



Rabobank

## MEV 2010: Bodem in zicht, herstel ook?

*De historische recessie waar we nu inzitten zal nog jarenlang nadreunen. Dat is wat het Centraal Planbureau (CPB) benadrukt in de Macro Economische Verkenning 2010. Een krachtig herstel laat nog op zich wachten, omdat er geen duidelijke internationale groeimotor is aan te wijzen, en er ook nog veel onzekerheden zijn. Daarnaast laat het CPB zien dat de rekening van de huidige economische problemen in eerste instantie op het bordje van bedrijven en de overheid is gekomen. Uiteindelijk zullen de kosten hoe dan ook bij burgers worden neergelegd. Ofwel in de vorm van werkloosheid, dan wel door hogere belastingen of minder publieke voorzieningen. Wie dacht dat de crisis aan hem voorbij zou gaan komt dan alsnog bedrogen uit.*

### Wereldwijd bijkomen van de klappen

De klappen die de financiële crisis heeft uitgedeeld aan de wereldeconomie hebben niet geleid tot een volledige knock-out van het financieel-economische stelsel. Met dank aan overheden en monetaire autoriteiten die snel en met een ongekennde omvang hebben ingegrepen.

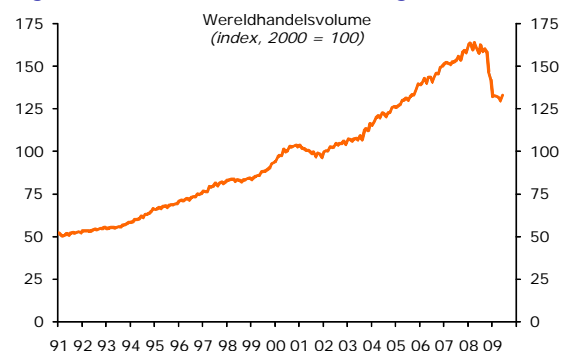
Na de gigantische daling van de wereldhandel in de tweede helft van 2008 en de eerste paar maanden van 2009 is de wereldhandel de laatste maanden gestabiliseerd (figuur 1). Toch, zo geeft het CPB aan, is het nog te vroeg om te roepen dat de situatie weer normaal is. De situatie op de financiële markten is weliswaar verbeterd, maar veel instellingen zijn nog steeds kwetsbaar. De economische situatie zal in de tweede helft van dit jaar en volgend jaar wel verbeteren maar de groeipercentages zullen laag blijven. Dit komt vooral doordat structurele aanpassingen, zoals de noodzaak van lagere schulden voor gezinnen en banken, de vraag zullen afremmen. Mede hierdoor zal de wereldhandel eind volgend jaar nog lang niet op het niveau terug zijn van medio 2008.

Met een krimp van het volume van de economie met 3¼% beleven de **Vereinigde Staten** in 2009 de diepste recessie sinds de Tweede Wereldoorlog. Wel herstelt de woningmarkt, toch één van de aanjagers van alle problemen, zich inmiddels enigszins. Er is een eind gekomen aan de daling van de huizenprijzen. De omvang van de wanbetalingen en huissuitzettingen neemt daarentegen nog wel toe.

Voor 2010 verwacht het CPB een reële groei van de Amerikaanse economie van 1¼%. Dat de economie niet harder groeit komt doordat huishoudens hun schulden naar verwachting terug gaan brengen (dat remt de consumptie) en doordat de overheid niet meer zo omvangrijk de economie kan stimuleren als dit jaar. Bij deze lager dan gemiddelde en potentiële groei loopt de werkloosheid verder op. Ook het tekort op de overheidsbegroting zal (zonder aanvullend beleid) verder toenemen naar maar liefst 12% BBP, aanzienlijk meer dan in de meeste andere westerse landen. Positief nieuws voor de VS is dat het tekort op de lopende rekening is afgenomen, naar 3% BBP. Dit kwam voornamelijk door lagere invoer en lagere olieprijsen.

De economische situatie in de **eurozone** laat in grote lijnen hetzelfde beeld zien als dat van de Amerikaanse economie: na een extreem harde val (‘markante krimp’ in CPB-termen) in veel landen stabilisatie vanaf het tweede kwartaal van 2009. Verschillen zijn er

**Figuur 1: Wereldhandelsvolume gestabiliseerd**



Bron: Centraal Planbureau

natuurlijk ook. Dit jaar zal de krimp met 4½% volgens het CPB groter zijn dan in de VS. Tegelijkertijd is de werkloosheid in veel Europese landen veel minder hard gestegen dan in de VS (maar wel vanaf een hoger niveau), waardoor de arbeidsproductiviteit in de eurozone is gedaald, terwijl die inmiddels is gestegen in de VS. Dit is slecht nieuws voor de concurrentiepositie van de Europese economie. Bedrijven kunnen niet zo makkelijk het personeelsbestand laten meedemen met de vraag. Dit belemmert het herstel. Voor volgend jaar verwacht het CPB een nulgroei van de reële economische activiteit. Net als in de VS zal de conjuncturele verbetering beperkt worden door minder uitbundige vraag van consumenten (die proberen meer te sparen) en doordat de buitenlandse vraag ook niet écht hard aantrekt.

In grote lijnen komt onze meest recente raming voor de wereldeconomie overeen met die van het CPB (zie de tabel op pag. 4)<sup>1</sup>. Gemiddeld genomen zijn we net iets positiever. De onzekerheden over de economische situatie zijn en blijven echter groot. Verschillen tussen raming van de economische activiteit met ¼%-punt zijn daarom in de huidige situatie nauwelijks relevant.

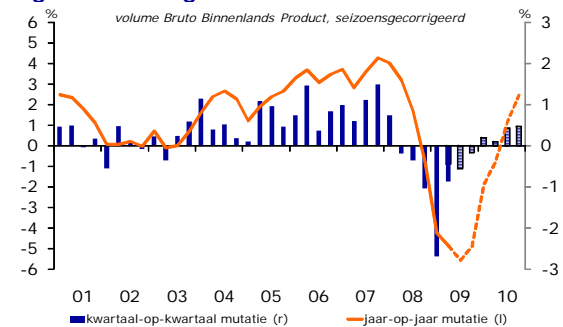
### Wat is herstel? En wanneer?

Een belangrijke vraag die ook door het CPB wordt gesteld is: Wanneer is er sprake van herstel? Om dat te bepalen moet je eerst overeenstemming hebben over wat het dieptepunt van de recessie is. Economen hebben daar, net als op zoveel andere zaken, meerdere antwoorden op.

Ten eerste zou je kunnen kijken naar de kwartaal-op-kwartaal groei van het BBP, waarbij het kwartaal met de minste groei het dieptepunt is. Als we deze definitie hanteren, hebben we het ergste (voorlopig?) gehad. Omdat je meerdere kwartalen met krimp kunt hebben, is er na een dieptepunt lang niet altijd sprake van een werkelijk herstel. Dit is dus geen bruikbare

definitie van herstel en dus niet hanteerbaar. Je zou ook kunnen redeneren dat het herstel er is op het moment dat de economische activiteit ten opzichte van het kwartaal ervoor weer toeneemt. Deze definitie is ook niet geheel bevredigend. Want naast het feit dat kwartaalcijfers soms fors worden bijgesteld, en één kwartaal positieve groei nog niets zegt over de robuustheid van het herstel, is het op een bepaald moment ook niet meer zo moeilijk om weer terug te veren. Nog steeds is de economische activiteit na een grote krimp op een veel lager niveau dan ervoor na een klein positief groei-cijfer. Met andere woorden: geen echt herstel.

**Figuur 2: BBP-groei Nederland**



Bron: CBS, Rabobank

Het CPB kijkt liever naar het dieptepunt van de groei op jaarbasis, waarbij het BBP-volume vergeleken wordt met het niveau in het overeenkomstige kwartaal een jaar eerder (zie figuur 2). Volgens die definitie ligt het dieptepunt van de huidige recessie volgens onze raming in het derde kwartaal van dit jaar. Herstel wil dan niets anders zeggen dan in eerste instantie een minder grote krimp ten opzichte van het jaar ervoor. Op zich een bruikbaar idee.

Een theoretisch beter concept, maar in de praktijk toch wat lastiger, is het niveau van het geproduceerde BBP-volume af te zetten tegen het niveau dat potentieel geproduceerd kan worden. Het dieptepunt van de recessie bevindt zich dan op het moment dat het gat tussen het feitelijke en het potentiële productieniveau (de output gap) maximaal is. Daarna volgt herstel. In de huidige recessie is het ex-

<sup>1</sup> Zie ook het EKB van september 2009

treem moeilijk om te berekenen wat het potentiële productieniveau is. Voor die berekening is een adequate inschatting nodig van welke effecten op de economische groei van deze crisis tijdelijk en permanent zijn. Een lastige opgave. Met al deze mitsen en maren komt het CPB er in zijn berekeningen op uit dat midden volgend jaar de output gap maximaal is. Dus pas in de tweede helft van volgend jaar zou er sprake kunnen zijn van economisch herstel.

Kortom, volgens alle definities bereikt de Nederlandse economie ergens in 2009 of 2010 het dieptepunt. Daarna kunnen we weer enigszins bijkomen van de klappen.

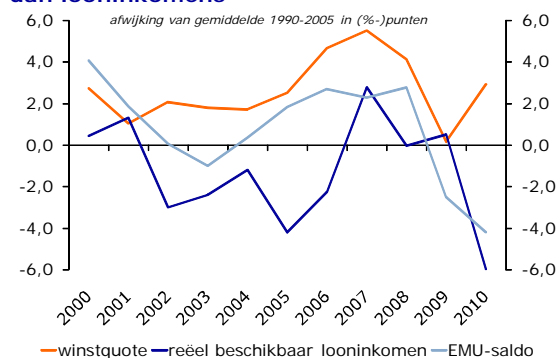
### Nederland: Van buiten naar binnen...

De financiële crisis heeft de Nederlandse reële economie vooral via de internationale handel in het hart geraakt. Het CPB verwacht dat de **uitvoer** van goederen en diensten dit jaar met 11% afneemt. Een ongekennde afname. Wij zien de ontwikkeling van de uitvoer iets minder somber in. Voor volgend jaar verwachten we een licht aantrekken van de uitvoer. Het niveau van de internationale handel blijft echter wel aanzienlijk lager dan in 2008.

Door het sterk teruglopen van de finale vraag werden bedrijven erg terughoudend met betrekking tot nieuwe **investeringen**. De lage bezettingsgraad duidt er niet op dat bedrijven weer snel nieuwe plannen gaan smeden om de productiecapaciteit te vergroten. Voor dit en volgend jaar verwacht het CPB forse afnames van het investeringsvolume.

Ondanks het feit dat de koopkracht zich dit jaar nog positief heeft ontwikkeld (veel CAO's waren reeds afgesloten voor de crisis in alle hevigheid losbarstte) en de werkloosheid niet zo hard is gestegen als eerder gedacht, besloten consumenten vanaf het eerste kwartaal van dit jaar de hand op de knip te houden, mede om hun vermogensverliezen weer aan te vullen. Dit drukt het **consumptie**volume behoorlijk. Volgend jaar zal de koopkracht voor de meeste huishoudens dalen en de werkloosheid stijgen, waardoor de consumptie nog verder afglijdt.

**Figuur 3: Eerst winsten en overheidssaldo, dan looninkomens**



Bron: CBS, Rabobank

### ...en van bedrijven en overheid naar gezinnen

Bedrijven, en dan met name grote bedrijven en ondernemers in conjunctuurgevoelige sectoren zoals de metaalindustrie en transport vingen de eerste klappen op die zoals gezegd vooral vanuit het buitenland kwamen. Doordat bedrijven niet zo snel van hun personeel af kunnen of willen komen lopen de arbeidskosten behoorlijk op en dat leidt in 2009 tot een aanzienlijke afname van de winstquote (zie figuur 3).

Volgend jaar zal de winstquote zich wat herstellen, onder andere door een toename van de arbeidsproductiviteit. Dit komt doordat de werkgelegenheid nog fors zal dalen bij een licht aantrekkende vraag.

Om de klappen voor gezinnen maar met name ook voor het financiële bedrijfsleven op te vangen heeft de overheid zich in 2009 diep in de schulden gestoken. Voor een deel kon dit niet anders. Het overleefden van de economie had prioriteit. Volgend jaar zal de overheid nog verder inleveren. De enigen die dit jaar eigenlijk nog niet zulke harde klappen kregen waren de Nederlandse huishoudens. Door een stijging van de koopkracht en een slechts geringe afname van de werkgelegenheid steeg het reëel beschikbaar looninkomen meer dan gemiddeld in de periode 1990-2005.

Dit is echter een tijdelijk fenomeen. Volgend jaar zien huishoudens hun reëel beschikbaar inkomen fors afnemen door stijgende werkloosheid en dalende koopkracht. Dit is echter

nog maar het begin. Zowel bedrijven als overheden kunnen niet anders dan de pijn die door hen geleden is vroeg of laat bij huishoudens neer leggen. Verbetering van winstmarges van bedrijven gaat ten koste van de koopkracht. Het afbouwen van het overheidstekort zal vroeg of laat ook door Nederlandse burgers betaald moeten worden, hetzij door hogere belastingen of door dalingen van uitgaven. Het beeld voor de Nederlandse economie zoals het CPB dat neerlegt verschilt slechts in geringe mate van onze gedachten erover (tabel 4). Wij zijn iets negatiever over 2009 en iets positiever over 2010. Opnieuw geldt dat door alle onzekerheden dergelijke kleine verschillen verwaarloosbaar zijn.

### Overheidsfinanciën spoor bijster

Alle aandacht is het afgelopen jaar uitgegaan naar het redden van de financiële sector en het op gang houden van de economie. Dat de overheidsfinanciën daarbij volledig ontspoorde was een onvermijdelijke bijkomstigheid, en vooral van later zorg. Niet dat later nu gekomen is, maar als we het slagveld van de collectieve financiën nu overzien is dat niet iets om vrolijk van te worden. Vooral de snelheid van de verslechtering van het overheidssaldo is verbazingwekkend: in twee jaar tijd van 0,7%

BBP-overschot naar een tekort van bijna 7%. Een verslechtering die vergelijkbaar is met die van eind jaren zeventig, alleen toen deden we er 9 jaar over.

Het CPB onderschrijft net als wij recent deden<sup>2</sup>, het belang van nu al nadenken over terugdringing van het overheidstekort. Ook benadrukken zij dat 2010 te vroeg is om daadwerkelijk te bezuinigen. Men wil een pril herstel niet afknijpen dus wordt de rekening doorgeschoven.

**2010 is daarbij voor het overheidsbeleid een relatief saai jaar: geen extra geld (daar is geen ruimte voor) maar ook nog niet bezuinigingen. Het wordt vooral het jaar van plannen maken, de jaren daarna van pijn lijden...**

Voor ons commentaar op het kabinetsbeleid zie het Themabericht 2009/17 Miljoenennota 2010: Veel sombere woorden, weinig daden. Voor een toelichting op de plannen voor het bedrijfsleven zie Themabericht 2009/19: Prinsjesdag en bedrijven: Operatie geslaagd, patiënt overleden?

september 2009

Hans Stegeman (030 – 2131407)

H.W.Stegeman@rn.rabobank.nl

www.rabobank.com/kennisbank

<sup>2</sup> Zie de Focus in het Economisch Kwartaalbericht van september 2009

**Tabel 1: Voorspellingen vergeleken**

(volumemutatie in %, tenzij anders aangegeven)	Realisatie 2008	CPB 2009	Rabobank 2009	CPB 2010	Rabobank 2010
<b>Internationaal</b>					
Bruto Binnenlands Product Verenigde Staten	0,5	-3¼	-3	1¼	1½
Bruto Binnenlands Product Japan	-0,7	-6	-5½	1	2¼
Bruto Binnenlands Product Eurogebied	0,7	-4½	-4¼	0	¼
Olieprijs (Brent, gemiddeld niveau in US \$ per vat)	96,9	58	59	65	68
Eurokoers (gemiddeld niveau in US \$)	1,47	1,37	1,35	1,40	1,33
<b>Nederland</b>					
Bruto Binnenlands Product	2,0	-4¾	-5	0	¼
Particuliere consumptie	1,3	-2¾	-2¾	-¾	-1
Bruto private investeringen	4,7	-13¼	-15	-9	-6½
Uitvoer van goederen en diensten	2,7	-11	-9¾	2½	2¼
Contractloon marktsector (mutatie in %)	3,5	3	3	1½	1¼
Consumentenprijsindex (mutatie in %)	2,5	1	1	1	1¼
Werkloze beroepsbevolking (% beroepsbevolking)	3,9	5¼	5	8	7½
Vorderingensaldo overheid, EMU-definitie (% BBP)	0,7	-4,6	-4½	-6,2	-6¾
Overheidsschuld, EMU-definitie (% BBP)	58,2	59,9	60	65,8	67