



*Rabobank*

# Economisch Kwartaalbericht

Juni 2011

*Kennis en Economisch Onderzoek*

# Inhoudsopgave

---

<b>Visie vooraf</b>	<b>3</b>
Een rommelende vulkaan	
<b>Focus</b>	<b>4</b>
De Arabische lente	
<b>Rente en valuta</b>	<b>9</b>
Hardnekkig spook	
<b>Nederland</b>	<b>15</b>
De schildpad en de haas	
<b>Eurozone</b>	<b>23</b>
Sterke start van het jaar	
<b>Duitsland</b>	<b>29</b>
Het Arbeitsmarktwunder ontmaskerd	
<b>Verenigd Koninkrijk</b>	<b>33</b>
Voortgaande strijd om herstel	
<b>Verenigde Staten</b>	<b>35</b>
De lange weg terug	
<b>China</b>	<b>39</b>
Alert op onrust	
<b>Japan</b>	<b>42</b>
Een heel ander verhaal	
<b>Emerging markets monitor</b>	<b>45</b>
Brazilië: IMF en Kapitaalcontroles	
<b>Economische kerngegevens</b>	<b>49</b>
<b>Colofon</b>	<b>51</b>

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

**Afsluitdatum: 7 juni 2011**

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

# Visie vooraf

---

## Een rommelende vulkaan

Bij nagenoeg alle positieve economische ontwikkelingen benoemen we in dit Economisch Kwartaalbericht telkens een aantal mogelijke risico's. Veelal gaat het om grote onzekerheden die de hele economische werkelijkheid op de kop kunnen zetten. Van de schuldpositie van de Amerikaanse, Griekse, Portugese en Ierse overheid tot de Arabische lente. Van de oplopende grondstofprijzen tot de economische transitie waar China voor staat. Deze grote onzekerheden weerspiegelen zich niet in de voorspellingen voor de economie, die relatief gunstig zijn. De analogie met een actieve vulkaan dient zich hier aan. De mogelijkheid tot een eruptie is serieus, maar de consequenties niet exact bekend en de timing nauwelijks te voorspellen. Het zou nog tientallen jaren kunnen duren. Gewoon verdergaan met leven is dan de enige optie.

Het herstel van de gaten die de financiële en economische crisis in veel economieën heeft geslagen, gaat gestaag verder, zo getuigen ook de cijfers van het eerste kwartaal van 2011. In een aantal landen in Europa, met Duitsland voorop, is het BBP-volume alweer op het niveau van voor de crisis. Ook de ontwikkelingen in de VS laten een normalisatie van de economie zien, terwijl China en Brazilië krachtig blijven groeien. Uitzondering hierop vormt natuurlijk Japan, dat zwaar getroffen is door de aardbeving en tsunami.

Op grond van deze ontwikkelingen zijn onze groeiprognoses voor veel landen naar boven bijgesteld. Maar dat voelt toch enigszins oncomfortabel. Als economen gaan we bij de voorspellingen uit van wat het meest waarschijnlijk is, niet van een naar risico gewogen voorspelling. Reden hiervoor is dat we anders zeker een voorspelling hebben die niet uitkomt. Een voorbeeld illustreert dat. Stel dat de kans dat het met de eurozone helemaal misgaat wordt gesteld op 10%. In dat scenario is de krimp van de economie bijvoorbeeld 10%. Indien niet met dit risico wordt gerekend is de economische groei 2%. Wordt dat wel gedaan dan is de verwachte waarde van de groei 0,8%. Als dit echter als voorspelling wordt opgeschreven, is zij per definitie fout, omdat de uiteindelijke uitkomst niet het gemiddelde is, maar of het een, of het ander. Wij vermelden de meest waarschijnlijke raming, dus in dit geval 2%.

De afgelopen weken hebben ook weer bewezen dat de ene eruptie de andere niet is. Vorig jaar april barstte de IJslandse vulkaan Eyjafjallajökull uit, met grote gevolgen voor het luchtverkeer. In mei dit jaar barstte, eveneens op IJsland, de vulkaan Grimsvötn uit. De nadelige gevolgen voor het vliegverkeer bleven zo goed als uit. Laten we qua economie de komende tijd maar hopen dat als risico's zich materialiseren, dat meer lijkt op een Grimsvötn dan op een Eyjafjallajökull. We kunnen niets anders doen dan rekening houden met de risico's, en verder gewoon doorleven.

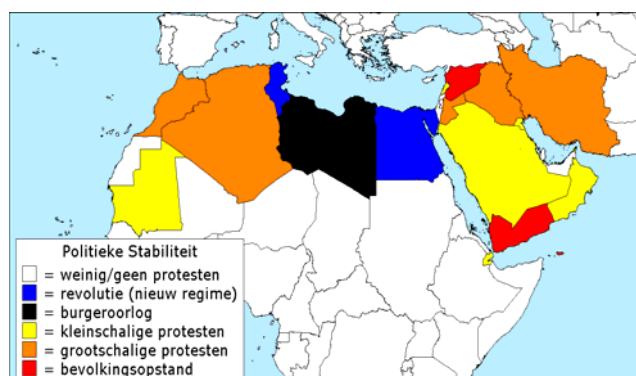
Hans Stegeman  
H.W.Stegeman@rn.rabobank.nl

## De Arabische lente

*Het klinkt als een sprookje: jonge opstandelingen eisen meer democratie van oude dictaturen en presidenten worden verdreven. Als land na land te maken krijgt met protesten, lijkt het Midden-Oosten en Noord-Afrika eindelijk klaar voor*

*een democratische en vredige toekomst. De werkelijkheid is -uiteraard- veel minder zwart-wit. Vanuit economisch perspectief zijn met name de gevolgen voor energiezekerheid en de geopolitieke veranderingen in de regio van belang.*

**Figuur 1: Van opstand tot revolutie**



Bron: Rabobank

### Tunesië laat de geest uit de fles

Op 17 december 2010 steekt een man in Tunesië zichzelf in brand uit protest tegen het gebrek aan economische kansen. Zijn noodkreet wordt gehoord. Het blijkt de aanleiding voor grootschalige protesten, die uiteindelijk resulteren in het vertrek van president Ben Ali.

Na de succesvolle revolutie in Tunesië is de

geest uit de fles. In korte tijd worden in een groot aantal Arabische landen protesten en demonstraties georganiseerd. De angst voor repercussies lijkt te zijn verdwenen en demonstranten beschikken over de moed die nodig is om de decennia van onderdrukking te boven te komen. Na jarenlang aan de zijlijn te hebben gestaan, zijn het vooral de jongeren die het heft in eigen handen nemen uit frustratie om het gebrek aan economische kansen.

De grootste protesten vinden we allereerst in Algerije, Jordanië, Egypte en Jemen met wisselend succes. In Egypte leiden de aanhoudende demonstraties tot het vertrek van president Hosni Mubarak. President Saleh van Jemen weigert voornamelijk het land te verlaten. In Algerije wordt de noodtoestand na negentien jaar eindelijk afgeschaft en in Jordanië komt er een nieuwe regering terwijl de positie van de koning onaangetast blijft. In tweede instantie bereiken de protesten ook Libië, Bahrein en Syrië. In deze landen is de uitkomst van de grootschalige protesten nog onduidelijk. In Syrië is de regering goed in staat de protesten op brute wijze te onderdrukken. Dit lijkt ook het geval in Bahrein, waar de regering met hulp van de Golfraad (CCG, een organisatie van zes Golfstaten waaronder Saudi-Arabië) de situatie nog altijd onder controle houdt. In Libië monden de protesten snel uit in een burgeroorlog. Hoewel de oppositie wordt bijgestaan door NAVO-troepen en -luchtmacht, lijkt van een snelle beslissing in de strijd tussen kolonel Gadaffi en de oppositie geen sprake.

Ondanks een groot aantal gedeelde oorzaken, verschillen de aard en het karakter van de opstanden per land. Terwijl zij in Libië tot een burgeroorlog hebben geleid, bleven de protesten in Oman zeer vredig. En terwijl in Egypte het vertrek van president Mubarak werd geëist, blijven de koningen in bijvoorbeeld Marokko en Jordanië zitten. Een eenduidig beeld van de Arabische Lente bestaat dus niet.

# Focus

Om nog een algemeen beeld van de opstanden neer te halen: de rol van sociale media verschilt enorm per land. Hoewel de revoluties vaak werden neergezet als Facebook-revoluties, heeft in een land als Syrië slechts 0,1% van de bevolking toegang tot internet.

## Hoe nu verder?

“Je kunt de president wel op het vliegveld naar het buitenland zetten, maar de werkloosheid niet.” Een betere samenvatting had Tunesiër Sami Anis (NRC, 2011) niet kunnen geven. Want hoewel de opstanden en revoluties in het Midden-Oosten en Noord-Afrika (MONA) een hoop stof doen opwaaien, blijft het zeer de vraag of deze volksoptstanden ook een werkelijke verandering teweeg zullen brengen. Zowel in Tunesië als in Egypte bleek de jonge generatie van demonstranten, inmiddels omgedoopt tot de Tahir-generatie, niet in staat de macht over te nemen nadat zij hun presidenten hadden verbannen. In Tunesië heeft de 78-jarige Mebaaza de macht overgenomen, terwijl in Egypte het leger het stokje overnam.

De onmacht van de jongere generaties om de bestaande gerontocratieën omver te werpen, is deels het resultaat van interne verdeeldheid. Er is geen sprake van één oppositie met één heldere agenda. Een goed voorbeeld is de revolutie in Egypte. Gedurende de achttien dagen van protest waren demonstranten tijdelijk verenigd door een gezamenlijk doel: het vertrek van Mubarak. Zodra dit doel werd bereikt, kreeg de verdeeldheid langs etnische en religieuze lijnen wederom de overhand. In sommige gevallen staan groepen die zij aan zij vechten voor meer inspraak en economische kansen zelfs lijnrecht tegenover elkaar. Want hoewel de opstand door de westerse pers graag wordt neergezet als een schreeuw om meer democratie, was dit met name de eis van de groep studenten. Tegelijkertijd eist het Moslim Broederschap, een van de meer uitgesproken organisaties tijdens de protesten, de invoer van de sharia. Deze interne verdeeldheid zien we ook elders, zoals in Libië waar het einde van Gadaffi's heerschappij niet noodzakelijk ook het einde van de burgeroorlog zal inluiden.

**Tabel 1: Jonge bevolking (cijfers)**

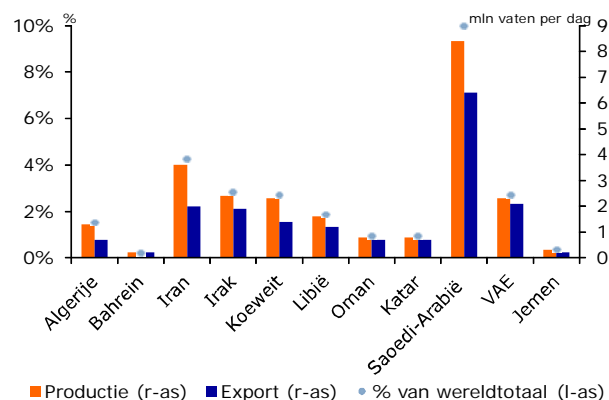
	<i>A. Welvaart</i>	<i>B. Formele arbeidsparticipatie</i>		<i>Corruptie</i>	
MONA	BBP per hoofd (PPP, 2009)	Reële BBP groei, 2009	% pop jonger dan 25jr	Werkloosheid (2007/2009)	100 = meest corrupt
Algerije	6.885	0,7	47,5	13,8	38
Bahrein	27.214	2,4	43,9	4,0	65
Egypte	6.114	5,1	52,3	9,4	41
Israël	28.800	0,8	n.a.	6,8	5
Irak	4.030	4,2	60,0	n.a.	75
Jordanië	5.548	2,3	n.a.	12,9	64
Koeweit	37.849	-5,2	37,7	1,7	69
Lebanon	14.268	8,5	42,7	8,1	23
Libië	13.599	-2,3	47,4	.	14
Morokko	4.587	4,9	47,7	9,1	51
Oman	25.635	1,1	51,5	.	70
Qatar	78.260	8,6	34,8	.	92
Saoedi-Arabië	23.272	6	50,8	10,5	63
Syrië	4.730	6	55,3	.	17
Tunesië	9.154	3,1	42,1	14,7	58
VAE	36.843	-3,2	31,0	4,0	81
Jemen	2.900	3,9	65,4	.	15

Bron: EIU, IMF, Wereldbank, VAO, VN, S&P

# Focus

Een ander obstakel is het tekort aan politieke ervaring bij de jonge generaties. Gezien het gebrek aan een democratische traditie in de MONA heeft deze generatie nooit de kans gekregen mee te doen in de politieke arena. Hierdoor zijn het

**Figuur 2: Olieprijsontwikkeling**



Bron: IMF

toch weer de oude generaties die na de protesten opstaan en het land besturen. Of er nu werkelijk iets gaat veranderen, zal ook afhangen van de mogelijkheid van regeringen om hun bevolking blijvend te onderdrukken. Zoals gezegd lijkt in een aantal landen, zoals Saoedi-Arabië, maar ook Syrië en Bahrein, een wisseling van de macht een illusie. Althans niet zonder hulp van buitenaf. Regeringen in deze landen zijn simpelweg te sterk. Toch geldt ook voor deze regeringen, net als voor de nieuwe regeringen in Tunesië en Egypte, dat meer aandacht moet worden gegeven aan de onderliggende sociale problematiek. Zoals in tabel 1 zichtbaar wordt, is het percentage mensen jonger dan 26 jaar in de meeste Ara-

bische landen hoger dan 50%. Een groot deel van deze jongeren is werkloos. Om te voorkomen dat die jonge bevolking opnieuw de straat opgaat, zoals in Tunesië en Egypte al gebeurt, zullen de regeringen een duidelijke oplossing moeten formuleren voor de hoge werkloosheid en het gebrek aan economische kansen. Want ook als de politieke vrijheid beperkt blijft, zal de economische vrijheid moeten worden uitgebreid.

## Gevolgen voor de productie en prijzen van brandstoffen

Zoals gezegd heeft de onrust in de MONA ook gevolgen voor de olie- en gasmarkten. De MONA bezit 60% van de oliereserves van de wereld en is goed voor bijna 35% van de mondiale olieproductie. Het is dan ook van belang de gevolgen van de huidige instabiliteit op de prijs en productie van zowel olie als gas nader te onderzoeken. Simpel gesteld worden olieprijsen bepaald door zowel de huidige als de verwachte vraag en aanbod van olie. Gezien het enorme aandeel van de MONA in de mondiale oliemarkt is het niet verbazingwekkend dat politieke onrust (en daarmee het risico van verminderde productie in de toekomst) de prijs van olie heeft opgedreven. Tussen december 2010, het begin van de opstanden, en mei 2011 steeg de olieprijs van \$ 89 per barrel tot \$ 125 per barrel (Brent Crude). Slechts een deel van de prijsstijging kan worden verklaard uit een toename van de vraag door het wereldwijde economisch herstel en een grotere interesse in fossiele brandstoffen na de tsunami in Japan.

Ondanks de politieke onrust is de olieproductie in de meeste MONA-landen onverminderd doorgedaan. Alleen de burgeroorlog in Libië heeft grote gevolgen voor de olieproductie. Energiegigant ENI schat dat de totale dagelijkse productie in Libië met 1,2 miljoen vaten per dag is gedaald. Inmiddels hebben andere

# Focus

leden van de OPEC, te weten Saoedi-Arabië en Koeweit, aangegeven in ieder geval een deel van de tekorten op te vangen. Zo verhoogde Saoedi-Arabië al in april de olieproductie met 44.000 vaten per dag. Desalniettemin daalde de wereldproductie van olie in april met 700.000 vaten per dag. Bovendien is niet alle Saoedi-Arabisch

olie van dezelfde kwaliteit als de Libische variant en vormt deze dus geen perfect substituuat. Dit brengt weer problemen met zich mee voor de raffinaderijen. Als de burgeroorlog in Libië aanhoudt, zal daarom moeten worden gezocht naar een beter alternatief, zoals Nigeriaanse olie. Dat brengt wel een ander risico met zich mee: ook Nigeria is politiek instabiel.

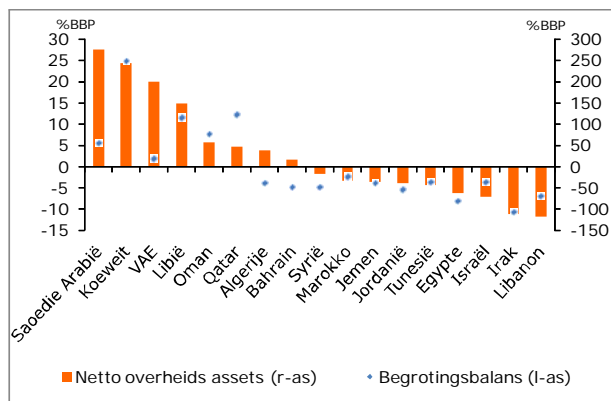
Daarnaast zijn de overheidsfinanciën van de MONA-landen van belang voor de olieprijs op de langere termijn. De snelle verspreiding van de Arabische Lente heeft veel overheden ertoe verleid met een pakket sociale maat-

regelen hun bevolking zoet te houden. De kosten van deze voorzieningen lopen op tot 16% van het BBP. In sommige gevallen gaat het dan om tijdelijke maatregelen, zoals een eenmalige bijdrage of een tijdelijke subsidie op voedselprijzen. Maar in veel gevallen betreft het ook structurele maatregelen. Zeker in landen waar olie de voornaamste bron van inkomsten is, zullen overheden gemotiveerd zijn om de verhoogde uitgaven te financieren uit (kunstmatig) verhoogde olieopbrengsten. Hiervoor zullen overheden (en de OPEC als geheel) op zoek gaan naar de combinatie van prijs en aanbod die de winst maximaliseert.

## Geopolitieke consequenties: energiezekerheid en Israël

De westerse steun voor een groot aantal dictatoriale regimes in de MONA is de afgelopen weken nogmaals onder de loep genomen. De voornaamste reden om deze dictators te steunen was dat ze konden zorgen voor stabiliteit in de regio. Dit had twee grote voordelen. Ten eerste energiezekerheid; het risico dat de olievoorraad in de MONA als drukmiddel tegen het Westen zou worden gebruikt werd sterk verminderd. Ten tweede konden de bevriende regimes de staat Israël beschermen tegen anti-Israëlische sentimenten onder de Arabische bevolking. Een eerste geopolitiek gevolg van de Arabische Lente is dat de voorsnog kleine spelers op de oliemarkt zeer belangrijk zijn geworden. In een voortdurende poging de energiezekerheid te waarborgen zal het Westen gedwongen zijn betere banden op te bouwen met bijvoorbeeld Nigeria, aangezien de Nigeriaanse olie een beter substituuat vormt voor de Libische olie dan olie van het Arabisch schiereiland. Maar niet alleen Nigeria profiteert. Ook landen als Tsjaad en Venezuela zullen belangrijker worden. De autoritaire regimes in deze landen zullen

**Figuur 3: Overheidsfinanciën**



Bron: IMF

–zolang de onrusten aanhouden– kunnen rekenen op steun uit energie-importerende landen. Dientengevolge lijkt het er vooralsnog niet op dat de energieleveranties aan het Westen in gevaar zullen komen. De belangrijkste energiebronnen in de Golfstaten zijn nog steeds in handen van de met het Westen bevriende naties. De overheden in de Golfstaten hebben de handen ineengeslagen om aan de onrusten het hoofd te bieden.

De rol van Iran in het Midden-Oosten is wel gegroeid. Er zijn aanwijzingen dat het Iraanse regime opstandelingen in het Midden-Oosten ondersteunt. De oude spanningen tussen Iran en het Arabisch schiereiland lopen hierdoor weer op. Daarbij hebben eventuele machtswisselingen in de MONA ook gevolgen voor de positie van Israël. De oude regimes in de Israël omringende landen (Syrië uitgezonderd) hebben het beleid van het Westen de afgelopen decennia in grote lijnen gesteund. Zo heeft Egypte de grenzen met de Palestijnse gebieden op verzoek herhaaldelijk gesloten.

Maar ondanks de eventuele machtsverschuivingen valt te bezien of de omwentelingen in de regio zullen leiden tot een volledig andere houding ten opzichte van Israël. Militair gezien is geen enkel land in de MONA tegen Israël opgewassen, zeker niet gezien de militaire steun die dit land uit het Westen kan verwachten. Daarnaast zullen de eerste jaren meer in het teken staan van het bezweren van de interne problemen –werkloosheid, verdeeldheid onder politieke leiders– dan in het bevechten van een externe vijand. Ondanks het hervonden gewicht van Iran lijkt het er in de nabije toekomst niet op dat Israël direct te vrezen heeft van de gevolgen van de Arabische Lente.

## **Wanneer komt de zomer?**

Ons beeld is dat de zomer wellicht wordt overgeslagen en de regio direct doorstapt naar een lange herfst. Met name de interne politieke en sociale strijd die moet worden uitgevochten in de landen waar een daadwerkelijke omwenteling plaatsvindt, doet vermoeden dat de zoektocht naar een echte democratische beweging in de regio nog wel even zal duren. Voor de lokale economieën hangt het af van het groeimodel of de onrusten ook zware economische gevolgen zullen hebben. Olieproducerende landen hebben voldoende reserves opgebouwd om klappen op te vangen. Netto-importeurs van energie zullen daarentegen wel met economische problemen te maken krijgen.

De geopolitieke gevolgen zijn op korte termijn redelijk beperkt, door de interne zoektocht naar politieke stabiliteit. De mondiale economische gevolgen van de onrust in de regio zijn daarentegen wel een stuk duidelijker. De prijsontwikkeling van een vat olie in de afgelopen maanden is (mede) een evident gevolg van de onrust in de MONA. De strategische keuze van de overheden in de regio –om de bevolking financieel tegemoet te komen– zal leiden tot een permanent verhoogd prijsniveau. Het is niet te hopen dat de regio in plaats van olie zand in de machine van de wereldeconomie zal gaan strooien.

Anouk Ruhaak  
A.N.Ruhaak@rn.rabobank.nl

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



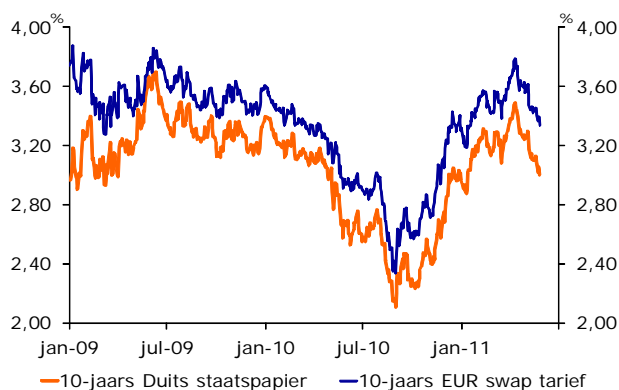
# Rente en valuta

## Hardnekkig spook

*Het spook van de soevereine schulden crisis wil maar niet verdwijnen. De nieuwe oprispingen komen vooral uit Griekenland en zijn een gevolg van het feit dat de eurozonelanden een land dat met solvabiliteitsproblemen kampt met liquiditeits-*

*maatregelen proberen boven water te houden. Het alternatief – een herstructurering van de Griekse schulden op korte termijn – is echter weinig aantrekkelijk, gezien de enorme impact die hier vanuit zal gaan op de financiële sector en de economie van de eurozone als geheel. Gelukkig gaan er ook dingen goed. Zo herstelt de economie redelijk voorspoedig dankzij Duitsland. Daarmee loopt natuurlijk ook de inflatie op. De ECB is nog altijd voornemens dit te laten doorklinken in hogere rentetarieven.*

**Figuur 1: Rendement op 10-jaars Duits papier en 10-jaars EUR swaptarief**



Bron: Reuters EcoWin

### Marktsentiment verzuurt

In de eerste maanden van dit jaar leek het een beetje de goede kant op te gaan met de financiële markten, maar daarna brokkelde het sentiment weer af. Europese ministers van Financiën accordeerden op 16-17 mei een financieel steunpakket voor Portugal ter waarde van € 78 miljard voor de komende drie jaar. Maar de oprisping van de problemen in Griekenland heeft het sentiment in de afgelopen weken flink verzuurd. Meer algemeen stellen wij vast dat de strategie van de eurozonelanden nog altijd de neiging heeft om teveel met te kleine stapjes achter de feiten aan te lopen. Bovendien laat een gebrek aan eensgezindheid veel ruimte voor invloed van de markten. Werd eind maart nog op 3,5% gehandeld (ruim 50bp hoger dan eind 2010), inmiddels heeft een nieuwe vlucht in Bunds sinds medio april het rendement op 10-jaars Duits staatspapier teruggebracht naar een niveau van rond de 3%. We zijn wat dat betreft dus 'terug bij af'. Lange swaprentes laten een dienovereenkomstig beeld zien (zie figuur 1).

### Onhoudbaar

Dat de Griekse overheidsfinanciën op lange termijn onhoudbaar zijn, daar waren de meeste economen het eigenlijk al langer over eens. Het land heeft een bruto schuldquote van ruim 142% en deze dreigt op te lopen tot 166% in 2012. De offers die moeten worden gebracht voor wat betreft de totale reductie van het overheidstekort (naast alle andere maatregelen, zoals structurele hervormingen), zijn buitengewoon groot. Zo groot dat sterk kan worden getwijfeld aan de haalbaarheid ervan – zeker in het licht van de groeiende weerstand bij het Griekse publiek en in ieder geval gezien het tijdsbestek waarin dit moet plaatsvinden. De hoop was natuurlijk dat het leningenpakket van € 110 miljard, dat in mei 2010 zijn beslag kreeg, de Grieken de tijd zou geven om het vertrouwen van beleggers te herwinnen. Helaas is dit een 'uphill battle' gebleken.

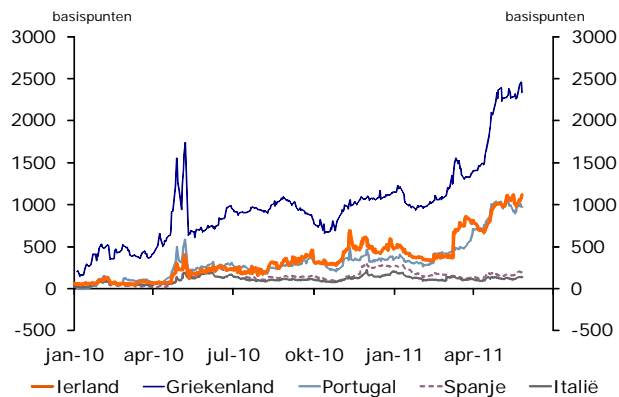
# Rente en valuta

## Belastinginning is Griekse achilleshiel

Als enige land in de eurozone slaagde Griekenland erin het overheidstekort in 2010 met ruim 5% van het BBP te reduceren. Dat kwam vooral door een forse

verlaging van de (centrale) overheidsuitgaven (-8,3%). Ook is er flink ingegrepen op een aantal terreinen, zoals op dat van de pensioenen, waardoor de langetermijnbetaalbaarheid is verbeterd. Maar het zijn de belastinginkomsten die zijn achtergebleven bij de planning. De totale overheidsinkomsten stegen met 2,7% in 2010, maar belastinginkomsten op inkomen en vermogen daalden met ruim 8%. Deels valt dit te verklaren uit de negatieve spiraal waarin het land terecht is gekomen (het volume van de economie kromp in 2010 met 4,4%) en de conjuncturele gevoeligheid van deze inkomsten. Maar de Grieken wordt ook verweten op dit terrein te weinig inspanningen te hebben geleverd. De Europese ministers van Financiën en het IMF hebben de druk op Griekenland in ieder geval opgevoerd om een versnelling te bewerkstelligen in de verkoop van staatsbezit, om zo de noodzaak voor nog veel meer leningen in de toekomst te verkleinen.

**Figuur 2: Risico-opslagen 2-jaars overheidspapier**



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

## 'Herprofilen' of niet?

De uitspraken van een aantal Europese officials, zoals Jean-Claude Juncker, dat een 'herprofilering' of 'zachte herstructurering' van de Griekse overheidsschuld uiteindelijk toch moet worden overwogen, heeft de situatie op de markten opnieuw op scherp gezet. De risico-opslagen op perifere overheidspapier zijn in de afgelopen maanden explosief gestegen (figuur 2). Zoals wij het interpreteren duidt het gebruik van bovenstaande woorden op een situatie waarin de looptijden van (een deel van) de Griekse schulden worden verlengd, met dien verstande dat het op vrijwillige basis plaatsvindt. Dat zou betekenen dat er in de komende jaren minder bestaande schuld geherfinancierd hoeft te worden. Er zitten echter nogal wat praktische haken en ogen –en vooral risico's– aan een dergelijk scenario. Inmiddels hebben grote ratingbureaus gezegd dat zij een dergelijke actie als een 'default' of 'selective default' zullen beschouwen.

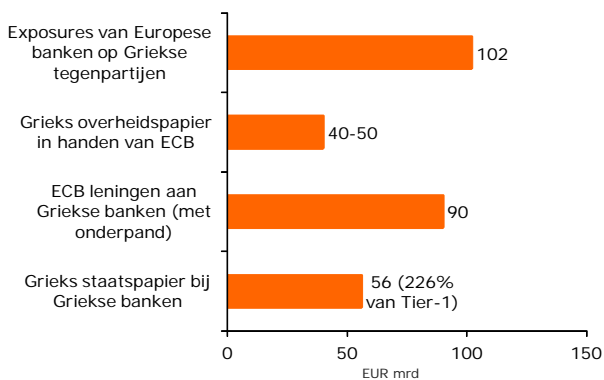
## Het doemscenario

Een herstructurering van de Griekse schuld op korte termijn is door verschillende ECB-raadsleden al vergeleken met een 'Lehman-achtige' schok. Het volgende scenario zou zich ongeveer kunnen voltrekken. Een grote private houder van Grieks overheidspapier gaat niet akkoord met looptijdverlenging en stelt dat Griekenland in gebreke blijft. De ratingbureaus verlagen hun ratings voor Grieks papier tot onder het B-niveau en de daartoe geëigende instanties bestempelen

# Rente en valuta

de situatie als een 'credit event'. Griekse banken moeten forse afboekingen doen op het Griekse staatspapier dat zij in portefeuille hebben. Hierdoor wordt hun kapitaal volledig weggevaagd (schattingen zijn dat de waarde van het Griekse

**Figuur 3: Exposures op Griekenland**



Bron: BIS, OESO, Griekse Centrale Bank, Rabobank

overheidspaper de waarde van hun kapitaal meermalen overtreft). Bovendien hebben zij grote bedragen (zo'n € 90 miljard) van de ECB geleend. De ECB kan het Griekse papier niet langer als onderpand accepteren.

Kortom, de eerste schok treft vooral de Griekse banken en leidt mogelijk tot grootschalige kapitaalvlucht. Dit blijft uiteraard niet zonder gevolgen voor Europese banken. De interbancaire geldmarkten gaan opnieuw op slot vanwege onzekerheid over onderpanden en Europese banken met grote exposures op Griekenland (vooral Duitse en Franse banken) moeten verliezen afboeken. De totale exposures van Europese banken op Griekenland bedroegen in het vierde kwartaal van 2010 ruim € 100 miljard (BIS cijfers).

## Besmettingsgevaar is groot

Op zichzelf moet een dergelijk bedrag de Europese banken niet in problemen brengen, maar het grote gevaar zit hem vooral in het risico dat andere perifere lidstaten ook om een verlichting van de schuldenlast zullen vragen. In Ierland neemt de weerstand tegen verdere bezuinigingsmaatregelen ook toe en zullen het publiek en de politiek zich afvragen of er nog sprake is van faire behandeling. De exposures van het Europese bankwezen op Ierland zijn aanmerkelijk groter dan op Griekenland. Het domino-effect zal steeds groter worden en de vraag is of het proces dan nog controleerbaar blijft. Bovendien zal een negatieve marktdynamiek tot hogere risico-opslagen voor de andere perifere lidstaten leiden, ook voor diegenen (Spanje en Italië) die zich nu juist een beetje van de rest van de periferie hebben weten af te zonderen. Wellicht dat ook de kostenbatenanalyse van het verlaten van de eurozone voor Griekenland en Ierland dan steeds meer in het voordeel van 'verlaten' gaat uitvallen, waarmee een desintegratie van de eurozone in gang wordt gezet, met alle gevolgen van dien.

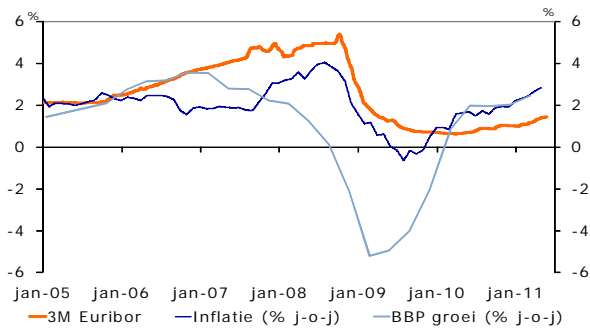
## Waar naartoe?

Uiteraard zijn er mildere scenario's te bedenken, maar tijd kopen lijkt verstandig zolang het Europese economische herstel fragiel is en de financiële sector nog niet is hersteld van de schok die het Lehmanfaillissement veroorzaakte. Het angstbeeld van geld in een bodemloze put gooien is natuurlijk niet aantrekkelijk, maar het alternatief lijkt vele malen erger. De discussie over verdere hulp aan zwakkere eurolanden is steeds meer naar het politieke domein verschoven en

# Rente en valuta

daarmee worden de uitkomsten steeds onvoorspelbaarder. De ECB lijkt in ieder geval elke vorm van herstructurering op de langere baan te willen schuiven, getuige de druk die zij uitoefent op de eurozoneleiders. Wij gaan er eigenlijk vanuit dat Griekenland uiteindelijk langer de tijd zal krijgen om verder orde op zaken te stellen.

**Figuur 4: Groei en inflatie wijzen allebei omhoog in de eurozone**



Bron: Reuters EcoWin

## **Bunds nog wel even in trek, maar fundamenteel is de rente laag**

Dit kan bijvoorbeeld door het verstrekken van additionele financiering door de EU en het IMF voor de periode tweede helft 2012 - medio 2013. De extra speeltijd die de Grieken hiermee winnen, zal ook moeten worden benut om de eurozone voor te bereiden op het vrijwel onvermijdelijke eindstation van gecontroleerde schuldsanering. Dat neemt niet weg dat Griekenland niet onder druk zal blijven staan om

door te gaan met zijn bezuinigingskoers.

De uitdagingen zijn enorm. Voor wat betreft de rente betekent dit in ieder geval dat een grote mate van volatiliteit is te verwachten. In een dergelijke omgeving zal de vraag naar 'veilige' Bunds met enige regelmaat terugkeren, zoals we ook in de afgelopen weken hebben gezien. Toch zijn naar onze mening de economische *fundamentals* in de eurozone (en al helemaal in Duitsland) dusdanig verbeterd dat aan de houdbaarheid van het huidige (lage) rendement op Duits staatspapier kan worden getwijfeld. Wij zien de recente correctie in het rendement – en de daarmee samenhangende swaprentes – dan ook als een tijdelijke zaak. Op termijn verwachten wij hogere rentes. Niet onbelangrijk is dat de (onvermijdelijke) kosten van het bijeen houden van de eurozone uiteindelijk op de sterkste schouders zullen rusten. Bovendien zal het Duitse papier op langere termijn meer concurrentie krijgen van EFSF papier. De glans gaat er dus langzaam van af en dat zal leiden tot hogere geëiste rendementen.

## **ECB laat zich niet uit het veld slaan**

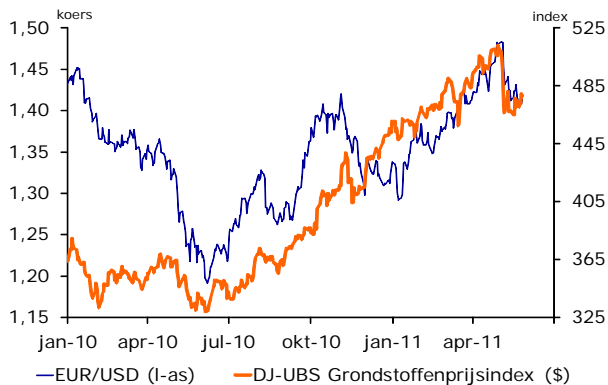
Ook vanuit het monetaire beleid blijft er een zekere opwaartse druk op de rente. Ondanks dat het gevaar van een verkeerde afloop van de schulden crisis is toegenomen, is de ECB vastberaden de rente verder te verhogen. Zij verhoogde haar beleidstarief in april reeds met 0,25%. ECB-voorzitter Trichet gaf in de persconferentie van mei wel de indruk dat de ECB pas weer in juli zal gaan verhogen in plaats van in juni (waar de markten eerder op hadden gezinspeeld). Kijkend naar het eurozonegemiddelde constateren we dat het economisch herstel tot nu toe krachtiger is dan eerder werd verwacht. De inflatie vertoont een opwaartse tendens. Deze wordt weliswaar grotendeels veroorzaakt door gestegen voedsel- en energiekosten, maar toch lijkt ook de kerninflatie de weg

# Rente en valuta

omhoog te hebben gevonden. Wij verwachten dat de ECB haar beleidstarief in de tweede helft van dit jaar met nog eens 0,5% zal verhogen om een mate van normalisering van het traditionele monetaire beleid te bewerkstelligen. In het

licht van de potentiële marktfrikties die de terugkeer naar een normaal liquiditeitsbeleid met zich mee zouden kunnen brengen, lijkt ons volledige normalisatie dit jaar onhaalbaar.

**Figuur 5: Grondstoffen en de eurodollar: perfecte correlatie?**



Bron: Reuters EcoWin

## Einde aan de stijgende lijn?

De doemdenkers die een ineenstorting van de euro voorspelden, hebben vooralsnog geen gelijk gekregen. Macro-economische berichtgevingen uit de eurozone waren beter dan verwacht en ondersteunden het fragiele herstel van de euro vanaf ongeveer 1,30 eind vorig jaar tot 1,50 begin mei.

In het eerste kwartaal stegen de grondstoffenprijzen aanzienlijk en in de eurozone liep de inflatie harder op dan in de VS. Dit voedde de verwachtingen dat de ECB sneller dan eerder

verwacht de rente zou gaan verhogen. Dit gebeurde ook, in april dit jaar. De rente werd verhoogd van 1% naar 1,25% en dat was voor het eerst in bijna twee jaar. De markt maakte zich in rap tempo op voor een verdere verhoging, wellicht al in juni. De persconferentie in mei moest dit bevestigen via de code taal 'sterke waakzaamheid'. Het liep echter anders. Trichet liet de verwachte woorden namelijk in de aktetas, met als gevolg dat de eurodollar begon te dalen. Dit was nog maar het begin, want later bleek de felle daling van de zilverprijs een springplank voor stevige koersdalingen op de effectenbeurzen, die de dollar in trek maakten als veilige haven. Tel daar het verheugen van de Europese schuldencrisis bij op en halverwege mei konden we voor het valutapaar 1,40 noteren, met de meest gestelde vraag: is dit een correctie of slechts het begin van een verdere daling?

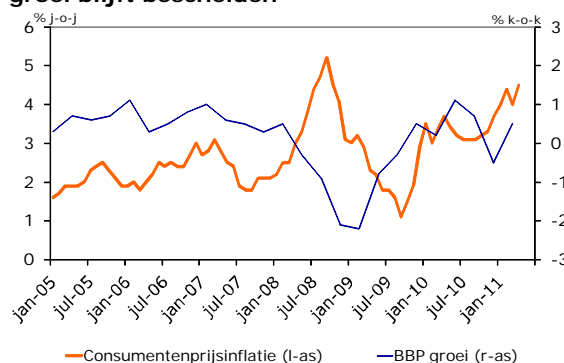
Wij denken het eerste. Ondanks de onzekerheden rond de schuldencrisis verwachten wij een stijging van het eurodollar valutapaar. De bezuinigingsmaatregelen in de eurozone zullen uiteindelijk tot een hernieuwde toename van het vertrouwen onder beleggers leiden en daarmee steun voor de eurodollar bieden. Ook liggen er nog meer renteverhogingen van de ECB in het verschiet, met de eerstvolgende in juli en daarna in oktober, denken wij. Verdere verhogingen in 2012 zijn mogelijk gezien de 'normalisatiedrang' van de ECB, alhoewel wij het tempo van renteverhogingen wel zien afnemen. Verder zal de markt ook steeds meer gaan kijken naar de begrotingsproblemen in de VS. Het eerste waarschuwingsschot werd recentelijk gegeven door ratingbureau S&P's via een 'negatieve outlook', overigens vooralsnog met behoud van de AAA-rating. In eerste instantie denken wij dat de 1,45 bereikt zal gaan worden, alvorens een ver-

# Rente en valuta

dere stijging terug naar de 1,50 tot de mogelijkheden behoort. Een kanttekening voorwaarde is overigens dat de eurozone niet implodeert en dat er geen versnelde herstructurering van de Griekse staatschuld komt die een nieuwe schok-

golf genereert. Dat zou namelijk tot een forse daling van de euro leiden en de traditionele rol van de dollar als veiligheidsmunt herstellen.

**Figuur 6: Britse inflatie loopt op, economische groei blijft bescheiden**



Bron: Reuters EcoWin

## Het Verenigd Koninkrijk blijft kwakkelen

In de afgelopen weken heeft het pond geprofi- teerd van de eurozwakte, onder invloed van de toegenomen turbulentie in de Europese markt voor overheidspapier. Toch is de euro sinds begin van dit jaar per saldo sterker geworden tegenover het Britse pond, evenals tegen veel andere valuta's. De reden ligt voornamelijk in het feit dat de problemen in de eurozone voor- alsnog niet zijn geëscaleerd naar de grote pe- rifere lidstaten (Spanje en Italië) en de markt rekening houdt met meer renteverhogingen

door de ECB. Op de achtergrond speelt ook mee dat de Britse economie relatief zwak blijft presteren. Zie ook de bijdrage over het VK elders in deze studie. Tegelijkertijd is de inflatie in april verder opgelopen. Waar de markt rekende op een stijging van 'slechts' 4,1% jaar-op-jaar, werd dit 4,5%. Het was nota bene een inflatierapport van de Bank of England dat eerder stelde dat een uitschieter naar de 5% niet mag worden uitgesloten. Alle bovenstaande ontwikkelingen zouden de indruk kunnen wekken dat wij negatief zijn over de verwachte ont- wikkeling van het Britse pond. Wij denken echter dat de munt op de langere termijn zal gaan versterken, hoewel de mate van stijging beperkt zal zijn zolang de Britse economie een fragiele indruk blijft geven. De belangrijkste reden hier- voor is dat wij denken dat toekomstige renteverhogingen door de Bank of Eng- land (om de oplopende inflatie tegen te gaan) uiteindelijk positief zullen door- werken voor de munt. Onze verwachting is dat het beleidscomité in de komende maanden wil aanzien hoe de economie reageert op de bezuinigingen, maar dat het in november overstag zal gaan. Verder noteert het Britse pond nog altijd aanzienlijk onder zijn evenwichtswaarde van 0,77, die gebaseerd is op het koop- krachtpariteitsniveau. Bij een dergelijk niveau zou de prijs van een vergelijkbaar (en verhandelbaar) mandje aan goederen gelijk zijn, om het even in welke munt. Een dergelijke koersmaatstaf is zeker niet zaligmakend, maar voor ons wel een reden om te denken dat een daling van sterling op lange termijn minder waarschijnlijk is dan een stijging. Tot slot denken wij dat de Britse export uitein- delijk zal profiteren van de zwakte van het pond, wat de Britse economie stimu- leert en een bodem legt onder het pond. De BBP-cijfers over het eerste kwartaal zijn wat dat aangaat in ieder geval hoopgevend. De export was in het eerste kwartaal een belangrijke drijfveer van de groei.

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

Emile Cardon  
Emile.Cardon@rabobank.com

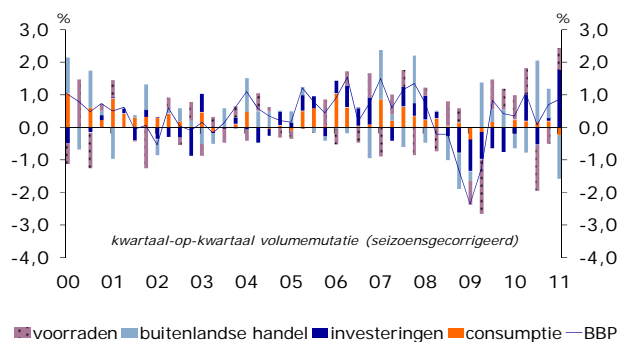
# Nederland

## De schildpad en de haas

*In het eerste kwartaal van 2011 ging de Nederlandse economie als een speer. De reële economie groeide met 0,9% (k-o-k). Vooral van het investeringsfront kwam, vanwege de gunstige weersomstandigheden, goed nieuws, zij het tijde-*

*lijk. De particuliere consumptie viel tegen en ook de overheidsconsumptie groeide, zoals verwacht, nauwelijks. Waarschijnlijk is het opnieuw de netto-handel die dit jaar een belangrijke bijdrage levert aan de economische groei. Ten opzichte van snelgroeiende economieën heeft de Nederlandse economie meer weg van een schildpad dan van een haas. In de bekende fabel is het echter de schildpad die als eerste de finish bereikt. Met een lagere, bestendige groei mogen we daarom best tevreden zijn.*

**Figuur 1: Buitengewoon sterk economisch herstel**



Bron: CBS, Rabobank

### Economie draait als een tierelier

Het volume van de Nederlandse economie is in het afgelopen kwartaal met 0,9% gegroeid ten opzichte van het laatste kwartaal van 2010 (figuur 1). Dat kwam vooral doordat de temperatuur in het eerste kwartaal hoger was dan gemiddeld in die periode. Zonder de gunstige weersinvloeden kennen de komende kwartalen vermoedelijk een veel gematigdere economische ontwikkeling. De sterke start zorgt ervoor dat de reële economische groei in 2011 naar verwachting uitkomt op 2%. Voor 2012 voorzien we een groei van 1¾%.

De raming voor de economische groei van dit jaar impliceert dat het BBP-niveau voor het eind van 2011 weer gelijk is aan dat van voor de crisis. We zijn dan bijna vier jaar verder. In die vier jaar hebben we niet alleen een forse krimp meegemaakt, maar ook de hobbelige weg omhoog bewandeld. In vergelijking met een 'normale recessie' heeft het herstel veel tijd in beslag genomen, maar als we dit herstel vergelijken met (wereldwijde) financiële crises uit het verleden dan is het relatief snel gegaan.<sup>1</sup>

Aan het relatief snelle herstel hebben de stimuleringsmaatregelen van overheden bijgedragen. Nederland profiteerde vooral van de bestedingsimpuls in andere landen, dankzij een sterk herstel van de uitvoer. In ons land waren de overheidsmaatregelen er vooral op gericht om erger te voorkomen. De Grote Recessie kostte de overheid bovendien een hoop geld qua gederfde inkomsten,

<sup>1</sup> Zie Reinart, C.M. en S. Rogoff: *The aftermath of financial crises*, American Economic Review, 99(2), 466-472 en IMF: *World Economic Outlook 2009*, Chapter 3, From recession to recovery: how soon and how strong, 97-132.

# Nederland

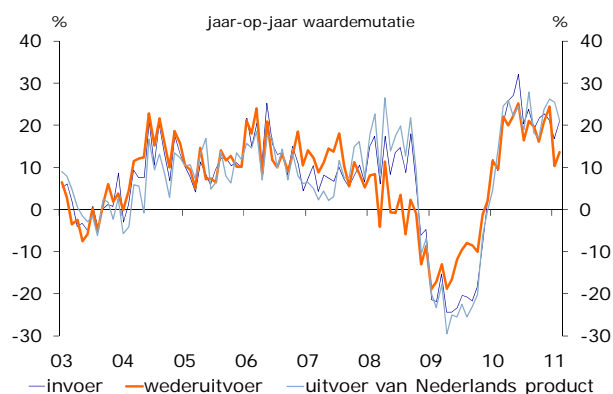
waardoor de overheidsfinanciën uit het lood zijn geslagen. Hetzelfde geldt voor veel andere landen. De komende jaren wordt er dan ook fors bezuinigd door overheden wereldwijd. Nu moet een transitie worden gemaakt van een door beleid uitgelokt herstel naar een zichzelf versterkende economische groei. Maar consumenten nemen het stokje naar verwachting nog niet over. Wat consumenten nalaten, doen producenten hopelijk wel. Na de groei een aantal jaren naar beneden te hebben getrokken, lijken ondernemers in 2011 hun beste beentje voor te zetten door meer te investeren. Maar ondanks een gunstig investeringsklimaat zijn de verwachtingen onzeker.

## Uitvoer begint het jaar in mineur

De groei van het uitvoervolume zette in het eerste kwartaal van 2011 weliswaar door, maar de groei was veel lager dan in 2010. In het afgelopen kwartaal bedroeg de jaar-op-jaargroei 'maar' 5,7%, terwijl het uitvoervolume in het eerste kwartaal van 2010 10,9% hoger lag dan een jaar eerder. Ten opzichte van het vierde kwartaal van 2010 daalde het uitvoervolume met 0,2%. Ook het invoervolume nam aanzienlijk minder sterk toe dan in 2010. Toen nam het invoervolume met gemiddeld 10,5% toe ten opzichte van 2009, terwijl het invoervolume in het eerste kwartaal van 2011 5,4% hoger lag dan een jaar eerder. Op kwartaalbasis nam het invoervolume met 1,5% toe ten opzichte van een kwartaal eerder. Doordat de invoer in het afgelopen kwartaal sneller toenam dan de uitvoer, leverde de netto-handel een negatieve bijdrage aan de kwartaal-op-kwartaalgroei. En dat terwijl de kwartaal-op-kwartaalgroei in de tweede helft van 2010 bijna geheel was toe te schrijven aan de positieve bijdrage van de netto-handel (figuur 1).

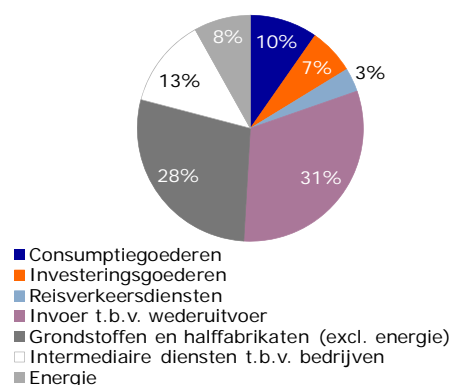
Dat de invoer in het eerste kwartaal relatief sterk groeide, had te maken met de sterke toename van de investeringen (zie verderop). Investeringsgoederen ken-

Figuur 2: Wederuitvoer neemt minder snel toe



Bron: CBS

Figuur 3: Samenstelling van de invoer



Bron: CPB

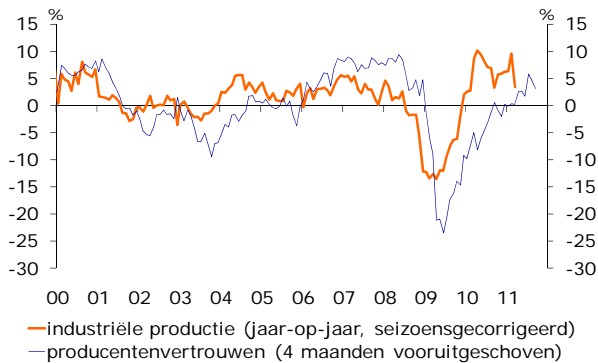


# Nederland

nen over het algemeen een hoge invoerintensiteit. Dat wil zeggen dat de vraag naar deze goederen de invoer in belangrijke mate stimuleert. Ook de vraag naar

grondstoffen en halffabricaten –die vaak niet in Nederland (kunnen) worden geproduceerd– steeg fors, door de sterke groei van de productie. Daar staat tegenover dat de groei van de wederuitvoer, dat wil zeggen goederen die eerst worden ingevoerd en vervolgens met een kleine bewerking weer worden uitgevoerd, in het eerste kwartaal veel lager was dan in 2010 (figuur 2). Een belangrijk deel van de invoer bestaat uit goederen die bestemd zijn voor wederuitvoer (figuur 3). De invoerintensiteit van de uitvoer is dan ook het grootst van alle bestedingscategorieën.

**Figuur 4: Sterke productiegroei in eerste kwartaal**



Bron: CBS

Naar verwachting is de sterke toename van de invoer in het eerste kwartaal van tijdelijke aard. Hetzelfde geldt voor de dip in de uitvoer. Vermoedelijk komt de groei van het invoervolume in 2011 gemiddeld uit op 4¾%, terwijl het uitvoervolume naar schatting met gemiddeld 6¼% toeneemt. Daarmee is de netto-handel dit jaar opnieuw de belangrijkste motor achter de economische groei. In 2012 is het groeitempo van zowel het uitvoer- als het invoervolume met respectievelijk 4½% en 3¾% opnieuw lager, in het kielzog van de afzwakkende wereldhandelsgroei.

## Producenten helpen Nederland vooruit

In het eerste kwartaal van 2011 nam het particuliere investeringsvolume op kwartaalbasis met ruim 10% toe. Sinds 1986 is de kwartaal-op-kwartaal investeringsgroei niet meer zo hoog uitgevallen. Het investeringsvolume is echter nog altijd bijna 15% geringer dan op de top in 2008. De sterke groei was vooral te danken aan de hoge investeringen in woningen en de grond-, weg- en waterbouw, die mogelijk werden gemaakt door de zachte winter. Het aantal productieve uren in de bouw in één kwartaal is in de afgelopen twintig jaar nog nooit zo hoog geweest als in het eerste kwartaal van 2011. Helaas betekent dit niet dat de bouwsector nu uit de problemen is. Het effect van het gunstige bouwweer is immers tijdelijk en hierdoor zakken de investeringen in bouw in de komende periode naar verwachting weer terug naar hun oude niveau.

De buitengewone opleving van de investeringen zet in de rest van dit jaar vermoedelijk niet in hetzelfde tempo door. Hoewel de industriële productie in het eerste kwartaal met bijna 3% steeg ten opzichte van het voorgaande kwartaal

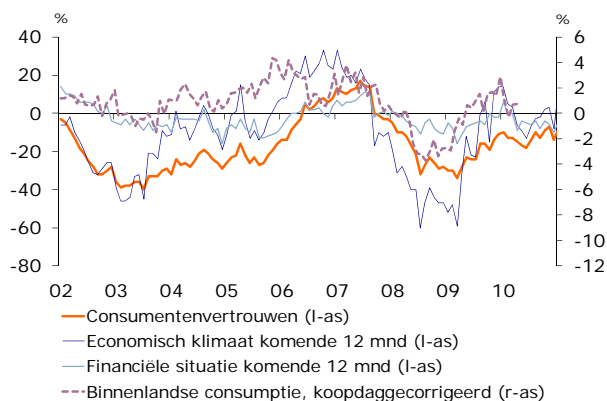
# Nederland

en de bezettingsgraad verbeterde tot 80,7%, nam het producentenvertrouwen maar mondjesmaat toe van 2,7 in januari naar 3,1 in mei (figuur 4). Aanvankelijk gingen ondernemers in de industrie weliswaar zeer positief het jaar in, maar in de afgelopen twee maanden liep het vertrouwen wat terug. Dit was mede het gevolg van een verslechtering van het oordeel over de orderpositie. Desondanks staan de investeringsseinen op groen. Producenten hebben aangegeven aan dat zij van plan zijn om dit jaar aanzienlijk meer te investeren dan vorig jaar, zowel ter vervanging van oude machines als ter uitbreiding van de bestaande productiecapaciteit. Hopelijk voegen ze de daad bij het woord. Voor het bedrijfsleven als geheel komt het investeringsvolume naar verwachting 3% hoger uit dan in 2010. In 2012 bedraagt de groei naar schatting 3¼%. Daarmee is het investeringsvolume aan het eind van 2012 nog lang niet terug op het niveau van voor de crisis.

## Koopgolf onder consumenten blijft uit

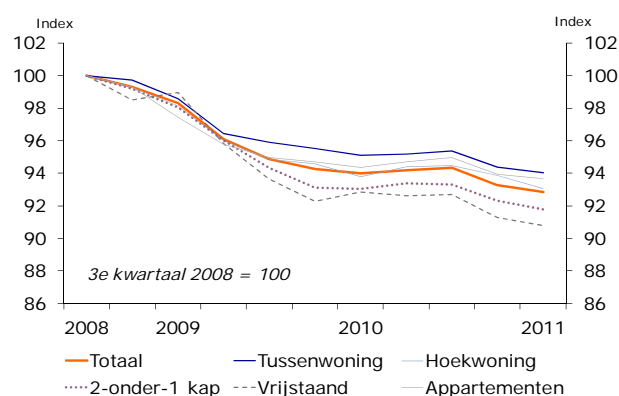
Zoals verwacht bleef een koopgolf onder consumenten in het afgelopen kwartaal uit. Het consumptievolume daalde met 0,5% kwartaal-op-kwartaal. Het relatief warme weer in de eerste maanden van dit jaar zorgde voor een lager gasverbruik, terwijl het barre winterweer in de laatste maanden van 2010 juist zorgde voor extra consumentenbestedingen aan gas. Als door de dynamiek die het gasverbruik veroorzaakt wordt heengekeken, dan is de consumptie ronduit zwak. Dit komt echter niet als een verrassing. In de afgelopen maanden is de situatie op de arbeidsmarkt nauwelijks verbeterd (zie verderop) en het beschikbaar inkomen amper toegenomen, onder andere door hogere zorgpremies en oplopende inflatie. De consumptieve bestedingen kunnen dan ook alleen toenemen als consumenten op hun besparingen interen, maar hiertoe lijken zij vooralsnog niet bereid. Ook voor de nabije toekomst voorzien we niet dat Nederlanders hun

Figuur 5: Consument somber gestemd



Bron: CBS

Figuur 6: Huizenprijsontwikkeling



Bron: CBS

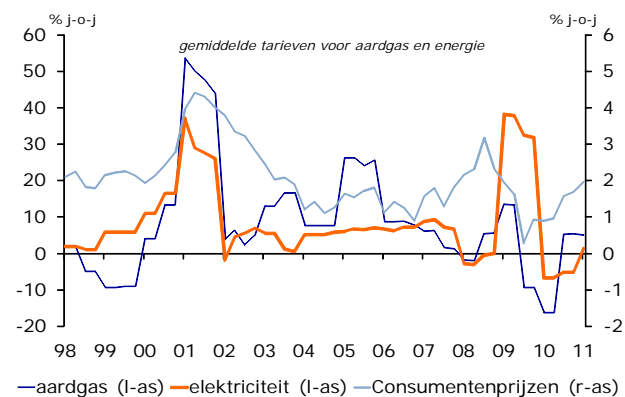
# Nederland

calvinistische inborst de rug toekeren. De consument blijft somber gestemd (figuur 5) en dit moedigt het spekken van het spaarvarken aan. De pessimistische stemming hangt mogelijk samen met de onzekerheid omtrent pensioenen (box 1) en de verwachte negatieve huizenvermogensontwikkeling (figuur 6). Vermoedelijk nemen de consumptieve bestedingen dit jaar slechts met ¼% toe. Voor 2012 voorzien we een toename van ½%.

## Box 1: Trammelant in pensioenland

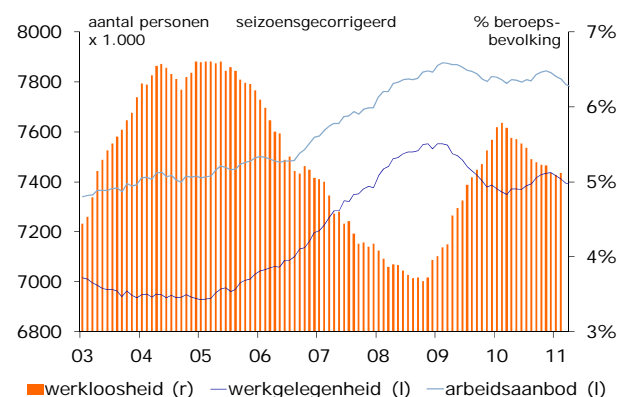
Na lang en moeizaam onderhandelen bereikten werkgevers en de vakbeweging op 4 juni 2010 een voorlopig pensioenakkoord. Hierin werd onder andere afgesproken om de AOW-leeftijd in 2020 naar 66 jaar te verhogen en de pensioenleeftijd aan de levensverwachting te koppelen. Een jaar later is de precieze uitwerking van het pensioenakkoord nog steeds onderwerp van gesprek tussen werkgevers, vakbonden en de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid. Die laatste heeft alvast een wetsvoorstel aangeboden aan de Tweede Kamer waarin de AOW-leeftijd in 2020 wordt verhoogd van 65 naar 66 jaar. Het wetsvoorstel gaat daarmee minder ver dan het pensioenakkoord van de sociale partners uit het voorjaar van 2010 en het regeerakkoord. Daarin werd nog gepleit voor een koppeling van de AOW-leeftijd aan de levensverwachting. Daardoor zou een verdere verhoging van de pensioenleeftijd naar 67 jaar in 2025 mogelijk zijn. Onder druk van gedoogpartner PVV gaat minister Kamp in zijn wetsvoorstel niet verder dan de verhoging van de AOW-leeftijd met één jaar in 2020. Ondertussen kunnen de gesprekspartners nog altijd niet tot overeenstemming komen over de precieze invulling van het akkoord. Bovendien rommelt het ook binnen de organisaties. Recent was er bijvoorbeeld nog sprake van onenigheid tussen de top van vakcentrale FNV en enkele aangesloten bonden. Gelukkig zijn de plooiën inmiddels glad gestreken en hopelijk worden er snel spijkers met koppen

Figuur 7: Inflatie stijgt (kwartaalcijfers)



Bron: CBS

Figuur 8: Arbeidsmarktsituatie stabiliseert



Bron: CBS

# Nederland

---

geslagen, want niets doen is geen optie. Nederland vergrijst en hierdoor moet er steeds meer pensioen worden uitgekeerd. Om het pensioenstelsel betaalbaar te houden, moet de pensioenleeftijd omhoog. Minister Kamp heeft aangegeven dat hij zijn wetsvoorstel eventueel aanpast aan een nieuw pensioenakkoord tussen de sociale partners. Het zou dan een wijs besluit zijn om de pensioenleeftijd sneller te verhogen.

## Inflatie loopt op

In de komende periode gaan er waarschijnlijk nauwelijks meer artikelen over de toonbank, maar naar verwachting is de consument aan de kassa wel meer geld kwijt. De inflatie loopt al enige tijd langzaam op en bedroeg in april 2,1% (figuur 7). Vermoedelijk stijgt de inflatie in de komende maanden verder, aangezien medio 2011 de energiebedrijven hun prijzen aanpassen, de oplopende voedselprijzen op de wereldmarkt in de winkelprijzen worden verwerkt en er aan de pomp nog altijd fors meer moet worden betaald dan een jaar eerder. Vanaf het eind van 2011/begin 2012 neemt de inflatie waarschijnlijk geleidelijk af. Enerzijds is dit het gevolg van de renteverhogingen die de ECB vermoedelijk gaat doorvoeren om de Europese geldontwaarding onder controle te houden. Anderzijds zullen de voedselprijzen op de wereldmarkt weer geleidelijk dalen, omdat de oogsten herstellen. Ook het opwaartse effect van de stijgende energieprijzen op de inflatie is tijdelijk, omdat de olieprijs naar verwachting stabiliseert in de tweede helft van 2011. Voor dit jaar voorzien we dat de inflatie gemiddeld op 2% uitkomt en in 2012 met 1¾% iets lager.

## Arbeidsmarkt stagneert

In de eerste vier maanden van dit jaar nam het aantal werkzame personen met 48.000 af, terwijl het seizoensgecorrigeerde werkloosheidspercentage in april was gedaald tot 5 (figuur 8). Achter de werkgelegenheidscijfers gaan grote verschillen tussen sectoren schuil. Zo profiteerde de industrie en de transportsector van de aantrekkende vraag uit het buitenland, waardoor de vraag naar arbeidskrachten hier fors toenam. Dit gebeurde ook in de bouwsector, waar de gunstige weersomstandigheden zorgden voor extra activiteit. Ook in de zorg en de zakelijke dienstverlening vonden meer mensen een baan in de eerste drie maanden van 2011. In andere sectoren nam de werkgelegenheid juist af, met name in de overheidssector. Dat de werkloosheid niet is opgelopen, komt doordat het arbeidsaanbod is gedaald. Dit is deels een gevolg van het *discouraged worker*-effect. Door de onzekere arbeidsmarktsituatie hebben sommigen de gang naar de arbeidsmarkt nog even uitgesteld. Naast een tijdelijk afname van het arbeidsaanbod als gevolg van het *discouraged worker*-effect zorgt de vergrijzing voor een meer structurele daling van de beroepsbevolking. Vorig jaar vormde wat dat betreft het omslagpunt. Vanaf dat moment bereiken de eerste baby-

# Nederland

---

## **Box 2: Zonder Roemenen en Bulgaren geen beschuit met aardbeien<sup>2</sup>**

In de afgelopen jaren zijn steeds meer werknemers uit Midden- en Oost-Europese landen (ook wel 'MOE-landen' genoemd) in Nederland komen werken (figuur 9). Onlangs heeft minister Kamp van Sociale Zaken en Werkgelegenheid aangekondigd dat hij de arbeidsmigratie uit Bulgarije en Roemenië aan banden wil leggen, omdat de MOE-landers banen van werklozen zouden inpikken. Deze aankondiging heeft geleid tot boze reacties van tuinders, die veel MOE-landers in dienst hebben. En terecht, want het voorgestelde beleid is kortzichtig.

Op dit moment worden Nederlandse werknemers nauwelijks verdrukt. Veel Nederlandse werklozen willen niet in de agrarische sector werken, omdat het werk te zwaar zou zijn. Zelfs als zij hiertoe worden verplicht, dan levert dit personeel naar verwachting niet dezelfde kwaliteit en prestatie voor hetzelfde geld als MOE-landers. De tuinders hebben de Bulgaren en Roemenen dan ook hard nodig. Ook op lange termijn is het beleid schadelijk. Door de vergrijzing hebben we arbeiders in de toekomst hard nodig, maar door de aangekondigde maatregelen dreigen we de slag om de arbeidsmigrant met het buitenland te verliezen.

boomers (geboren vlak na de Tweede Wereldoorlog) de pensioengerechtigde leeftijd. In de komende jaren zullen steeds meer babyboomers de arbeidsmarkt verlaten, waardoor het arbeidsaanbod daalt. Om die ontwikkeling te stoppen, kan het stimuleren van arbeidsmigratie vanuit andere landen een goed idee zijn. Toch zet de Nederlandse regering de deur voor arbeidsmigratie niet wijd open (box 2). Gegeven de beperkte toename van de arbeidsvraag en de daling van het arbeidsaanbod, blijft de werkloosheid dit en komend jaar vermoedelijk rond 5% schommelen.

## **Overheid: Miljoenen gezocht!**

In 2011 maakt de overheid een begin met de bezuinigingsopgave van in totaal € 18 miljard in de periode 2011-2015; € 2,9 miljard daarvan moet dit jaar worden gerealiseerd. Vooral de ambtenaren krijgen het zwaar. Het kabinet is van plan om dit jaar € 790 miljoen te bezuinigen op de loonontwikkeling in de collectieve sector. Andere grote bezuinigingsposten zijn ontwikkelingssamenwerking (€ 340 miljoen) en doelmatig beheer bij defensie (€ 200 miljoen). Het is echter de vraag of de bezuinigingsopgave voor dit jaar wordt volbracht. Volgens de Bezuinigingsmonitor 2011, die onlangs is gepubliceerd door de Algemene Rekenkamer, ligt de regering nu al achter op schema. Bovendien liggen nog meer uitga-ventegenvallers op de loer. Zo zorgt de politieke situatie voor veel onzekerheid. De regering van CDA en VVD is voor een meerderheid in de Tweede Kamer afhankelijk van de gedoogsteun van de PVV, maar de gedoogpartners kunnen

---

<sup>2</sup> Zie ook Smid, T. en R. van de Belt (2011). Themabericht 2011/13: Zonder Roemenen en Bulgaren geen beschuit met aardbeien. Rabobank Nederland, mei 2011.

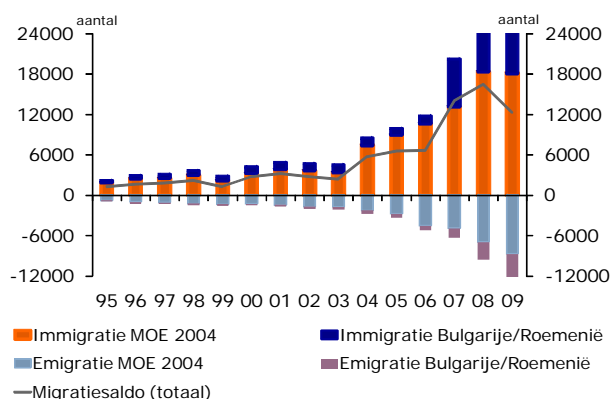
# Nederland

niet rekenen op een meerderheid in de Eerste Kamer. Voor veel kabinetssystemen ontbreekt bovendien een breed maatschappelijk draagvlak. Vooralsnog geven we het kabinet het voordeel van de twijfel en gaan we er vanuit dat de gezochte miljoenen daadwerkelijk worden gevonden. We voorzien dat het EMU-saldo in 2011 op  $-3\frac{1}{2}\%$  van het BBP uitkomt. Naar verwachting voldoet de Nederlandse overheid in 2012, met een feitelijk begrotingstekort van  $2\frac{1}{4}\%$  van het BBP, weer aan de norm van 3% die in het Stabiliteits- en Groeipact is vastgelegd.

## Tot besluit: Hardlopers zijn doodlopers

Bekend is de fabel van de langzame schildpad die het in een wedloop opnam tegen de snelle haas. De haas denkt gemakkelijk te kunnen winnen en spant zich daarom niet echt in. Tijdens de wedstrijd besluit hij zelfs een dutje te doen. Maar wanneer hij wakker wordt, heeft de schildpad de finish al bereikt. Langzaam-maar-zeker-werk leidt tot goede resultaten, zo luidt de moraal van dit verhaal. Dit laatste geldt in zekere zin ook voor de economie. Een geleidelijk economisch herstel heeft de voorkeur boven een abrupte opleving. Een sterk herstel in korte tijd leidt doorgaans tot tijdelijke schaarste, omdat de aanbodzijde van de economie de vraag niet kan bijbenen. Dit leidt tot sterke prijsstijgingen. Met name voor kleine open economieën, zoals Nederland, kan dit vervelende gevolgen hebben. Wanneer de prijsstijgingen worden doorberekend in de loonkosten komt de concurrentiepositie immers onder druk te staan en kunnen we minder profiteren van de groei van de wereldhandel. Het is daarom te hopen dat de schildpad de komende tijd rustig zijn weg vervolgt. Natuurlijk helpt het wanneer hij zo nu en dan een steuntje in de rug krijgt van een snelle haas, uit Azië of Duitsland bijvoorbeeld, die voor wat extra vraag naar Nederlandse waar zorgt. Maar een duurzaam herstel rekt vooral op de eigen kracht van de binnenlandse bestedingen en een goede concurrentiepositie.

**Figuur 9: Migratiestromen van MOE-landers**



Bron: CBS

**Tabel 1: Kernegegevens**

jaar-op-jaar mutatie in %	2010	2011	2012
Bruto Binnenlands Product	1,8	2	1 $\frac{3}{4}$
Particuliere consumptie	0,4	$\frac{1}{4}$	$\frac{1}{2}$
Overheidsbestedingen	1,5	0	$-\frac{1}{2}$
Private investeringen	-4,7	3	3 $\frac{1}{4}$
Goederen- en dienstenuitvoer	10,9	6 $\frac{1}{4}$	4 $\frac{1}{2}$
Goederen- en diensteninvoer	10,5	4 $\frac{3}{4}$	3 $\frac{3}{4}$
Consumentenprijsindex	1,3	2	1 $\frac{3}{4}$
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	5,5	5	5
Begrotingssaldo overheid (% BBP)	-5,4	-3 $\frac{1}{2}$	-2 $\frac{1}{4}$
Overheidsschuld (% BBP)	62,7	65 $\frac{1}{2}$	66
Saldo lopende rekening (% BBP)	5,5	6 $\frac{1}{2}$	7

Bron: CBS, Rabobank

Ruth van de Belt  
R.Belt@rn.rabobank.nl

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

# Eurozone

## Sterke start van het jaar

*Als een goed begin het halve werk is, dan biedt het eerste kwartaal van dit jaar hoop voor het door een schuldencrisis geplaagde eurogebied. De economie groeide in de eerste drie maanden van het jaar sneller dan verwacht. Maar die vliegende start was deels te danken aan uitzonderlijk weer. Wij verwachten een verder economisch herstel, maar de verschillen tussen de lidstaten blijven groot.*

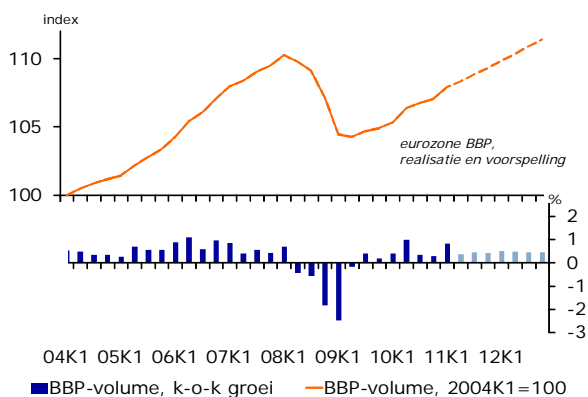
### Sterke economische groei

De economie van het eurogebied heeft een sterke start van het jaar gemaakt. Het reële bruto binnenlands product (BBP) groeide in het eerste kwartaal met 0,8% ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Dat is een flinke versnelling van de 0,3% k-o-k groei in het kwartaal ervoor (figuur 1). De sterke groei was deels te danken aan een lichte versnelling van de exportgroei, in lijn met de sterkere groei van de wereldhandel. Maar de grootste bijdrage aan de toename van de vraag naar goederen en diensten werd geleverd door de binnenlandse bestedingen (figuur 2), met de investeringen in vaste activa voorop. De private consumptie leverde net als in de voorgaande kwartalen een positieve maar bescheiden bijdrage aan de groei. Door de combinatie van exportgroei en hogere binnenlandse bestedingen was de groei in het eerste kwartaal van dit jaar breder gedragen dan in de tweede helft van 2010. De werkloosheid daalde in het eerste kwartaal van 2011 naar 9,9%, van 10% een kwartaal eerder.

### Abnormaal weer

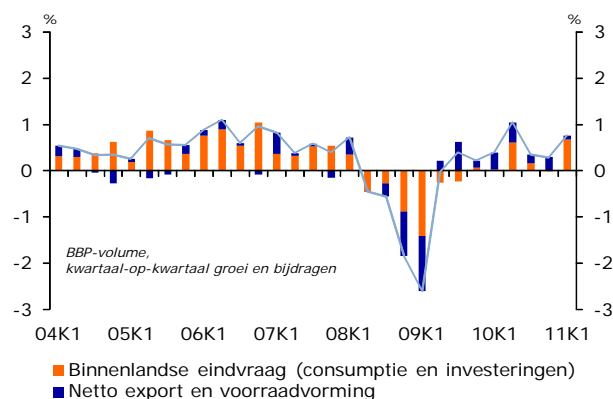
Hoewel de economie in het eurogebied ontegenzeggelijk een goede start van het jaar heeft gemaakt, is de economische dynamiek in het laatste kwartaal van 2010 en het eerste kwartaal van dit jaar deels ook bepaald door de afwisseling van relatief slecht en koud weer eind 2010 en een relatief warme start van 2011. Het slechte weer van eind 2010 leidde tot minder bouwactiviteiten en meer vervoersbelemmeringen, waardoor de economische groei in het laatste kwartaal van 2010 werd beperkt. Daardoor viel de economische groei tegen.

**Figuur 1: Herstel eurozone BBP**



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

**Figuur 2: Binnenlandse vraag neemt stokje over**



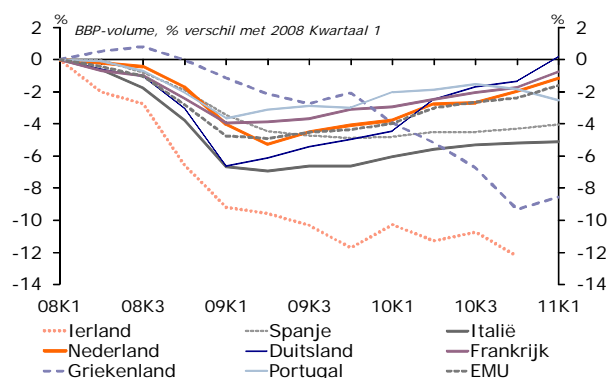
Bron: NIESR, Reuters EcoWin, Rabobank

# Eurozone

Naast een normalisatie van de productie door het einde van het slechte weer was het in januari en februari voor het seizoen juist relatief warm. Daardoor nam de productie van gebouwen en infrastructuur in een aantal landen toe. Dit

zien we terug in de sterke groei van de investeringen in vaste activa en is deels de oorzaak van het hoge BBP-groecijfer in het eerste kwartaal. Een deel van deze groei is echter niet gedreven door een grotere vraag naar investeringsgoederen op basis van betere economische vooruitzichten, maar door een hogere productie van reeds in gang gezette projecten. Bovendien zal het positieve effect op de bouwproductie bij een normaal weerpatroon in het tweede kwartaal weer verdwijnen. Wij verwachten dan ook dat de economische groei in het tweede kwartaal aanzienlijk lager zal zijn dan in het eerste kwartaal van 2011.

**Figuur 3: Grote verschillen in eurogebied**



Bron: Reuters EcoWin

## Herstel zet door

Voor de rest van 2011 en gedurende 2012 voorzien wij een economische groei van tussen de 0,4% en 0,5% per kwartaal. Daarmee komt de door ons verwachte jaarlijkse BBP-groei voor 2011 uit op 2% en voor 2012 op 1¾%. Hoewel dit voor het eurogebied best respectabele groeicijfers zijn, zal de werkloosheid hierbij maar mondjesmaat dalen. Wij verwachten dat deze voor het eurogebied eind 2012 pas is gedaald tot 9%, van 10% in 2010.

## Eenheid van grote verschillen

Achter de economische groei van het eurogebied als geheel gaan grote verschillen schuil (figuur 3). Duitsland was in het eerste kwartaal de koploper met 1,5% groei (k-o-k), Portugal met -0,7% de hekkensluiter. In Duitsland, Oostenrijk en België was het BBP in het eerste kwartaal van 2011 weer terug op het niveau van voor de recessie. Nederland en Frankrijk lopen daarbij nog iets achter, maar naderen ook het punt waarop het productievolume weer even hoog is als aan het begin van 2008. Griekenland kende in het eerste kwartaal van 2011 een relatief hoge economische groei, maar dit was bij lange na niet voldoende om de forse krimp in de kwartalen daarvoor weer goed te maken. Portugal is door (de op handen zijnde) bezuinigingen en structurele hervormingen opnieuw in recessie geraakt. In Italië en Spanje is wel sprake van economische groei, maar het herstel gaat erg langzaam, waardoor het verschil met het BBP-niveau van voor de recessie nog steeds aanzienlijk is. Voor Ierland komen de cijfers voor het eerste kwartaal pas eind juni beschikbaar, maar het zal nog jaren duren voor het BBP-niveau hier is hersteld.



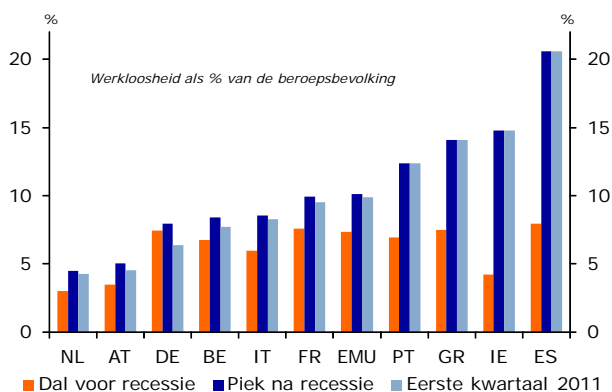
# Eurozone

De grote verschillen in economische groei zijn ook goed terug te zien in de werkloosheidspercentages (figuur 4). In Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje bereikte de werkloosheid in het eerste kwartaal van 2011 een nieuw hoogtepunt sinds de start van de recessie. In de overige landen heeft de werkloosheid inmiddels één of meerdere stappen naar beneden gezet. Duitsland vormt met een werkloosheid die zelfs lager is dan het laagste niveau van voor de recessie een duidelijke positieve uitzondering op het geheel. In een apart hoofdstuk van dit Economisch Kwartaalbericht over Duitsland bekijken wij dit *Arbeitsmarktwunder* nader.

Ook voor de rest van 2011 en volgend jaar verwachten wij dat de noord-zuidverschillen in economische groei zullen blijven bestaan (figuur 5). Bezuinigingen bij de overheid en schuldafbouw in de private sector (zie ook Themabericht 11/11 *Ook private schuldafbouw periferie noodzakelijk*) zullen de binnenlandse vraag in Zuid-Europa en Ierland doen dalen of de groei sterk beperken. In Zuid-Europa wordt dit door een beperkte concurrentiekracht maar ten dele gecompenseerd door een verdere groei van de export. De door ons verwachte gemiddelde BBP-groei in 2011-2012 loopt uiteen van 2¾% in Duitsland tot -1½% in Portugal.

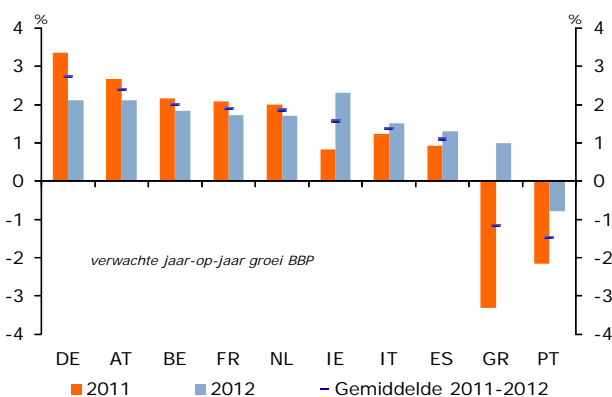
De trage groei in Italië is opvallend, omdat de banken relatief ongeschonden uit de wereldwijde financiële crisis zijn gekomen en er geen sprake is geweest van een leeglopende vastgoedbubbel zoals in Spanje en Ierland. Bovendien staat het land minder dan Griekenland en Portugal onder druk om te bezuinigen of structurele hervormingen door te voeren. De recessie is dan ook vooral bepaald door een forse krimp van de export. In Duitsland was dit ook het geval. Toch is de Duitse economie al weer boven Jan, terwijl Italië flink achterblijft. In de box *Waarom Duitsland snel maar Italië langzaam herstelt* bespreken we hoe dit komt.

**Figuur 4: Verschillen in werkloosheid**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 5: Verwachte verschillen in BBP-groei**



Bron: Rabobank

# Eurozone

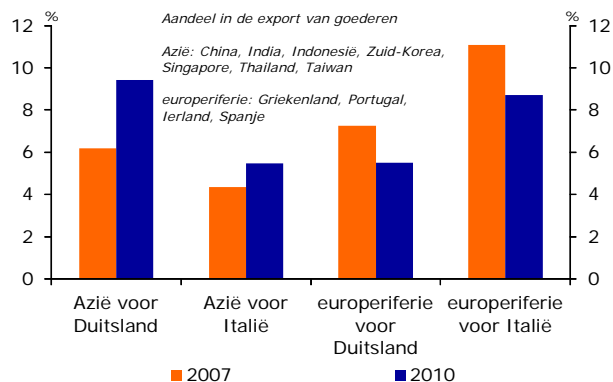
## Box 1: Waarom Duitsland snel maar Italië langzaam herstelt

De Duitse economie is de duidelijke koploper in het eurogebied. De krimp van het BBP-volume was een van de grootste in het eurogebied, maar inmiddels is het productieniveau weer helemaal hersteld. De Italiaanse recessie was nog dieper dan de Duitse. Maar in tegenstelling tot in Duitsland is het herstel er tot nu toe erg traag verlopen (figuur 3). Dit is toe te schrijven aan twee factoren.

Ten eerste is de dynamiek van de Duitse export door de verdeling ervan naar regio's en goederen een stuk gunstiger geweest dan in Italië. Voor de recessie was het deel van de export dat naar Azië ging in Duitsland al groter dan in Italië, terwijl het aandeel van de probleemlanden aan de rand van Europa voor Duitsland juist kleiner was (figuur 6). Italië heeft door de verdeling van het exportpakket meer last van de recessie in de Europese periferie en minder baat bij de economische groei in Azië dan Duitsland. Bovendien heeft Duitsland, gezien de forse toename van het aandeel van Azië, veel meer kunnen profiteren van de Aziatische groei. Dit is weer te danken aan het grotere aandeel van kapitaalgoederen in de Duitse export (44%, tegen 32% in Italië). De groei in Azië is in hoge mate gedreven door hogere investeringen. Duitsland maakt dus meer dan Italië de goederen die het hard groeiende deel van de wereld nodig heeft.

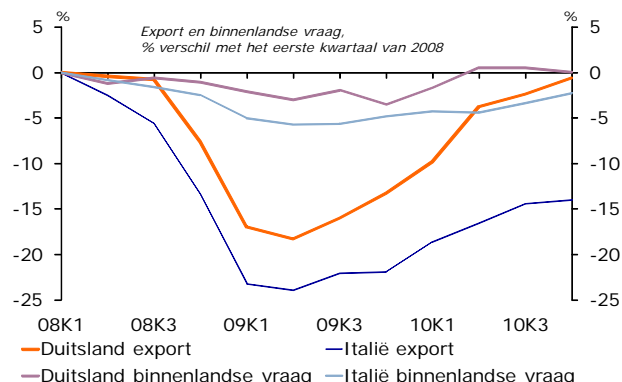
Het tweede belangrijke verschil tussen Duitsland en Italië is de mogelijkheid om de effecten van de recessie met behulp van begrotingsbeleid te verzachten. De Italiaanse staatsschuld was in 2007 al erg hoog (103,6%-BBP) en er was sprake van een begrotingstekort (1,5%-BBP). Daardoor was het voor de overheid nauwelijks mogelijk om met lagere belastingen of hogere uitgaven de economie te ondersteunen. Duitsland (staatsschuld 64,9%-BBP en klein begrotingsoverschot in 2007) had die mogelijkheid wel en heeft die ook gebruikt. De binnenlandse vraag is in Duitsland dan ook minder ver weggezakt dan in Italië (figuur 7).

Figuur 6: Wedden op het verkeerde paard



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 7: Exportgroei maakt het grote verschil



Bron: NIESR

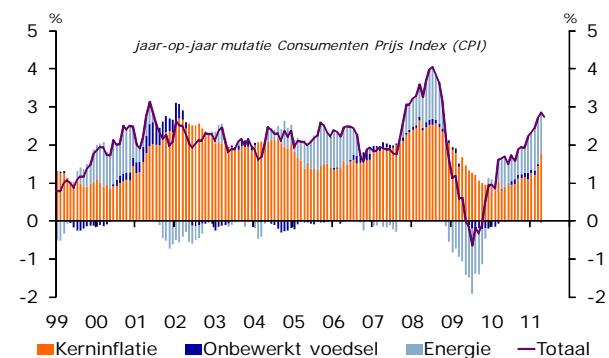
# Eurozone

## Export biedt minder steun...

De exportgroei was in 2010 de belangrijkste oorzaak van de economische groei. Voor dit en volgend jaar verwachten wij een minder sterke groei van het export-

volume door een minder hard groeiende wereldhandel dan in 2010. Daarnaast is de euro relatief duur. De recente waardedaling ten spijt is de euro/dollarkoers van boven de 1,40 nog steeds een stuk hoger dan in de tweede helft van 2010, toen een euro gemiddeld 1,33 dollar kostte. Wij verwachten bovendien een verdere waardestijging van de euro ten opzichte van de dollar (zie het hoofdstuk *Rente en Valuta* in dit Economisch Kwartaalbericht). Ook in handelsgewogen termen zal de euro dit en volgend jaar naar verwachting relatief sterk blijven, wat naast de lagere groei van de wereldhandel de exportgroei zal beperken. Per saldo verwachten wij voor 2011 een exportgroei van

**Figuur 8: Inflatie fors gestegen**



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

7½%, gevolgd door 5½% in 2012.

## ... maar investeringen en consumptie bieden tegenwicht

Hoewel de binnenlandse bestedingen in veel landen worden tegengewerkt door bezuinigingen en belastingverhogingen, is er wel ruimte voor een voorzichtige groei. Het door de exportgroei opgestuwde productievolume zal een positief effect hebben op de private investeringen. Die zijn tijdens de recessie fors afgenomen, maar als de productie weer op peil komt, is er aanleiding voor zowel vervangings- als uitbreidingsinvesteringen. Voor 2011 en 2012 verwachten wij een reële investeringsgroei van 3%. Omdat in een deel van het eurogebied de werkgelegenheid en de beschikbare inkomens stijgen en het consumentenvertrouwen verbetert, zien wij ruimte voor een verdere groei van de particuliere consumptie. Cruciaal daarbij is onze aanname dat de Duitse consumptie dit en volgend jaar flink zal toenemen. Dit zal deels compenseren voor de verwachte krimp of stagnatie van de consumptieve bestedingen in Zuid-Europa en Ierland, waar in de jaren voorafgaand aan de wereldwijde recessie een belangrijk deel van de Europese consumptiegroei werd gerealiseerd.

## Inflatie fors hoger

De inflatie is dit jaar gestaag gestegen, van 2,3% in januari naar 2,8% in april, om in mei weer een stukje terug te vallen naar 2,7%. In tegenstelling tot de tweede helft van 2010, toen de stijgende inflatie toe te schrijven was aan een hogere bijdrage van de energieprijzen, is de recente beweging grotendeels terug te voeren op de kerninflatie. Gezien de nog steeds relatief hoge olieprijs zal de energiebijdrage pas eind 2011, begin 2012 significant dalen. Daardoor komt de gemiddelde inflatie naar verwachting uit op 2½% in 2011 en 1½% in 2012.

# Eurozone

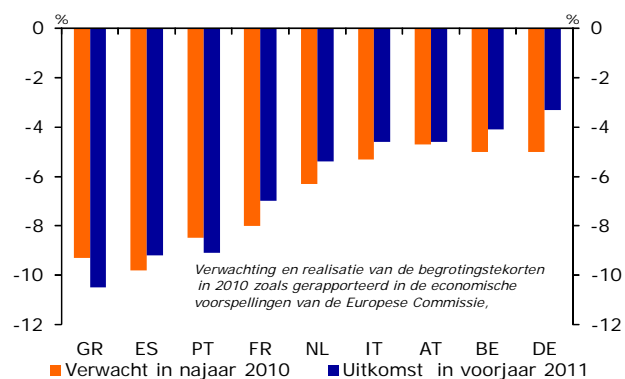
## Tekortreductie overheden sneller dan verwacht

Het begrotingstekort van de overheden in de eurozone als geheel kwam in 2010 uit op 6%-BBP. Dat is iets lager dan de 6,3% in het voorgaande jaar en bovendien beter dan de verslechtering naar 6,6% die de Europese Commissie in het najaar van 2010 nog verwachtte (figuur 9). De betere uitkomst dan gedacht geldt voor bijna alle landen in het eurogebied, maar helaas niet voor de landen met de grootste tekorten. Ierland vormt de belangrijkste uitzondering, omdat het begrotingstekort daar door een forse kostenpost voor de redding van het bankwezen opliep naar ruim 32%-BBP. Ook in Griekenland en Portugal was de uitkomst slechter dan de eerdere verwachtingen. Vooral het tegenvallende resultaat in Griekenland is de laatste weken prominent in het nieuws, omdat het halen van de begrotingsdoelstellingen een voorwaarde is voor het ontvangen van financiële steun. Hoewel minder dan verwacht, werd het Griekse begrotingsstekort wel teruggedrongen van 15,4%-BBP naar 10,5%. Wetende dat het BBP met 4,5% kromp is dit een zeer uitzonderlijke prestatie, die in de huidige commentaren rond de Europese schuldencrisis maar al te vaak wordt vergeten. In het eurogebied als geheel en in vrijwel alle individuele lidstaten worden dit en volgend jaar verdere stappen gezet in het verbeteren van de overheidsfinanciën. Door verdere economische groei in Noord-Europa en bezuinigingsmaatregelen in het gehele eurogebied verwacht de Europese Commissie dat het begrotingsstekort voor de eurozone in 2012 zal zijn teruggedrongen tot 3,5% van het BBP.

## Prima geheel

Wie naar het eurogebied als geheel kijkt, ziet een economie die langzaam maar zeker herstelt van een flinke recessie. De werkloosheid daalt, de overheidsfinanciën worden op orde gebracht en de inflatie blijft onder controle. Door een tekort aan economische en politieke integratie tussen de landen in de eurozone helpt dit echter weinig om de Europese schuldencrisis te bezweren. Aan politici nu de taak om het geheel, dat er best redelijk voor staat, bij elkaar te houden.

**Figuur 9: Begrotingstekorten vergeleken**



Bron: Europese Commissie

**Tabel 1: Kerngegevens**

jaar op jaar mutatie in %	'10	'11	'12
Bruto binnenlands product	1,8	2	1¾
Particuliere consumptie	0,8	1	1
Private investeringen	-0,4	3	3
Overheidsuitgaven	0,9	¾	-½
Uitvoer goederen en diensten	11,0	7½	5½
Invoer goederen en diensten	9,1	5¼	4¾
Consumentenprijzen	1,6	2½	1½
Werkloosheid (%)	10,1	9¾	9¼
Begrotingssaldo (% BBP)	-6,0	-4¼	-3½

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Tim Legierse  
T.Legierse@rn.rabobank.nl

# Duitsland

## Het Arbeidsmarktwonder ontmaskerd

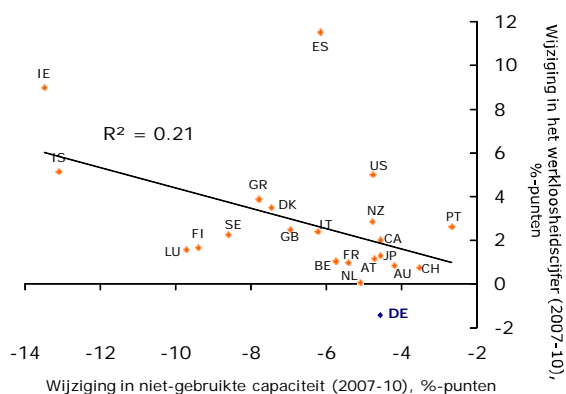
*In dit artikel betogen we dat het Duitse Arbeidsmarktwonder niet alleen het resultaat is van hervormingen, maar ook van een dosis geluk in de vorm van een snel herstel van de wereldeconomie. Daarnaast speelde de zeer geringe groei van de beroepsbevolking een rol.*

In de eerste helft van het afgelopen decennium werd Duitsland 'de zieke man van Europa' genoemd. Tijdens de financiële crisis werd het land zelfs nog zieker; de krimpcijfers van het Duitse BBP behoorden tot de hoogste van de OESO-landen. Het verschil met de huidige stand van zaken is indrukwekkend. De economische slagkracht van het land en met name het *Arbeitsmarktwunder* vormt een bron van jaloezie voor de meeste westerse landen. Overal ter wereld vragen beleidsmakers zich af hoe ze het Duitse *Arbeitsmarktwunder* hadden kunnen evenaren. En daar is ook alle reden toe. Gezien de zware economische krimp is het echt verbazingwekkend dat Duitsland het enige OESO-land is waar het werkloosheidscijfer zich tijdens de crisis *omlaag* bewoog (figuur 1). Dit weersprekt de voorspelling van de economische theorie –en meer specifiek de wet van Okun– die stelt dat de werkloosheid stijgt als het BBP daalt. Voor de crisis was dat in Duitsland ook het geval. Op basis van de verhouding tussen BBP-groei en werkloosheid in de periode 2000-2007 kunnen we berekenen wat het werkloosheidscijfer zou zijn geweest als de arbeidsmarkt op dezelfde wijze als in het verleden op de BBP-groei had gereageerd. Onze schatting komt uit op een werkloosheidscijfer van circa 9,4% in plaats van 7,0% (figuur 2). Dit was in feite ook de reden dat er in bijna alle economische voorspellingen, ook in die van ons, vanuit werd gegaan dat het Duitse werkloosheidscijfer door de recessie zou stijgen. De vraag is dus waarom de arbeidsmarkt bij onze oosterburen veerkrachtiger bleek dan verwacht. Daar zijn een aantal redenen voor aan te voeren.

### Goed arbeidsmarktbeleid voorafgaand aan de crisis

Duitse beleidsmakers geven zichzelf graag schouderklopjes voor de arbeidsmarkthervormingen die zij voorafgaand aan de crisis door hebben gevoerd. Daar bestaat ook zeker reden toe. Onder bondskanselier Gerhard Schröder zijn tussen

Figuur 1: De daling van het werkloosheidscijfer...



Bron: OESO

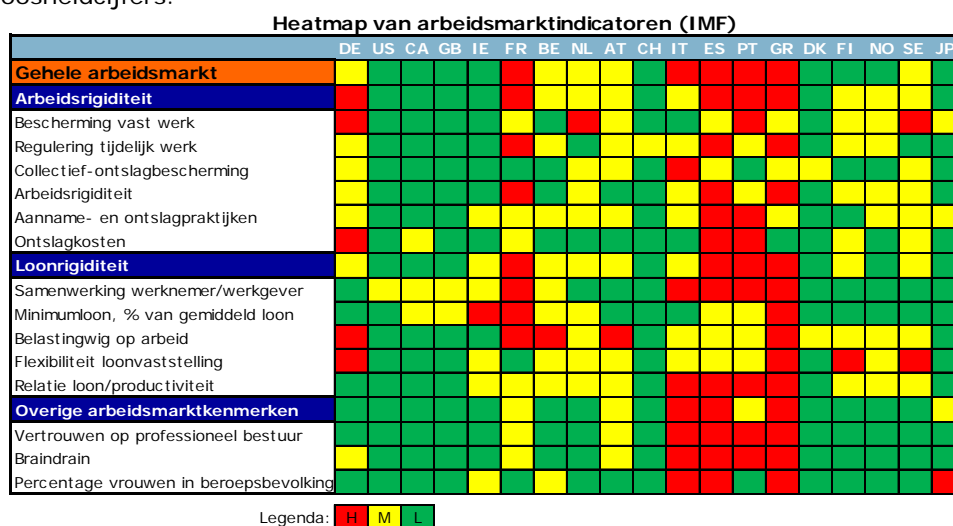
Figuur 2: ...ondermijnt de voorspelling van Okun



Bron: OESO, Rabobank

# Duitsland

2003 en 2005 belangrijke hervormingen doorgevoerd, de zogenaamde *Hartz IV*-hervormingen. Deze hervormingen richtten zich op het vergroten van de flexibiliteit van werknemers en hun integratie op de arbeidsmarkt, door stimulerende en dwingende maatregelen. Een aantal wettelijke beperkingen (bijvoorbeeld op het gebied van tijdelijke contracten en arbeidstijd) werd verruimd. Daarnaast werd het recht op een werkloosheidsuitkering verkort tot twaalf maanden. Maar er bleef ook een aantal rigide punten ongewijzigd. Een blik op de IMF-heatmap voor arbeidsmarktindicatoren maakt duidelijk dat Duitsland in vergelijking met andere OESO-landen nog steeds tal van structurele inefficiënties op de arbeidsmarkt kent. In landen waar de werkloosheidscijfers veel harder stegen, zoals in de VS en het VK, was de arbeidsmarkt veel minder star. De genoemde hervormingen kunnen dan ook niet de enige verklaring zijn voor het verschil in werkloosheidscijfers.



Bron: OESO, World Economic Forum, IMF

De tabel geeft indicatoren van structurele inefficiënties op de arbeidsmarkt. H, M en L staan voor hoge, gemiddelde en lage inefficiëntie, relatief beschouwd.

## Kloeke beleidsreactie tijdens de crisis

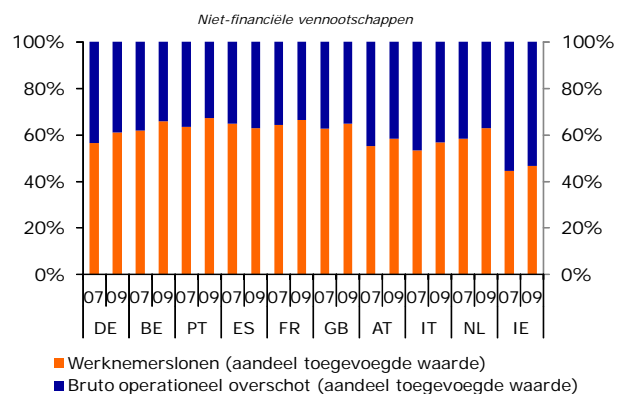
Bijna alle OESO-landen kwamen tijdens de crisis met maatregelen om de werkgelegenheid te ondersteunen, vooral via actief arbeidsmarktbeleid. Duitsland vormde hierop zeker geen uitzondering. De maatregelen die Duitsland nam waren (i) het verlagen van de WW-premie voor werknemers en werkgevers in 2009–2010; (ii) het vereenvoudigen van de procedures voor werktijdverkortingsregelingen (WTV); (iii) het verlengen van de WTV-regeling voor uitzendkrachten tot eind 2010; (iv) het verlengen van de maximumduur van WTV van zes tot 24 maanden; en (v) nieuwe gesubsidieerde opleidingen voor WTV. WTV-regelingen bestonden in Duitsland al lang voor de recente crisis. In de periode 2008–2009 werden deze echter zodanig uitgebreid dat op het hoogtepunt (halverwege 2009) 1,5 miljoen werknemers onder deze regelingen vielen. Het aantal werknemers in een WTV-regeling is nu gezakt tot rond de 200.000. Het actieve arbeidsmarktbeleid heeft ongetwijfeld geholpen, maar zoals gezegd was Duitsland niet het enige land dat de strijd met de crisis aanging. Zo voerde Spanje

# Duitsland

een soortgelijk actief arbeidsmarktbeleid uit, maar daar steeg het werkloosheidscijfer tot boven de 20%. We moeten hier benadrukken dat het enorme verschil tussen de werkloosheidscijfers van Duitsland en Spanje niet volledig kan

worden toegeschreven aan de inefficiënte inrichting van de arbeidsmarkt in het Zuid-Europese land.

**Figuur 3: Herverdeling van het inkomen**



Bron: Eurostat

## Arbeid hamsteren

De rol van niet-financiële vennootschappen (NFV's) mag hierbij niet over het hoofd worden gezien. Duitse exportproducenten zijn bekend om hun gespecialiseerde en hoogopgeleide personeel. Het verlies van de bedrijfsspecifieke kennis van hun werknemers zou een zeer kostbare aangelegenheid worden. Denk aan de hoge kosten voor het werven, aannemen en opleiden van personeel. Werkgevers hadden bovendien nog steeds de krappe arbeidsmarkt van de economische bloeiperiode van 2006-

2007 in hun achterhoofd, toen het zeer moeilijk was gekwalificeerd personeel te vinden. NFV's besloten daarom de kern van hun personeelsbestand aan boord te houden en te hopen op een snel herstel. Dankzij hun solide financiële positie en de sterke winstgroei in de periode voor de crisis konden ze hun werknemers tijdens de crisis in dienst houden. Een gevolg van dit hamsteren van arbeid was dat de operationele winst van NFV's in verhouding tot de bruto toegevoegde waarde tijdens de crisis afnam. Met andere woorden, er vond een herverdeling van het inkomen plaats van werkgevers naar werknemers. Dit gebeurde echter ook in veel andere OESO-landen (figuur 3). Ook de rol van flexibele werktijden via *urensaldo's* hielp de NFV's bij het vermijden van massaontslagen. Van deze *urensaldo's* werd al in 2003 door 41% van de werknemers gebruikgemaakt. In de bloeiperiode van 2005 tot begin 2008 werd op deze saldo's een flink overschot aan arbeidsuren verzameld. Toen de recessie inzette, beschikte men dus over een niet onaanzienlijke buffervoorraad. In reactie op de crisis konden bedrijven hun werknemers dwingen hun opgebouwde overuren te verminderen of zelfs een negatief saldo op te bouwen. In de periode 2007-2010 daalde het aantal gewerkte uren per werknemer in Duitsland met 1,35%. Ten slotte profiteerden NFV's ook in steeds grotere mate van samenwerking met hun personeel of ondernemingsraden. Deze zogeheten *Bündnisse für Arbeit* hielden in dat werknemers genoeg namen met loonbeperkingen, in ruil voor baangaranties. Het loon van werknemers in de private sector in Duitsland groeide in de periode 2007-2010 met 3,8%, terwijl het OESO-gemiddelde op 6,2% lag.

## Tijdelijke schok

Zoals al eerder opgemerkt, werden ook in andere geïndustrialiseerde landen de

# Duitsland

---

WTV-regelingen aanmerkelijk uitgebreid, waarbij in de meeste gevallen niet veel verschil bestond met het Duitse model. Toch leverde dit beleid in Duitsland meer succes op. De verklaring ligt in de aard van de economische schok. Landen die te maken hadden met het uiteenspatten van een vastgoedzeepbel (zoals Ierland, Spanje en de VS) werden geconfronteerd met een blijvende schok. Kortetermijnregelingen om werkgelegenheid te behouden waren daardoor ineffectief waardoor de werkloosheid steeg. Correcties op de huizenmarkt leidden daarnaast tot grootschalig verlies van werkgelegenheid in de arbeidsintensieve bouwsector.

Als een schok als tijdelijk wordt gezien, kunnen de uitkomsten er heel anders uitzien. In landen waar de economische neergang voornamelijk tijdelijk was en door de export gedreven –zoals in Duitsland, Nederland, België, Oostenrijk en Zwitserland– stegen de werkloosheidscijfers veel minder.

## **Krimpende beroepsbevolking**

Hoewel het Duitse *Arbeitsmarktwunder* echt is, moet de kanttekening worden geplaatst dat de situatie nog rooskleuriger lijkt door het feit dat de Duitse beroepsbevolking vrijwel niet groeit. Als de groei van de Duitse beroepsbevolking gelijk was geweest aan het OESO-gemiddelde van 2%, dan waren er in de periode 2007-2010 maar liefst 866.000 potentiële werknemers bijgekomen in plaats van slechts 21.500. De werkgelegenheid groeide in diezelfde periode met 640.000, wat zou betekenen dat de werkloosheid met 226.000 zou zijn *gestegen*. In dat geval zou het werkloosheidscijfer in 2010 rond de 8,7% hebben gelegen, 1%-punt hoger dan het feitelijke cijfer. Deze berekening dient vanzelfsprekend alleen ter illustratie; een groeiende beroepsbevolking kan ook zorgen voor een grotere binnenlandse vraag en daarmee voor een groeiende werkgelegenheid.

## **Samengevat**

Het Duitse *Arbeitsmarktwunder* is niet uitsluitend te danken is aan een magisch arbeidsmarkt-recept. Geluk speelde zeker ook een rol. De arbeidsmarkt had er heel anders uitgezien als de wereldeconomie zich minder krachtig had hersteld. Als de schok blijvend was geweest, had men de ontslagen niet voor eeuwig voor zich uit kunnen blijven schuiven en had ook de overheid niet maar door kunnen gaan met het subsidiëren van werktijdverkorting. Bovendien zou een sterk groeiende beroepsbevolking heel wat moeilijkheden hebben opgeleverd. Duitse beleidsmakers mogen in ieder geval niet zelfgenoegzaam worden ten aanzien van de inefficiënties op de arbeidsmarkt. Volgens het bureau voor de statistiek wilden eind 2009 8,6 miljoen mensen meer werken dan ze op dat moment deden. Als hiervoor gecorrigeerd wordt, was het 'echte' Duitse werkloosheidscijfer in 2009 maar liefst 21,1%. Er moet dus nog heel wat werk worden verzet om de structurele werkloosheid van het land omlaag te brengen. Dat kan ook de binnenlandse vraag stimuleren, zodat het land minder gevoelig wordt voor negatieve schokken van buitenaf.

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



# Verenigd Koninkrijk

## Voortgaande strijd om herstel

Het teleurstellende BBP-cijfer voor het eerste kwartaal van 2011 en meer recente gegevens duiden erop dat de strijd om het herstel van de Britse economie nog niet gestreden is. Wij verwachten daarom dat de Bank of England de rentetarieven tot november ongewijzigd zal laten.

Tabel 1: Kernegevens

jaar op jaar mutatie in %	'10	'11	'12
Bruto binnenlands product	1,3	1½	2
Particuliere consumptie	0,6	-½	¾
Overheidsbestedingen	1,0	-1½	-2¼
Private investeringen	2,8	5¼	5¼
Uitvoer goederen en diensten	5,3	8¾	5½
Invoer goederen en diensten	8,5	2	½
Consumentenprijzen	3,3	4¼	2
Werkloosheid (%)	8,0	8	7¾
Begrotingssaldo (% BBP)	-10,3	-8½	-7
Staatschuld (% BBP)	75,0	83	86½

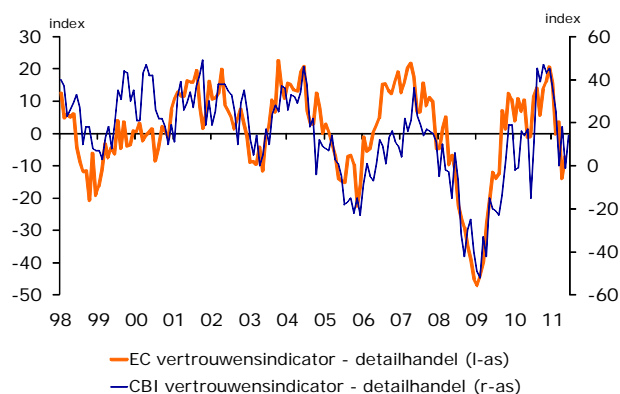
Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Het opnieuw teleurstellende BBP-cijfer voor het eerste kwartaal van 2011 (+0,5% k-o-k) benadrukt dat de strijd om het herstel van de Britse economie nog niet gestreden is. Het gemiddelde van de twee voorgaande kwartalen laat een stagnatie zien van de economische activiteit. De groei in het eerste kwartaal was te danken aan een forse bijdrage van de netto-handel. De consumentenbestedingen daalden voor het tweede kwartaal op rij.

De vooruitzichten voor de consumptieve bestedingen blijven zeer onzeker. Het in eerste

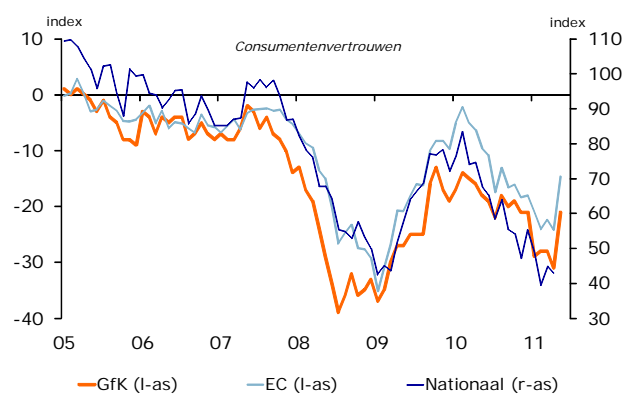
instantie positieve nieuws over de detailhandelsverkopen in april was minder goed dan het eruitzag. Uit een nadere analyse van de krachtige omzetgroei in die maand (1,1% m-o-m) blijkt dat dit eerder een tijdelijke opleving betrof, die te danken was aan het goede weer en de Royal Wedding. Maar de verbetering in de meest recente voorlopende indicatoren van de activiteit in de detailhandel (figuur 1) suggereert dat de consumptie aan het toenemen is. Die verwachting wordt verder ondersteund door een forse stijging van het consumentenvertrouwen (GfK en EC) in mei (figuur 2) en de recente positieve ontwikkelingen op de arbeidsmarkt (de werkloosheid daalde in de drie maanden tot maart van 7,8% naar 7,7%). Nieuwe arbeidsplaatsen in de private sector maken op dit moment het verlies van arbeidsplaatsen in de publieke sector meer dan goed. Toch zijn er redenen om de komende tijd niet op al te hoge consumptiegroei te rekenen.

Figuur 1: Winkeliers worden optimistischer...



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 2: ...net als de consument



Bron: Reuters EcoWin

# Verenigd Koninkrijk

Naast negatieve vermogens effecten door verder dalende huizenprijzen komt de koopkracht dit jaar waarschijnlijk verder onder druk te staan door een inflatie die boven de nominale loongroei uitstijgt. In maart bedroeg de groei van het ge-

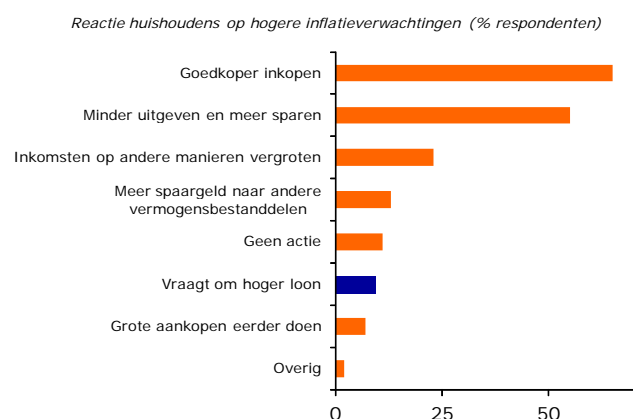
middelde inkomen op jaarbasis slechts 1,7%, terwijl het CPI-inflatiecijfer op 4% uitkwam. Bovendien duiden de neergaande lijnen die de onderzoeken naar de verwachtingen voor de toekomstige werkgelegenheid (EC en PMI) in april laten zien op een mogelijke verzwakking van de banengroei.

Dit alles moet voor de Bank of England (BoE) voldoende reden zijn om nog geruime tijd een afwachtende houding aan te nemen. April liet een flink stijgende CPI-inflatie zien (4,5% tegen 4% in maart), maar ook hier speelden 'eenmalige effecten' een rol. Volgens het statistisch bureau kwam deze verrassende stijging bijna geheel voor rekening van het feit

dat Pasen dit jaar laat viel; kosten voor vrijetijdsbesteding (voor een groot deel gerelateerd aan de vrije paasdagen) droegen 0,36%-punt bij aan de 0,5%-punt stijging van de jaarlijkse inflatie tussen maart en april. Dit is een statistisch 'basis effect' in plaats van een indicatie van onderliggende kostendruk en zal in mei geen positieve impact op de inflatie meer hebben. De recente stijging van de grondstofprijzen werkt daarentegen wel geleidelijk door in de toeleveringsketen en zal de inflatie waarschijnlijk verder aanwakkeren.

In ieder geval blijven wij verwachten dat de inflatie op de middellange termijn zal terugvallen tot 2%, als gevolg van een afnemende invloed van de externe prijsdruk en de verhoogde btw en omdat een restje niet geheel benutte productiecapaciteit voor wat neerwaartse druk zal blijven zorgen. Om tweede-ronde effecten hoeft men zich volgens ons ook geen zorgen te maken. Omdat huishoudens met schulden steeds minder uitgeven, is het onwaarschijnlijk dat, nu de bezuinigingsmaatregelen merkbaar beginnen te worden, vraaggedreven inflatie een rol zal spelen in de Britse economie. De BoE benadrukt bovendien de resultaten van haar meest recente Inflation Attitudes-onderzoek, dat aantoonde dat slechts 10% van de huishoudens aangaf om meer loon te zullen vragen als de inflatieverwachting op de korte termijn zou stijgen (figuur 3). Ook de zwakke geldgroei voedt de opvatting dat de inflatie op de middellange termijn omlaag zal komen. Wij gaan er dan ook vanuit dat de BoE de rentetarieven tot november niet zal wijzigen. De kans bestaat natuurlijk dat de rentestijging als gevolg van zwakkere macro-economische gegevens verder zal worden uitgesteld tot het eerste kwartaal van 2012, overeenkomstig de verwachtingen van de markten.

**Figuur 3: Manieren om de inflatie te bestrijden**



Bron: Bank of England enquête

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

# Verenigde Staten

## De lange weg terug

*Twee jaar na de recessie kampt Amerika nog steeds met een hoge werkloosheid en is de politiek hevig verdeeld over de sanering van de uit het lood geslagen overheidsfinanciën. Voor de centrale bank lijkt er weinig anders op te zitten dan de geldkraan open te houden.*

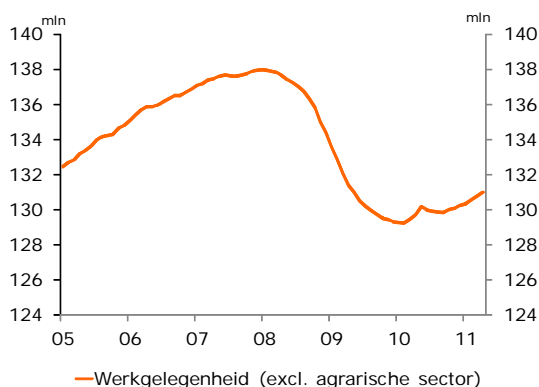
### Twee jaar later

Het is inmiddels alweer twee jaar geleden dat Amerika uit de zwaarste recessie sinds de Grote Depressie klom. Sindsdien groeit de economie aanhoudend en ligt het BBP inmiddels boven het niveau van voor de recessie. De schade aan de arbeidsmarkt, de huizenmarkt en de overheidsfinanciën is echter nog lang niet hersteld.

De banengroei is niet minder dan na de twee voorgaande recessies (1990-1991 en 2001), maar in de recessie van 2008-2009 was het banenverlies aanmerkelijk groter. Van de 8,7 miljoen banen die als gevolg van de recessie verloren gingen, zijn er nu 1,5 miljoen teruggekomen. Dit aantal zou genoeg zijn geweest om het banenverlies van de recessie van 1990-1991 goed te maken en meer dan de helft van het verlies van de recessie van 2001, maar nu zijn we nog niet eens op een vijfde van de af te leggen weg. Bijgevolg is de werkloosheid nog steeds hoog en een bron van zorg voor consument en potentiële huizenkoper.

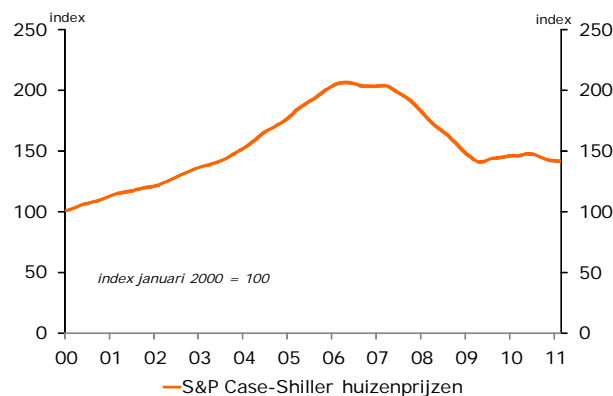
Terwijl de arbeidsmarkt in ieder geval op de lange weg terug is, zit er nog steeds weinig leven in de huizenmarkt. In het eerste kwartaal zagen we zelfs weer een krimp in de investeringen in woningen en het vertrouwen onder huizenbouwers blijft ook in het tweede kwartaal laag. Als gevolg van het enorme aanbodoverschot is er weinig reden om te bouwen en liggen de huizenprijzen 31% onder hun piek van april 2006, waardoor de vermogenspositie van consumenten nog steeds is aangetast. Bovendien wordt de arbeidsmobiliteit belemmerd omdat werkzoekende huiseigenaren hun huis liever niet met verlies verkopen om een baan in een andere regio te accepteren. De huizenmarkt is daarom een blok aan

**Figuur 1: Banenverlies nog lang niet ingelopen**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 2: Weinig leven in de huizenmarkt**

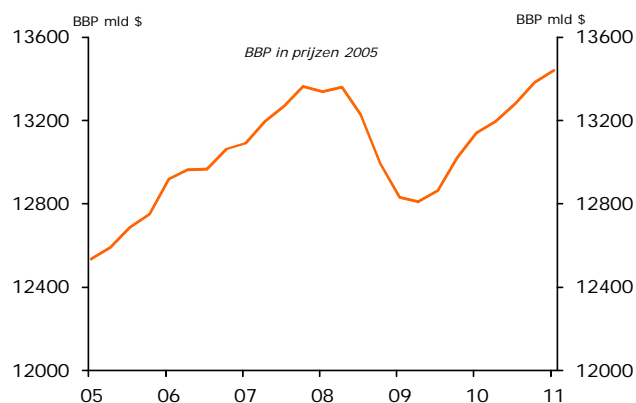


Bron: Reuters EcoWin

# Verenigde Staten

het been van de economie. Ook de ontwikkeling van de overheidsuitgaven remt het herstel. Deze krompen zowel in het laatste kwartaal van 2010 als in het eerste kwartaal van 2011. De komende jaren kunnen we verdere bezuinigingen te

**Figuur 3: Activiteit hersteld, groei valt terug**



Bron: Reuters EcoWin

gemoet zien, omdat de overheidsfinanciën zowel op nationaal als op lokaal niveau onder druk staan. We zullen straks uitgebreid ingaan op het Amerikaanse begrotingstekort.

Niet alleen gaat het nog jaren duren voordat de schade van de recessie is hersteld, maar ook is het groeitempo in 2011 weer teruggelopen, mede door de sterk opgelopen grondstoffenprijzen. De economische groei in de VS nam af van 3% in het laatste kwartaal van 2010 tot 2% in het eerste kwartaal van 2011. De particuliere consumptie en de bedrijfsinvesteringen groeiden minder hard, terwijl de investeringen in woningen en de overheidsuitgaven in het eerste kwartaal zelfs krompen.

De cijfers voor april en mei suggereren dat de economische groei ook in het tweede kwartaal beneden trend zal blijven. We verwachten echter dat het groeitempo in de tweede helft van het jaar weer aantrekt, waardoor we in onze raming voor 2011 toch nog op 2¾% groei uitkomen. Het bedrijfsleven staat er na harde saneringen weer goed voor en zal zijn productiecapaciteit naar verwachting steeds verder gaan opvoeren door investeringen in bijvoorbeeld machines en nieuw personeel. De geleidelijke afname van de werkloosheid zal consumenten en potentiële huizenkopers een zet in de rug geven. Wij verwachten dan ook dat de Amerikaanse economie in 2012 in reële termen met 3¼% zal groeien.

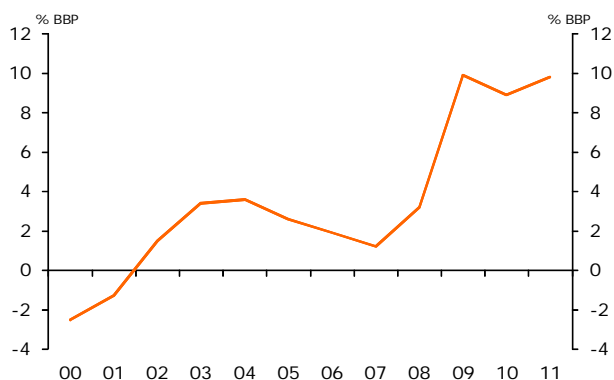
## Amerika krijgt gele kaart

In april hebben aanhoudende zorgen over het uit het lood geslagen huishoudboekje van de Amerikaanse overheid eindelijk geleid tot de eerste officiële waarschuwing van kredietbeoordelaar S&P. Dit betekent dat er een kans is van tenminste 1/3 dat Amerikaans schatkistpapier de komende twee jaar zijn AAA-status verliest. Het was echter niet de omvang van het huidige en de verwachte begrotingstekorten die S&P ertoe bracht de trekker over te halen. De directe aanleiding was het gevecht om de begroting van het lopende fiscale jaar, waardoor de Amerikaanse overheid begin april bijna haar deuren moest sluiten. Hoewel beide partijen op de valreep tot een compromis kwamen, bleek uit het moeizame onderhandelingsproces dat Democraten en Republikeinen fundamenteel verschillende visies hebben op het saneren van de overheidsfinanciën en bereid zijn hun standpunten met alle middelen en tot het laatste moment te verdedigen. Hoewel het begrotingstekort is geëxplodeerd door de recessie en de steunmaatregelen van de overheid, ligt het echte probleem bij de betaalbaarheid

# Verenigde Staten

van de Amerikaanse verzorgingsstaat. Ramingen van het Congressional Budget Office laten zien dat het begrotingstekort de komende jaren eerst zal dalen doordat de steunmaatregelen aflopen. Daarna gaat het tekort echter weer geleidelijk oplopen omdat de inkomsten uit de

**Figuur 4: Begrotingstekort geëxplodeerd**



Bron: Congressional Budget Office

loonbelasting voor Social Security en Medicare steeds verder gaan achterlopen op de uitgaven voor de vergrijzende bevolking. Dit probleem was al ver voor de recessie bekend, maar sinds president Clinton heeft de Amerikaanse politiek zich gericht op andere prioriteiten.

## Loopgravenoorlog op Capitol Hill

Inmiddels is het belang van fikse bezuinigingsmaatregelen doorgedrongen tot beide partijen op Capitol Hill. Democraten en Republikeinen hebben echter tegengestelde oplossingen voor ogen. De Democraten willen de verzorgingsstaat handhaven en zijn bereid de belastingen te verhogen. De Republikeinen zijn daarente-

gen van plan de verzorgingsstaat flink in te krimpen en denken op deze manier ook de belastingen nog te kunnen verlagen. Deze patstelling kan nog jaren duren, omdat de partijen de macht moeten delen. Hoewel de Republikeinen in de tussentijdse verkiezingen eind vorig jaar de meerderheid in het Huis van Afgevaardigden hebben veroverd, lijken de kansen van president Obama op een tweede ambtstermijn te zijn gestegen na de succesvolle actie tegen Bin Laden. Inmiddels is de volgende slag op Capitol Hill aan de gang over de leenlimiet voor het ministerie van Financiën, die halverwege mei bereikt werd. Met kunst- en vliegwerk kan het ministerie een 'default' naar verwachting tot 2 augustus uitstellen en tot die tijd kunnen Democraten en Republikeinen weer een veldslag leveren om de toekomst van de Amerikaanse verzorgingsstaat. Of misschien kiezen ze voor een wapenstilstand, waarbij de echt belangrijke beslissingen tot na de presidentsverkiezingen van 2012 worden uitgesteld. In dat geval wordt kostbare tijd verspild, terwijl de staatsschuld verder oploopt. Tenzij de Amerikaanse kiezer besluit om een van de twee partijen zowel het Witte Huis als Capitol Hill te geven, zijn er op de lange termijn eigenlijk maar twee mogelijkheden: een compromis over de inrichting van de verzorgingsstaat of doorvechten tot het bittere einde. In het eerste geval zullen gematigden binnen beide partijen leiderschap moeten tonen en de druk van de vleugels van de eigen partij moeten weerstaan. In het laatste geval laat S&P het waarschijnlijk niet bij een waarschuwing en komt een Amerikaanse staatsschuldencrisis dichterbij.

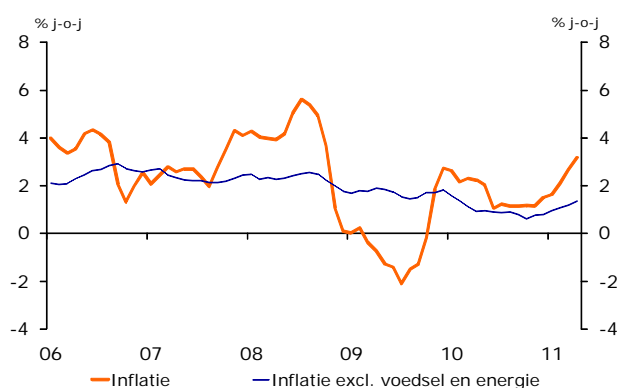
## Bernanke ziet nog wel speelruimte

Nu er geen ruimte meer is in het begrotingsbeleid om het economisch herstelproces te ondersteunen, is de Amerikaanse economie volledig aangewezen op

# Verenigde Staten

monetair beleid. Het duale mandaat van de Fed biedt hiertoe ook de nodige ruimte; de Amerikaanse centrale bank wordt niet alleen geacht de prijsstabiliteit te bewaken, maar ook de werkgelegenheid te bevorderen. Hoewel de inflatie ook in de VS inmiddels flink is opgelopen (tot 3,2% in april), gaat de Fed ervan uit dat dit slechts een tijdelijk effect is van de sterke stijging van de prijzen van grondstoffen in de afgelopen twaalf maanden. De prijs van een vat Brent-olie steeg van \$ 69,60 in februari 2010 tot \$ 126,74 in april 2011, bijna een verdubbeling. De kans dat dit tempo het komende jaar aanhoudt, is klein, zeker nu het groeitempo van de wereldeconomie is afgenomen. Als deze prijzen stabiliseren of in een lager tempo doorstijgen, zal naar verwachting ook de inflatie weer afnemen. In mei hebben we zelfs een daling van de olieprijs gezien. Het gevaar van een loon-prijsspiraal lijkt ook niet groot in de VS; de werkloosheid is nog steeds hoog (9,0% in april), de kerninflatie loopt maar geleidelijk op en is nog steeds laag (1,3% in april) en de stijging van de inflatieverwachtingen is binnen de perken gebleven. Zolang het inflatiegevaar beperkt lijkt voor de VS, kan de Fed de economie ondersteunen met een lage beleidsrente. Het extreem lage niveau van dit moment (een 'target zone' van 0,00% tot 0,25%) lijkt echter overdreven, nu de recessie twee jaar achter ons ligt en het gevaar van een deflatiespiraal geweken is. In november 2010 begon de Fed nog aan een tweede ronde van kwantitatieve verruiming, omdat de kerninflatie steeds verder wegzakte (in oktober werd met 0,6% het dieptepunt van 2010 bereikt). Inmiddels deflatie van de radar en verdrongen door inflatie. De tweede ronde van kwantitatieve verruiming loopt eind juni af en daarmee komt de exit-strategie opnieuw (net als een jaar geleden) in het vizier. De Fed lijkt geen haast te maken met een terugkeer van de beleidsrente naar 'normale' niveaus; we verwachten de eerste renteverhoging dan ook pas in het tweede kwartaal van 2012. Speculaties over de eerste renteverhoging zullen de kapitaalmarktrentes al in de loop van 2011 gaan opstuwten. Daarnaast dragen de perikelen rond de overheidsfinanciën en een geleidelijke stijging van de kerninflatie als gevolg van het aanhoudende economisch herstel naar verwachting bij aan de opwaartse druk.

**Figuur 5: Tijdelijk hogere inflatie**



Bron: Reuters EcoWin

Philip Marey  
Philip.Marey@rabobank.com

**Tabel 1: Kerngegevens**

jaar op jaar mutatie in %	'10	'11	'12
Bruto binnenlands product	2,9	2¾	3¼
Particuliere consumptie	1,7	3	3
Overheidsconsumptie	0,9	-¼	1
Investeringen	3,9	4¾	6½
Uitvoer goederen en diensten	11,7	7½	7
Invoer goederen en diensten	12,6	4½	4¾
Consumentenprijzen	1,6	3	2
Werkloosheid (%)	9,6	8¾	8½
Begrotingssaldo (% BBP)	-10,6	-9½	-6¾
Staatsschuld (% BBP)	88,7	94½	96

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

# China

---

## Alert op onrust

*Een veranderende wereld is beangstigend voor de Chinese centrale overheid. De Arabische Lente, een wisseling van de wacht en stijgende inflatie kunnen allemaal leiden tot meer sociale onrust in het land. Op lange termijn speelt verder dat het Chinese groeimodel niet houdbaar is. Hoewel de kortetermijnangsten te zeer worden uitvergroot, biedt de transformatie van de economie op de langere termijn grote uitdagingen.*

### Politieke factoren

De Arabische Lente (zie het hoofdstuk Focus in dit Kwartaalbericht) heeft ook de Chinese autoriteiten opgeschrikt. Het ondemocratische China neemt geen enkel risico. Zo werd na een anonieme oproep op internet tot een eigen 'jasmijn-revolutie', waaraan overigens vooral toeristen en journalisten gehoor gaven, een grote politiemacht ingezet om elke vorm van protest snel de kop in te drukken. Deze politiemacht pakte een aantal (buitenlandse) journalisten ter plaatse hardhandig aan. Daarnaast voerde China de internetcensuur op en werden van anti-overheidssentimenten verdachte personen preventief opgepakt en vastgehouden. Deze zware repressie lijkt overdreven. Van toenemende ontevredenheid over de overheid en haar beleid lijkt namelijk geen sprake. Een studie uit 2010<sup>1</sup> toont aan dat slechts 13% van de Chinezen ontevreden is met de richting die hun land op gaat, tegenover 72% in Egypte. Het lijkt dan ook onwaarschijnlijk dat de Chinezen het voorbeeld uit het Midden-Oosten zullen volgen, ondanks de beperkte onrust in de perifere provincies van het rijk (Tibet, Binnen-Mongolië).

De overheid is evenwel extra alert op groeiende onrust vanwege de aankomende wisseling van de wacht. In de komende jaren dragen president Hu Jintao en premier Wen Jibao hun machtsposities over. In het verleden gingen dergelijke machtsoverdrachten vaak gepaard met onrust. De autoriteiten nemen daarom geen enkel risico en smoren elke potentiële vorm van onrust in de kiem. De aankomende veranderingen zullen echter naar verwachting soepel verlopen. De beoogde opvolgers liggen goed bij de verschillende facties van de Communistische Partij en onder het nieuwe leiderschap wordt een voortzetting van het huidige beleid verwacht. De kans op grote publieke onrust is daarom beperkt.

### Economische factoren

Een andere factor die het risico op onrust momenteel vergroot, is inflatie. Met een gemiddelde jaar-op-jaarstijging van 5% in het eerste kwartaal en 5,3% in april is de inflatie in China hardnekkig en relatief hoog. De overheid is daarom in de afgelopen maanden doorgegaan met het verkrappen van het monetaire beleid (zie figuur 1). Bovendien is de aanhoudende inflatie voor de overheid reden geweest om voor wat betreft het wisselkoersbeleid overstag te gaan; ze heeft aangekondigd dat zij een sterkere appreciatie van de yuan ten opzichte van de Amerikaanse dollar zal toestaan. Dit vermindert immers de inflatiedruk.

---

<sup>1</sup> PEW Global Attitudes Project, 2010

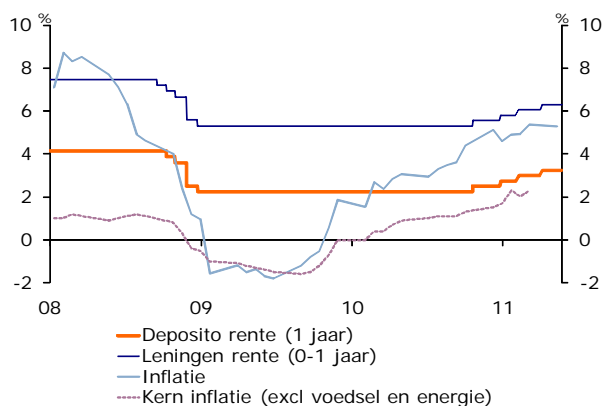
# China

Na de aankondiging van de centrale bank eind april steeg de waarde van de yuan en hoefde er voor het eerst sinds 1993 minder dan 6,5 yuan voor een Amerikaanse dollar te worden betaald. De overheid nam ook minder orthodoxe maatregelen om de prijzen te drukken, in het bijzonder die van voedsel. Zo zette zij producenten onder druk om hun prijzen niet te verhogen. De recente boete die de Chinese autoriteiten aan de Europese levensmiddelenfabrikant Unilever oplegden, is tekenend voor de ernst van de zorgen van de Chinese overheid op dit vlak. Unilever kreeg een boete van meer dan één miljoen yuan, iets meer dan 200.000 euro, enkel en alleen omdat het een prijsverhoging had aangekondigd. Volgens de Chinese autoriteiten leidde deze aankondiging tot toegenomen angst en hamstergedrag onder de bevolking. Hogere prijzen hebben, in tegenstelling tot de eerder genoemde politieke factoren, wel tot toegenomen onrust geleid. Mocht de inflatie hoog blijven, dan bestaat het risico dat meer protesten zullen volgen. De verwachting is echter dat de inflatie in de tweede helft van dit jaar afneemt. De reeds getroffen monetaire beleidsmaatregelen zullen dan verder doorwerken in de economie en ook de daling van grondstoffen- en voedselprijzen zal bijdragen aan een lagere inflatiedruk.

## Naar een houdbare groei

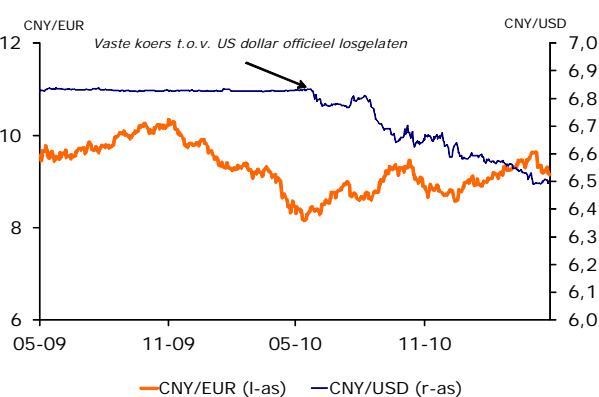
Bij de presentatie van het twaalfde vijfjarenplan in maart kondigde de Chinese overheid haar beleidsfocus tot en met 2015 aan. China gooit het roer om. Voorheen stuurde het land op een zo hoog mogelijke economische expansie, gedreven door sterke groei van investeringen en exporten. Dit model was de afgelopen decennia erg succesvol, maar is in de toekomst niet langer houdbaar. De komende vijf jaar richt het overheidsbeleid zich daarom op houdbare groei die meer steunt op de binnenlandse vraag. Met dit plan hoopt de overheid de ontwikkeling van China voort te zetten en een aantal onevenwichtigheden in de economie te corrigeren.

**Figuur 1: Inflatie blijft hoog ondanks strikter monetair beleid**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 2: Verdere appreciatie van de yuan toegestaan**



Bron: Reuters EcoWin



# China

---

De meest in het oog springende beleidsverandering is het naar beneden bijstellen van de groeidoelstelling, naar 7% groei van het reële BBP per jaar. Deze nieuwe doelstelling is opmerkelijk, omdat de Chinese overheid voorheen aangaf dat een minimumgroei van 8% per jaar essentieel is om onrust onder de bevolking te voorkomen. Een langzamere groei is echter onontkoombaar gezien de onderliggende demografische en economische trends.

Ten eerste zal het huidige groeimodel in een nieuw jasje worden gestoken. De ontwikkeling van de zware industrie zal voortaan in de provincies in het binnenland plaatsvinden. Hierdoor kan dit gebied ook economisch eindelijk echt worden ontwikkeld, ondersteund door investeringen in de infrastructuur. De overheid hoopt dat hiermee de economische onevenwichtigheden tussen de kustgebieden en het binnenland afnemen. De kustgebieden zelf moeten zich verder ontwikkelen door de dienstensector verder uit te breiden (deze sector neemt nu nog een relatief klein aandeel in de Chinese economie in). Zij moet leidend in innovatie worden. Een groot verschil met het huidige model is dat de industrie in het binnenland geacht wordt voor de binnenlandse consumptie te produceren en niet zozeer voor de export.

Deze consumptie moet op peil worden gebracht door het verhogen van het besteedbare inkomen van de Chinese bevolking en het verminderen van de risico's voor diezelfde bevolking. De voorgestelde veranderingen gaan onder meer op voor het stelsel van sociale voorzieningen. Het verzekeringsstelsel zal worden verbeterd, bijvoorbeeld door over te stappen van het huidige regionale systeem naar een landelijk systeem. Dit is vooral gunstig voor de vele arbeiders die werken in de kustprovincies maar wonen in het binnenland. Ook zal het aanbod van sociale huisvesting de komende jaren sterk worden vergroot. Daarnaast zullen de lonen van de Chinese arbeider moeten stijgen, evenals de waarde van de yuan.

Het zijn de eerste stappen om het aandeel van de private consumptie in de Chinese economie te vergroten. Dit aandeel is momenteel met 35% van het BBP relatief klein, terwijl het aandeel van investeringen met bijna 50% van het BBP relatief erg hoog is. Een hogere binnenlandse consumptie zal niet alleen de Chinese economie een meer duurzame structuur geven. Een bijkomend voordeel is dat China zo minder afhankelijk wordt van het buitenland. De wereldwijde economische crisis liet zien dat de buitenlandse afzetmarkt toch een minder zekere bron van inkomsten was dan verwacht.

Door de maatregelen zal vooral de exportsector in negatieve zin worden getroffen. Hogere lonen en een sterkere yuan zullen de Chinese producten minder concurrerend maken. Voor de Chinese overheid is een ordelijke en langzame overgang naar deze nieuwe werkelijkheid daarom van vitaal belang. Als deze grote structurele veranderingen niet geleidelijk en voorzichtig worden ingevoerd, neemt de kans op grote onrust sterk toe. Hierin ligt dan ook de belangrijkste uitdaging voor de Chinese overheid.

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

# Japan

## Een heel ander verhaal

*De Sendai aardbeving en tsunami van 11 maart en de nog immer onbezwoeren nucleaire crisis hebben de dynamiek van de Japanse economie volledig veranderd. Op korte termijn zal het productieverlies als gevolg van de aardbeving geleidelijk worden gecompenseerd door de wederopbouwstimulans. Op langere termijn concentreren de uitdagingen zich op de onhoudbare overheidsfinanciën en de mogelijke omschakeling van nucleaire naar geïmporteerde energie.*

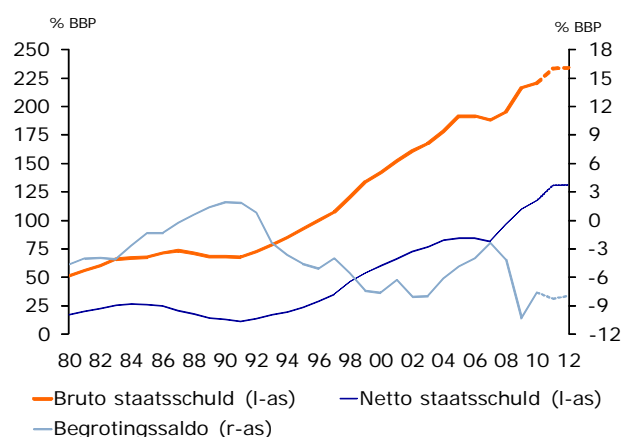
### 178 maal sterker dan de aardbeving in Kobe in 1995

De Sendai aardbeving was met een kracht van 9,0 op de schaal van Richter 178 maal sterker dan de Kobe aardbeving in 1995. Bovendien volgde een krachtige tsunami, die een kustgebied van circa 400 km<sup>2</sup> verwoestte. Naar schatting 30.000 mensen verloren het leven, terwijl grote schade werd toegebracht aan de productiecapaciteit en het elektriciteitsnetwerk (officiële schatting USD 235 miljard, ofwel 4,1%-BBP). De schade wordt vergroot door problemen met de stroomvoorziening als gevolg van de aanhoudende nucleaire crisis in Fukushima.

### De regering betaalt het leeuwendeel van de rekening

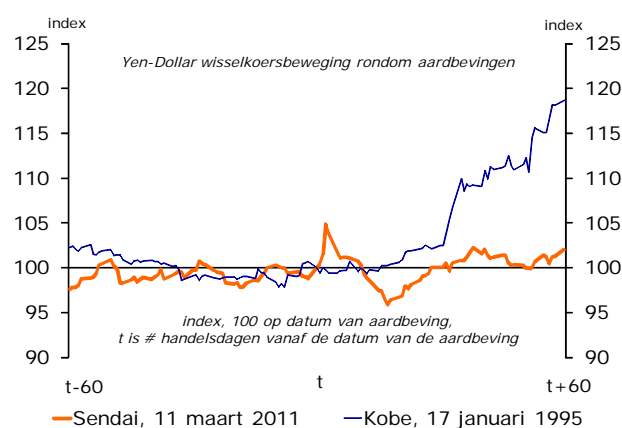
De schadeverzekeraars betalen slechts een betrekkelijk klein deel van de rekening. Het grootste deel moet worden gefinancierd door de regering. Deze wederopbouwkosten konden niet op een slechter moment komen, aangezien Japan alle aandacht zou moeten besteden aan het grote overheidstekort om de stijgende schuldenratio op de middellange termijn op een houdbaar neerwaarts pad te krijgen (figuur 1). De markten maakten zich aanvankelijk inderdaad zorgen over de overheidsfinanciën in Japan, waarbij de CDS-premies met ruim 40 basispunten opliepen tot meer dan 120 basispunten. Deze zorgen zijn geleidelijk afgenomen, mede dankzij omvangrijke liquiditeitsinjecties van de Bank of Japan en vooral de binnenlandse aankopen van overheidsobligaties. Deze factoren hebben de rentetarieven tot nu toe laag gehouden, waarbij het rendement voor 10-jarige leningen is teruggelopen tot 1,13% begin juni tegen 1,30% kort voor de aardbeving.

Figuur 1: Onhoudbare overheidsfinanciën



Bron: IMF, Rabobank

Figuur 2: Yen-appreciatie voorlopig afgewend



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

# Japan

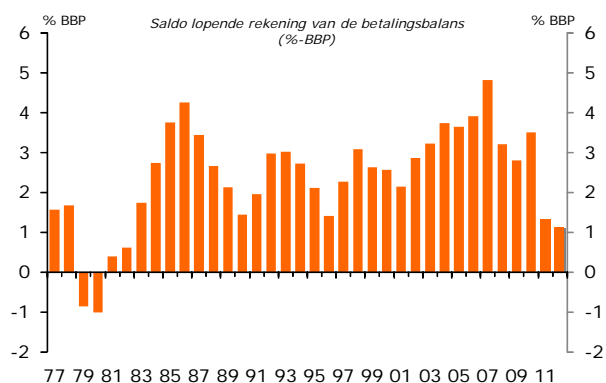
## De waarschijnlijke afname van de nationale besparingen

Aanvankelijk liep de koers van de yen sterk op, zoals ook gebeurde na de Kobe aardbeving (figuur 2). Dit hing samen met de verwachting dat Japan een deel van zijn aanzienlijke buitenlandse bezittingen zou gaan liquideren om de wederopbouw te financieren. De eerder genoemde interventies van de Bank of Japan, in combinatie met interventies door andere centrale banken van de G7, hebben de opwaartse druk van de yen tot nu toe beperkt. De netto-uitvoer zal overigens zelfs zonder sterke yen op korte termijn inzakken en daarna slechts gedeeltelijk herstellen. De invoer stijgt vanwege de behoefte aan wederopbouw materiaal en energie ter compensatie van de lagere binnenlandse stroomproductie. De uitvoer wordt sterk geraakt door de verwoesting van productiecapaciteit en infrastructuur. Op termijn zal de mogelijke (wellicht gedeeltelijke) omschakeling van kernenergie naar geïmporteerde fossiele brandstoffen en LNG een permanente daling van de nationale spaarquote impliceren. Dit gebeurt in een vergrijzende maatschappij waar de besparingen in de loop van de tijd toch al zullen afnemen. De internationale consequentie is dat het Japanse vermogen om tekorten op de lopende rekening elders (bijvoorbeeld in de Verenigde Staten) te financieren structureel afneemt.

## De onvermijdelijke afname van de economische activiteit

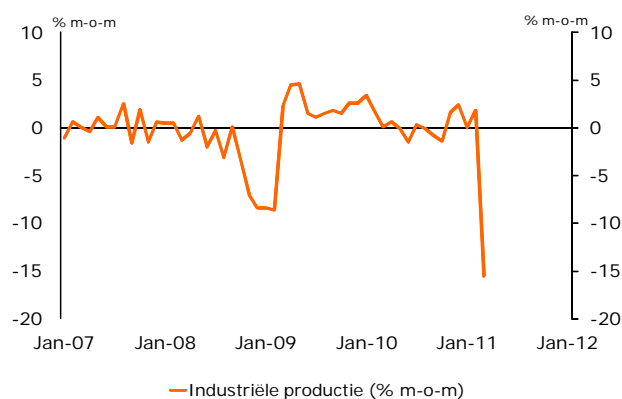
De economie van Japan vertoonde begin 2011 een hernieuwde opgaande lijn, waarbij bijvoorbeeld de index van voorlopende indicatoren in februari steeg tot op minder dan een half procent van zijn recordniveau. Vanzelfsprekend hebben aardbeving, tsunami en aanhoudende nucleaire crisis dit beeld compleet veranderd. De economische activiteit in het getroffen gebied is tijdelijk fors verminderd. Onderbrekingen in productieketens en een stevige duik van het sentiment verspreidden de zwakte over de gehele Japanse economie. De industriële sector voelde de klap direct en met een productiedaling van 15,5% m-o-m in maart scherper dan tijdens de recente wereldwijde recessie (figuur 4). Het was dan ook de grootste industriële productiedaling sinds (ten minste) de jaren vijftig van de vorige eeuw. Waarschijnlijk is de industriële productie in april verder

Figuur 3: Nationaal spaaroverschot onder druk



Bron: NIESR, Rabobank

Figuur 4: Knieval industriële productie



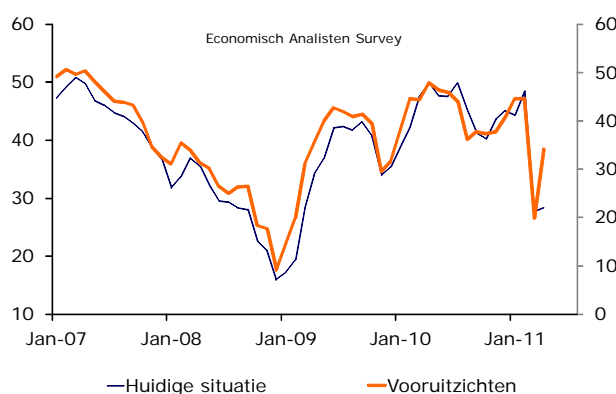
Bron: Bloomberg

# Japan

gedaald en volgt stabilisatie pas in mei. De grote ondernemingen, die de industriële sector in Japan domineren, zijn duidelijk geraakt. Kleine bedrijven voelen de kille wind echter ook, zoals blijkt uit het feit dat het vertrouwen in deze sector in april met 13 procentpunten is gedaald (de meting in maart vond plaats voor de aardbeving), eveneens de grootste daling ooit in een maand. De enquête onder economisch analisten, die het vertrouwen meet bij mensen in de dienstensector die direct contact hebben met het publiek, bevestigde nog eens dat de aardbeving en de gevolgen ervan een aanzienlijk en direct effect op de economie hebben gehad, waarbij zowel de huidige als de toekomstgerichte componenten van deze indicator in maart een scherpe daling lieten zien (zie figuur 5). De recent gepubliceerde BBP-cijfers over het eerste kwartaal geven een breed beeld van de zwakte van de economie na de aardbeving en de gevolgen daarvan. De economie kromp op kwartaalbasis met 0,9%, wat slechter was dan de markt had verwacht. Op jaarbasis bedroeg de krimp 3,7%. De volle omvang van de economiebrede afzwakking zal pas duidelijk worden wanneer over enkele maanden de BBP-cijfers over het tweede kwartaal worden gepubliceerd. Wij voorzien dat deze dan een verdere economische krimp laten zien, terwijl pas in het derde kwartaal van dit jaar sprake zal zijn van herstel.

Het is nog te vroeg om de nadruk op herstel te leggen, nu de opruimwerkzaamheden nog in volle gang zijn en de nucleaire crisis nog niet is bezworen. De eerder genoemde enquête onder economisch analisten heeft recent echter gesignaleerd dat het pessimisme in sommige sectoren van de economie alweer afneemt; de deelindex 'vooruitzichten' heeft in april al de helft van het verlies van maart goedgemaakt. Het is opmerkelijk dat het herstel van deze index veel sneller verloopt dan tijdens de recessie van enkele jaren geleden. Wij verwachten dat het nog enige tijd duurt, maar deze snelle afname van het pessimisme suggereert dat de wederopbouw -wanneer deze eenmaal op gang is gekomen- een positieve bijdrage zal leveren aan een economie die voorafgaand aan de aardbeving al tekenen van hernieuwde kracht vertoonde.

**Figuur 5: Analisten kijken vooruit en omhoog**



Bron: Bloomberg

**Tabel 1: Kerngegevens**

jaar op jaar mutatie in %	'10	'11	'12
Bruto binnenlands product	4,0	-1	2½
Particuliere consumptie	1,8	-1	2
Overheidsconsumptie	2,3	2	2
Investerings	1,0	¼	2¼
Uitvoer goederen en diensten	24,1	4½	8¼
Invoer goederen en diensten	9,8	11	10½
Consumentenprijzen	-0,7	1	¾
Werkloosheid (%)	5,1	4¾	4¼
Begrotingssaldo (% BBP)	-7,6	-8¼	-8
Staatsschuld (% BBP)	220,3	233	234

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

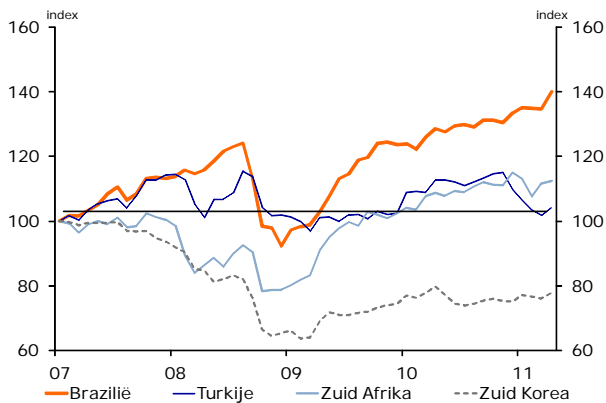
Allard Bruinshoofd  
W.A.Bruinshoofd@rn.rabobank.nl

Adrian Foster  
Adrian.Foster@rabobank.com

## Brazilië: IMF en Kapitaalcontroles

*Onlangs pleitte het IMF ervoor om onder bepaalde omstandigheden kapitaalrestricties in te voeren. In dit artikel leggen we aan de hand van de casus Brazilië uit waarom gerichte kapitaalcontroles soms nuttig kunnen zijn.*

**Figuur 1: Sterke kapitaalinstromen drijven de reële wisselkoersen van tal van opkomende landen op**



Bron: Reuters EcoWin

### Drastische beleidsherziening IMF

Het Internationaal Monetair Fonds (IMF) stond tot eind jaren negentig bekend als een voorvechter van vrij grensoverschrijdend kapitaalverkeer. Na de Aziëcrisis paste het Fonds zijn beleid op dit terrein al enigszins aan, maar recent vond een meer drastische beleidsherziening plaats. In een onlangs gepubliceerde reeks beleidsaanbevelingen met betrekking tot het tegengaan van mogelijk destabiliserend werkende kapitaalinstromen accepteert het IMF kapitaalrestricties namelijk niet alleen, maar beveelt het deze in sommige gevallen juist aan. Zij het alleen wanneer gewone macro-economische beleidsmaatregelen onvoldoende blijken om de mogelijk schadelijke effecten van kapitaalinstromen tegen te gaan.

Aanleiding voor de herziene positie van het IMF vormen de door tal van opkomende economieën ingevoerde kapitaalrestricties om een verdere opwaardering van hun reële wisselkoersen te voorkomen. Geconfronteerd met ruim monetair beleid in de ontwikkelde economieën en een aanhoudend lage wisselkoers van de Chinese yuan met als gevolg grote Chinese spaaroverschotten, zien vooral landen in Latijns-Amerika en Azië zich blootgesteld aan een forse instroom van kapitaal op zoek naar relatief hoog rendement. Terwijl de forse instroom de economische groei in deze landen verder aanwakkert, zorgt zij ook voor appreciatie van reële wisselkoersen. Hierdoor komt de concurrentiepositie van het bedrijfsleven in deze landen in het gedrang en verslechtert de lopende rekening bovendien. Hierdoor kan de afhankelijkheid van buitenlandse financiering toenemen en daarmee ook de kwetsbaarheid voor een abrupte financieringsstop. Ook kan een sterke kapitaalinstroom voor het ontstaan van financiële zeepbellen zorgen, aangezien lokale financiële markten vaak niet in staat zijn een plotselinge stortvloed van binnenstromend buitenlands kapitaal productief te alloceren. Gezien deze negatieve effecten van een grote kapitaalinstroom is de wens van opkomende landen om de kapitaalinstroom te kunnen beperken begrijpelijk. Het is echter de vraag of kapitaalverkeerrestricties inderdaad de enige uitweg bieden of, zoals het IMF suggereert, andere orthodoxe macro-economische beleidsmaatregelen in eerste instantie meer voor de hand liggen. Om antwoorden op deze vragen te vinden gaan we dieper in op de situatie in Brazilië.

# Emerging markets monitor

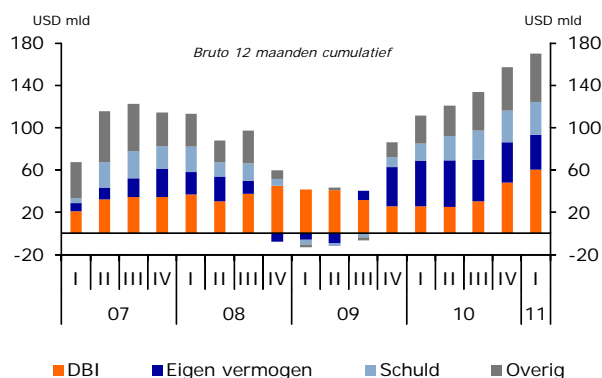
## Casus Brazilië

Met een reële opwaardering van maar liefst 37% sinds eind 2008 behoort de Braziliaanse real tot de munten die het meest zijn geapprecieerd in de laatste

jaren. Hierdoor verslechterde de concurrentiepositie van met name de maakindustrie gestaag. Tegelijkertijd steeg de kapitaalinstroom naar Brazilië tot recordhoogte. Aan het eind van het eerste kwartaal van 2011 bedroeg de totale instroom van buitenlands kapitaal 170 miljard dollar (op twaalf maandsbasis), ruim meer dan de hoogste instroom van voor de crisis van 123 miljard dollar in het derde kwartaal van 2007. Al in september 2010 waarschuwde de Braziliaanse minister van Financiën Guido Mantega voor het ontstaan van een mondiale 'valutaoorlog'. Volgens Mantega zouden landen proberen om zich met behulp van een lage wisselkoers uit de crisis te exporteren. In antwoord op de aanhoudende opwaartse

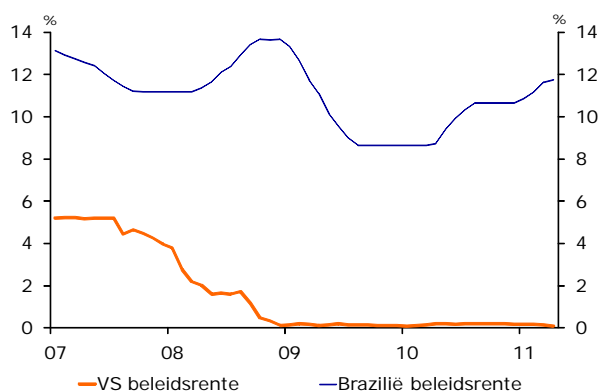
druk op de wisselkoers van de real scherpste Brazilië een reeks kapitaalrestricties aan om de instroom van buitenlands kapitaal te beperken. Zo verhoogde de overheid de belastingen op leningen in vreemde valuta en buitenlandse investeringen in Braziliaanse aandelen en schuldpapier aanzienlijk. Ook voerde zij een aantal macroprudentiële maatregelen in, zoals een verhoging van de reserveverplichting van banken voor consumentleningen. Dit om de kredietverlening en uiteindelijk de binnenlandse vraag te remmen. Ondanks de ingestelde kapitaalcontroles bleef de opwaartse druk op de real echter groot. De ingevoerde kapitaalrestricties namen de onderliggende oorzaken van de appreciatie namelijk niet direct weg. Een van de voornaamste drijfveren van de appreciatie van de Braziliaanse real vormt het aanzienlijke

**Figuur 2: Kapitaalinstroom Brazilië**



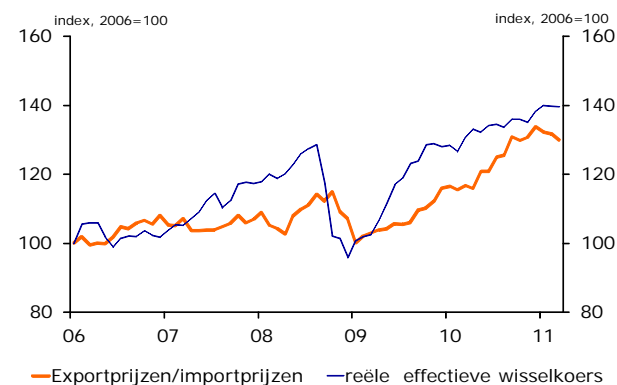
Bron: Braziliaanse Centrale Bank

**Figuur 3: Het renteverval ten opzichte van de ontwikkelde landen...**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 4: ... en de verbeterde terms of trade drijven de wisselkoers**



Bron: Reuters EcoWin

# Emerging markets monitor

---

renteverschil ten opzichte van ontwikkelde landen. Terwijl de beleidsrente in de Verenigde Staten sinds eind 2009 op bijna 0% staat, verhoogde de Braziliaanse centrale bank de rente in iets meer dan een jaar van 8,75% naar 12%. Zoals in veel opkomende landen herstelde de Braziliaanse economie zich immers snel van de mondiale recessie en liep de inflatie op, terwijl het herstel in tal van ontwikkelde landen veel langzamer verliep en centrale banken daar daarom met ultralage rentetarieven de vraag nog steeds bleven stimuleren. In het geval van Brazilië liep hierdoor het renteverschil ten opzichte van de Verenigde Staten op naar bijna 12 procentpunten. De hoge Braziliaanse rentes zijn echter gedeeltelijk het gevolg van het gevoerde budgettaire beleid, aangezien de centrale bank met een hoge rente de prijsopdrijvende werking van de door de overheid gevoerde vraagstimulering tegen probeert te gaan. Naast het in de ontwikkelde landen en Brazilië zelf gevoerde stimuleringsbeleid dragen ook andere opkomende landen bij aan de appreciatie van de real. Zo gaan met name Aziatische landen de appreciatie van hun respectievelijke munten tegen door strikte kapitaalcontroles en grootschalige valuta-interventies, wat de toestroom naar de nog altijd relatief open kapitaalmarkten van Brazilië verder aanwakkert.

Een andere belangrijke factor achter de opwaardering van de real is het feit dat de Braziliaanse exporten voor een belangrijk deel bestaan uit grondstoffen. Gedreven door vooral de stijgende Chinese vraag naar deze grondstoffen is de Braziliaanse ruilvoet, ofwel de verhouding van export- en importprijzen, fors verbeterd. Ook dit drijft de waarde van de real op. In de praktijk stijgt de real namelijk mee met de prijzen van de belangrijkste grondstoffenexporten.

De eerdergenoemde risico's van sterke kapitaalinstromen, te weten het ontstaan van financiële zeepbellen, een verslechterde concurrentiepositie en stijgende tekorten op de lopende rekening, manifesteren zich deels in Brazilië. Zo zijn de prijzen van Braziliaanse aandelen de afgelopen jaren nauwelijks gestegen, ondanks de sterke instroom van buitenlands kapitaal. De groei van de kredietverlening is vooral gedreven door overheidsbanken, terwijl de omvang van slechte leningen nog beperkt blijft en niet buitengewoon sterk toeneemt. Als gevolg van de forse reële appreciatie van de Braziliaanse real verslechterde de concurrentiepositie van de maakindustrie echter wel aanzienlijk. Omdat deze sector in de regel voor veel productiviteitsgroei en werkgelegenheid zorgt, kan dit niet alleen negatieve gevolgen hebben voor de binnenlandse consumptie en de belastinginkomsten, maar ook het groeipotentieel van de Braziliaanse economie aantasten. Tegelijkertijd neemt het Braziliaanse tekort op de lopende rekening toe. Brazilië had in 2010 een tekort van 2,3% van het BBP, terwijl een aantal jaren geleden nog sprake was van een overschot op de lopende rekening.

## **Zijn kapitaalcontroles gerechtvaardigd?**

De casus Brazilië maakt duidelijk dat kapitaalcontroles in de huidige situatie van grote rentever schillen tussen opkomende en ontwikkelde landen in sommige

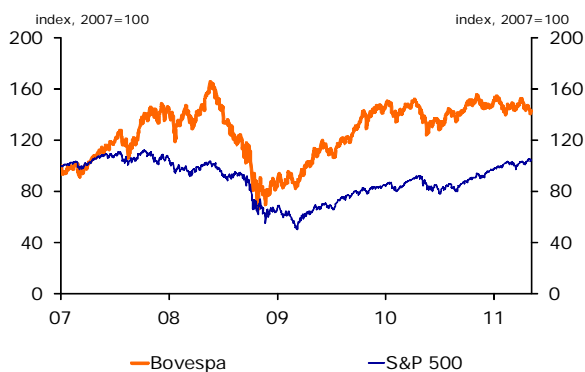
# Emerging markets monitor

gevallen nodig zijn. Vooral omdat er duidelijke aanwijzingen zijn dat een ongehinderde instroom voor problemen zorgt, lijken de genomen maatregelen in het geval van Brazilië gerechtvaardigd. Wel zou de overheid aanvullende maatregelen kunnen nemen. Een van de drijvende krachten achter de appreciatie is immers de buitengewoon hoge beleidsrente. En hier zou de overheid door budgettair beleid wel voor enige verlichting kunnen verzorgen. Overigens zijn bezuinigingen in de praktijk een uitdaging, onder meer omdat veel uitgaven in Brazilië juridisch zijn vastgelegd. Maar wanneer de overheid bezuinigt, doet zij een minder groot beroep op de kapitaalmarkt en wordt de inflatie gedempt. Hierdoor kan de rente worden verlaagd, waardoor minder kapitaal naar Brazilië wordt gelokt. Volgens een recente studie van de Braziliaanse centrale bank heeft een verbetering van het overheidssaldo van 1% van het BBP zelfs een vergelijkbaar effect als een verhoging van de rente met 125 basispunten. Toch zou ook met bezuinigingen de rente mede vanwege de hoge groei nog altijd hoger zijn dan die in de ontwikkelde landen. Brazilië zou dan dus weliswaar minder maar waarschijnlijk nog steeds aanzienlijke kapitaalinstromen aantrekken.

## Tot besluit

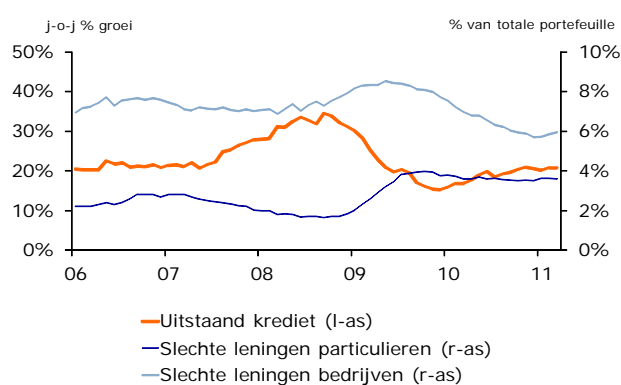
In onze optiek bieden de aanbevelingen van het IMF een goed uitgangspunt voor het wel of niet invoeren van kapitaalcontroles. Het direct aanpakken van de onderliggende macro-economische oorzaken van sterke kapitaalinstromen werkt vaak beter dan het invoeren van gemakkelijk te omzeilen kapitaalcontroles. In sommige omstandigheden schieten gewone maatregelen echter tekort. Bovenstaande casus laat zien dat Brazilië de beleidslijnen van het IMF grotendeels heeft gevolgd. Opvallend genoeg reageerde het grootste land van Zuid-Amerika juist zeer ontstemd op de publicatie van de beleidslijn van het IMF. Dit illustreert echter eerder het groeiende politieke zelfbewustzijn van Brazilië dan een daadwerkelijk inhoudelijk onoverbrugbaar meningsverschil.

**Figuur 5: De Braziliaanse beurs steeg in 2010/2011 amper...**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 6: ... en percentage slechte leningen blijft beperkt**



Bron: Braziliaanse Centrale Bank, Reuters EcoWin

Herwin Loman  
H.Loman@rn.rabobank.nl

Fabian Briegel  
F.Briegel@rn.rabobank.nl



# Economische kerngegevens

## Internationale kerngegevens\*

BBP-volumemutatie in %	2010	2011	2012
Verenigde Staten	2,9	2¾	3¼
EMU	1,8	2	1¾
Verenigd Koninkrijk	1,3	1½	2
Japan	4,0	-1	2½

## Kerngegevens Nederland

Jaar-op-jaar volumemutatie in %	2010	2011	2012
BBP	1,8	2	1¾
Particuliere consumptie	0,4	¼	½
Overheidsconsumptie	1,5	0	-½
Bruto investeringen	-4,7	3	3¼
Uitvoer van goederen en diensten	10,9	6¼	4½
Invoer van goederen en diensten	10,5	4¾	3¾
Inflatie (%)	1,3	2	1¾
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	5,5	5	5
Begrotingssaldo overheid (%-BBP)	-5,4	-3½	-2¼
Overheidsschuld (%-BBP)	62,7	65½	66

## Geldmarktrente 3-maands (%)\*

	7 juni 2011	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	0,25	0,28	0,70
EMU	1,44	1,70	2,30
Verenigd Koninkrijk	0,83	1,00	1,35
Japan	0,20	0,39	0,38

## Swaprente 10-jaars (%)\*

	7 juni 2011	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	3,13	3,26	4,34
EMU	3,33	3,40	3,80
Verenigd Koninkrijk	3,43	4,10	4,70
Japan	1,18	1,03	1,30

## Wisselkoers ten opzichte van euro\*

	7 juni 2011	+3m**	+12m**
Verenigde Staten	1,46	1,47	1,50
Verenigd Koninkrijk	0,89	0,90	0,86
Japan	116,9	125	135

\* Voorspellingen afkomstig van Financial Markets Research, Rabobank International

\*\* Prognoses over 3 respectievelijk 12 maanden



# Colofon

---

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

De in deze publicatie gepresenteerde visie is mede gebaseerd op gegevens uit door ons betrouwbaar geachte bronnen, waaronder Reuters EcoWin. Deze bronnen zijn op zorgvuldige wijze in onze analyses verwerkt. De economische groeivoorspellingen zijn gegenereerd met behulp van het werelddekkende econometrische structuurmodel NiGEM.

Overname van de inhoud met bronvermelding is toegestaan. Het Directoraat aanvaardt echter geen enkele aansprakelijkheid voor het geval dat de in deze publicatie neergelegde gegevens of prognoses onjuistheden bevatten.

Gebruikte afkortingen bronnen: BIS: Bank for International Settlements, CBS: Centraal Bureau voor de Statistiek, CPB: Centraal PlanBureau, EIU: Economist Intelligence Unit, IMF: Internationaal Monetair Fonds, NIESR: National Institute of Economic Social Research, OESO: Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling, S&P: Standard & Poor's, VOA: Voedsel en Agrarische Organisatie (van de VN), VN: Verenigde Naties.

Gebruikte afkortingen landen: AT: Oostenrijk, AU: Australië, BE: België, CA: Canada, CH: Zwitserland, DE: Duitsland, DK: Denemarken, EMU: Europese Monetaire Unie, ES: Spanje, FI: Finland, FR: Frankrijk, GB: Verenigd Koninkrijk, GR: Griekenland, IE: Ierland, IS: IJsland, IT: Italië, JP: Japan, LU: Luxemburg, NL: Nederland, NO: Noorwegen, NZ: Nieuw Zeeland, PT: Portugal, SE: Zweden, SG: Singapore, US: Verenigde Staten.

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

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

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

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

Eindredactie:

Hans Stegeman, hoofd Nationaal Macro Economisch Onderzoek

Allard Bruinshoofd, hoofd Internationaal Macro Economisch Onderzoek

Redactie:

Enrico Versteegh

Productiecoördinatie:

Christel Frentz

Graphics:

Selma Heijnekamp

Print:

GrafiPrint B.V. Eindhoven

**KEO op internet**

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

**Postadres**

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

**Bezoekadres**

Rabobank Nederland  
Eendrachtlaan 10  
3526 LB Utrecht



**Rabobank**