



Rabobank

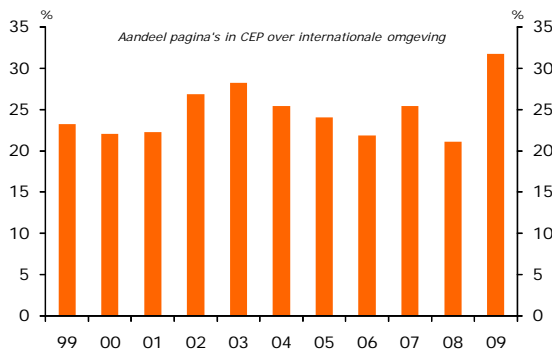
## CEP 2009: Zwartkijken kan altijd zwarter

Het CPB gaat in het op 17 maart gepresenteerde Centraal Economisch Plan (CEP) uit van een historisch grote krimp van de Nederlandse economie met 3½% in 2009. Een maand ervoor, bij de presentatie van de voorlopige cijfers, dachten we nog dat dit wel erg negatief was. Inmiddels moeten wij het CPB gelijk geven. Sterker nog, Rabobank is zelfs nog wat somberder geworden voor dit en komend jaar.

### Mea culpa

Bij het verschijnen van de voorlopige cijfers op 17 februari, waren we verrast door de negativiteit van het CPB over de krimp van de wereldhandel en de gevolgen voor de Nederlandse economie. De economische situatie blijft echter in razend tempo veranderen. Hierdoor lijkt het er inmiddels op dat het CPB in de goede richting zat voor wat betreft de sterke krimp van de wereldhandel. Ook blijkt uit het CEP dat achter het toen gepubliceerde tabelletje een uitgebreide analyse zat. Merkten we vorig jaar bij het verschijnen van het CEP 2008 nog op dat de analyse van de internationale economie er wel erg bekaaid af kwam voor een land dat zo afhankelijk van is van internationale handel, inmiddels heeft het CPB weer ruim baan gegeven voor een analyse van de internationale omgeving én voor het eerst ook de financiële markten.

**Figuur 1: De afgelopen jaren nooit zoveel aandacht voor internationale omgeving in CEP**



Bron: CPB, CEP 1999-2009

Als je de Centraal Economische Plannen van de afgelopen elf jaar naast elkaar legt, schommelde het aandeel van het aantal pagina's dat de internationale conjunctuur beschreef, zo rond de 25% van het totaal aantal pagina's (exclusief speciaal onderwerp en bijlagen). Dit jaar wordt voor het eerst echter meer dan 30% van het totaal aantal pagina's aan de internationale omgeving besteedt (figuur 1). En terecht. Want de Nederlandse economie wordt keihard getroffen door wat er om ons heen gebeurt en dat verdient dan ook veel aandacht.

### Inktzwart internationaal beeld

Het CPB schetst in het CEP een beeld van de wereldeconomie voor 2009 dat in de afgelopen vijftig jaar niet zo negatief is geweest. Inmiddels is de CPB-raming ook al weer ingehaald door die van de OESO: deze is nog negatiever met betrekking tot de groei in de meeste OESO-landen<sup>1</sup>. Eigenlijk is het CPB in de centrale raming nog wel redelijke positief: het herstel in 2010 is krachtiger dan wij in ons meest recente kwartaalbericht voorzien. Voor 2009 zijn de verschillen met onze eigen raming<sup>2</sup> beperkt en grotendeels eenvoudig te duiden. In sterke mate beroept het CPB zich op de recente zeer negatieve cijfers over de ontwikkeling van de wereldhandel en gaat men er, op basis van voorlopende indicatoren, vanuit dat het gehele eerste half jaar ook in economische zin nog weinig goeds zal brengen. Wij zijn het daar mee eens, maar voor een aantal landen zijn we over 2009 iets minder somber dan het CPB. Met name de zeer negatieve blik van het CPB op Japan voor 2009 delen we niet. Het CPB verwacht dat de Japanse economie krimpt met 5¼%, wij houden het

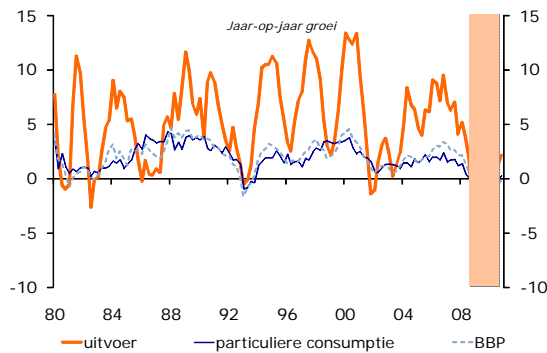
<sup>1</sup> De laatste OESO-cijfers zijn voor de mondiale economie voor zowel 2009 als 2010 negatiever dan de cijfers van het CPB als de EKB-cijfers van de Rabobank. Zie OECD (2009), *OECD Economic outlook*, interim report March 2009

<sup>2</sup> Zie het Economisch Kwartaalbericht Rabobank, maart 2009

op een krimp van 3½%. Over de Eurozone denken we met een krimp van 3¼% hetzelfde als het CPB.

Waar we met name met het CPB van mening over verschillen is de snelheid van herstel van de wereldeconomie. Daar waar het CPB voor bijvoorbeeld Japan in 2010 een rebound in de boeken heeft staan met een reële economische groei van 2¼%, denken wij dat de Japanse economie in 2010 maar mondjesmaat groeit. Voor de Eurozone verwachten we dat de economie gemiddeld in 2010 nog 1% kleiner is dan in 2009. Toch betekenen ook onze cijfers nog een relatief snel herstel uit de zware dip waar we nu in zitten (zie figuur 2). Het CPB is dus nog vrij optimistisch over het herstel van de wereldeconomie de komende tijd.

**Figuur 2: Krimp BBP Eurozone vooral door uitvoer**



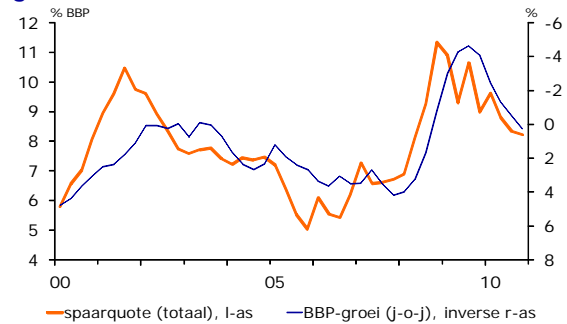
Bron: Niesr, Rabobank

### Nederlandse economie nog in spagaat

Het belangrijkste voor Nederland blijft toch wel het wegzakken van de wereldhandel. Hierdoor krimpt de export voor het eerst sinds 1982. Voor 2009 schatten we dit effect op de Nederlandse export iets minder negatief in dan het CPB. Maar omdat we ook de invoer minder zien afnemen, is de netto-bijdrage van de internationale handel aan de reële economische groei in Nederland redelijk overeenkomstig met die van het CPB in 2009. Hoe lang en hoe heftig de effecten van de internationale handel op de economische groei in Nederland zullen zijn blijft lastig in te schatten.

Zoals de Scheveningse economen ook benadrukken, bevindt de Nederlandse economie

**Figuur 3: Spaarquote loopt op bij afname BBP-groei**



Bron: Niesr/Rabobank

zich op dit moment in een spagaat. Terwijl de werkloosheid nog nauwelijks is opgelopen en de koopkracht in 2009 nog flink toeneemt, begint het onheil vanuit het buitenland steeds vastere voet op Nederlandse bodem te krijgen. De 'hardwerkende Nederlander' merkte hier tot voor kort echter nog weinig van. Deze spagaat zal de komende maanden snel veranderen in een diepe knieval voor de economische malaise. Naast blijvende problemen in de financiële sector, heeft ook het niet-financiële bedrijfsleven het moeilijk. Het is op dit moment hard zoeken naar een krant of journaal zonder slecht economisch nieuws. Hierdoor zie je dat mensen, ook als ze nog genoeg geld hebben, de hand op de knip houden. In de loop van dit jaar zal bovendien de werkloosheid snel oplopen waardoor het beschikbaar inkomen in Nederland onder druk komt te staan wat dit effect alleen nog maar verder zal versterken.

Dit verklaart grotendeels waarom wij negatiever zijn over de economische ontwikkeling in met name 2010. Door de grote economische onzekerheid (en de stevige vermogensverliezen die de meeste individuen de afgelopen zes maanden hebben geleden) zullen mensen eerder geneigd zijn om te gaan sparen. Wij verwachten dat de spaarquote hoger blijft dan het CPB voorziet (figuur 3), waardoor de consumptie vooral in 2010 behoorlijk krimpt.

### De letterbak: wordt het een V of een U?

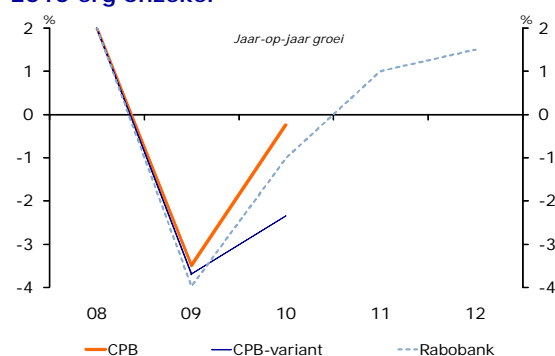
Is het beeld voor de korte termijn inktzwart, voor de jaren erna blijft het grauw en grijs.

Hoewel het CPB 2010 iets rooskleuriger inziet dan wij dat doen, gaat het te ver om dat optimistisch te noemen. Voor Nederland gaat het CPB voor 2010 van een krimp uit, zij het dat het CPB met een krimp van de economie van  $-\frac{1}{4}$  wel een behoorlijk scherpe 'V-shape' in het groeipad heeft zitten: een hele snelle krimp, maar ook een relatief snel herstel. In termen van gemiddelde groei per jaar hebben we een jaar-op-jaar toename van het groeitempo van  $3\frac{1}{4}\%$ -punt voor het laatst in 1976 meegeemaakt. Natuurlijk is het logisch dat na een scherpe val op een gegeven moment de bodem bereikt is. Maar op dit moment weet niemand hoe diep de put is.

Onze 'V' is iets minder scherp en neigt al iets meer naar een U (zie figuur 4). We voorzien een iets minder snel herstel dan besloten ligt in de (centrale) raming van het CPB. Het CPB benadrukt op verschillende plekken in het CEP echter ook de onzekerheid van de raming. In de onzekerheidsvarianten die het CPB presenteert zoomt de negatieve variant in op een tegenvallende ontwikkeling van de wereldhandel. Dit scenario neigt nog meer naar een U-vorm dan de huidige analyse van de Rabobank doet (zie figuur 4). Helaas geeft het CPB alleen maar cijfers tot en met 2010. Dat een trager herstel een zeer plausibel scenario is, heeft de recente OESO-*economic outlook* wel bewezen. Daarnaast is het heel goed mogelijk dat het herstel ook na 2010 moeizamer zal kunnen zijn dan bij een normale periode van economisch neergang. Het CPB besteedt hieraan aandacht in het 'speciaal onderwerp'.

Vaak blijkt dat een financiële crisis ertoe leidt dat een aantal effecten op de economie van blijvende aard is. Ofwel, de economie keert niet meer terug naar het oude trendpad. Dat zou voor Nederland ook wel eens zo kunnen zijn. De consequentie hiervan is onder meer dat de overheid een nog grotere opgave heeft met betrekking tot de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. Afwijken van het groeipad kan het gevolg zijn van bijvoorbeeld kapitaalvernietiging en hogere kapitaalkosten die de

**Figuur 4: BBP-groei Nederland met name in 2010 erg onzeker**

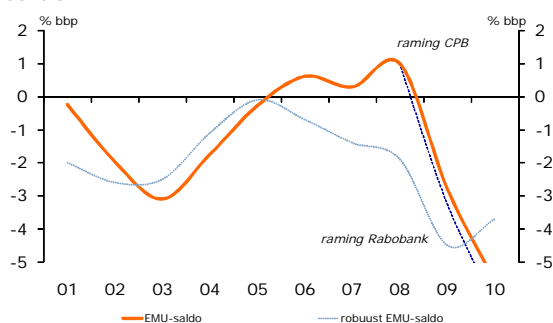


Bron: CPB, Rabobank

arbeidsproductiviteit remmen. Als dit heel lang duurt, zouden we ook een soort L-vorm in de economische groei kunnen krijgen: Diep wegzakken, wat nu is gebeurd, met nauwelijks herstel de komende jaren. Dit vertoont overeenkomsten met de jaren dertig. Of dit gebeurt is in sterke mate afhankelijk van het ingrijpen van overheden zowel in de financiële sector als voor wat betreft maatregelen die de vraagtival tegengaan en protectionisme voorkomen.

Daarnaast is het mogelijk dat er wel economisch herstel optreedt in de loop van volgend jaar, maar dat dit herstel in de knop wordt gebroken door hoge inflatie en de reactie van centrale banken daarop. Dit kan gebeuren als reactie op bijvoorbeeld stijgende grondstoffenprijzen door de aantrekkende vraag, of door de huidige extreme monetaire impulsen die plaats vinden in een poging het financiële systeem te ondersteunen. Als centrale banken de inflatie agressief gaan bestrijden door de beleidsrentes te verhogen, kan het herstel de kop in worden gedrukt. Dit leidt dan tot een soort W-vorm in de groeicyclus.

Welke letter het groeipatroon gaat worden blijft voorlopig dus ongewis. Wij geloven niet meer zo in een scherpe 'V' omdat we keer op keer met tegenvallende cijfers worden geconfronteerd. Ook een 'L' is, gegeven het (pro-) actieve overheidsbeleid, nog niet in zicht. Het meest waarschijnlijk lijkt ons dat het groeipatroon een 'U' of een 'W' wordt.

**Figuur 5: Dramatische verslechtering EMU-saldo**

Bron: CPB

**Blanco beleid het best**

Meer dan in andere jaren heeft het CPB stelling genomen over wat het beste beleid is voor de overheid. En dat is eigenlijk vrij eenvoudig: op korte termijn niets (extra) doen, op langere termijn maatregelen nemen om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te verbeteren. De boodschap van het CPB is wel iets genuanceerder: De automatische stabilisatoren werken in Nederland zo hard door dat geen nieuw beleid voeren per saldo betekent dat de economie gestimuleerd wordt. Een aantal oorzaken is hiervoor aan te geven: het grotere verschil tussen hausse en baisse in Nederland dan in de meeste andere landen in de Eurozone (we vallen harder) en een hogere begrotingselasticiteit (als in Nederland de BBP-groei

1%-punt lager uitkomt neemt het begrotingstekort met 0,5%-punt BBP toe).

De enorme verslechtering van het EMU-saldo (zie figuur 5) is dan ook deels toe te schrijven aan deze factoren, maar ook bijvoorbeeld aan het deels wegvallen van de aardgasbaten. Het beheersen van de overheidsfinanciën wordt de uitdaging van de toekomst.

Loonmatiging acht het CPB nu niet nodig. Wij onderschrijven dit. De lonen zullen komend jaar onder druk van de sterk oplopende werkloosheid toch wel gematigd worden.

**Conclusie**

*Het CPB geeft in het CEP een degelijke analyse van de wereld- en Nederlandse economie. Over het algemeen verschilt deze analyse niet heel veel van de onze. De snelheid waarmee de vooruitzichten de afgelopen maanden zijn verslechterd stemt ons echter voorzichtig. Het is te vroeg om te stellen dat de zon in 2010 weer schijnt. Wij onderschrijven de mening van het CPB over het gewenste overheidsbeleid en hopen dat het kabinet (alsnog) naar deze wijze raad luistert...*

april 2009

Hans Stegeman (030 – 2131407)

H.W.Stegeman@rn.rabobank.nl

www.rabobank.com/kennisbank

**Voorspellingen vergeleken**

	Realisatie	CPB	Rabobank	CPB	Rabobank
(volumemutatie in %, tenzij anders aangegeven)	2008	2009	2009	2010	2010
<b>Internationaal</b>					
Bruto Binnenlands Product Verenigde Staten	1,1	-3½	- 2¼	1	¾
Bruto Binnenlands Product Japan	-0,7	-5¼	-3½	2¼	¾
Bruto Binnenlands Product Eurozone	0,8	-3¼	-3¼	0	-1
Olieprijs (Brent, gemiddeld niveau in US \$ per vat)	96,9	44	40	44	45
Eurokoers (gemiddeld niveau in US \$)	1,47	1,32	1,27	1,32	1,30
<b>Nederland</b>					
Bruto Binnenlands Product	2,0	-3½	-4	-¼	-1
Particuliere consumptie	1,7	-¼	-½	-½	-2
Bruto investeringen bedrijven (exclusief woningen)	9,8	-10¾	-15½	-12	-7¾
Uitvoer van goederen en diensten	1,4	-11¾	-7¼	1½	¼
Contractloon marktsector (mutatie in %)	3,5	3		1½	
Consumentenprijsindex (mutatie in %)	2,5	1	1	1	½
Werkloze beroepsbevolking (% beroepsbevolking)	3,9	5½	5½	8¾	8
Vorderingensaldo overheid, EMU-definitie (% BBP)	1,0	-2,8	-3¼	-5,6	-6¼
Overheidsschuld, EMU-definitie (% BBP)	58,2	56,6	57	62,1	63,2