

**Rabobank**

Bijstelling ramingen onontkoombaar

De economische vooruitzichten voor de meeste landen zijn de afgelopen maanden in hoog tempo verslechterd. Nu gingen we in onze laatste ramingen, in december van vorig jaar, natuurlijk al wel uit van een lagere economische groei en zelfs krimp voor een aantal landen. Aanhoudende onrust op de financiële markten en nog slechter dan verwachte realisatiecijfers maken de vooruitzichten snel slechter. Reden om nu een korte update te geven van de economische situatie in Nederland.

Waarom telkens bijstellen?

Het afgelopen jaar moesten we onze raming telkens naar beneden bijstellen. Dat is natuurlijk geen goed teken. Drie redenen waarom we ons werk niet goed (genoeg) hebben gedaan.

Allereerst is het moeilijk om omslagen te voorspellen. Economische modellen kunnen extreme omslagen – zeker als die voortkomen uit unieke situaties – zelden onderkennen. De huidige financiële crisis is zo'n situatie. Een macro-economisch model zou bijvoorbeeld bij lange na niet zulke negatieve uitkomsten tonen als de nu heersende opvattingen. Modellen houden moeilijk rekening houden met vertrouwenseffecten, terwijl die er wel in belangrijke mate de oorzaak van zijn dat bedrijven en gezinnen de hand op de knip houden. Ook de grote volatiliteit in prijzen op de goederen- en financiële markten, zoals we afgelopen jaar gezien hebben, is lastig in een model in te passen. Kortom, het gebruikelijke gereedschap van een econoom is tijdelijk minder bruikbaar geworden.

Er is ook een inhoudelijke verklaring. In een raming gaan de meeste economen er vanuit dat op korte termijn de situatie op de financiële markten niet rampzaliger wordt dan op het moment van de raming zelf. Impliciet is de aanname dat het kredietkanaal weer normaliseert. Wij zijn daar

vanaf de zomer van 2007 ook vanuit gegaan. In werkelijkheid is de onrust echter alleen maar toegenomen. Ook de economische situatie in het land dat de belangrijkste aanstichter is van deze economische problematiek, de VS, bleek het afgelopen anderhalf jaar bij elk nieuw cijfer zorgelijker te zijn geweest dan vooraf werd gedacht. Zo achterhaalde de werkelijkheid elke keer weer de uitgangspunten. Hier gaan we in het vervolg van dit Themabericht uitgebreid op in. Tot slot is er een psychologische verklaring. Het is niet populair om nu te zeggen dat het misschien allemaal wel meevalt. Mensen verwachten niet anders dan groot economisch onheil, mede door alle berichtgeving in de media. Ze zien de bedragen die minister Bos van Financiën heeft moeten uitgeven om het systeem te redden, ze zien de beurswaarde verdampen. Massawerkloosheid. Jarenlange ellende. Dat is wat mensen 'willen' horen. Ook economen lezen kranten en laten zich ten dele meeslepen door het sentiment. Doemdenken is op dit moment nu eenmaal in de mode. Dit mag nooit een reden zijn voor bijstellingen, maar helemaal los komen van de waan van de dag als je instrumentarium bot is, is wel lastig.

Aanhoudende onrust op de financiële markten

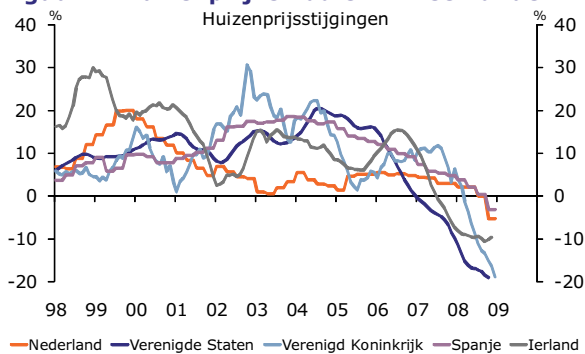
In onze decemberraming, gepubliceerd in de 'Visie op 2009', gingen we er van uit dat de onrust op de financiële markten nog wel even zou aanhouden. Wat we hadden onderschat waren de afschrijvingen, verliezen en reddingsoperaties die het bankwezen op dit moment wereldwijd nog nodig hebben om overeind te blijven. Een korte bloemlezing van de gebeurtenissen sinds 1 januari: Verlies van RBS van miljarden, nieuwe ronde kapitaalinjecties in de VS (Bank of America), België (KBC), Frankrijk (Société Generale), Duitsland (HRE), verhoging steunmaatregelen aan de

bankensector in het VK en Ierland. Voor Nederland springt de steun van 22 mld euro die de overheid aan ING heeft gegeven, in de vorm van garant stellen voor slechte leningen, het meest in het oog. Kortom, de financiële markten zijn niet tot rust gekomen zoals we begin december nog gehoopt en verwacht hadden.

Gevolgen voor de wereldeconomie

We hadden er rekening mee gehouden dat realisatiecijfers niet best zouden zijn. Echter, keer op keer zijn de realisatiecijfers slechter dan wat op voorhand werd verwacht. Of het nu gaat om Amerikaanse werkgelegenheids- en werkloosheidscijfers, de industriële productie in de Eurozone of de internationale handel van China: alles is slechter dan we verwacht hadden. Als gevolg hiervan zijn degenen die het meest recent hun raming hebben uitgebracht (Europese Commissie en IMF) ook het meest negatief (zie kader). De reden voor de slechtere cijfers verschilt van land tot land. In de Verenigde Staten is het natuurlijk de bankencrisis, maar zorgen ook de daling van de huizenprijzen en negatieve vermogenseffecten voor een sterk negatief effect op de economie. In landen als het Verenigd Koninkrijk, Spanje en Ierland loopt de huizenmarkt bubbel ook leeg.

Figuur 1: Huizenprijzen dalen in veel landen



Bron: ReutersEcowin

Voor de meeste westerse landen geldt dat er in meer of mindere mate sprake is van een 'credit crunch': krediet is moeilijker te krijgen (duurder) en minder beschikbaar. Dit eerste uit zich

met name in de risico-opslagen van bijvoorbeeld bedrijfsobligaties. Daarnaast zijn sommige markten helemaal weggevallen (bijvoorbeeld de securitisatiemarkt) waardoor ander krediet dan bancair krediet moeilijk te krijgen is.

In goed gezelschap

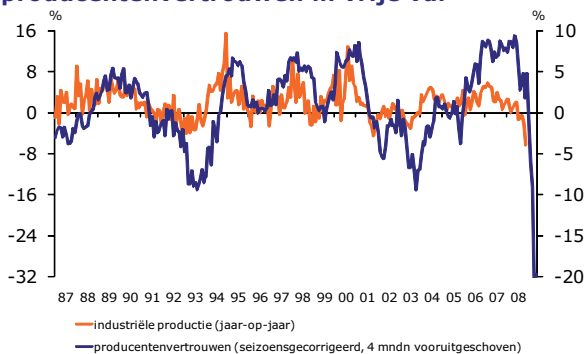
Rabobank is niet de enige instelling die het afgelopen jaar de ramingen van de economische groei flink naar beneden bij heeft moeten stellen. Ook het Centraal PlanBureau (CPB), De Nederlandsche Bank (DNB), en de Europese Commissie (EC) zijn in de loop van 2008 steeds pessimistischer geworden over de vooruitzichten in 2009 (tabel 1). Dat de situatie in Nederland minder gunstig zou worden werd met name in de tweede helft van het jaar duidelijk. Het aanhouden en verhevigen van de kredietcrisis en de snelle afkoeling van de wereldeconomie werden toen duidelijk. Ook de gemiddelde voorspelling van een groep financiële instellingen (geïnterviewd door Consensus Economics) is gedurende het jaar flink naar beneden bijgesteld. In januari 2008 was de consensus dat de Nederlandse economie in 2009 met zo'n 2¼% zou groeien. In december was dit omgeslagen naar een krimp van ½%. Dergelijke forse bijstellingen zien we overigens niet alleen voor Nederland. Groei-ramingen voor alle westerse landen en vele opkomende economieën zijn de afgelopen tijd keer op keer neerwaarts bijgesteld. Gezien de slechte cijfers die momenteel beschikbaar komen over het vierde kwartaal van 2008, liggen verdere bijstelling van de ramingen die in tabel 1 zijn weergegeven voor de hand. De Europese Commissie heeft inmiddels de aftrap gegeven voor deze nieuwe ronde bijstellingen. Zij verwachten niet langer een groei van de Nederlandse economie met een ½%, maar een krimp van maar liefst 2%. Ook het IMF heeft gisteren de ramingen voor de wereldeconomie drastisch naar beneden bijgesteld, zonder een nieuwe raming te geven voor de groei van de Nederlandse economie.

Tabel 1: Bijstellingen ramingen 2009

	Rabo	CPB	DNB	EC	IMF
2008 K1	2¼	1¾		3	
2008 K2	2¼	1¼	1½	2½	2
2008 K3	1¼	1¼		2¼	
2008 K4	0	-¾	-½	½	1

Bron: In de tabel genoemde instellingen

Voor landen, zoals bijvoorbeeld China en India, die sterk afhankelijk zijn van hun uitvoer werkt de kredietcrisis ook op een andere manier door. Zij krijgen te maken met het feit dat exportkredieten veel lastiger te realiseren zijn. Kredietverzekeraars zijn voorzigtiger geworden in het afgeven van garanties, waardoor exporten deels stil komen te liggen. Daarnaast is de vraag uit industrielanden de afgelopen maanden sterk afgenomen waardoor de groei-vooruitzichten van exporterende landen sterk naar beneden zijn bijgesteld.

Figuur 2: Industriële productie en producentenvertrouwen in vrije val

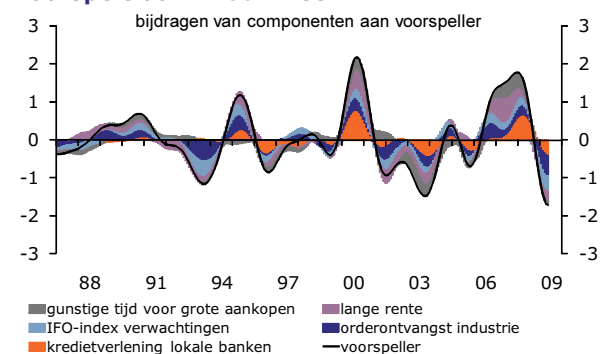
Bron: CBS

Nederland redt het niet alleen

Stel nu dat Nederland een groot land was, waarbij de economische groei vooral moest komen van de binnenlandse dynamiek. Dan zou iedereen veel positiever zijn over de te verwachten ontwikkelingen van de Nederlandse economie. Overheidsfinanciën gezond, sociale zekerheid op orde, het niet-financiële bedrijfsleven staat er goed voor. Ook dan hadden we te maken met de problemen in onze relatief grote financiële sector, maar de koopkrachtstijging door lastenverlichting en lagere inflatie zou de bestedingen een fikse

impuls hebben gegeven in 2009.

We zijn echter geen groot land. Sterker nog, we zijn juist erg afhankelijk van de internationale handel. Niet alleen de maakindustrie in Nederland merkt het als de internationale vraag flink terugvalt (denk bijvoorbeeld aan Corus of Nedcar) maar ook de distributiefunctie van Nederland komt sterk onder druk te staan. De industriële productie is in Nederland in het vierde kwartaal van 2008 dan ook al behoorlijk teruggevallen. De Nederlandse consument hoort deze berichten en houdt zijn hand op de knip. Dit gedrag wordt ook gevoed door baanonzekerheid en forse vermogensverliezen. De meeste realisatiecijfers wijzen erop dat het laatste kwartaal van 2008 behoorlijk slecht is geworden. We verwachten een krimp ten opzichte van het derde kwartaal met ongeveer ¾%. Ook van het kwartaal waar we nu in zitten hoeven we niet al te veel positiefs te verwachten. De uitvoer zal naar verwachting verder wegzakken dan we in eerste instantie verwacht hadden. Ook begint de werkloosheid inmiddels op te lopen, een trend die zich de komende tijd versterkt door zal zetten. Alhoewel we het liefst wat positiever zouden willen zijn, verwachten we voor de Nederlandse economie een reële krimp van 1 á 2% in 2009.

Figuur 3: De Rabo-conjunctuurindicator voorspelt ook zwaar weer

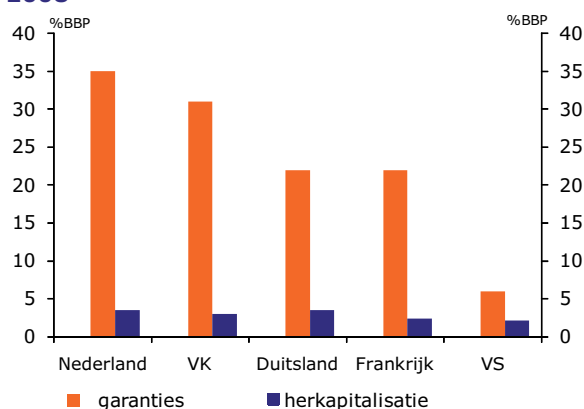
Bron: Rabobank

De gevolgen voor de kredietverlening in Nederland blijven op dit moment nog onduidelijk. De recente grote verliezen van RBS, Fortis bank en ING doen vermoeden dat ook andere banken nog wel verliezen te melden hebben. Dit

kan er ook in Nederland toe leiden dat bancaire krediet moeilijker te krijgen is. Eind 2008 was de herkapitalisatie en garantstelling door de Nederlandse overheid, gerelateerd aan het BBP, al omvangrijker dan die in veel andere landen, zoals de VS, het VK en Duitsland. De recente garantstelling voor de slechte leningen van ING vergroot het risico voor de Nederlandse staat.

Het beeld klopt dat de Nederlandse overheid, minder dan in andere landen, geld besteedt aan bestedingsimpulsen. Dit is logisch omdat een bestedingsimpuls in een kleine, open economie zoals de onze minder effect heeft. Het buitenland profiteert er voor een groot deel van. Bovendien heeft de overheidsbegroting het al zwaar genoeg te verduren met de reddingsoperatie voor de financiële sector.

Figuur 4: Steunoperaties overheden tot eind 2008



Bron: Capital economics

Huizenprijzen onder druk

Ook de Nederlandse woningmarkt wordt geraakt door de kredietcrisis, vooral door het gebrek aan vertrouwen. Nederlandse huishoudens schrikken momenteel terug voor mogelijk dubbele woonlasten. Hierdoor daalt het aantal koopwoningtransacties en dat is slecht voor de zo belangrijke doorstroming. Ook de prijsvorming wordt geraakt. Huishoudens die niet hoeven te verkopen wachten af en zij die dat niet kunnen verlagen hun prijs.

Ondanks de zorgwekkende situatie in andere landen en bovenstaande korte termijnontwikkelingen zijn de fundamentele van de Neder-

landse woning- en hypotheekmarkt nog steeds sterk. Door het nog steeds aanwezige woningtekort is massale leegstand niet te verwachten. Bovendien zal de negatieve bijstelling van de verwachte woningbouwproductie de huizenprijzen op termijn waarschijnlijk positief beïnvloeden. Ook zijn Nederlandse huishoudens over het algemeen degelijk gefinancierd, waardoor we geen massale financiële problemen verwachten. Wel lopen individuele woonconsumenten risico, met name door werkloosheid. Vinden zij binnen enkele maanden geen aanvullende inkomsten, dan dreigt gedwongen verkoop van de koopwoning. Per saldo verwacht de Rabobank dat de huizenprijzen dit jaar met enkele procenten dalen. Wanneer de conjunctuur weer aantrekt en het vertrouwen van consumenten herstelt voorzien we echter al weer snel prijsherstel op de Nederlandse woningmarkt.

Conclusie

De economische situatie in Nederland is de afgelopen maanden in snel tempo verslechterd. Daarbij is het nog niet eens zo zeer een echte 'credit crunch' die ons de das om doet, maar vooral de in razend tempo verslechterende economische situatie in andere landen. Hierdoor krijgt de internationale handel forse klappen, waardoor als eerste grote, internationaal opererende bedrijven in problemen komen. Dit leidt tot een domino-effect, waarbij de werkloosheid oploopt en dit jaar ook het MKB naar verwachting verliezen zal rapporteren. De sterke vermogensverliezen van afgelopen najaar en het negatieve sentiment versterken de neergaande spiraal. Een krimp van de Nederlandse economie met 1 à 2% in 2009 lijkt welhaast onvermijdelijk.

januari 2009

Hans Stegeman (030 - 2131407)

H.W.Stegeman@rn.rabobank.nl

Martijn de Jong Tennekes (030 - 2164490)

D.M.Jong@rn.rabobank.nl

www.rabobankgroep.nl/kennisbank