebied en Neder-
land wordt de export hard getroffen en valt bijgevolg de groei in 2009 veel
sterker terug. De lage inflatie als gevolg van de goedkope invoer uit de VS

Inleiding

drukt de rentevoeten iets, wat uiteindelijk de bedrijfsinvesteringen en de consumptie een flinke steun in de rug kan geven.

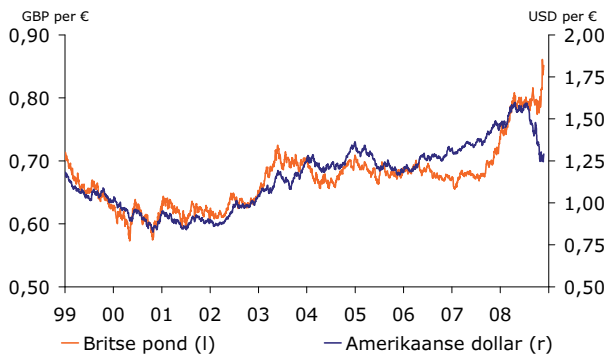
In een derde scenario kijken we ten slotte wat ons economisch te wachten staat

als het vertrouwensherstel in en binnen de financiële sector nog een flinke tijd op zich laat wachten. Krediet blijft dan nog jaren duur en schaars en ook het beurs sentiment blijft voor langere tijd broos. In dit scenario zien we nog steeds het dieptepunt van de recessie in 2009 liggen, maar haalt de economische groei in de VS en het eurogebied pas in de loop van 2012 weer haar trendmatige niveau en loopt de werkloosheid in beide economieën fors op. In dit scenario zien we dus echt de contouren van een depressie en valt ook de inflatie zo sterk terug dat deflatie in de VS onvermijdelijk lijkt. In het eurogebied als geheel scheren we voor wat betreft de inflatie nog wel langs de nullijn,

maar in individuele landen zoals bijvoorbeeld Nederland zien we het prijspeil over de gehele linie dalen.

Op het moment van schrijven doen vele budgettaire plannen de ronde. Voor zover ook concreet ingevuld, zijn ze in onze analyse meegenomen. Grote vraag blijft natuurlijk of de overheden zich zullen neerleggen bij enerzijds een volgens economen onafwendbare recessie en anderzijds bij het risico op deflatie. Nu al staan de Europese regeringen klaar om 1% BBP aan overheidsmaatregelen te nemen om de economie te stimuleren, doet de Europese Commissie daar graag een schepje bovenop, en zien we ook in Amerikaanse politieke kringen bijna dagelijks nieuwe maatregelen in het leven worden geroepen. In Nederland werden onlangs een tweetal concrete maatregelen aangekondigd die samen ruwweg 1% BBP kosten. Enerzijds een regeling waaronder bedrijven versneld kunnen afschrijven en zo (eenmalig) hun belastingbetalingen kunnen drukken. Anderzijds de intentie van de overheid om verschuldigde betalingen aan het bedrijfsleven vanaf nu sneller te voldoen. In beide gevallen gaat het om in opzet volstrekt tijdelijke maatregelen: de eerste stelt belastinginkomsten uit, maar niet af; de tweede leidt eenmalig tot extra uitgaven als niet alleen achterstallige, maar tegelijk ook lopende verschuldigde bedragen aan het bedrijfsleven worden betaald. In deze studie wordt ook de nodige aandacht besteed aan de economische impact van mogelijke extra budgettaire maatregelen als de economie verder dreigt weg te zakken en/of deflatie duidelijker op de rader verschijnt. Ook de mogelijkheden van additioneel monetair beleid zijn onderzocht, al is veel van het monetaire kruik inmiddels al verschoten.

Figuur 4: Sterke valutaschommelingen



Bron: Reuters EcoWin

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

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

Scenario I: Recessie

Een normaal herstel

Dit eerste scenario schetst een 'normaal' verloop van de recessie waar veel economieën net in zijn geraakt. Uitgangspunt is het economisch beeld voor 2009 zoals weergegeven in de **Visie op 2009** van de Rabobank. Het economisch herstel komt mondiaal in de loop van 2009 weer op gang, waarbij het herstel in de VS sneller gaat dan in Europa. De huidige maatregelen blijken voldoende om het vertrouwen in en binnen de financiële markten te herstellen. De wereldwijde groei veert vrij snel op en de BBP-groei is in de periode 2010-2014 met gemiddeld 4% voor de wereldeconomie en 1,9% in Nederland redelijk.

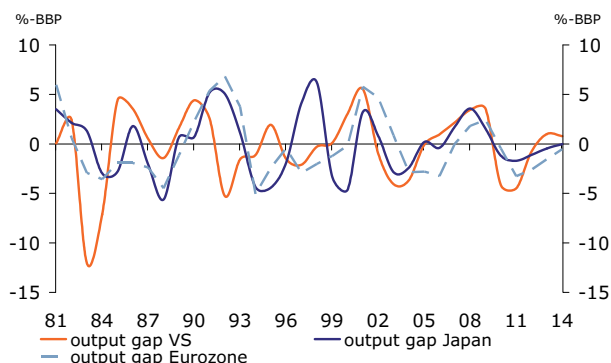
Herstel mondiale economie

In dit scenario vormt 2009 in groeitermen het dieptepunt van de wereldwijde recessie als gevolg van de kredietcrisis. We gaan er vanuit dat de economische groei relatief snel aantrekt. De genomen maatregelen, kapitaalinjecties en garantieregelingen slaan aan en het vertrouwen in het financieel stelsel wordt adequaat hersteld. Mogelijke nieuwe toezichtmaatregelen en scherpere eisen voor financiële innovaties gaan in dit scenario niet direct gepaard met hogere kosten voor financiële diensten. De risico-opslagen lopen gedurende 2009 uit het financieel systeem, waardoor de effectieve rente voor zowel consumenten als producenten lager wordt. Mede hierdoor trekt de economie vrij snel aan. Door het niet verder voortetteren van de kredietcrisis blijft het verlies in de opkomende economieën, die er niet direct aan blootgesteld zijn, beperkt.

De negatieve outputgap (het verschil tussen het maximaal houdbare niveau van de productie en de werkelijke productie) is in 2009 in de meeste landen wel groot (figuur 5).² Als de output gap negatief is, dan wordt in de economie minder geproduceerd dan we met onze mensen en machines zouden kunnen. Een gematigde loon- en prijsontwikkeling is dan doorgaans het mechanisme dat het productieniveau uiteindelijk weer naar een evenwicht brengt.

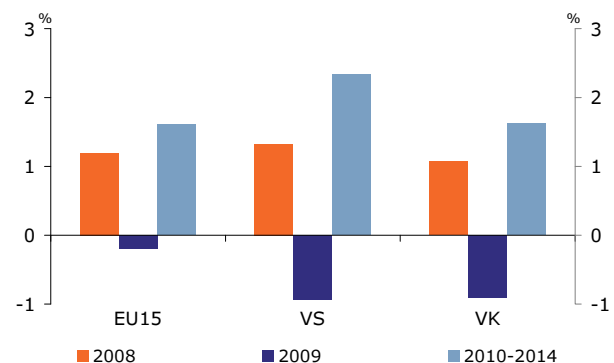
²Zie voor een uitgebreide beschrijving van de economische ontwikkelingen in 2008 en 2009: Rabobank, Visie op 2009, december 2008.

Figuur 5: Output gap sluit



Bron: Rabobank

Figuur 6: BBP-groei in ontwikkelde landen



Bron: Rabobank

Scenario I: Recessie

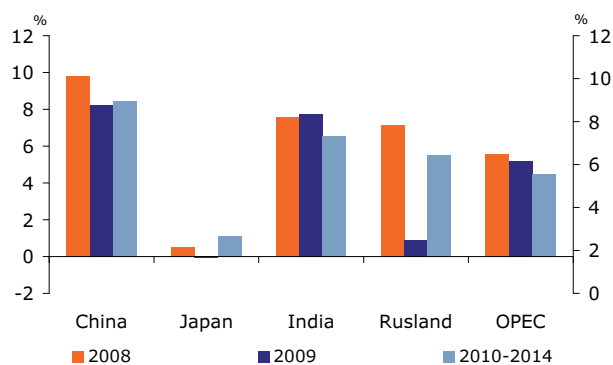
In dit scenario gaan we er vanuit dat in de periode tot 2014 een normaal herstel plaatsvindt, zodat de outputgap van alle economieën eind 2014 ongeveer nul is. We gaan er dus ook van uit dat er geen andere versturende effecten plaatsvinden, zoals bijvoorbeeld een olie- of voedselcrisis, (een) grote oorlog(en) of een nieuwe financiële crisis.

Uitgangspunt is verder dat er niet meer beleidsmaatregelen genomen worden dan op het moment van schrijven concreet bekend, zoals stimulering van de economie door overheidsuitgaven of verdergaand monetair beleid. In het laatste deel van dit hoofdstuk laten we zien wat de effecten zijn als overheden nóg actiever gaan ingrijpen.

Hoewel we in dit scenario uitgaan van een relatief snel herstel van de recessie, geldt wel dat in historisch perspectief wel degelijk sprake is van een forse mondiale recessie. Doordat de output gap vooral in de VS in 2009 behoorlijk negatief is, is de gemiddelde groei van het BBP in de VS in de periode 2010-2014 juist hoger dan in andere landen, en ook hoger dan wat op lange termijn houdbaar is. Dit 'inhaaleffect' is zichtbaar in figuur 6: de economie van de VS groeit aanzienlijk harder dan die van de Eurozone en het VK doordat ze een groter verlies goed moeten maken. Daarbij komt nog dat de VS in het algemeen flexibeler is, dat wil zeggen zich sneller aanpast aan nieuwe economische omstandigheden. Daardoor zijn de groeicijfers in de VS vanaf 2010 al hoger dan in de Eurozone. We gaan er in dit scenario dus ook van uit dat de VS haar externe schuldenpositie kan handhaven. In scenario II gaan we uitgebreid in op een situatie waarin dat niet mogelijk blijkt te zijn.

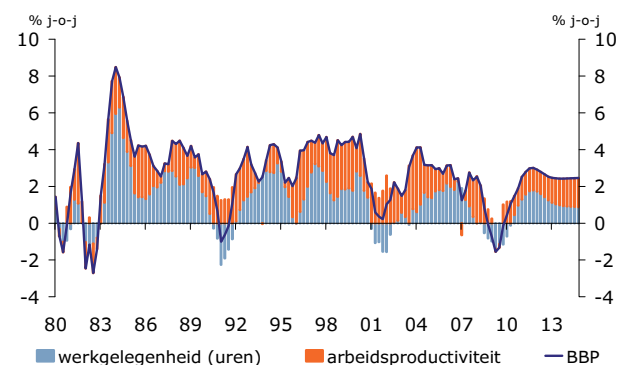
De gemiddelde groei in de Eurozone is in de periode 2010-2014 naar verwachting rond de 1,5%, net iets minder dan de potentiële groei. Het herstel vanaf 2009 komt relatief langzaam op gang, maar aan het eind van de periode groeit de eurozone iets harder dan potentieel. Door de verwachte gematigde ontwikkeling van de grondstofprijzen en de aanname dat alle economieën tenderen naar evenwicht stijgen de prijzen wereldwijd ook minder hard.

Figuur 7: Groei opkomende economieën en Japan



Bron: Rabobank

Figuur 8: Groei VS naar bijdrage werkgelegenheid en arbeidsproductiviteit



Bron: Rabobank

Scenario I: Recessie

Doordat de Aziatische landen de afgelopen jaren een groeispurt hebben gemaakt en boven potentieel groeiden, verwachten we dat de groei in die landen wat zal afzwakken (figuur 7). Doordat ze ook, in ieder geval in dit scenario, relatief

weinig last hebben van de kredietcrisis, zal deze terugval echter beperkt zijn.

Voor deze landen geldt dat de spanning langzaam verdwijnt uit de economie, wat in eerste instantie nog gepaard gaat met een wat hogere inflatie. Vergeleken met de periode 2008 en 2009 valt de groei in Azië en het OPEC-gebied terug, zonder dat sprake is van een sterke terugval. Met name door de hogere groei van de beroepsbevolking, maar ook door het inlopen van technologische achterstanden blijft de groei in deze landen hoger dan in de ontwikkelde economieën zoals de VS en Europa. Zo zal de groei in China naar verwachting

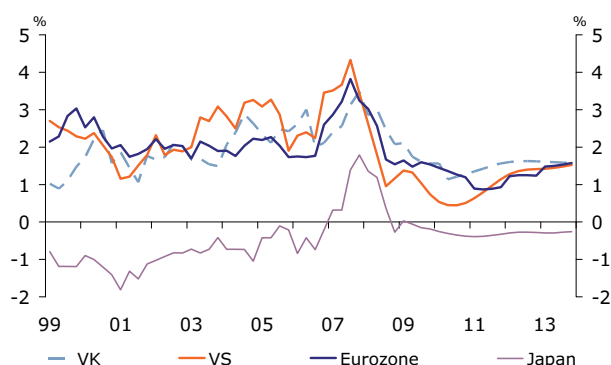
iets boven de 8% uitkomen, terwijl die sinds 1980 gemiddeld bijna 10% is geweest. Japan is de uitzondering in Azië. Weliswaar heeft Japan nauwelijks direct last van de kredietcrisis -het land wist immers al 15 jaar geleden dat je erg moet oppassen met de financiële sector- maar vertraging van de wereldhandel in 2009 en de appreciatie van de yen heeft wel duidelijk effect op de groei dat jaar. Door de vergrijzing, waarmee Japan mondiaal voorop loopt, neemt de beroepsbevolking tot en met 2014 af. Dit remt de groei in vergelijking met andere landen. Doordat in Japan de totale bevolking afneemt groeit de productie per persoon harder dan de groei van de totale economie doet vermoeden.

Tabel 1: Internationale kerngegevens Scenario I

	2008	2009	10-14
BBP-groei OECD	1,7	0,0	2,1
BBP-groei wereld	3,9	2,3	3,9
Groei wereldhandelsvolume	4,1	2,2	5,4
Consumentenprijs wereld	6,1	2,7	2,1
Olieprijs (\$, Brent)	96,7	69,3	89,8
Dollarkoers (\$ per €)	1,46	1,24	1,31
Lange rente Eurogebied	4,42	4,07	5,00
korte rente Eurogebied	4,76	3,27	4,52

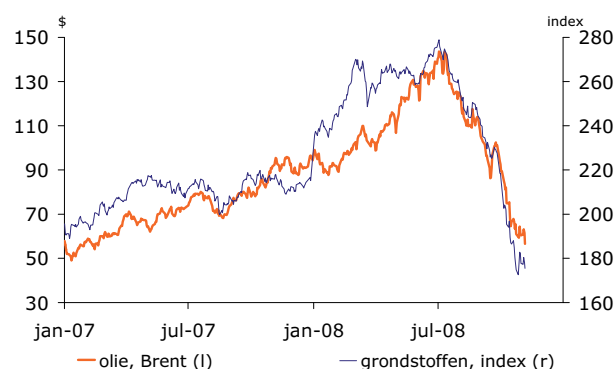
Bron: Rabobank

Figuur 9: Inflatedruk neemt af



Bron: Rabobank

Figuur 10: Grondstofprijzen dalen



Bron: Reuters EcoWin

Scenario I: Recessie

Rusland heeft in 2009 zeer veel last van de kredietcrisis. Door de lagere prijzen voor olie en gas heeft de Russische economie het zeer moeilijk. Daarbij kent het land een omvangrijke kapitaalvlucht. Het herstel vanaf 2010 loopt gelijk op met het herstel van de financiële markten, met voor Rusland als extra positieve factor dat de olieprijs weer langzaam stijgt richting de 100 dollar per vat.

Rust op grondstoffen- en financiële markten

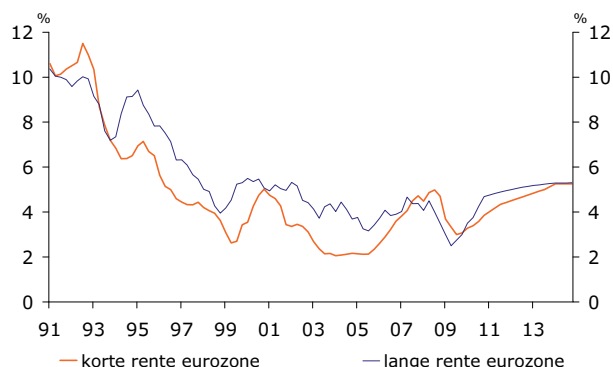
We verwachten voor dit scenario dat de grondstoffenmarkten tot rust komen. De enorme stijging van voedsel- en grondstofprijzen die we tot het voorjaar van 2008 hebben gezien was tijdelijk. Incidentele factoren, zoals misoogsten, dierziekten en lage voorraden hadden de prijzen tot dit voorjaar boven een niveau getild dat op basis van structurele factoren verklaard kan worden. Weliswaar zal de prijs van de meeste grondstoffen, zoals (edel)metalen en voedsel, door een blijvend toenemende vraag vanaf 2010 weer stijgen, maar in een veel gematigder tempo. Ook voor de olieprijs geldt dat de prijs van eind juli het voorlopige hoogtepunt is geweest (zie figuur 10). Wel zorgen structurele factoren (toegenomen vraag, op den duur afname van aanbod) ervoor dat de prijs voor een vat olie niet meer permanent terugkeert naar niveaus zoals we tot voor 2006 gewend waren.

De inflatie zal vanaf 2009 in de meeste ontwikkelde landen 1 tot 1½% bedragen, aanzienlijk minder dan in 2007 en 2008 (figuur 9). Dit komt vooral doordat grondstofprijzen niet meer stijgen, zoals tot halverwege 2008, maar juist dalen. In de opkomende economieën blijft de inflatie nog wel op een hoger niveau.

Stabilisatie financiële markten: oplopende overheidstekorten

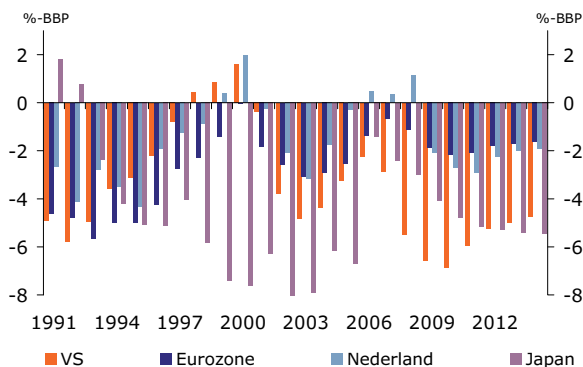
De dollar stabiliseert conform onze aannames op het niveau van eind 2009. Het valt echter niet uit te sluiten dat de dollar nog zwakker wordt (zie scenario II).

Figuur 11: Korte en lange rente Eurogebied



Bron: Rabobank

Figuur 12: Begrotingssaldo in verschillende landen



Bron: Rabobank

Scenario I: Recessie

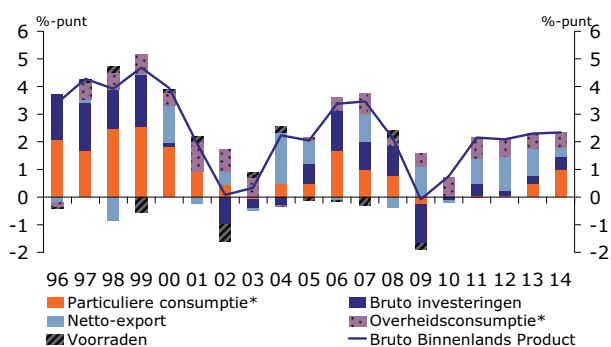
Voor de rente geldt nagenoeg hetzelfde als voor de dollarkoers. Zowel de lange als de korte rente bewegen zich, na een dip in 2009-2010, langzaam naar een neutraal niveau van 4½% á 5½% (figuur 11). De verlaging van de rente wordt veroorzaakt doordat (1) de beleidsrentes naar onze inschatting mondiaal nog verder worden verlaagd en (2) de risico-opslagen uit de rente lopen, waardoor vooral de korte rente fors daalt. We voorzien dus een geleidelijke afname van de turbulentie op de financiële markten zoals we die de afgelopen tijd gekend hebben.

Door de financiële turbulentie en de daarmee samenhangende reddingsoperaties maar ook door de recessie lopen de begrotingstekorten wereldwijd op. In de VS komt het begrotingstekort in 2010 op bijna 6%-BBP uit (figuur 12). Ook in de eurozone lopen de begrotingstekorten verder op, maar blijven ze gemiddeld nog binnen de 3%-norm van het groei- en stabiliteitspact. In enkele landen, zoals Italië en Frankrijk, verwachten we echter wel dat ze een groter begrotingstekort krijgen dan mag op basis van het stabiliteitspact. Voor Nederland verwachten we dat het begrotingssaldo in 2009 al met een flinke min begint, en ook in de rest van de periode rond de -2½% blijft.

Nederland: Normaal cyclisch herstel

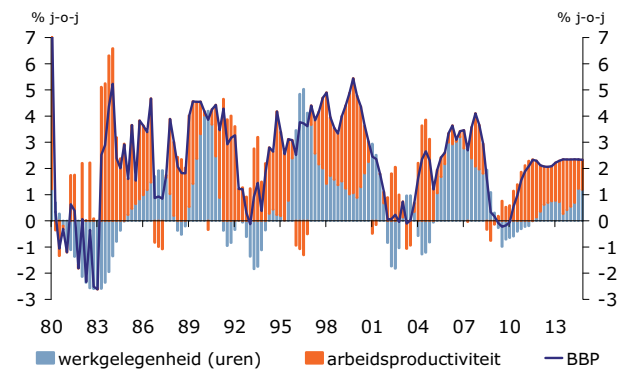
In dit scenario gaan we er vanuit dat 2009 ook in Nederland het dieptepunt wordt van deze groeicyclus (figuur 13). Met name de investeringen, maar ook de uitvoer laten het afweten. In 2010 komt het herstel van de groei volledig op conto van de overheidsconsumptie. Eigenlijk komt het cyclisch herstel na 2010 pas goed op gang. Door de lagere rente wordt het weer aantrekkelijker te investeren en door het mondiale herstel neemt de netto export weer toe. De toename van de uitvoer draagt wel minder bij dan in de afgelopen jaren.

Figuur 13: Groei BBP Nederland naar componenten



Bron: Rabobank

Figuur 14: Groei BBP in Nederland naar bijdrage werkgelegenheid en arbeidsproductiviteit



Bron: Rabobank

Scenario I: Recessie

Deels is dit het gevolg van de veranderende internationale omgeving: lagere wereldhandelsgroei en een blijvend sterke euro. Maar stijgende arbeidskosten

door een krappe arbeidsmarkt spelen ook een belangrijke rol in Nederland. Deze drie factoren zorgen ervoor dat de Nederlandse economie de komende periode een minder goede concurrentiepositie heeft in vergelijking met de afgelopen jaren.

De consumptie blijft in eerste instantie nog achter. Tegen het eind van de geanalyseerde periode worden de consumptieve bestedingen juist weer de belangrijkste drijfveer achter de economische groei. Dit is een voor Nederland kenmerkend cyclisch patroon. Eerst trekt de uitvoer aan, dan stijgt de bezettingsgraad van de industrie en gaan bedrijven uitbreiden.

Hierdoor stijgt de werkgelegenheid, nemen de lonen toe en kan de consument weer meer gaan uitgeven. Per saldo groeit de Nederlandse

economie met bijna 2% in de periode 2010-2014, waarbij de groei aan het eind wat hoger ligt dan aan het begin. Door de vooral in 2009 en 2010 nog oplopende werkloosheid is het vergrijzingsprobleem op arbeidsmarkt even wat minder nijpend. Wel is het zo dat de groei in belangrijkere mate dan voorheen moet komen van stijgende arbeidsproductiviteit (figuur 14).

De inflatie zal naar onze inzichten pieken in 2009 op 2¾ om daarna weer terug te keren op een niveau van 1½%. Omdat de grondstofprijzen stabiliseren, zal de bijdrage daarvan aanzienlijk minder hoog zijn dan in 2008 en 2009 en doordat de werkloosheid fors oploopt in 2009 en 2010, zal de inflatie vanuit de arbeidskosten ook beperkt blijven. Doordat ook de wisselkoersen stabiel blijven, wordt er ook weinig inflatie ingevoerd.

We gaan er vanuit dat de overheid er de komende jaren niet in zal slagen om geld over te houden op de begroting. Ten eerste zorgen de tegenvallende gasbaten, de recessie van 2009 en het moeizame herstel in 2010 (dan is de groei immers alleen gedragen door de overheidsuitgaven) voor lagere belastinginkomsten, zowel van personen als bedrijven. Daarnaast blijven de overheidsuitgaven toenemen, onder andere door de toenemende vraag aan de zorg en meer AOW'ers. Aan het eind van de periode neemt het tekort echter wel weer af, maar de doelstelling van het kabinet om in 2011 ongeveer 1% overschot te kunnen presenteren, lijkt nu wel heel ver weg.

Tabel 2: Kernegegevens Nederland Scenario I

	2008	2009	10-14
BBP	2.1	-0.1	1.9
Particuliere consumptie	1.7	-0.5	0.7
Investerings	5.8	-9.0	1.9
Overheidsconsumptie	1.0	2.0	2.5
Overheidsinvesteringen	2.0	4.3	-1.4
Uitvoer	4.2	-1.6	3.5
Invoer	5.2	-3.2	3.1
Voorraadvorming	0.3	0.0	0.0
Handelsbalans	7.9	8.5	9.0
Overheidssaldo	1.1	-2.0	-2.4
Overheidsschuld	47.0	49.0	53.4
werkloosheid*	4.0	4.8	5.6
inflatie	2.5	2.7	1.4

Bron: Rabobank

Scenario I: Recessie

Overheidsbeleid: keuzes en effecten

De overheid heeft, naast monetair beleid, grofweg twee beleidsopties om de economie te stimuleren: (1) meer uitgeven of (2) minder binnenhalen. Door de overheidsuitgaven te verhogen geeft de overheid zelf meer geld uit. Dit kan natuurlijk op allerlei wijzen, die in meer of in mindere mate op de lange termijn ook nog renderen. Zo zal een investering in een nieuwe dijk wel zin hebben voor toekomstige generaties, een salarisverhoging voor ambtenaren veel minder. De timing van de overheidsuitgaven is echter wel een probleem: om het anticyclische effect te bereiken moeten maatregelen zo snel mogelijk na besluitvorming economische effecten sorteren. Dat is met grote projecten niet mogelijk.

De andere manier om als overheid de economie te stimuleren is via belastingverlaging voor gezinnen en bedrijven. Dit kan ook op korte termijn gerealiseerd worden. Nadeel hiervan is dat een groot deel van het geld niet snel wordt geconsumeerd. Toch is er op dit moment wel wat voor te zeggen om belastingen te verlagen. Als consumenten of bedrijven namelijk beperkt zijn in het lenen van geld door de kredietcrisis ('credit constrained') dan kan de overheid dit probleem deels oplossen door ze nu geld te geven (de lagere belasting) en dat zelf te lenen. Als dit geld terugbetaald wordt zodra consumenten en bedrijven niet meer beperkt zijn in hun leenmogelijkheden doet de overheid niets anders dan het deels oplossen van één van de problemen van de kredietcrisis.

Overheden kunnen echter maar in beperkte mate de groei van een economie sturen. Stel dat een overheid 1% van het BBP wil gaan uitgeven. Wat zijn dan de effecten? Worden de belastingen verlaagd of geeft de overheid geld uit door lonen en uitkeringen te verhogen, dan zullen consumenten in eerste instantie een aanzienlijk deel van het extra inkomen niet uitgeven maar sparen. Zeker omdat de onzekerheid op dit moment groot is. Voor bedrijven geldt hetzelfde. De belastingverlaging zal op korte termijn daarom nauwelijks extra investeringen uitlokken. Voor het deel dat wel door burgers en bedrijven wordt uitgegeven, lekt in een open economie een vrij groot deel – in Nederland al snel de helft – weg naar het buitenland. Veel investeringsgoederen komen uit het buitenland, evenals een groot deel van de duurzame consumptiegoederen. Voor een klein land is het dus van het grootste belang dat ook andere landen via overheidsbeleid de economie trachten te stimuleren zodat naast de import ook de export groeit. Beleidscoördinatie dus.

Om bovenstaande te illustreren hebben we een aantal scenario's doorgerekend. In het eerste scenario gaan we er vanuit dat de overheden van de VS, het VK en de Eurozone hun uitgaven weten te verhogen met 1% van het BBP vanaf het eerste kwartaal in 2009. Pas na twee jaar proberen ze het gat in de begroting te dichten door de belastingen te verhogen. In een tweede variant verlagen ze de belastingen met 1% van het BBP, waarbij de helft ten gunste komt van bedrijven en de andere helft ten gunste van gezinnen.

Effecten van extra overheidsuitgaven van 1% BBP

	2009	2010-2014
% -punt groeifwijking t.o.v. scenario I		
<i>Nederland</i>		
BBP-groei	1,5	-0,5
Begrotingssaldo	-0,7	-0,5
spaarquote	0,9	-0,2
<i>VS</i>		
BBP-groei	1,0	-0,2
Begrotingssaldo	-0,7	-0,6
spaarquote	0,9	0,3
<i>Eurozone</i>		
BBP-groei	0,9	-0,2
Begrotingssaldo	-0,9	-0,6

Bron: Rabobank

Effecten van een belastingverlaging van 1% BBP

	2009	2010-2014
% -punt groeifwijking t.o.v. scenario I		
<i>Nederland</i>		
BBP-groei	0,2	-0,1
Begrotingssaldo	-0,8	-0,7
spaarquote	0,8	0,3
<i>VS</i>		
BBP-groei	0,1	0,0
Begrotingssaldo	-0,8	-0,6
spaarquote	0,7	0,5
<i>Eurozone</i>		
BBP-groei	0,1	0,0
Begrotingssaldo	-0,8	-0,6

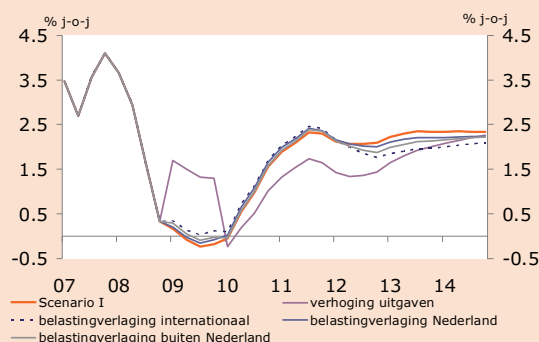
Bron: Rabobank

Scenario I: Recessie

Na twee jaar gaan ze ook hier het gat weer trachten te dichten door de belastingen weer te verhogen. De effecten op de economische groei verschillen in het eerste jaar aanzienlijk, waarbij de verhoging van de overheidsuitgaven het grootste effect heeft (vergelijk de tabellen). Uiteindelijk leiden beide overheidsmaatregelen over de totale periode nauwelijks tot meer groei. Dit komt ook door de – wellicht naïeve – veronderstelling dat overheden hun tekort weer gaan goedmaken na 2011. Bij het tweede scenario loopt de spaarquote aanzienlijk op en blijft deze ook hoger tot en met 2014, zodat we inderdaad een deel van de impuls 'weggespaard' zien worden. Voor beide scenario's geldt dat de overheid, ondanks dat ze het tekort probeert in te lopen, in 2014 met een grotere staatsschuld achterblijft.

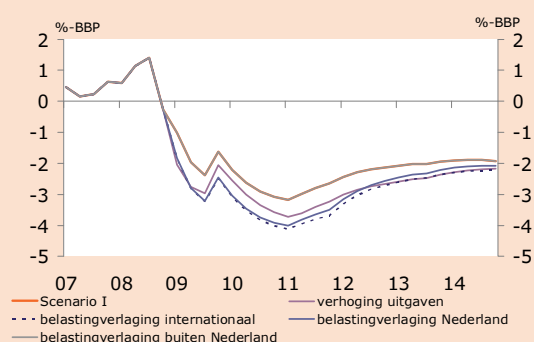
We hebben ook nog doorgerekend wat het effect op de economische groei is als alleen Nederland over zou gaan op een belastingverlaging van 1% BBP. De effecten op de groei zijn in dat geval in het eerste jaar meer dan drie maal zo klein, en ook de effecten in de jaren erna zijn kleiner. Het omgekeerde, overall een verlaging van de belastingen behalve in Nederland, zou de beste optie zijn voor Nederland. Niet dat het effect op de groei dan groter is (ongeveer tweederde van het effect als Nederland zelf ook zou meedoen), maar het kost de Nederlandse schatkist in ieder geval geen geld.

Figuur A: Effecten op BBP-groei Nederland



Bron: Rabobank

Figuur B: Effecten op EMU-saldo Nederland



Bron: Rabobank

Actief overheidsingrijpen

We hebben in onze raming zoveel mogelijk de op dit moment bekende, concrete plannen van overheden meegenomen. In enkele landen, zoals Nederland, zijn inmiddels al concrete maatregelen genomen. Veel is echter nog onduidelijk, en vooral veel plannen worden nu aangekondigd. Het is dus niet ondenkbeeldig dat overheden zich actief met de economie blijven bemoeien. Steeds breder is de roep om staatssteun voor specifieke industrieën, maar ook voor verdere renteverlagingen van centrale banken.

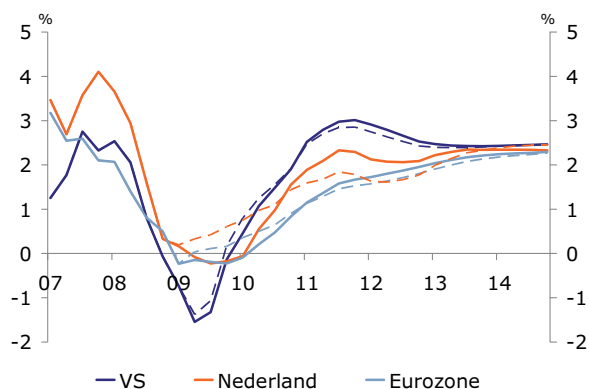
Scenario I: Recessie

We beschouwen hier de effecten van twee beleidsingrepen: een mondiale renteverlaging met 250 basispunten gedurende 2 jaar (voor zover mogelijk) en een verhoging van de overheidsuitgaven in de VS, Canada, het VK en de Eurozone met 1% BBP (met uitzondering van Japan, omdat daar de overheidsschuld al 170% van het BBP bedraagt). Zie voor een uitgebreidere beschouwing over de mogelijkheden tot sturing via overheidsuitgaven het kader.

Een gecoördineerde renteverlaging zal de groei vooral in de eurozone meer stimuleren dan in de VS (figuur 15). Dit komt doordat de ruimte om de rente in de VS verder te verlagen veel beperkter is dan in de eurozone. Voor Japan geldt dat in nog sterkere mate, waardoor expansief monetair beleid in Japan erg lastig is. Bij eenzelfde renteverlaging als in de eurozone zou het effect op de Amerikaanse economie groter zijn geweest omdat de VS rentegevoeliger zijn. In Nederland is het positieve effect in eerste instantie nog wat groter, doordat we meer profiteren van de toegenomen wereldhandel dan grote economieën. Door de lage rente wordt ook de inflatie aangewakkerd, maar gezien de lage inflatie in dit scenario leidt dit niet tot een inflatie die hoger is dan de doelstelling van bijvoorbeeld de ECB (figuur 16).

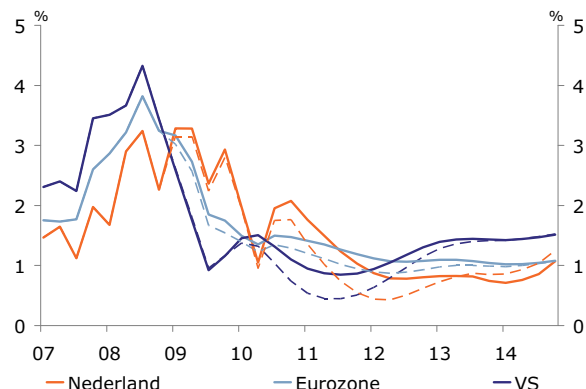
Bij de tweede beleidsingreep die we hier hebben doorgerekend gaan we er van uit dat de VS, Canada, de eurozone en het VK erin slagen in het eerste kwartaal van 2009 de overheidsuitgaven met 1% van het BBP te verhogen. Dit heeft op korte termijn meer effect dan belastingverlagingen, omdat een deel van die verlaagde belasting gespaard gaat worden in plaats van geconsumeerd (zie kader). Voor de VS komt deze verhoging van de overheidsuitgaven neer op ongeveer 120 mld dollar, voor de eurozone en Nederland op respectievelijk 120 en 6 mld euro. De groei van de grote economieën komt in eerste instantie 1%-punt hoger te liggen door de toegenomen overheidsbestedingen (figuur 17).

Figuur 15: Monetair ingrijpen: effect op BBP-groei



Bron: Rabobank

Figuur 16: Monetair ingrijpen: effect op inflatie



Bron: Rabobank

Scenario I: Recessie

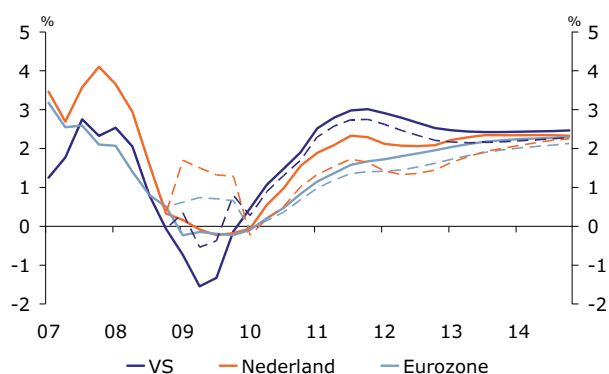
Nederland profiteert nog meer, met een extra groei van 1,5%-punt. Op termijn zullen overheden echter belastingen moeten verhogen om de begroting weer beter te laten sluiten, waardoor de effecten van deze maatregel tijdelijk zijn. De begrotingstekorten nemen in eerste instantie wel aanzienlijk toe (figuur 18), en komen in veel Europese landen boven het toegestane maximum van 3% uit.

Conclusie

In dit scenario –dat voortborduurde op het economisch beeld weergegeven in de **Visie op 2009** van de Rabobank– gaat vrij snel alles 'back to normal'. 2009 is het dieptepunt van de groeicyclus, waarna in alle landen een herstel volgt. In sommige landen, zoals de VS, gaat dit sneller dan in Europa. Nederland scheert net langs de nulgrens qua economische groei in 2009 en in 2010 komt de groei alleen vanuit de bestedingen van de overheid. Pas in de jaren daarna tendeeft de groei weer naar de trendmatige groei van ongeveer 2%.

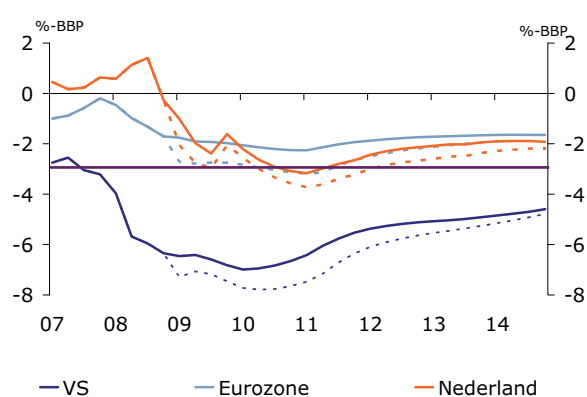
De inflatie blijft de komende jaren laag, waarbij we in Nederland wel dicht in de buurt van deflatie komen. De overheidsfinanciën laten in de meeste landen in alle jaren een tekort zien. In Nederland blijft dit tekort wel binnen de grenzen zoals afgesproken in het stabiliteitspact binnen Europa, maar de grenzen komen nadrukkelijk in zicht. Overheidsingrijpen kan slechts beperkt bijdragen aan verlichting van de recessiepijn. Monetair beleid is in een aantal landen, zoals de VS en Japan, lastig omdat de rente niet meer rigoureus verlaagd kan worden. Begrotingsbeleid heeft ook zijn grenzen gezien de hoogte van de staatsschuld in veel landen. Een stimulans door de overheidsbestedingen met 1% van het BBP op te hogen leidt in wel eerste instantie, maar niet structureel tot hogere groei.

Figuur 17: Begrotingsbeleid: effect op BBP-groei



Bron: Rabobank

Figuur 18: Begrotingsbeleid: effect overheidssaldo



Bron: Rabobank

Scenario II: US\$ onderuit

Herstel zwak door neergang dollar

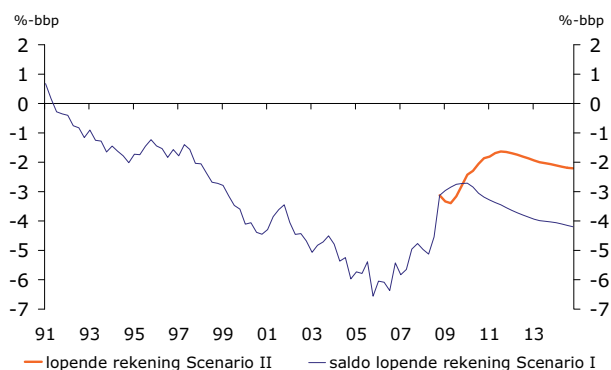
Het eerste scenario schetst een mondiale, normale recessie. Dit kan snel geheel anders uitpakken als bijvoorbeeld de dollar sterk in waarde daalt. Het huidige herstel van de dollar ten opzichte van het dieptepunt deze zomer is dan tijdelijk. Het grote tekort op de lopende rekening en ook de grote overheidsschuld maken de VS minder aantrekkelijk als veilige haven. In dit tweede scenario devalueert de dollar ten opzichte van alle andere valuta met 35%, zodat de eurodollar koers op 0,5 uitkomt (1 euro is dus 2 dollar waard). Hierop volgt een vooral voor de korte termijn pijnlijk aanpassingsproces, met alle gevolgen van dien voor de wereldeconomie.

Waarom zou de dollar onderuit gaan?

In ons basisscenario stabiliseert de dollarkoers zich vanaf 2010 op een niveau van ongeveer 1,30 dollar per euro. Er is een aantal redenen aan te voeren waarom de dollar op langere termijn verder zou kunnen verzwakken.³ Ten eerste is het grote spaartekort van de Amerikanen, tot uiting komend in het tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans (figuur 19), op lange termijn niet houdbaar. Andere landen zullen in de toekomst minder bereid zijn om Amerikaanse tekorten te financieren in dollars. De kredietcrisis heeft eens te meer bewezen dat ook geld lenen aan Amerikanen een gevaarlijke bezigheid kan zijn, omdat de kredietwaardigheid van de burgers van de VS ook eindig is en huizen en bedrijven niet zo waardevast zijn als wel eens werd aangenomen. De VS zullen op termijn een spaaroverschot of op zijn minst een evenwicht op de lopende rekening van de betalingsbalans moeten realiseren. Dit betekent lagere groei, een lagere dollar, of beide. Het tekort en de schuld van de Amerikaanse overheid zijn al hoog (zie figuur 20). Toch zal de Amerikaanse overheid zich eerst nog verder in de schulden moeten steken om de economie niet helemaal in het slop

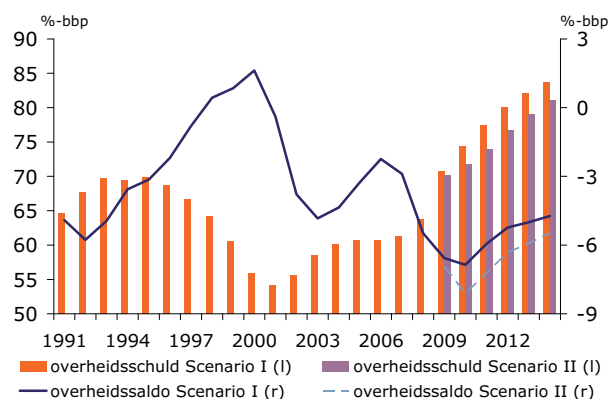
³ Zie ook W.W. Boonstra en P. Marey, Einde dollartijdperk, Economisch Kwartaalbericht, Rabobank Nederland, juni 2008.

Figuur 19: Saldo lopende rekening VS



Bron: Rabobank

Figuur 20: Tekort en schuld overheid VS



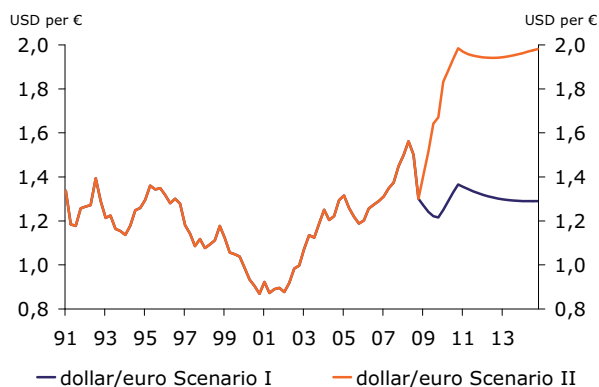
Bron: Rabobank

Scenario II: US\$ onderuit

terecht te laten komen nu deze crisis de reële economie heeft bereikt. Dit heeft vanzelfsprekend repercussies voor de positie van de VS. Daarnaast zal de dollar zijn rol als ankervaluta steeds meer kwijtraken. Daarbij hoort een neerwaartse

aanpassing van de wisselkoers ten opzichte van andere belangrijke munten. Een laatste, meer recente reden, is dat het niet ondenkbaar is dat de rol van de VS in het financiële stelsel een heel andere kan worden door de kredietcrisis. Het centrum van de financiële wereld zal niet noodzakelijkerwijs Wall Street blijven. Om de effecten van bovengenoemde ontwikkelingen weer te geven, verlagen we de dollarkoers in dit scenario stapsgewijs naar 2 dollar per euro (figuur 21). De wisselkoersen van alle andere landen worden gelijk gehouden ten opzichte van de euro, zodat de dollar ten opzichte van alle andere munten bijna 35% deprecieert. In feite wordt daarmee het tijdelijke herstel van de afgelopen maanden gezien als een onderbreking in een ontwikkeling die al sinds 2002 gaande was.

Figuur 21: Dollarkoers in scenario I en II

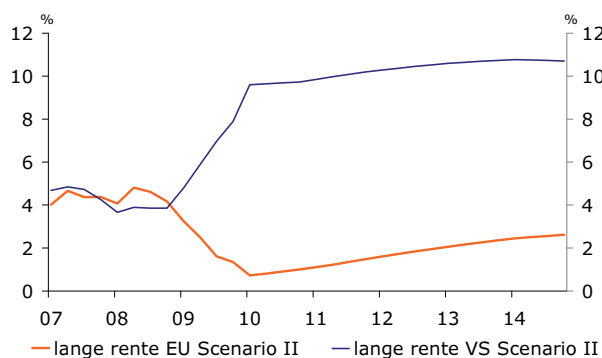


Bron: Rabobank

Effecten op de wereldeconomie

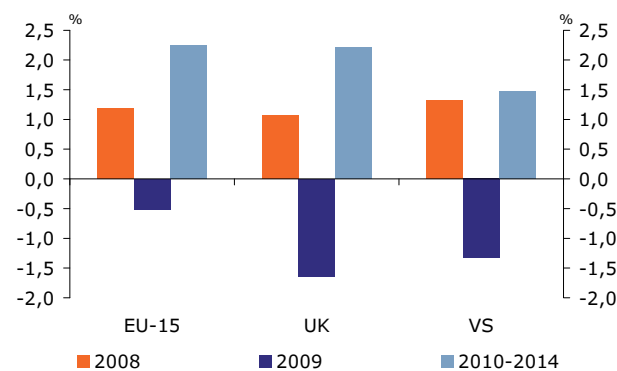
Een onderuitglijden van de dollar heeft de volgende effecten. In eerste instantie verslechtert de lopende rekening van de VS nog sterker dan zonder dollardepreciatie omdat de invoerprijs scherp oploopt, maar vervolgens verbetert zij aanzienlijk, met bijna 2%-punt BBP in 2014 (zie figuur 20). Dit zogeheten 'J-curve' effect wordt veroorzaakt doordat relatieve prijzen als gevolg van de wisselkoersaanpassing meteen veranderen, terwijl invoer- en uitvoervolumes met een vertraging reageren. Als gevolg van de verandering van de relatieve prijzen krijgen alle landen te maken met een verslechtering van hun concurrentiepositie ten

Figuur 22: Divergerende ontwikkeling rente



Bron: Rabobank

Figuur 23: Groei VS langdurig laag



Bron: Rabobank

Scenario II: US\$ onderuit

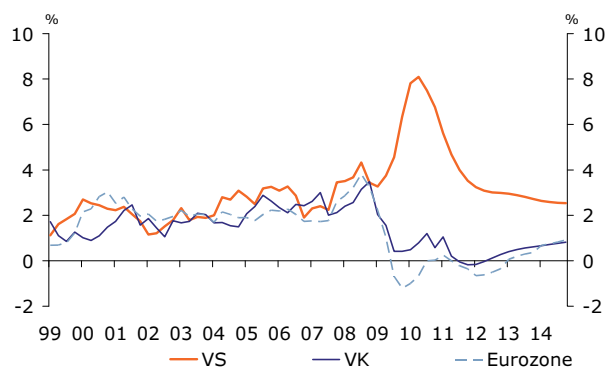
opzichte van de VS. Invoer vanuit de VS wordt aantrekkelijker, uitvoer naar de VS lastiger. Hierdoor treedt een aantal effecten op. In de VS stijgen de prijzen door de hogere invoerprijzen. Als reactie hierop zal de Fed de rente laten stijgen (figuur 22). Deze (fors) hogere rente leidt tot lagere investeringen, terwijl de hogere prijzen leiden tot erosie van de koopkracht en daardoor tot lagere particuliere consumptie. Deze twee effecten doen het positieve effect van hogere uitvoer meer dan teniet, waardoor de Amerikaanse economie in 2010 ook krimpt en pas na 2011 weer wat op stoom komt. De groei ligt de hele periode lager dan de potentiële groei voor de VS (zie figuur 23), maar haar lopende rekening en externe schuldpositie verbeteren wel substantieel.

In Europa leidt dollardepreciatie op korte termijn tot verdieping van de recessie. Europa ziet haar concurrentiepositie namelijk verslechteren, waardoor de uitvoer terugloopt. Maar lage invoerprijzen leiden via lage inflatie (figuur 24) tot lagere rente, wat de investeringsgroei stimuleert. Lagere inflatie versterkt bovendien rechtstreeks de koopkracht van de consument. Hierdoor zal de Europese groei uiteindelijk gestimuleerd worden door het wegzakken van de dollar.

Effecten op de Nederlandse economie

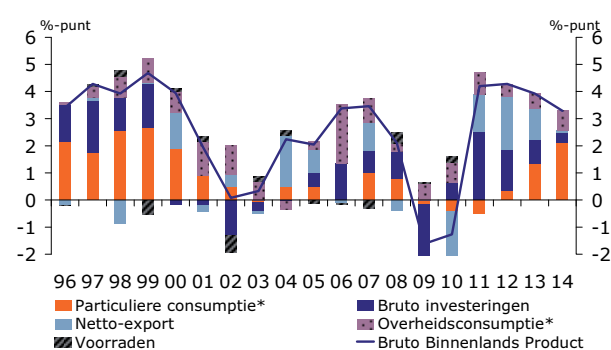
Het verslechteren van de concurrentiepositie tikt in de kleine open Nederlandse economie relatief hard aan, waardoor de groei in eerste instantie veel lager uitkomt. Zowel voor 2009 als 2010 betekent dit een historisch gezien forse krimp van de Nederlandse economie (figuur 25). Weliswaar dalen inflatie en rente, waardoor investeringen kunnen groeien en de koopkracht stijgt. Dit is echter niet genoeg om het exportverlies meteen op te vangen. Als gevolg van de verminderde vraag vanuit het buitenland neemt de productie in Nederland af en stijgt de werkloosheid. Dit verslechtert de onderhandelingspositie van vakbonden, wat de loonontwikkeling stevig beteugeld. Ook de lagere inflatie draagt hieraan bij.

Figuur 24: Inflatie loopt uiteen



Bron: Rabobank

Figuur 25: Effecten van een dollar van 2 euro op de Nederlandse economie



Bron: Rabobank

Scenario II: US\$ onderuit

Door de lagere werkgelegenheidsgroei en de iets lagere koopkrachtstijging groeit het reëel beschikbaar inkomen minder. Daarnaast wordt het reëel beschikbaar inkomen ook lager door hogere belastingen, nodig om het Nederlandse begrotingstekort aan te vullen. De fors lagere rente leidt vanaf 2011 tot een even forse toename van de investeringen. Vervolgens komt ook de export op gang, als laatste volgt de consumptie. Vanaf 2011 groeit de Nederlandse economie in dit scenario na een pijnlijk aanpassingsproces van 2 jaar met cijfers tegen de 4%, meer dan we de laatste jaren gekend hebben.

Actief overheidsingrijpen

In dit scenario zijn de opties voor overheidsingrijpen anders dan in het vorige scenario. Vooral de Amerikaanse economie staat onder druk. Renteverlaging is gezien de hoge inflatie geen optie. Begrotingsbeleid ligt dan voor de hand, maar kan de dollar ook nog verder onder druk zetten. De optie van nietsdoen is wellicht voor de VS niet acceptabel, maar is voor de langere termijn wel het beste. De ECB zal als voornaamste taak zien om het deflatiegevaar te bezweren. Dit zal zeer lastig zijn, aangezien in dit scenario de rente al nagenoeg nul is. Ook in Europa zal men neigen naar stimulerend begrotingsbeleid, zeker om ervoor te zorgen dat de groei in het begin van de periode binnen grenzen blijft. De effecten hiervan wijken niet veel af van wat we in scenario I beschreven.

Conclusie

Een sterke daling van de dollarkoers heeft grote effecten op de Amerikaanse economie. De effecten op de eurozone in termen van groei zijn relatief bescheiden. Voor Nederland leidt een veel zwakkere dollar in eerste instantie tot fors lagere groei. Dit komt omdat we als kleine open economie extra gevoelig zijn voor veranderingen in de internationale handel en verslechtering van de prijsconcurrentiepositie.

Tabel 3: Internationale kerngegevens Scenario II

	2008	2009	10-14
BBP-groei OECD	1,7	-0,3	2,1
BBP-groei Eurozone	1,2	-0,5	2,3
BBP-groei wereld	3,9	2,2	3,9
Groei wereldhandelsvolume	4,1	1,8	5,7
Consumentenprijs wereld	6,1	2,9	3,1
Olieprijs (\$, Brent)	96,7	78,4	106,8
Dollarkoers (\$ per €)	1,46	1,55	1,95
Lange rente Eurogebied	4,42	2,18	1,74
Korte rente Eurogebied	4,76	2,48	0,00

Bron: Rabobank

Tabel 4: Kerngegevens Nederland Scenario II

	2008	2009	10-14
BBP	2,1	-1,6	2,9
Particuliere consumptie	1,7	-0,3	1,3
Investeringen	5,8	-10,6	6,6
Uitvoer	4,2	-2,7	5,1
Invoer	5,2	-2,7	5,0
Handelsbalans	7,9	10,0	7,6
Overheidssaldo	1,1	-2,6	-1,9
Overheidsschuld	47,0	53,8	60,3
Werkloosheid	4,0	4,9	6,1
Inflatie	2,5	1,4	-0,2

Bron: Rabobank

Scenario III: Depressie

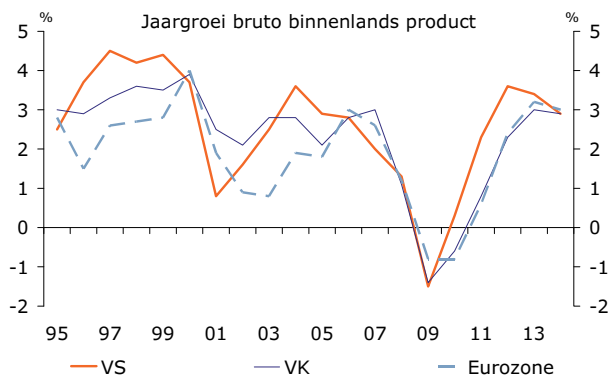
Een lange, pijnlijke weg

De kredietcrisis is het afgelopen anderhalve jaar telkens hardnekkiger en pijnlijker gebleken dan gedacht. Wat zouden de economische gevolgen zijn als het vertrouwen niet in de loop van 2009 verbetert, maar in plaats daarvan voor een langere periode zeer negatief blijft? Dat analyseren we in dit derde scenario. Voor de financiële sector betekent het dat de geleden verliezen als gevolg van de subprime kredietcrisis niet (gedeeltelijk) worden teruggewonnen. Een aanhoudend slecht beurs sentiment maakt nieuw kapitaal bovendien voor een langere periode schaars. Als gevolg daarvan blijft krediet de komende jaren duurder en schaarser dan in de voorgaande scenario's. De economische groei in de VS en het eurogebied haalt in dit scenario pas in de loop van 2012 weer haar trendmatige niveau en de werkloosheid loopt in beide economieën op tot 9%.

Het scenario van een lange, diepe recessie kan zich aftekenen als de situatie en het vertrouwen in de financiële wereld onvoldoende herstellen in 2009. In dit scenario blijkt het vertrouwensverlies simpelweg te groot en slaan de genomen maatregelen in de VS en Europa onvoldoende aan. In plaats daarvan zien we in dit scenario pas in de loop van 2011 een duurzaam vertrouwensherstel in en binnen het financiële systeem aftekenen. We gaan er daarnaast van uit dat het politiek niet meer haalbaar is om de grootscheepse reddingsoperaties van het najaar van 2008 te herhalen, laat staan ze te overtreffen. De aandacht gaat momenteel juist uit naar economische reddingsplannen en de financiële sector zal de in dit scenario voortdurende tegenslag dus zelf te boven moeten komen. En dat heeft grote gevolgen voor die financiële sector, maar raakt ook de gehele economie over de volle breedte.

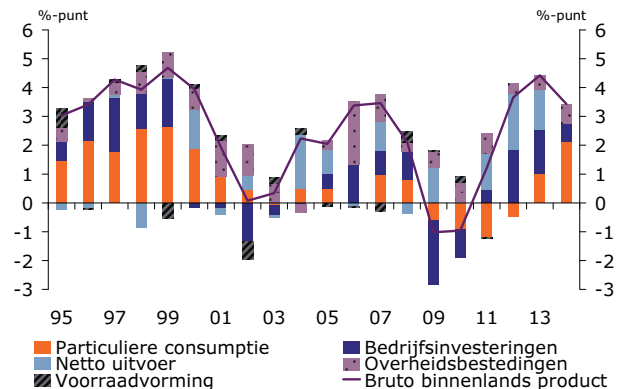
Aanhoudend laag vertrouwen resulteert in ieder geval in een slecht beursklimaat, waarin beleggers zich voor een langere periode afkeren van aandelen. Een voorzichtig koersherstel over de hele linie zien we in dit scenario pas optreden in 2010. Dat betekent in de eerste plaats dat er over een langere periode vermogensverliezen optreden. De kleine belegger voelt dit in zijn eigen portefeuille, maar ook het bredere publiek krijgt een tik mee via de pensioenfondsen.

Figuur 26: Lange diepe recessie in VS en Europa ...



Bron: Rabobank

Figuur 27: ... gaat niet aan Nederland voorbij



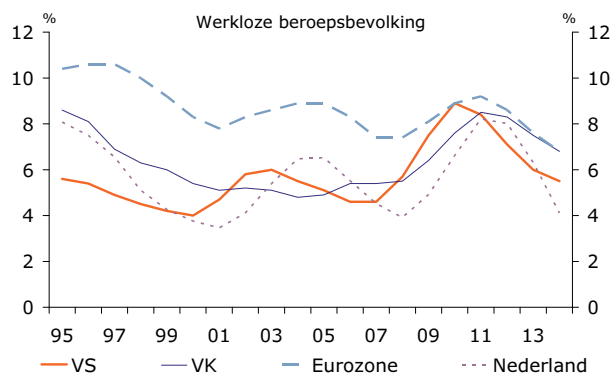
Bron: Rabobank

Scenario III: Depressie

De beleggingsverliezen van de pensioenfondsen leiden namelijk tot uit- of afstel van de indexatie van pensioenen en mogelijk ook tot hogere premies, geen van beide goed voor de koopkracht. Voor bedrijven betekent dit bovendien een slechte tijd voor emissies, waarmee zij voor hun financiering –naast de eigen middelen– volledig op banken aangewezen zijn. En dat terwijl bancaire krediet juist minder beschikbaar zal zijn en tegen een hogere prijs. Grotere marges voor zowel particuliere als zakelijke relaties zijn voor banken de enige manier om in dit scenario de kapitaalbuffers te herstellen gegeven de veronderstelde afkeer van belegger en overheid. Startende ondernemers en consumenten op zoek naar krediet krijgen het vooral moeilijk, omdat de beschikbare kredieten bovendien zullen schuiven in de richting van solide en vertrouwd onderpand.

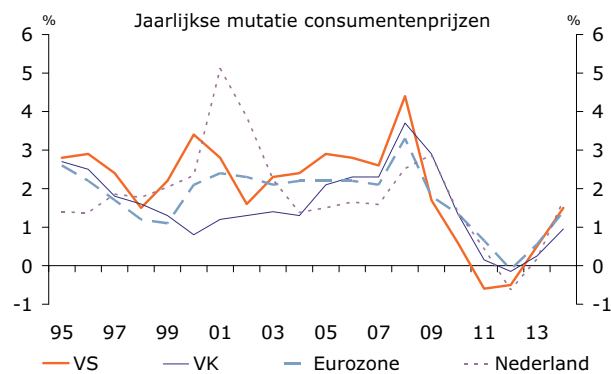
Een in zichzelf gekeerde financiële sector, een aangeslagen consument die nog maar beperkt toegang heeft tot consumptief krediet, en een bedrijfsleven dat het voor de financiering in grote mate moet hebben van de eigen middelen. Dat zijn de elementen die de Noord-Amerikaanse en Europese economieën in een lange en diepe recessie trekken (figuur 26). Het verloren jaar 2009 krijgt in dit scenario gezelschap van in ieder geval 2010 en nog een flink deel van 2011. Nederland wordt als kleine, open economie hard geraakt (figuur 27). De resulterende twee opeenvolgende jaren met een economische krimp zagen we voor het laatst in het begin van de jaren tachtig, om maar te onderstrepen hoe somber dit scenario is. Het kredietkanaal knijpt de bedrijfsinvesteringen en de particuliere consumptie stevig af, terwijl de uitvoer sterk wegzakt omdat het zelfde proces ook in onze afzetmarkten speelt. Groeiherstel in die afzetmarkten en scherpe (loon-)kostenbeheersing mede als gevolg van de hoge werkloosheid in Nederland maakt dat de uitvoer de economie vanaf 2011 in een klassiek herstel weer begint aan te zwengelen. Dat dit alles niet zonder slag of stoot gaat, blijkt uit het stevig oplopen van de werkloosheid, tot 8% in 2011 (figuur 28). Maar zelfs met deze stijging blijven we het in dit opzicht beter doen dan de rest

Figuur 28: Werkloosheid loopt flink op



Bron: Rabobank

Figuur 29: En deflatie komt duidelijk op de radar



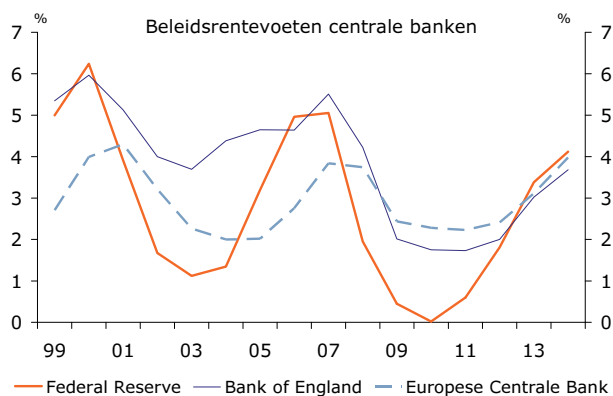
Bron: Rabobank

Scenario III: Depressie

van Europa, een resultante van de flexibilisering van onze arbeidsmarkt gedurende het afgelopen decennium. In combinatie met een toenemende schaarste aan werknemers als gevolg van de vergrijzing zorgt de flexibele arbeidsmarkt er voor dat de werkloosheid uiteindelijk ook snel terugzakt. Dat maakt de weg vrij voor de consument om ook mee te doen aan de groei, waarmee we het tijdvak 2010-2014 nog weten af te sluiten met mooie groeicijfers.

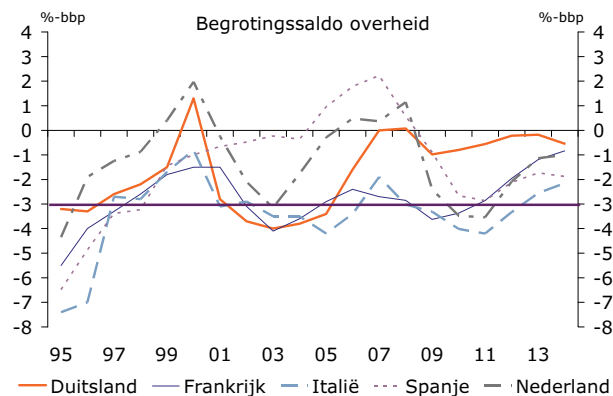
Inflatie zal nooit volledig worden verslagen, maar met deze lange en diepe recessie gaat zij wel degelijk even gestrekt en zien we daadwerkelijk dat prijzen over de gehele linie dalen, in de VS al in 2011 (figuur 29). In het eurogebied als geheel scheert de inflatie langs de nullijn, maar in individuele landen als Nederland –dat als kleine open economie extra hard wordt geraakt– zien we het algemene prijspeil in 2012 met een ½% dalen. Centrale banken laten dit uiteraard niet zomaar gebeuren. De Fed schiet de economie te hulp met een beleidsrente die geheel 2010 op 0% blijft staan. Ook de terugkeer naar normale niveaus van 4½% á 5½% wordt uitgesteld en is in 2014 nog niet voltooid (figuur 30). De Europese centrale banken hebben boven aan hun prioriteitenlijstje de inflatiedoelstelling staan en grijpen daarom pas echt stevig in wanneer de inflatie wegzakt. Aangezien de periode van deflatie tijdelijk is, verschieten ze ook dan nog niet al hun kruit. Overigens is het zeker denkbaar dat deflatievooruitzichten een veel sterkere monetaire verruiming zullen uitlokken dan de mechanische reactie waarmee we in dit scenario rekenen. Overheden laten zich in dit zeer sombere scenario natuurlijk ook niet onbetuigd, al is de speelruimte in een aantal eurolanden beperkt door de ongunstige Ausgangssituatie voor wat betreft de overheidsfinanciën (figuur 31). In landen met een gezonde Ausgangssituatie, zoals Spanje en Nederland zien we een scherpere daling van de begrotingssaldi. Ook in die landen wordt de budgettaire ruimte binnen de Europese begrotingsnormen al vrij snel volledig benut. Door vast te houden aan die Europese begrotingsnorm hanteren we eigenlijk een zeer

Figuur 30: Centrale banken grijpen rentewapen



Bron: Rabobank

Figuur 31: Begrotingsruimte raakt uitgeput



Bron: Rabobank

Scenario III: Depressie

positieve grondhouding voor wat betreft de budgettaire discipline. En dat terwijl de Europese leiders al zijn overeengekomen dat de strenge begrotingsnormen geen barrière mogen vormen voor crisisbestrijding, de Europese begrotingsnormen inmiddels tot 2011 opgeschort zijn, en er ook steeds concretere voorstellen de ronde doen over gecoördineerde economische reddingspakketten. Dergelijke maatregelen zullen alleen maar aan beleidsurgentie winnen als de economie het hier geschetste zeer sombere scenario dreigt in te slaan.

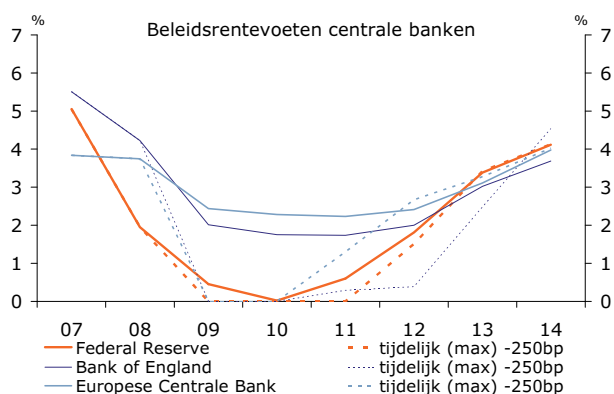
Beleidsingrepen

Op het moment dat de huidige economische neergang zich daadwerkelijk in de richting van de lange, diepe recessie gaat uitspelen, is het zeer goed denkbaar dat er extra beleidsmaatregelen worden genomen. Zowel in de monetaire sfeer in de vorm van een lagere rente, als in de begrotings sfeer met extra overheidsuitgaven. Geen van beide blijken wondermiddelen. Monetair werd er al flink wat kruit verschoten, terwijl ook voor extra uitgaven of lastenverlichting de ruimte al beperkt is en die impulsen moeten bovendien goed getimed worden.

Een extra monetaire impuls

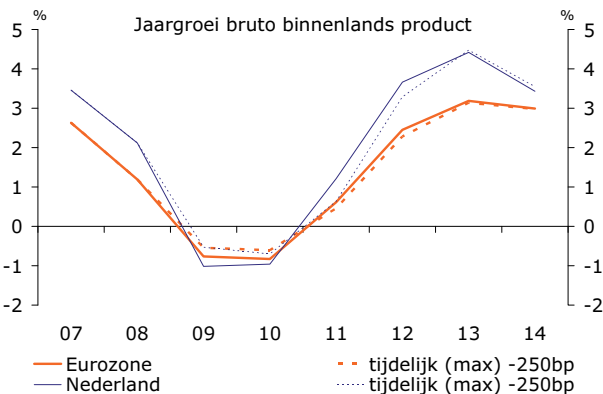
Net als in het geval van hyperinflatie slaat bij het zicht op deflatie –een situatie waarin prijzen in een groot deel van de economie dalen– centrale bankiers de angst om het hart. We gaan er nu van uit dat het vooruitzicht van deflatie in Noord-Amerika en Europa, voor zover mogelijk, een gecoördineerde renteverlaging met 250bp zal uitlokken. Deze noodgreep zal de beleidsrentevoeten in de meeste gevallen reduceren tot (nagenoeg) 0% en wordt gedurende geheel 2009 en 2010 gehandhaafd. Daarna worden de tarieven stapsgewijs weer verhoogd naar normalere niveaus (figuur 32). Het Amerikaanse monetaire kruit werd in dit scenario zonder extra ingreep al vrijwel geheel verschoten. De extra monetaire impuls die de Fed nog kan geven blijkt dan ook onvoldoende, zowel ter voorkoming van economische krimp als ter bestrijding van deflatie.

Figuur 32: Beleidsrentevoeten helemaal naar 0%



Bron: Rabobank

Figuur 33: Steuntje in de economische rug



Bron: Rabobank

Scenario III: Depressie

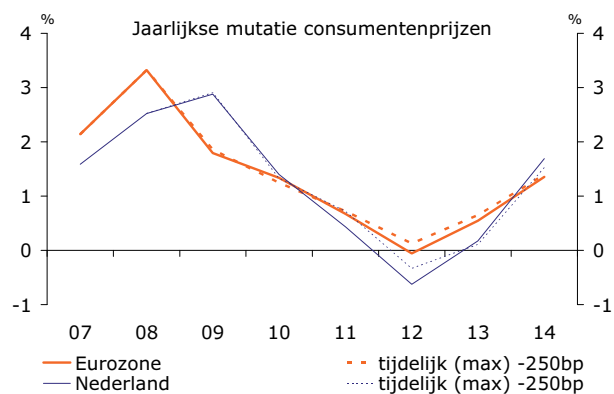
Ook in de eurozone kan de lage beleidsrente economische krimp niet voorkomen (figuur 33), maar de geharmoniseerde consumentenprijsinflatie wordt wel net boven de nullijn getild (figuur 34).

Een gedeeltelijk succes dus, maar ook een ingreep met een prijskaartje. Om na deze grote ingreep een geloofwaardig inflatiebestrijder te blijven, zullen centrale banken de rente in de toekomst net wat hoger moeten zetten dan ze anders hadden gedaan. Dit speelt vooral voor de ECB en de Bank of England, die beide inflatiebestrijding als eerste doelstelling hebben. Een hogere rente betekent uiteraard ook een iets lagere groei in de toekomst (figuur 35) omdat lenen voor investeren of consumeren duurder is. De monetaire impuls op de korte termijn -die nog niet eens volledig succesvol bleek- wordt dus op den duur ook nog eens terugbetaald in de vorm van lagere economische groei.

Begrotingsbeleid

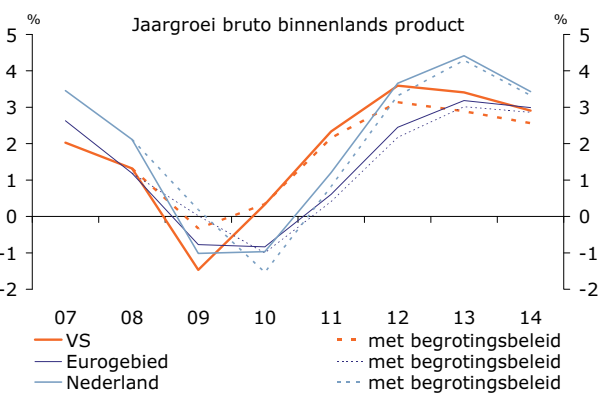
In Noord-Amerika en in Europa worden nu al concrete voorstellen gepresenteerd om vanuit de overheidsbegroting de economie een helpende hand te bieden. Die drang zal alleen maar toenemen naarmate de kredietcrisis voortduurt en het risico van een lange, diepe recessie daarmee toeneemt. We gaan wederom uit van een gecoördineerde aanpak in Noord-Amerika en Europa. Het pakket aan maatregelen dat wij hier veronderstellen zal bestaan uit een permanente verhoging van de overheidsuitgaven ter grootte van 1%-BBP. Het gaat dan dus om maatregelen van het soort dat het economisch team van Barack Obama voorstaat: grote uitgaven van de overheid aan infrastructurele projecten en economische ontwikkeling. Dit is dus wezenlijk anders dan de aangekondigde Nederlandse maatregelen die weliswaar in termen van het BBP een soortgelijke omvang kennen maar naast tijdelijk, grotendeels ook via de belastingbetalingen van bedrijven lopen en daarom mogelijk voor een deel door bedrijven worden gespaard in plaats van uitgegeven (zie kader op blz 13 voor de economische effecten van verschillende overheidsingrepen).

Figuur 34: Deflatie Eurozone goddeels bestreden



Bron: Rabobank

Figuur 35: Overheden steunen de groei ... tijdelijk



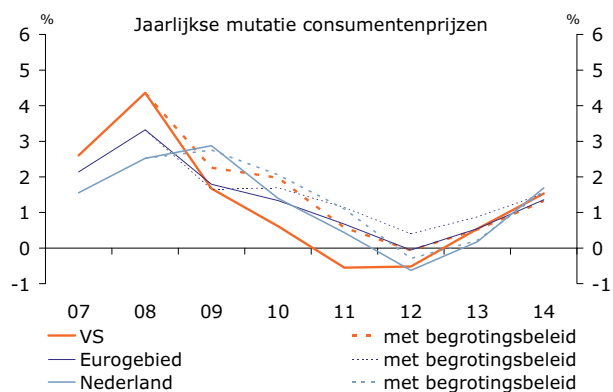
Bron: Rabobank

Scenario III: Depressie

Snel opgezet en al vanaf begin 2009 effectief hebben deze budgettaire impulsen in de VS de potentie om een economische krimp in 2009 vrijwel geheel af te wenden. Dit laat echter onverlet dat de Amerikaanse economie evengoed vijf opeenvolgende jaren (ver) beneden haar potentiële niveau groeit (figuur 35). Krimp kan dus worden afgewend, maar een langdurige laagconjunctuur en de bijhorende stijging van de werkloosheid zeker niet. In de eurozone wordt krimp in 2009 geheel afgewend, maar in 2010 pakt de economische groei ook met de extra overheidsuitgaven nog negatief uit.

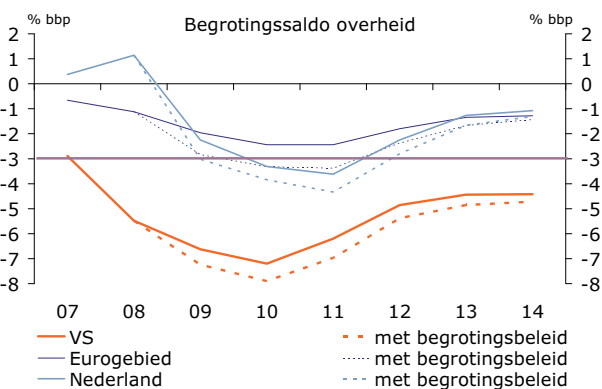
De effecten voor Nederland lijken in eerste instantie zeer positief. De groei in 2009 wordt gered; in plaats van een krimp met 1% noteren we nu zelfs een groei met ¼%. De Nederlandse economie profiteert namelijk niet alleen van de extra overheidsbestedingen in Nederland, maar ook van de betere situatie op onze afzetmarkten, die de uitvoer steunt. Echter, de echo van deze ingreep op het groeicijfer van 2010 is negatief en versterkt de krimp in dat jaar. Dit heeft twee oorzaken. In de eerste plaats veronderstellen we dat de overheden de hogere uitgaven tot 2012 niet budgettair neutraliseren door middel van hogere belastingen. Ofwel, de overheidssaldi verslechteren en dat zorgt mondiaal voor een hogere lange rente. De hogere lange rente maakt lenen voor investeren en consumeren duurder en remt langs dat kanaal de economische groei. Dit effect is overigens in mildere vorm ook al zichtbaar in de resultaten voor de eurozone. Daarnaast leiden de budgettaire impulsen in Nederland in eerste instantie tot een geringere stijging van de werkloosheid. Dat betekent dat ook de loonmatiging beperkter uitpakt, waardoor we in termen van onze arbeidskosten en de prijsconcurrentiepositie van onze uitvoer wat minder gunstig uitkomen. Dit kanaal moet even 'op gang' komen, maar lagere uitvoer en lagere investeringen doen uiteindelijk de budgettaire impuls teniet; de werkloosheid bereikt in 2012 nagenoeg hetzelfde niveau (van 8%) als in de situatie waar de fiscale impuls niet plaatsvond. In termen van deflatie tenslotte zien we dat deze in 2010 en 2011 flink wordt afgeremd, maar niet volledig voorkomen (figuur 36).

Figuur 36: Amerikaans deflatiegevaar lijkt gekeerd



Bron: Rabobank

Figuur 37: Begrotingsdiscipline in gedrang



Bron: Rabobank

Scenario III: Depressie

Anders gezegd is in dit scenario een stevige budgettaire impuls in 2009 te vroeg om deflatie later te vermijden. Puur vanuit Nederland bezien zouden we dus het budgettaire kruit beter nog even drooghouden. Anders dan in het monetaire scenario kan een extra budgettaire impuls nog wel worden gegeven, ook al is met het oog op de begrotingstekorten de budgettaire ruimte in zowel Europa als in Noord-Amerika eveneens beperkt (figuur 37). Hierin schuilt ook een risico, namelijk dat overheden de benodigde belastingverhogingen ter financiering van de budgettaire impuls uiteindelijk ook niet (volledig) doorvoeren. In Europa hebben we wat dat betreft de afgelopen jaren mogen ervaren dat begrotingsdiscipline zelfs met concrete begrotingsregels niet altijd even nauwgezet werd nageleefd. Grotere begrotingstekorten voor een langere tijd leiden onvermijdelijk tot hogere lange rentevoeten, die dan in termen van een lagere economische groei nog jarenlang de rekening van gebrekkige begrotingsdiscipline blijven presenteren.

Conclusie

Uitblijvend herstel van vertrouwen in en binnen het financiële stelsel werpt Noord-Amerika en Europa in een lange en diepe recessie. Zelfs de inflatie geeft zich in dit scenario tijdelijk gewonnen, al gaat dat zeker niet zonder slag of stoot. Het economische scenario is namelijk zeer, zeer somber te noemen. In de VS bijvoorbeeld blijft de economische groei over een tijdsspanne van 5 jaar onder de 2½% per jaar, iets dat we in ieder geval in de naoorlogse periode nog niet meemaakten.

Zowel het monetaire als het budgettaire beleid is in dit scenario slechts deels effectief en heeft een prijskaartje voor de komende jaren. Daarnaast bestaat de kans dat de begrotingsdiscipline met name in Europa verder ondermijnd wordt. Één keer een uitzondering maken vanwege bijzondere economische omstandigheden smaakt natuurlijk al snel naar meer.

Tabel 5: Internationale kerngegevens Scenario III

	2008	2009	10-14
BBP-groei OECD	1,7	-0,4	2,2
BBP-groei Eurozone	1,2	-0,8	1,7
BBP-groei wereld	3,9	2,0	4,0
Groei wereldhandelsvolume	4,1	1,3	5,9
Consumentenprijs wereld	6,1	2,7	1,5
Olieprijs (\$, Brent)	96,7	69,4	87,2
Dollarkoers (\$ per €)	1,46	1,23	1,30
Lange rente Eurogebied	4,42	3,10	4,42
Korte rente Eurogebied	4,76	3,06	2,94

Bron: Rabobank

Tabel 6: Kerngegevens Nederland Scenario III

	2008	2009	10-14
BBP	2,1	-1,0	2,4
Particuliere consumptie	1,7	-1,3	0,3
Investeringen	5,8	-12,5	4,4
Uitvoer	4,2	-2,9	4,3
Invoer	5,2	-4,8	3,7
Handelsbalans	7,9	8,4	8,8
Overheidssaldo	1,1	-2,4	-2,2
Overheidsschuld	47,0	53,8	61,2
Werkloosheid	4,0	5,0	6,7
Inflatie	2,5	2,9	0,6

Bron: Rabobank

Conclusie

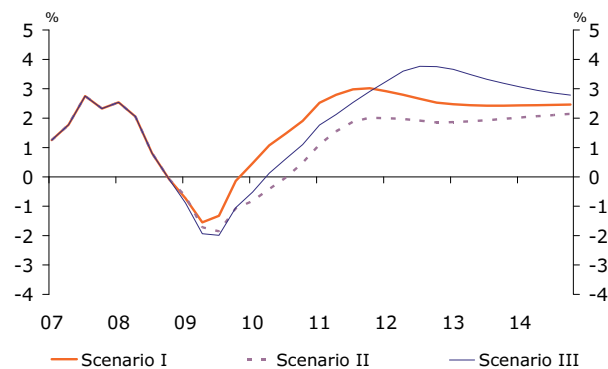
A tale of three cycles

De drie hiervoor beschreven scenario's beschrijven langs welke routes we ons economisch kunnen ontworstelen aan de greep van de huidige kredietcrisis. Wij schetsen slechts mogelijke wegen, geen uitgestippelde routes. We gaan bijvoorbeeld voorbij aan allerlei andere mogelijke ontwikkelingen die het beeld een heel andere inkleuring kunnen geven, denk aan ontwikkelingen in energie- en voedselmarkten, milieuproblematiek en geopolitieke spanningen.

In alle drie de scenario's zien we de economische groei mondiaal in 2009 een dieptepunt bereiken. Daarmee mogen we voor 2009 naar verwachting het laagste gemiddelde groeicijfer optekenen voor de ontwikkelde (OECD-)landen sinds begin jaren zestig. Voor de VS was alleen in 1981 de groei nog lager dan verwacht voor 2009. De weg naar boven ziet er in elk scenario echter anders uit (zie onderstaande grafieken). Loopt in scenario I de economische groei wereldwijd vrij snel weer op, in zowel scenario II als scenario III blijft de groei ook in 2010 ver achter bij wat potentieel mogelijk is. In het dollarscenario II wordt dit vooral veroorzaakt doordat het wegzakken van de dollar dwingt tot herbalancering in de economische verhoudingen, wat vooral op de korte termijn pijn doet in Europa, maar op langere termijn mondiaal tot meer houdbare betalingsbalansverhoudingen zal leiden. In het depressiescenario III blijft de huidige situatie langer voortduren, waardoor herstel ook langer op zich laat wachten.

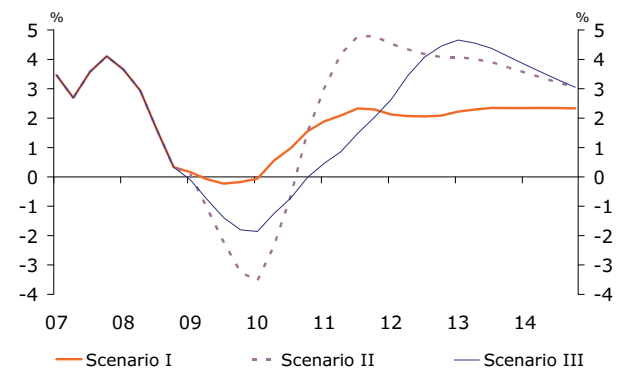
Bij de scenario's zijn we ook ingegaan op de mogelijkheden van overheden en centrale banken om de economie te sturen. De effecten van dit beleid moeten niet worden overschat. Monetair beleid is gezien de lage beleidsrente in veel landen al erg lastig. Begrotingsbeleid blijft ook een hachelijke zaak. Timing is erg lastig maar wel heel belangrijk en daarnaast zullen zelfs forse ingrepen deels 'weglekken' in de economie. Hetzij doordat een deel van het geld niet wordt uitgegeven, of omdat een deel van de impuls weglekt naar het buitenland.

Figuur 38: BBP-groei VS in drie scenario's



Bron: Rabobank

Figuur 39: BBP-groei Nederland in drie scenario's



Bron: Rabobank

Economische kerngegevens

Kerngegevens Recessie scenario

Jaar-op-jaar volumemutatie in %	2008	2009	2010-2014
Internationaal			
BBP			
Verenigde Staten	1¼	-1	2¼
EMU	1¼	-¼	1½
Wereld	3¾	2¼	3¾
Olieprijs (Brent, in \$, niveau)	97	69	90
Dollarkoers (\$ per €, niveau)	1,46	1,24	1,31
Nederland			
BBP	2	0	2
Inflatie (%)	2½	2¾	1½
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	4	4¾	5½
Begrotingssaldo overheid (% BBP)	1	-2	-2½

Kerngegevens Dollarscenario

Jaar-op-jaar volumemutatie in %	2008	2009	2010-2014
Internationaal			
BBP			
Verenigde Staten	1¼	-1¼	1½
EMU	1¼	-½	2¼
Wereld	3¾	2¼	4
Olieprijs (Brent, in \$, niveau)	97	78	107
Dollarkoers (\$ per €, niveau)	1,46	1,55	1,95
Nederland			
BBP	2	-1½	3
Inflatie (%)	2½	1¼	0
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	4	5	6
Begrotingssaldo overheid (% BBP)	1	-2¾	-2

Kerngegevens Depressiescenario

Jaar-op-jaar volumemutatie in %	2008	2009	2010-2014
Internationaal			
BBP			
Verenigde Staten	1¼	-1½	2½
EMU	1¼	-1	1¾
Wereld	3¾	1¼	6
Olieprijs (Brent, in \$, niveau)	97	69	87
Dollarkoers (\$ per €, niveau)	1,46	1,23	1,30
Nederland			
BBP	2	-1	2¼
Inflatie (%)	2½	3	½
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	4	5	6¾
Begrotingssaldo overheid (% BBP)	1	-2½	-2¼

Colofon

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.

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

Voor overige informatie kunt u bellen met Kennis en Economisch Onderzoek via tel. 030 - 2160651.

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

Auteurs:

Drs. H.W. Stegeman
Dr. W.A. Bruinshoofd

Redactie:

H.T. Versteegh

Eindredactie:

Dr. W.W. Boonstra, hoofd Kennis en Economisch Onderzoek
Dr. A.E. Hogenbirk, hoofd Macro-economisch Onderzoek

Productiecoördinatie:

C.R. Frentz

Graphics:

Drs. L.H.T. de Waard
W. Li

Drukkerij:

GrafiPrint B.V. Eindhoven

KEO op internet

www.rabobankgroep.nl/kennisbank

Postadres

Rabobank Nederland
KEO (UC P515)
Postbus 17100
3500 HG Utrecht

Bezoekadres

Rabobank Nederland
Croeselaan 18
3521 CB Utrecht



Rabobank