

Allard Bruinshoofd
Adrian Foster
Elwin de Groot
Jan Lambregts
Philip Marey
Elisabeth Selk
Jeremy Stretch

Sober herstel geen reden tot feest

Het afgelopen jaar was voor de financiële markten als een rit in de achtbaan. Eerst hard omlaag en verschillende bange momenten doorstaan, vooral na de val van de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers, om vervolgens de adrenaline van een ervaring te ervaren. Beleidsmakers kregen grip op de financiële crisis via een breed scala aan monetaire en fiscale stimuleringsmaatregelen. Een pijnlijke recessie bleek onvermijdelijk, maar een depressie werd afgewend. Wereldwijd zien we economisch herstel en dat zal verder doorzetten in 2010. De belangrijkste drijfveren achter het herstel zijn de drastische budgettaire en monetaire stimuleringsmaatregelen en de noodzakelijke wederopbouw van voorraden. De wereldwijde ervaring van het producentenvertrouwen springt onmiddellijk in het oog. Het vertrouwensherstel vanaf het tweede kwartaal van 2009 is een goed voorbeeld van het opveren van Keynes' fameuze 'animal spirits', al moet het nog wel in een daadwerkelijke ervaring van de bedrijfsinvesteringen worden vertaald.

In absolute zin blijft het herstel wel een wat mager verhaal. Het ontbreekt vooralsnog aan een duurzame groeimotor. De financiële sector zit midden in een herstructureringsfase. De Amerikaanse consument gaat gebukt onder een hoge schuldenlast en een sterk verslechterde arbeidsmarkt, terwijl de Europese consument zich grote zorgen maakt over de toekomst. Veel consumenten

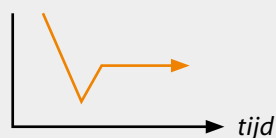
Box 1: De economische letterbak

Het perspectief op een economisch herstel leidt onherroepelijk tot een verhitte discussie over de vorm van de opleving. De letters van het alfabet vliegen door de lucht. Het V-vormige scherpe herstel versus het W-vormige scenario van de dubbele dip spreken hierbij het meest tot de verbeelding, maar analisten slepen ook graag andere letters erbij, zoals de U en de L.

Economisch herstel in de OECD tekent zich momenteel duidelijk af. De eerste fase is krachtig. Daarvoor zorgen een breed scala aan monetaire en fiscale stimuleringsmaatregelen, een positieve omslag in het vertrouwen en de dynamiek van de voorraadopbouw. Helaas zijn dit slechts tijdelijke factoren, terwijl het op termijn juist schort aan een duidelijke groeimotor. Er is tijd nodig om de wereldwijd opgebouwde onevenwichtigheden weg te werken en de weg naar een duurzaam herstel in te slaan.

Wat ons betreft lijkt de vorm van het herstel dan ook meer op een wiskundig symbool: de vierkantswortel, al permitteren we ons daarbij enige artistieke vrijheid. Het eerste stuk van dit symbool lijkt op een V en doet daarmee recht aan de bijzonder scherpe daling in de economische activiteit, gevolgd door een initieel krachtig herstel. Die eerste opleving brengt het productievolume echter niet terug op pre-crisisniveau, waarna het herstel zelf afzwakt.

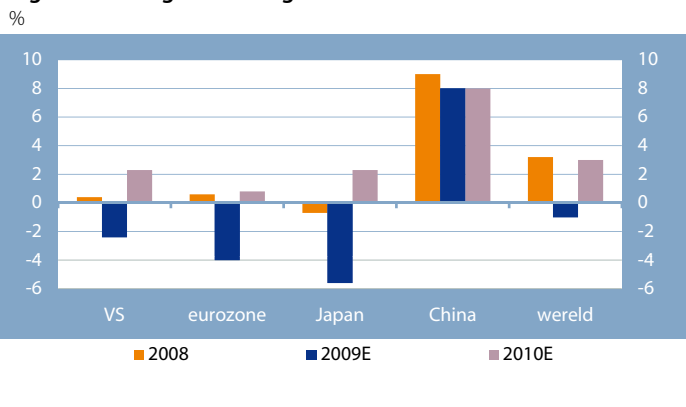
Vierkantswortel-vormig herstel: artistieke impressie



De belangrijkste constatering is dat het herstel geen terugkeer is naar de economische bloeiperiode van 2002-2006. De economische realiteit is drastisch veranderd. De hoogconjunctuur van vernoemde periode was gebaseerd op een achteraf gebleken onstabiele fundering van gemakkelijk geld, steeds lagere risicopremies en uitbundige kredietverlening. De overheidsfinanciën verbeterden door de gunstige conjunctuur ogenschijnlijk sterk, maar structureel gezien bleven zij zwak. Het startpunt was dus al minder gunstig dan vooraf gedacht en overheden en centrale banken hebben vervolgens alles uit de kast gehaald, gedwongen door de crisis en het vooruitzicht op een diepe depressie. Daarbij hebben zij een flinke wissel op de toekomst getrokken. Wij gaan uit van een geleidelijke correctie van de wereldwijde onevenwichtigheden. Maar de prijs hiervan is een sober herstel. Het zal jaren duren voordat het opgetreden welvaartsverlies is goedge maakt. De opgelopen groeiachterstand zal waarschijnlijk niet meer helemaal worden goedge maakt.

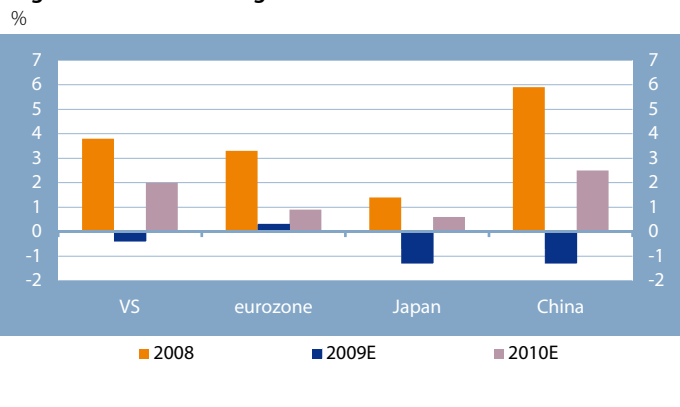
begrijpen immers maar al te goed dat de diverse steunmaatregelen uiteindelijk moeten worden betaald via hogere belastingen, hogere inflatie, of een combinatie van beide. De Aziatische consument kan wat verlichting brengen, maar niet veel meer dan dat. Consumenten in Azië zien zich vaak gedwongen om veel te sparen door het gebrek aan een sociaal vangnet en matig ontwikkelde financiële markten. De economische groei zal in veel landen dan ook achterblijven bij de groei die we normaal gesproken gewend zijn wanneer we uit een recessie komen. Een depressie is afgewend en een sober herstel dient zich aan, maar euforisch worden we er nog niet van.

Figuur 1: BBP-groeiramingen



Bron: Rabobank

Figuur 2: Inflatieramingen



Bron: Rabobank

Azië: het eerste herstel

Op zoek naar economische omslag en herstel na een historisch diepe mondiale recessie kunnen we de Aziatische economie niet onbesproken laten. Het afgelopen jaar viel de groei er sterk terug tot in het eerste kwartaal van 2009, met vooral voor de kleine, open economieën van het continent dieprode groei- (dus krimp-)cijfers. Anders dan elders in de wereldeconomie zagen we het herstel in het tweede kwartaal alweer sterk optreden. Een flink aantal Aziatische economieën noteerde alweer positieve groei en daar waar de krimp aanhield, was dat in een scherp gereduceerd tempo (*figuur 3*). Deze economische omslag in Azië is des te opmerkelijker omdat deze voorafging aan de terugkeer naar groei in de Verenigde Staten in het derde kwartaal, de belangrijkste handelspartner van het Aziatische continent.

De sterkste schouders kregen de hardste klappen

De rijkere economieën van Azië ervoeren de sterkste economische krimp. De minder ontwikkelde economieën zagen over het algemeen een veel mildere krimp en een aantal - waaronder Indonesië - wist krimp zelfs in het geheel te vermijden. Een duidelijk verschil tussen beide groepen landen is het belang van de financiële sector (het middelpunt van de economische storm in deze mondiale recessie) en de gevoeligheid voor de mondiale vraag naar industrieproducten met hoge toegevoegde waarde en elektronica. De financiële systemen in rijkere Aziatische landen zijn over het algemeen verder ontwikkeld en deze landen zijn meer afhankelijk van de vraag vanuit OECD-landen naar hun industrieproducten.

Aziatische producenten reageerden razendsnel op de mondiale vraaguitval. De financiële problemen volgden op de Azië-crisis en het barsten van de dot.com-zeepbel lagen nog vers in het geheugen. Voorraden werden in snel tempo afgebouwd. Veel producenten hebben de machines letterlijk stilgezet en gingen over tot leveren uit voorraden. Voorraden omvatten slechts een klein deel van de meeste economieën, maar kunnen extreem cyclisch reageren met verstrekkende gevolgen voor de rest van de economie. In Singapore bijvoorbeeld viel de economische activiteit terug met 9,5% jaar-op-jaar in het eerste kwartaal van 2009, terwijl de consumptieve bestedingen met 'slechts' 4,2% afnamen. In Taiwan viel de activiteit in hetzelfde kwartaal met 10,1% jaar-op-jaar terug, waar de consumptie met slechts 1,6% kromp. Hoewel de consumptieve bestedingen in de meeste landen de grootste component van de economische vraag vormen, bleek de relatieve stabiliteit ervan onvoldoende om de overige vraaguitval voldoende te compenseren.

De Spelen uitgespeeld

Naast de mondiale neergang van de financiële sector en de vraaguitval die het Aziatische continent bereikte via het internationale handelskanaal, was er nog een extra binnenlandse factor die de economische activiteit afremde. De Olympische Spelen in Peking werden voorafgegaan door enorme investeringen in infrastructuur en vastgoed in Peking en de wijde omtrek. De schaal overtrof met groot gemak de bouwactiviteiten die direct met de Spelen samenhangen, zoals de bouw van het Nationale Stadion van Peking (alias het Vogelnest). Ze overtroffen ook met speels gemak de schaal van investeringen die in het verleden met eerdere Olympische

Spelen samenhangen. In Sydney werd bijvoorbeeld een treinlijn met een paar honderd meter verlengd ter voorbereiding op de Spelen van 2000, maar in Peking werd het metronet uitgebreid met een factor drie. Toen de medaillespiegel werd opgemaakt en de glans van het Chinese succes vervaagde, vielen echter ook de werkgelegenheidsvooruitzichten in veel steden sterk terug. Dit kwam bovenop de zwakte die China ervoer in de buitenlandse afzetmarkten. De economische groei viel nagenoeg stil in het laatste kwartaal van 2008 en het eerste kwartaal van 2009.

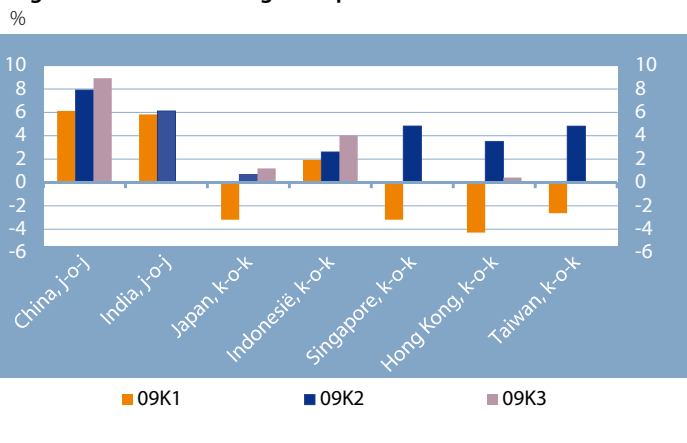
Georkestreerd herstel

De Chinese regering heeft hierop haar budgettaire beleid aanzienlijk verruimd en dat heeft snel geresulteerd in een krachtig economisch herstel. In juli 2008 - aan de vooravond van de Olympische Spelen - kende de centrale overheid een 12-maands overschot op de rijksbegroting van CNY 480,5 miljard. In september 2009 stond diezelfde teller al op een tekort van maar liefst CNY 736,5 miljard. Om deze getallen in perspectief te zien; de omvang van de totale Chinese economie bedroeg in 2008 ongeveer CNY 30 biljoen. Het overheidsbeleid heeft de economie ook langs andere kanalen gestimuleerd, bijvoorbeeld door forse druk op de bankensector om de kredietverlening uit te breiden. De bancaire kredietverlening nam tussen augustus 2007 en juli 2008 maandelijks toe met gemiddeld CNY 307,6 miljard. Toen de economie vervolgens een moeizaam jaar inging, versnelde de bancaire kredietverlening tot maandelijks CNY 1,54 biljoen in elke maand van het eerste kwartaal van 2009. Deze stimuli vloeien nu door de economie en dragen sterk bij aan het groeimomentum (figuur 4).

Groeipotentieel blijft intact

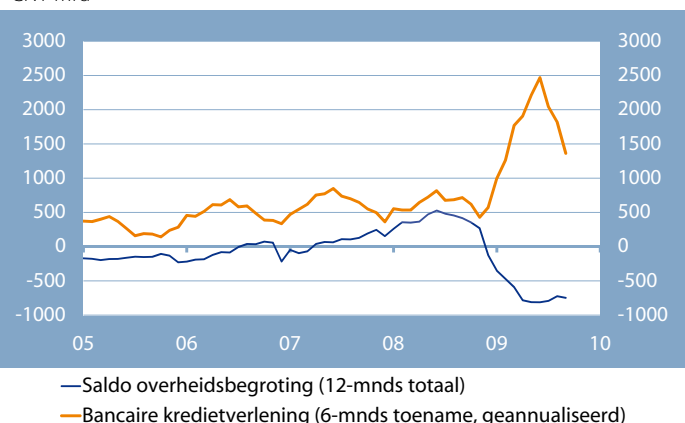
Vooruitkijkend zien wij de reële groei van de Chinese economie de komende kwartalen verder aantrekken vanaf de 8,9% jaar-op-jaar in het derde kwartaal van 2009. Daarna verwachten we een terugslag, omdat de stimuli via de rijksbegroting en de bancaire kredietverlening zullen afnemen. Beleidsmakers hebben nu al veel vertrouwen in het economische herstel, wat voortzetting van de steunmaatregelen minder noodzakelijk maakt. Tegelijkertijd zien we de bezorgdheid toenemen over de mogelijk bijwerkingen van alle steunmaatregelen, bijvoorbeeld de potentiële

Figuur 3: Economische groei op het Aziatische continent



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 4: Budgettaire en monetaire steun Chinese economie



Bron: Rabobank

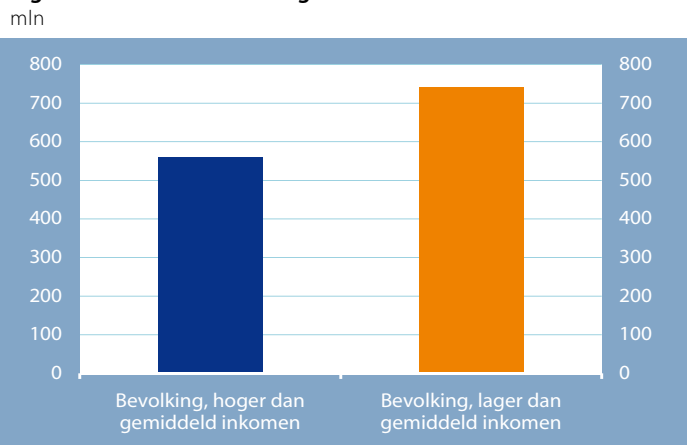
tsunami van slechte leningen als gevolg van de explosieve bancaire kredietgroei. Nu al zien we het tekort op de rijksbegroting teruglopen, terwijl ook de bancaire kredietverstrekking inmiddels enigszins begint af te nemen. Gekoppeld aan een gematigd herstel in China's belangrijkste buitenlandse afzetmarkten zien we de economische groei in de tweede helft van 2010 terugvallen tot de noodzakelijke 8% jaar-op-jaar.

Op de wat langere termijn is de cyclus tot rust gekomen en nemen de onderliggende factoren van China's economische groei het roer weer over. Denk bijvoorbeeld aan het momentum van modernisatie en urbanisatie. De inkomensongelijkheid binnen China wordt treffend samengevat in het feit dat slechts 43% van de bevolking een inkomen heeft boven het nationale gemiddelde van \$3.300 (in 2008). Dit reflecteert grotendeels de tweedeling tussen de rijke kustgebieden en de minder bedeelde binnenlanden. Naast onze verwachting dat het gemiddelde inkomen zal blijven toenemen, staan er dus nog pakweg 740 miljoen Chinezen te trappelen om aan te haken bij de economische vooruitgang die aan de kust wordt geboekt (figuur 5). Als we die mensen in een apart land zouden zetten, dan zou dat land in bevolkingsomvang nog altijd het derde land van de wereld zijn. Een enorm, vooralsnog onbenut, economisch potentieel dus voor groei op de middellange termijn.

Laaghangend fruit

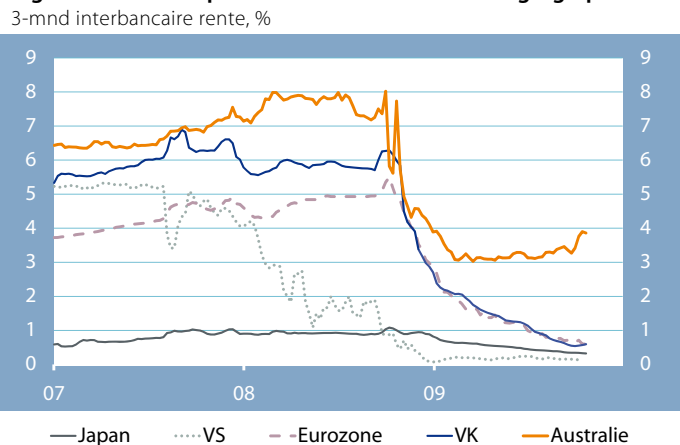
Ook voor Japan, de andere Aziatische economische zwaargewicht, wijzen de meeste economische indicatoren inmiddels op een robuuste groei. Naast het binnenlandse herstel van detailhandelsverkoop en industriële productie doet de exportsector goed mee door de normalisatie van de mondiale vraag. De kracht van het herstel wordt echter overschaduwde door de diepte van de recessie waar de economie net is uitgekomen. In het tweede kwartaal van 2009 - toen eindelijk de economie weer wist te groeien ten opzichte van het voorgaande kwartaal - lag het niveau van de economische activiteit 7,2% lager dan het jaar ervoor. Dit was een ongekend gemene recessie en we zien het huidige herstel grotendeels als het plukken van laaghangend fruit, het goedmaken van wat verloren ging en zelfs dat

Figuur 5: Chinese bevolking naar inkomen



Bron: Rabobank

Figuur 6: Welke Japanner merkte de renteverlaging op?



Bron: Reuters EcoWin

nog maar ten dele. Vandaar ook onze grote twijfel of de beleidsmakers van de Japanse centrale bank (Bank of Japan, BoJ) in de nabije toekomst al de ommezwaai kunnen en willen maken naar een monetair beleid dat minder stimulerend is voor de economie. Wat dit betreft is het ook het vermelden waard dat de BoJ de rente gedurende de huidige crisis slechts verlaagde van 0,5% naar 0,1%. De gewone man zal het waarschijnlijk niet eens hebben gemerkt. Japan zit dus in een heel andere situatie dan andere grote landen die de rente wel substantieel konden verlagen in hun strijd tegen de recessie (*figuur 6*). Wanneer de Japanse economie haar productieniveau van voor de recessie weer benadert - en dat gaat zeker niet voor 2012 gebeuren - dan lijkt de meeste glans wel weer van de groei te verdwijnen. De BoJ zal ook dan voorzichtig blijven met het verhogen van de beleidsrentevoeten.

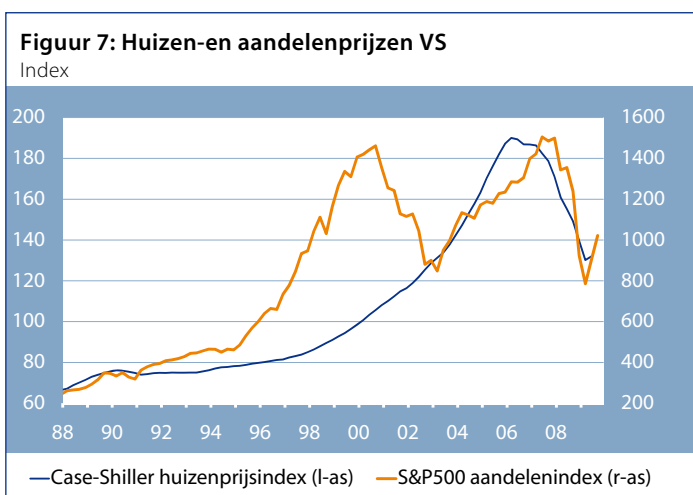
Niet ontkoppeld

Het economisch herstel dient zich dus als eerste en ook nog eens krachtig aan op het Aziatische continent. Maar als de rest van de wereld niet snel aansluit, lijkt het toch in ieder geval een veel minder krachtig vervolg te krijgen, terwijl Azië ook nog onvoldoende doorontwikkeld is om de rest van de wereld op sleeptouw te nemen.

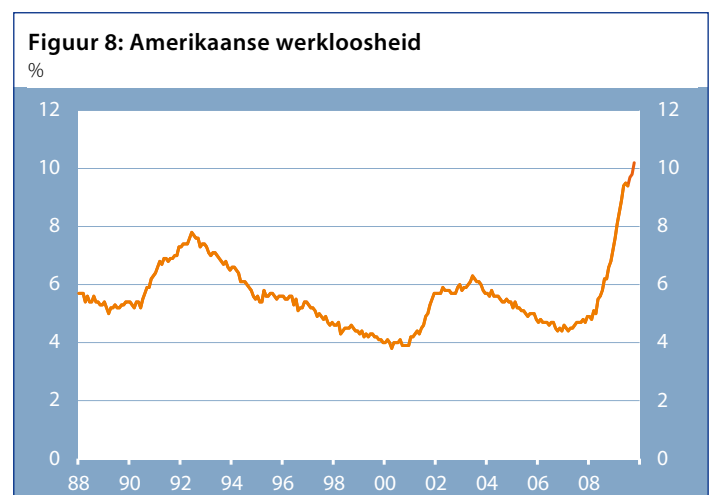


Verenigde Staten: consument in de knel

In tegenstelling tot Azië heeft de Amerikaanse economie wel degelijk de potentie om de rest van de wereld op sleeptouw te nemen in het economisch herstel. En de Amerikaanse economie heeft de weg naar boven inmiddels ook weer gevonden. Het pad zou echter wel eens hobbelig kunnen worden. De belangrijkste motor van de Amerikaanse economie, de particuliere consumptie, is namelijk nog in reparatie. Na jaren van uitbundig consumeren met geleend geld is de schuldenlast van de Amerikaanse consument flink opgelopen. Aanvankelijk stond daar een fikse toename in de waarde van het eigen huis en de aandelenportefeuille tegenover. Helaas lieten de huizenprijzen tussen juli 2006 en april 2009 een daling van 33% zien¹ en verloren aandelen tussen oktober 2007 en maart 2009 57% van hun waarde² (figuur 7). Inmiddels hebben huizen- en aandelenprijzen de weg omhoog ook weer gevonden, maar vooral voor huizenprijzen is een spoedige terugkeer naar de niveaus van voor de crisis niet waarschijnlijk. Dit betekent voor de huishoudens dat een flink deel van het geleden vermogensverlies permanent is. Maar dat is niet het enige probleem voor het huishoudboekje. Als gevolg van de recessie is ook de inkomensonzekerheid toegenomen (figuur 8). Tijdens deze recessie zijn nu al meer dan zeven miljoen banen verloren gegaan, terwijl de teller in de vorige twee recessies bleef steken op 1,3 miljoen (1990-1991) en 1,6 miljoen (2001). Voor het bedrijfsleven heeft dit geleid tot een fikse kostenreductie die mede verantwoordelijk is voor het economisch herstel, maar de pijn voor de huishoudens is daar niet minder om (figuur 9). Vermogensverlies en inkomensonzekerheid bij een aanhoudend hoge schuldenlast dwingen consumenten tot spaarzaamheid. Het gevolg is een geringere bijdrage van de consumptieve bestedingen aan de economische groei. Wij verwachten daarom voor 2010 een voor Amerikaanse begrippen bescheiden groeicijfer van 2,3%. Een minder uitbundige consumptie is echter niet het enige probleem waar de VS mee te maken krijgen. Ook de extreme beleidsmaatregelen waarmee de recessie is bestreden, zullen de komende jaren hun weerslag hebben op de economie.



Bron: Reuters EcoWin



Bron: Reuters EcoWin

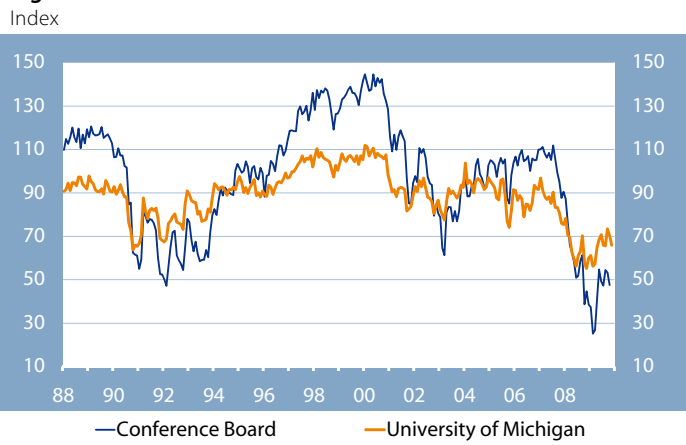
Hypothek op de toekomst

De Amerikaanse overheid is crisis en recessie te lijf gegaan met een ambitieus financieel stabiliteitsplan (\$ 700 mrd) en een groot economisch stimuleringspakket (\$ 787 mrd). Er gaan zelfs stemmen op voor nog een extra economisch stimuleringspakket om een terugval in het groeitempo van 2010 naar 2011 te voorkomen. Zover zal het naar onze mening echter niet komen. Als de Amerikaanse overheid haar AAA-status en daarmee haar relatief goedkope financiering op de kapitaalmarkten niet wil kwijtraken, zal er snel iets moeten gebeuren aan de uit het lood geslagen overheidsfinanciën (figuur 10). Het terugbrengen van het torenhoge begrotingstekort (11,2% van het BBP in 2009) zal jaren van bezuinigingen en lastenverzwaringen vergen, ten koste van de economische groei. Amerika zal dus in de komende jaren de prijs van haar begrotingsbeleid gedurende de recessie en de kredietcrisis moeten betalen in de vorm van lagere economische groei.

De tijdbom onder de begroting

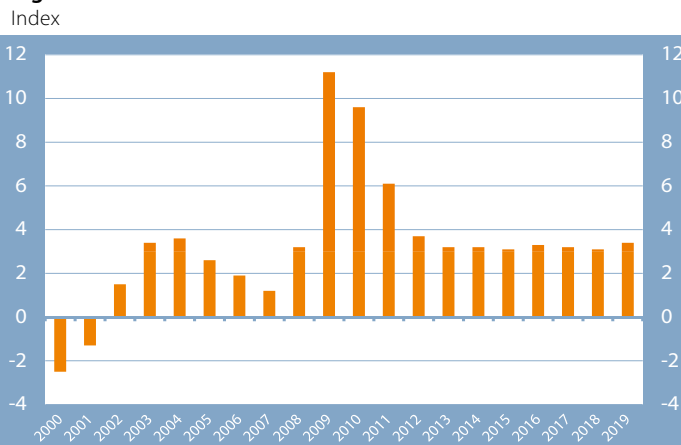
Een complicerende factor is dat de begroting van de VS niet alleen kampt met de kosten van de recessie, maar ook met oplopende kosten van de welvaartsstaat. De vergrijzing van de bevolking en de stijgende kosten van de gezondheidszorg drijven de kosten van programma's als Social Security (pensioenen en arbeidsongeschiktheidsuitkeringen) en Medicare (gezondheidszorg voor ouderen en arbeidsongeschikten) sneller op dan de daarvoor bestemde loonbelastinginkomsten. Bijgevolg zal Social Security volgens projecties van het Congressional Budget Office in 2043 niet meer te betalen zijn uit de belastinginkomsten. Nijpender nog is de financiering van Medicare, omdat daar ook de voortdurende kosten van zorg een rol spelen. Medicare zal naar verwachting al in 2017 onbetaalbaar worden. Hervorming kan zeker een bijdrage leveren aan de betaalbaarheid, maar de mogelijkheden voor kostenbesparingen op sociale programma's zijn nou eenmaal beperkt. Belastingverhogingen lijken dan ook op termijn onvermijdelijk, met een remmende werking op de economische groei.

Figuur 9: Het vertrouwen van de Amerikaanseconsument



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 10: Het vertrouwen van de Amerikaanseconsument

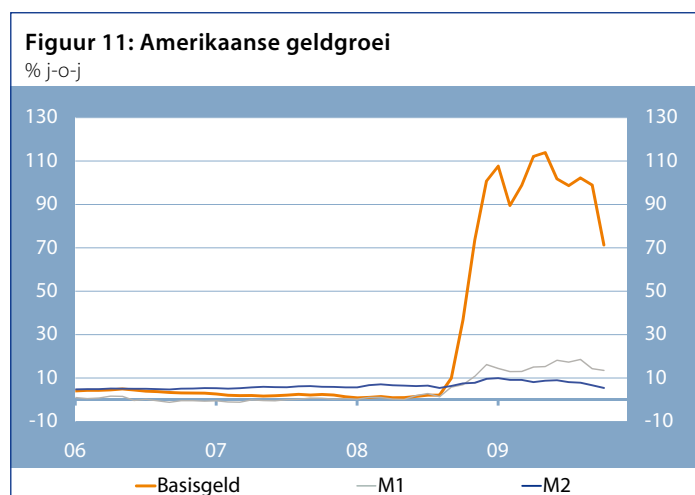


Bron: Congressional Budget Office

Inflatiebelasting en nieuwe zeepbellen

Maar ook het monetaire beleidsexperiment van de Amerikaanse centrale bank zal de komende jaren zijn sporen trekken door de economie. In feite heeft de Fed een enorme hoeveelheid geld in het financiële systeem gepompt (figuur 11). Banken zijn daardoor overeind gebleven, de hypotheekrente is laag gehouden en de kredietvoorziening voor bedrijven en consumenten is op peil gebleven. Hiermee is voorkomen dat de economie afgleed in een neerwaartse spiraal. Maar het gaat nog een hele klus worden om de overmaat aan liquiditeit weer op tijd uit het systeem te pompen. Hoewel centralebankpresident Bernanke de exit-strategie in grote lijnen heeft aangegeven, moet er nog een aantal cruciale details worden ingevuld. Ondertussen vormt de enorme hoeveelheid liquiditeit in het financiële systeem een potentieel inflatiegevaar. Hoewel er onder normale omstandigheden slechts een zwak verband is tussen geldgroei en inflatie, komt de causaliteit vooral naar voren in geval van extreem hoge geldgroei. Tot nu toe heeft de explosie van de hoeveelheid reserves die banken aanhouden bij de Fed nog niet geleid tot een sterke toename van de geldhoeveelheid. Maar naarmate het herstel van het financiële systeem vordert, zal ook de geldschepping toenemen.

Om de geldgroei binnen de perken te houden, wil de Fed de overmaat aan liquiditeit de komende jaren gaan opdweilen. Dit zal gepaard gaan met een verhoging van de beleidsrente, die naar onze verwachting ultimo 2010 op 1,75% zal staan, om vervolgens snel verder te stijgen. Problemen met de implementatie van de exit-strategie kunnen echter leiden tot een sterkere groei in de geldhoeveelheid en daarmee tot extra inflatierisico's. In dat geval zou het extreem ruime monetaire beleid dat tijdens de recessie het kredietkanaal heeft opengehouden, tijdens het herstel tot een 'inflatiebelasting' voor consumenten kunnen leiden. Bovendien kan excessieve liquiditeit ook resulteren in nieuwe zeepbellen die de financiële stabiliteit de komende jaren opnieuw zouden kunnen bedreigen. Voor zover de Amerikaanse dollar als 'funding currency' wordt gebruikt voor beleggingen in hoogrentende valuta's en opkomende markten, kunnen dergelijke zeepbellen om de wereld worden geblazen.



Bron: Reuters EcoWin

Nu geen betrouwbare startmotor

De langste Amerikaanse recessie sinds de Grote Depressie is voorbij. Maar de gevolgen zullen nog jarenlang voelbaar zijn. In het Amerika dat nu herrijst, zijn consumenten en de overheid druk bezig het huishoudboekje weer op orde te krijgen. Dit zal gepaard gaan met een lagere economische groei dan we gewend zijn van de VS. In het verleden is de groei van de Amerikaanse economie gefinancierd door een stevige schuldopbouw. Een herhaling van dat patroon voor de komende jaren is ongewenst en onwaarschijnlijk. Het groeipad dat nu is ingeslagen, zal daarmee een deel van zijn gebruikelijke kracht missen en alleen daarom al minder goed in staat zijn om de wereldeconomie op sleeptouw te nemen. Voor onze meer nabije, Europese economische omgeving zal het groeiherstel dus meer dan in het verleden op eigen kracht tot stand moeten komen.

Tabel 1: Kerngegevens Verenigde Staten

jaar-op-jaar volumemutatie (%) tenzij anders aangegeven

	2008	2009	2010
Bruto Binnenlands Product	0,4	-2,4	2,3
Gezinsconsumptie	-0,2	-0,7	1,0
Bedrijfsinvesteringen	1,6	-18,4	-0,2
Investeringen in woningen	-22,9	-19,7	3,7
Overheidsbestedingen	3,1	2,1	2,8
Netto handel (groei bijdrage)	1,2	1,0	0,3
Voorraden (groei bijdrage)	-0,4	-0,6	0,8
Inflatie (%)	3,8	-0,4	2,0
Werkloosheid (%)	5,9	9,6	10,6

Verenigd Koninkrijk: een herstel dat niet als zodanig aanvoelt

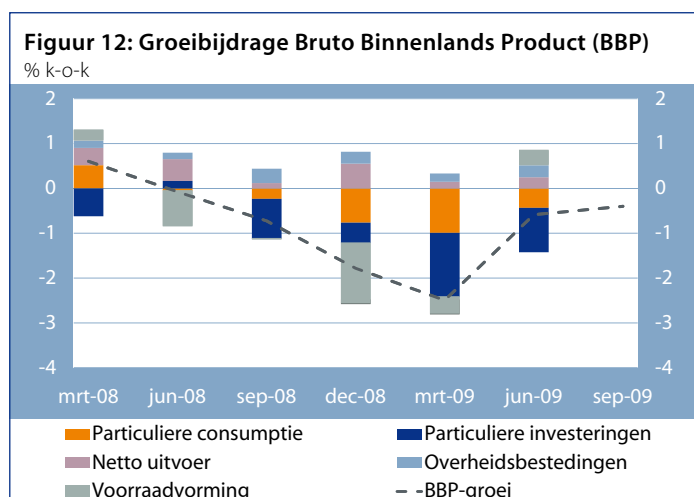
Dat er voor de Britse economie halverwege 2008 een einde kwam aan een ongekende reeks van 63 aaneengesloten kwartalen met economische groei wekte weinig verbazing. Maar dat nu ook de huidige recessie in diepte en lengte historische records weet te breken, had niemand voorzien. In zes kwartalen tijd kromp de economie al bijna 6% en nog nooit eerder werd een dergelijk lange periode van krimp opgetekend (figuur 12).

VS in het klein

Immer toenemende consumptieve bestedingen lagen ten grondslag aan de jarenlange, onafgebroken groei voorafgaand aan de recessie. Parallel met de VS werd ook de Britse consumptiegroei grotendeels mogelijk gemaakt door stijgende huizenprijzen en toenemende schuldenlast als gevolg van goedkope en makkelijk beschikbare kredietverlening. De kredietcrisis heeft daar overduidelijk een eind aan gemaakt en huishoudens worden nu gedwongen om hun schuldenlast stevig af te bouwen. Een proces dat grote gelijkenis vertoont met wat we eerder al voor de Verenigde Staten bespraken. Hoewel we in het Verenigd Koninkrijk uit de meest recente maandcijfers kunnen aflezen dat de koopwoningenmarkt een voorzichtige omslag maakt, blijft deze markt uitermate kwetsbaar voor de verdere ontwikkeling van de werkloosheid, de uiteindelijk onvermijdelijke normalisatie van het extreem stimulerende monetaire beleid en langdurig aangescherpte condities ter verkrijging van nieuwe kredieten.

Stemmen voor herstel

Vooruitkijkend naar 2010 zien we ook nog wel een aantal herstelhordes die moeten worden genomen, niet in de laatste plaats het begin van het weer op orde brengen van de overheidsfinanciën. De ontwikkelingen op politiek vlak kunnen daarbij van cruciaal belang zijn. In juni 2010 zijn er verkiezingen. De kansen op een politieke ommezwaai blijven groot, maar de mogelijkheid blijft aanwezig dat we een zoge-



Bron: Reuters EcoWin

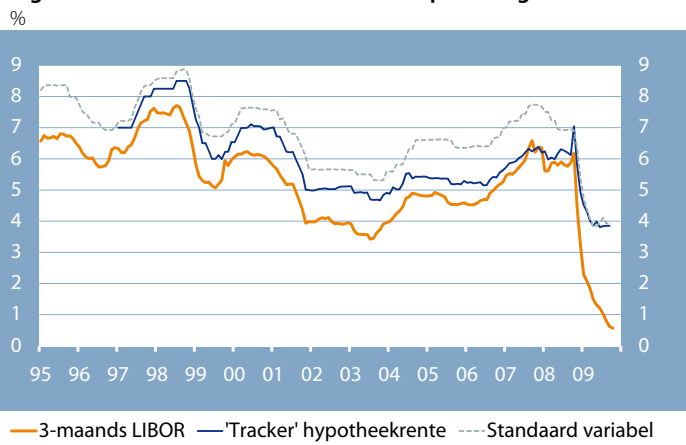
noemde *hung Parliament* krijgen, een situatie waarbij geen van de partijen een overtuigende meerderheid verkrijgt. Dat zou voor het eerst sinds 1974 zijn, maar wel uitermate pijnlijk omdat er juist nu voor de komende jaren daadkrachtig moet worden doorgepakt om de rijksfinanciën en de economie weer op de rails te zetten. Ondanks deze zorgen verwachten we wel een voorzichtig economisch herstel. De combinatie van een agressieve monetaire stimulans (*figuur 13*), een meer bescheiden budgettaire impuls en een aanzienlijke handelsgewogen verzwakking van het Britse pond heeft hiervoor de basis gelegd.

Toch zal de economische groei in 2010 met 1,3% een stuk lager zijn dan de 2¼% - 2½% trendmatige groei, vooral doordat de schuldafbouwende consument niet wilens of bij machte is om zijn bestedingen weer in het tempo van het afgelopen decennium te laten toenemen. Nog los van de vraag of dat met de wijsheid van achteraf wenselijk zou zijn. Een lichtpuntje vormt de relatief flexibele Britse arbeidsmarkt. We hebben de werkloosheid in deze recessie al behoorlijk zien oplopen (*figuur 14*), maar vooruitkijkend zijn we niet extreem somber. Tegelijkertijd zal van een echte omslag op de arbeidsmarkt pas op zijn vroegst in 2011 sprake zijn. Het vooruitzicht van gematigde groei van de consumptieve bestedingen in combinatie met een geringe bijdrage van de netto uitvoer resulteert in slechts gematigd optimisme voor wat betreft de algehele economische vooruitzichten voor het Verenigd Koninkrijk.

Zwakke munt kan renteverhoging opdringen

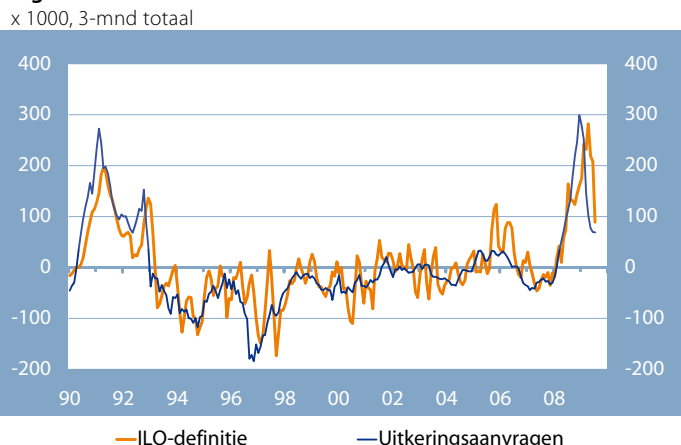
Als keerzijde van het zwakke Britse pond zien we risico's op geïmporteerde inflatie, waardoor de eerste renteverhoging van de Britse centrale bank nog best wel in de eerste helft van 2010 kan plaatsvinden. Tegen het einde van 2010 verwachten wij dat de beleidsrente zal zijn opgetrokken tot 2%, wat uiteraard ook dempend werkt op de kracht van het economisch herstel.

Figuur 13: Variabele rentevoeten scherp omlaag



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 14: Toename werkloosheid



Bron: Reuters EcoWin

Eurozone: uit de recessie, maar zonder glans

Ook de economie van de eurozone is door een diepe recessie gegaan. De economie kromp in het vierde kwartaal van 2008 in reële termen met 1,8% kwartaal-op-kwartaal en in het eerste kwartaal van 2009 zelfs met 2,5%. Het vertrouwen onder producenten en consumenten bereikte begin 2009 recorddieptes.

Investeringsvolumes werden scherp teruggeschroefd en Europese consumenten hielden de hand op de knip. Een opvallende ontwikkeling was dat ook de buitenlandse handel negatief bijdroeg aan de groei. In voorgaande recessies pakte de bijdrage van de netto uitvoer veelal positief uit voor de BBP-groei, omdat de importen harder daalden dan de exporten. Deze keer kregen de exporten echter een extra harde klap door de extreem scherpe wereldhandelsrecessie.

Pijn ongelijk verdeeld

Ook was de kracht van de recessie niet overall gelijk (*figuur 15*). Binnen de eurozone zagen we grote verschillen, waarbij naast Slovenië en Finland vooral Ierland in negatieve zin opviel, getroffen door een scherpe correctie op de huizenmarkt. De BBP-daling in Spanje in 2009 valt in vergelijking met andere eurozonelanden mee, maar schijn bedriegt. De Spanjaarden zijn een hoge groei gewend, maar een scherpe correctie op de Spaanse huizenmarkt gijzelt die momenteel. Landen die in afgelopen jaren onvoldoende hebben gedaan om structurele onevenwichtigheden op te lossen (waaronder ook te hoge loonstijgingen), zijn duidelijk hard geraakt. Italië is hiervan een goed voorbeeld. Maar een relatief gezonde economische structuur is geen garantie: ook de Duitse economie, nog altijd wereldkampioen uitvoeren, ondergaat in 2009 een zeer forse daling van het BBP. Dit is deels te verklaren aan de hand van externe factoren, zoals de sterk afgenomen vraag naar kapitaal- en duurzame consumptiegoederen en de grote belangen die het land heeft in Centraal- en Oost-Europa. Frankrijk viel op in positieve zin, al bleek ook daar een recessie onvermijdelijk. De Franse economie profiteerde van de dikke vinger van de Franse staat in de economische pap en van het feit dat zij minder afhankelijk is van de (externe) vraag naar kapitaalgoederen. President Sarkozy heeft, op geheel Franse wijze en met ferme hand, geïntervenieerd in zowel de financiële sector als in de voor Frankrijk belangrijke autosector.

Herstel gloort...

Uiteindelijk is ook aan de economische krimp in de eurozone een eind gekomen. De klap was enorm, maar de snelheid van het recente herstel is ook opmerkelijk en voor een aanzienlijk deel te danken aan de krachtige ingrepen van centrale banken en overheden. Sinds het eerste kwartaal van 2009 hebben we op de financiële markten een sterke verbetering van het sentiment gezien en dit heeft ook een positieve uitstraling gehad op de economie. Het overdreven pessimisme dat eind vorig jaar en begin dit jaar heerste, is omgeslagen in de positieve richting, wat op zichzelf als voorloper van een economische impuls kan worden gezien (*figuur 16*). Het zijn de bekende 'animal spirits' van Keynes. De per saldo sterke stijging van de aandelenkoersen vanaf maart 2009 draagt nu bij aan verbetering van het vertrouwen onder consumenten.

...maar robuust herstel is niet vanzelfsprekend

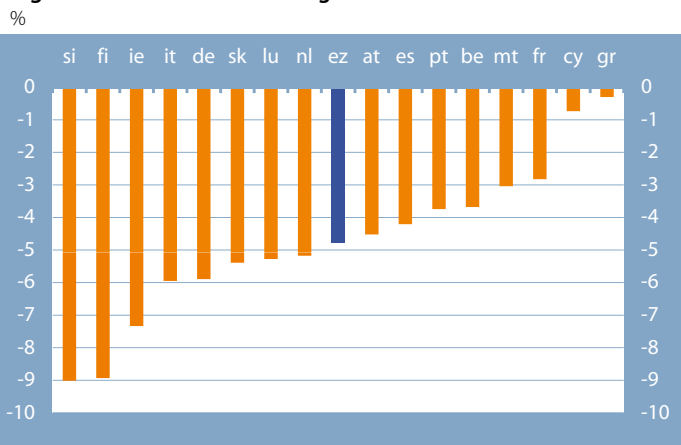
Al met al zien wij de hierboven genoemde factoren bijdragen aan een verder

herstel van de groei in de eurozone. Veel wijst erop dat de economie de tweede helft van 2009 met positieve groei gaat afsluiten. De recessie laten we daarmee achter ons, maar een robuust herstel in 2010 is zeker niet vanzelfsprekend. Wij gaan uit van een groei die schril afsteekt bij herstelperiodes uit het verleden. We zien de initiële groei-impuls in de loop van 2010 vrij snel weer afnemen. In het verlengde van onze voorgaande analyse van Azië en de Verenigde Staten gaan wij er voor wat betreft de wereldhandelsgroei van uit dat de groeiachterstand die begin 2009 is opgelopen, niet op korte termijn zal worden ingehaald.³ Bovendien belemmert de forse stijging van de handelsgewogen koers van de euro de mate waarin Europese exporteurs bij wereldhandels herstel kunnen aanhaken. Een klassiek, uitvoergeleid herstel achten wij daarom onwaarschijnlijk. Daarnaast zijn de onderliggende problemen in de financiële sector nog niet geheel opgelost, iets waar het IMF recent opnieuw voor waarschuwde.⁴ Het bankwezen in Europa heeft nog aanzienlijke kredietverliezen in het vooruitzicht. De ergste ellende voor wat betreft de Amerikaanse 'rommelhypotheken' ligt weliswaar achter ons, maar ook traditionele vormen van kredietverlening staan inmiddels als gevolg van de recessie onder druk. Zo wijst het IMF in het bijzonder op de middelgrote en kleine ondernemingen, waar de bulk van de bedrijfsleningen van het Europese bankwezen aan zijn verstrekt en waar kredietverliezen verder dreigen op te lopen als gevolg van de diepe recessie. Daarnaast zijn de financieringslasten voor de banken gestegen ondanks het ruime liquiditeitsbeleid van de centrale bank, terwijl de potentiële winstgroei van het bankwezen onder druk staat. De noodzaak om balansen op orde te brengen, blijft een belangrijke stempel drukken op de sector, wat in ieder geval betekent dat hier geen sterke groei-impuls voor de economie van uit zal gaan.

Speelruimte beleidsmakers beperkt

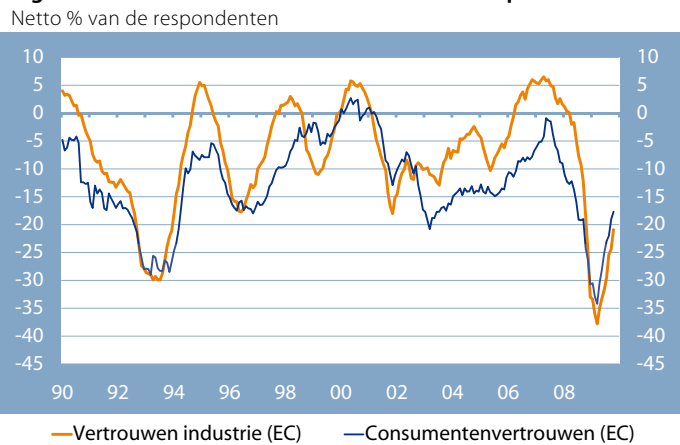
Het succes van de beleidsingrepen brengt tegelijkertijd een groot economisch risico voor de toekomst met zich mee. Centrale banken zullen immers hun ruime liquiditeitsprogramma's niet oneindig kunnen laten voortduren. De ECB liet begin november al doorschemeren dat zij de kredietkraan geleidelijk aan weer wil dichtdraaien. Ook de situatie voor wat betreft de overheidsfinanciën vergt in veel landen de nodige aandacht en daadkracht. Overheden hadden al met al weinig

Figuur 15: Cumulatieve daling BBP sinds tweede kwartaal 2008



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 16: Vertrouwen herstelt zich vanuit diep dal



Bron: Reuters EcoWin

keus en hebben terecht op de wereldwijde vraaguitval gereageerd met forse belastingverlagingen, versnelde doorvoering van investeringen in infrastructuur en steunprogramma's voor de arbeidsmarkt. Ook specifieke programma's, zoals de bekende sloopregelingen voor auto's zijn effectief gebleken. De autoverkopen in de eurozone (in duizenden verkochte auto's) stonden in oktober ruim 15% hoger dan een jaar eerder. Maar al deze stimuleringspakketten trekken een flinke wissel op de toekomst (figuur 17). En dus ligt de uitdaging bij het geleidelijk maar tijdig afbouwen van deze stimuleringsprogramma's. Geleidelijk, opdat de economie niet opnieuw terugvalt, tijdig opdat de slechte overheidsfinanciën geen structureel karakter krijgen. De Europese politiek lijkt hier nog onvoldoende van doordrongen. Zo ontvouwde de Portugese premier Socrates recentelijk juist ambitieuze plannen voor grote infrastructuurinvesteringen in zijn land (€ 60 mrd voor de komende tien jaar). In Duitsland kwam de nieuwe regeringscoalitie een flinke belastingverlaging van € 24 mrd overeen, zonder dat daar een noemenswaardige verlaging van de bestedingen tegenover lijkt te staan. En de Franse regering maakte bekend de crisismaatregelen te verlengen tot 2010, gecombineerd met nieuwe belastingverlagingen. Het beeld is duidelijk: hoewel 2010 een cyclisch herstel zal laten zien, durven overheden het nog niet aan om zich op de impulsen van de private sector te verlaten. Wij zien begrotingstekorten dan ook verder oplopen in 2010, waardoor de rek steeds kleiner wordt.

Geen traditionele investeringshousse

Als we wat dieper inzoomen op onze ramingen voor de eurozone, dan zien we achterblijvende investeringen. Hoewel de investeringen in de loop van 2010 wel iets zullen toenemen, zorgen basiseffecten ervoor dat de gemiddelde groei voor 2010 als geheel licht negatief blijft. Dat is aanzienlijk lager dan gebruikelijk na een recessie. Bovendien wordt een gedeelte van deze groei nog gedragen door overheidsprogramma's op het gebied van infrastructuur, die eind 2008 en begin 2009 zijn aangekondigd. In een aantal landen is het effect van de zwakke huizenmarkt nog niet uitgewerkt. Hoewel het vertrouwen onder Europese ondernemers in de afgelopen maanden sterk is verbeterd, interpreteren wij dit vooral als een relatieve verbetering. Indicatoren van de graad van capaciteitsbenutting staan nog steeds op recorddiepte en hoewel risicopremies in de financiële markten de

Tabel 2: Kernegevens eurozone

jaar-op-jaar volumemutatie (%) tenzij anders aangegeven

	2008	2009	2010
Bruto Binnenlands Product	0,6	-4,0	1,0
Gezinsconsumptie	0,3	-0,9	0,8
Private investeringen	-0,6	-10,4	-0,4
Overheidsbestedingen	2,1	2,5	1,6
Netto handel (groebijdrage)	0,0	-1,3	-0,1
Voorraden (groebijdrage)	0,1	-0,4	0,4
Inflatie (%)	3,3	0,3	1,0
Werkloosheid (%)	7,6	9,4	10,6

afgelopen maanden flink zijn gedaald, blijven de financieringscondities voor banken en bedrijven ruimschoots minder gunstig dan voor de crisis. De winstgroei van bedrijven kan iets verbeteren nu de loongroei in veel landen duidelijk afneemt, maar winstniveaus zijn al sterk gedaald. Naast fors opgelopen loonkosten vormen ook de weer gestegen grondstoffenprijzen een factor die de winstgroei negatief beïnvloedt (figuur 18). Al met al zullen de financiële ruimte en de noodzaak om te investeren in 2010 waarschijnlijk achterblijven. Pas in 2011 denken wij dat de investeringsgroei een 'normaal' groeipatroon zal laten zien.

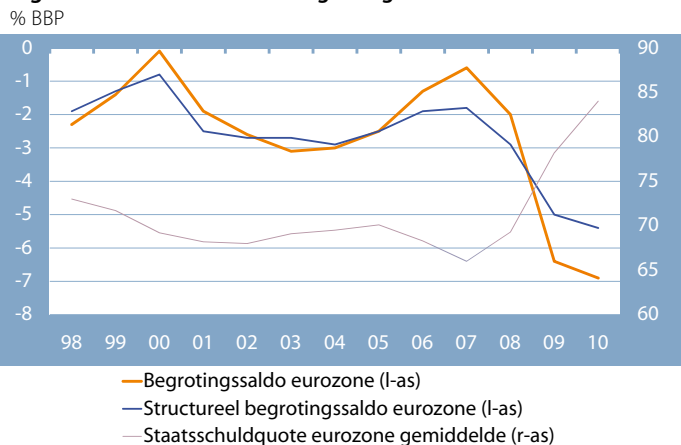
Lichtpuntjes voor de consument

Voor Europese huishoudens zien wij volgend jaar wel wat lichtpuntjes, maar per saldo blijft 2010 een vrij mager jaar. Het goede nieuws is dat de inflatie in 2009 flink is gedaald en waarschijnlijk ook zeer gematigd blijft in 2010, iets waar huishoudens voor wat betreft hun reële koopkracht van profiteren. Bovendien heeft het herstel in de financiële markten ervoor gezorgd dat de netto financiële vermogenspositie van huishoudens in afgelopen kwartalen weer is verbeterd. Dit biedt ruimte voor een beperkte daling van de spaarquote, die in internationale vergelijkingen toch al vrij hoog is (figuur 19). Deze daling van de spaarquote had nog wat sterker kunnen uitpakken, maar wordt beperkt door het verder oplopen van de werkloosheid, vooral in de eerste helft van 2010. De loonontwikkeling is een ander verhaal. Tot voor kort was de loonstijging in veel eurozonelanden relatief sterk, als gevolg van langlopende arbeidsovereenkomsten die voor de recessie waren gesloten. Bovendien kwam de daling van de productie zo snel en hard dat lonen daar eenvoudigweg niet op konden reageren. Inmiddels is de situatie veranderd en zien we in veel landen forse dalingen in de loongroei onder druk van de gestegen werkloosheid. Wij verwachten dat dit in 2010 nog zal doorwerken. Daarmee zijn ook de vooruitzichten voor de besteedbare inkomens relatief mager: zowel qua werkgelegenheid als qua loongroei staan de seinen niet op groen. Belastingverlagingen in een aantal landen bieden enig soelaas, maar het gevolg is per saldo een vrij zuinige stijging van de consumptie in 2010 met ongeveer 1%.

Nieuwe uitdagingen voor de ECB in 2010

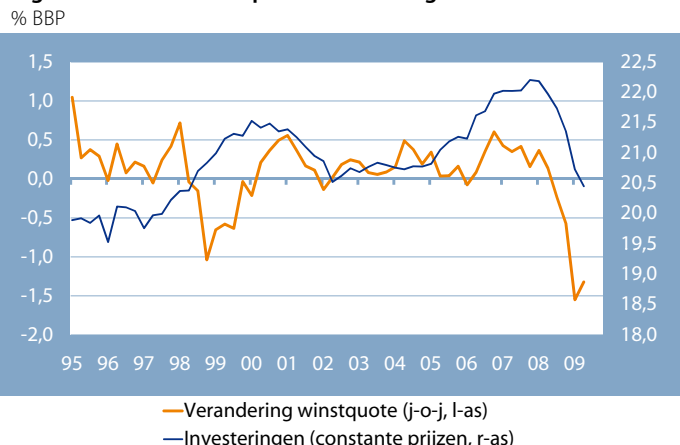
Het is een groot dilemma voor de monetaire beleidsmakers: het medicijn waarmee

Figuur 17: Ook structureel begrotingstekort ver boven 3%-norm



Bron: Europese Commissie, Rabobank

Figuur 18: Winstval beperkt investeringsruimte



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

zij de crisis bestrijden (goedkoop geld) is tegelijkertijd een van de katalysatoren geweest voor het ontstaan van de luchtballonnen in de kredietmarkten en daarmee dus indirect een veroorzaker van de crisis. De ECB hoeft zich hierin zeker niet de eerst aangesprokene te voelen, de monetaire verruiming is vooral in de vorm van liquiditeitsverschaffing gegoten en heeft - mits tijdig weer uit het systeem afgetapt - geen effecten op de uiteindelijke geldgroei, inflatie en eventuele nieuwe zeepbellen. Toch verwachten wij dat de ECB, nu de economie in rustiger vaarwater is gekomen, meer oog gaat krijgen voor de mogelijke bijwerkingen van haar medicijn.

Geen conventionele reden voor haast...

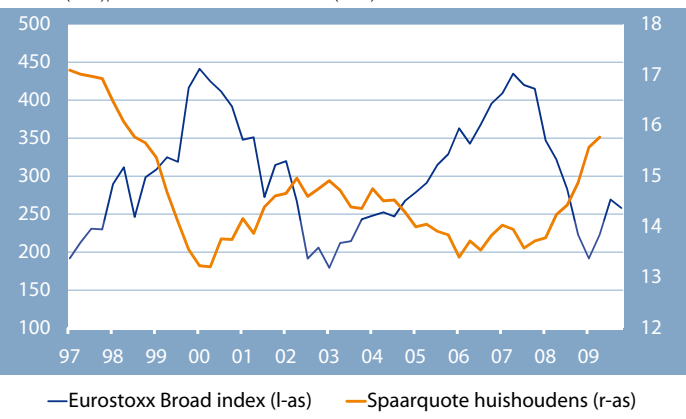
Sinds oktober 2008 heeft de ECB haar beleidsrente sterk verlaagd, uiteindelijk tot een recorddiepte van 1% in mei 2009. Tegelijkertijd heeft zij een ruim liquiditeitsbeleid gevoerd waardoor de geldmarkrentes zelfs onder de officiële beleidsrente zijn komen te liggen (figuur 20). Zo daalde het 3-maands Euribor-tarief begin november onder de 0,72%. Hoewel het duidelijk is dat de economie de weg omhoog weer heeft gevonden, duiden recente uitspraken van beleidsraadsleden, onder wie president Jean-Claude Trichet, erop dat de ECB geen haast maakt om haar beleid op korte termijn te wijzigen. Het economisch herstel is nog te fragiel en het inflatierisico is beperkt. Op basis van onze ramingen delen wij deze mening: wij zien de inflatie de komende kwartalen wel oplopen, maar dat is grotendeels het gevolg van de gestegen olieprijsen. Gemiddeld over 2010 verwachten wij een inflatie van rond de 1%. Gezien onze gematigde groeiraming voor de eurozone, lijkt de risicobalans voor de inflatie in 2010 eerder naar beneden dan naar boven uit te slaan.

...wel einde aan onconventioneel lage rente

Dat wij in de tweede helft van 2010 toch al een verhoging van de beleidsrente verwachten, is gebaseerd op het idee dat de ECB de huidige lage rente ziet als een uitzonderlijke maatregel. Wij denken dat veel ECB-raadsleden zich in een herstellende economische omgeving in toenemende mate ongemakkelijk gaan voelen bij een renteniveau van 1%. Een aantal van hen wilde de rente in eerste instantie al niet eens onder de 2% laten zakken. Bovendien lopen centrale banken

Figuur 19: Ruimte voor daling spaarquote door beursherstel

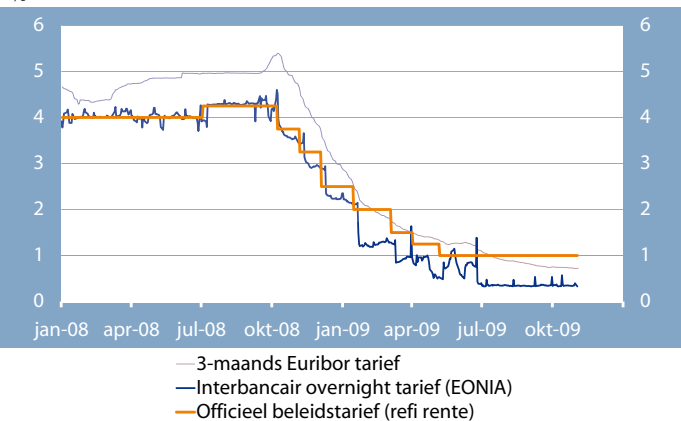
Index (l-as), % beschikbaar inkomen (r-as)



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 20: Geldmarkrente duikt onder beleidstarief

%



Bron: Reuters EcoWin

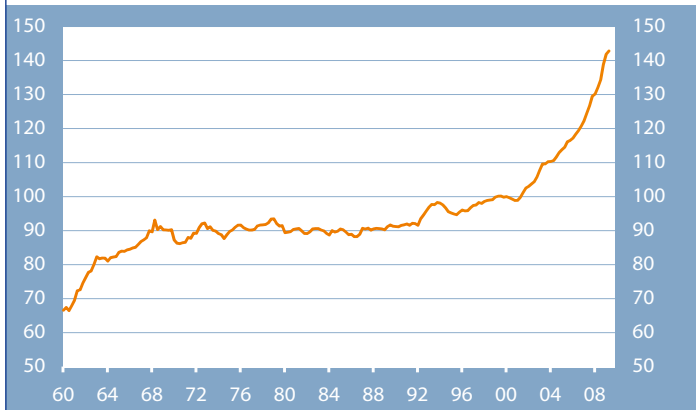
het risico dat zij met hun ruime geldbeleid nieuwe luchtballonnen in de financiële markten creëren (figuur 21). De gedachte dat je hier als centrale bank beter op vooruit kunt lopen dan pas in actie te komen als de zeepbel is gebarsten, lijkt steeds meer post te vatten onder beleidsmakers. Vandaar dat wij de ECB haar belangrijkste tarief (de refi-rente) met 100 basispunten zien verhogen in de tweede helft van 2010. Daarmee wordt het beleid overigens geenszins restrictief.

Liquiditeitsbeleid op de schop?

Maar voordat zij hiertoe over kan gaan, zal de ECB waarschijnlijk eerst de overmatige liquiditeit in de geldmarkt aanpakken. Wij verwachten dat daar de pijlen in de eerste helft van 2010 op gericht zullen zijn. Er is nog geen precies plan van aanpak, maar het lijkt onvermijdelijk dat de ECB een aantal maatregelen gaat terugdraaien of condities gaat aanscherpen. Recente uitspraken van Bundesbank-president Axel Weber wijzen in deze richting. Het ruime liquiditeitsbeleid bestaat eigenlijk uit drie pilaren: acceptatie van een brede range aan onderpanden, een maximale looptijd van de geldleningen aan de banken van twaalf maanden (wat vroeger drie maanden was) en een beleid van volledige toewijzing. Doordat de gemiddelde looptijd van de geldleningen sterk is verschoven naar de maximale looptijd, creëert dit nieuwe potentiële problemen in de toekomst (figuur 22). In het bijzonder de zeer succesvolle liquiditeitsverschaffing van juni 2009 (€ 442 mrd), brengt een zeker 'roll-over'-risico met zich mee. Bovendien is het lastig om onbeperkte 12-maands liquiditeit te verschaffen in een situatie waarin de markten vooruit gaan lopen op een (forse) stijging van de herfinancieringsrente binnen die termijn. Hanteren van een opslag - een soort termijnpremie - bovenop het gangbare tarief is dan een mogelijke oplossing. De markt zal dan een natuurlijke neiging hebben om weer meer richting het korte eind van de geldmarktcurve te gaan bewegen, zeker als met de genoemde opslag ook het tempo van de renteverhogingen wordt aangegeven. In ieder geval verwachten wij dat de liquiditeit in de geldmarkt in de loop van 2010 zal afnemen, automatisch of afgedwongen. Daardoor zullen de geldmarktrentes al in de eerste helft van 2010 naar verwachting wat oplopen. Anticipatie van de markten op beleidsrenteverhogingen kan deze opgaande beweging versterken. Eind 2010 zien wij een 3-maands Euribor-tarief van ongeveer 2¼%.

Figuur 21: Geldhoeveelheid hard gestegen sinds 2001

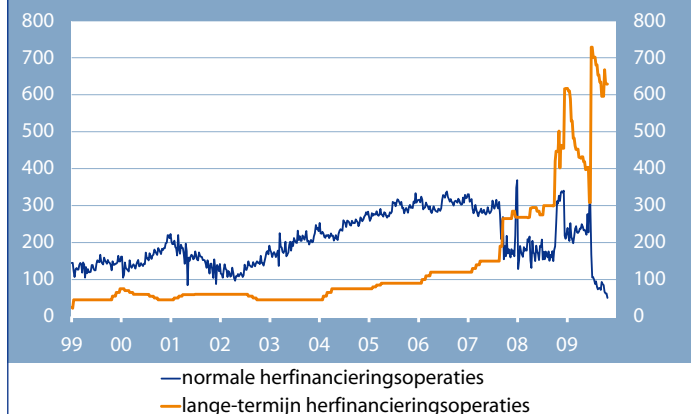
Ratio van geldhoeveelheid eurozone BBP (index, 1999 = 100)



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 22: ECB leningen aan bankwezen

% mrd



Bron: Reuters EcoWin

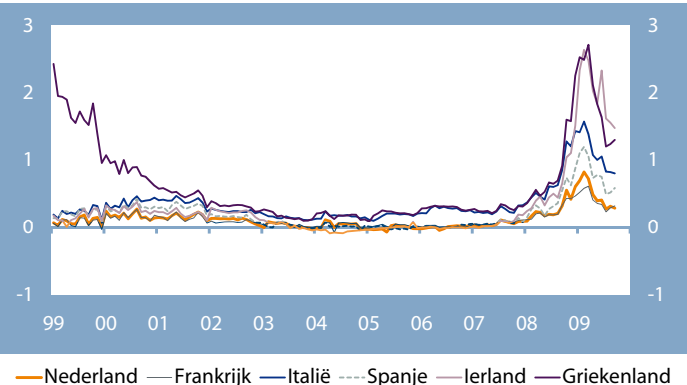
Kapitaalmarkten: beleggers verlaten veilige havens

Hoewel 2009 voor de rentemarkten opnieuw als een bewogen jaar kan worden beschouwd, is volatiliteit een relatief begrip: vergeleken met 2008 was 2009 een oase van rust. Een regionaal onderscheid is echter op zijn plaats, want terwijl we in de VS forse uitslagen zagen in de 10-jaars staatsrente - van een recorddiepte begin 2009 schoot deze omhoog naar 4% halverwege het jaar - bewoog het effectief rendement op 10-jaars Duits staatspapier zich gedurende 2009 in een betrekkelijk geringe bandbreedte van tussen de 3,1 en 3,7%. De spreads tussen verschillende eurozonelanden en 'benchmark' Duitsland, eind 2008 nog sterk uitgelopen, lieten vanaf het eerste kwartaal van 2009 weer een duidelijke convergentie zien (figuur 23).

Voor een aanzienlijk gedeelte moet deze correctie op de Amerikaanse obligatiemarkt worden gezien als een verbetering van de liquiditeit in de markten en een terugkeer naar een normale prijs. De markt was eind 2008, begin 2009 overgewaardeerd omdat het Amerikaanse staatspapier (en in mindere mate ook het Duitse staatspapier) als vluchthaven voor beleggers fungeerde. Bovendien was de inflatie in veel landen sterk afgenomen als gevolg van een uitzonderlijk grote daling van de prijzen op de grondstoffenmarkten. Voeg daarbij de angst voor een wereldwijde depressie en de toenmalige lage niveaus zijn wel enigszins verklaarbaar. Tegelijkertijd biedt deze analyse ook voldoende aanknopingspunten voor het beantwoorden van de vraag waarom de rente vervolgens zo hard steeg. De grondstoffenprijzen herstelden zich begin 2009 en de economische omslag richtte de aandacht op de grote (inflatie-)risico's verbonden aan het agressieve Amerikaanse monetaire en begrotingsbeleid, waarvoor uiteindelijk een prijs moet worden betaald. Maar de omslag in de risicohouding onder beleggers vanaf het eerste kwartaal overheerste toch het beeld. Beleggers durfden weer risico's te nemen en verruilden hun veilige *Treasuries* en *Bunds* voor risicovoller papier, zoals aandelen en bedrijfsobligaties. Het gevolg was een aanzienlijke stijging van de kapitaalmarktrentes tot begin juni.

Figuur 23: Rente opslagen op 10-jaars staatobligaties

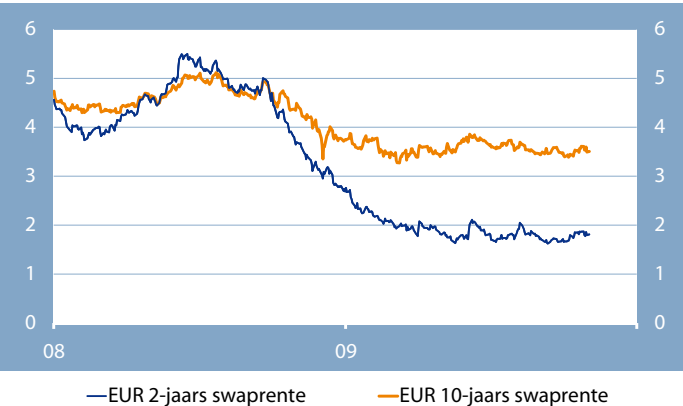
%-punt opslag ten opzichte van Duitsland



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 24: Kapitaalmarktrentes eurozone

%



Bron: Reuters EcoWin

Gemengde gevoelens

In het licht van het herstel van de wereldeconomie, toegenomen inflatieverwachtingen in de markt en een toenemende bereidheid onder beleggers om weer risico's te nemen, is het verrassend dat de kapitaalmarktrentes sinds de zomer juist zijn gedaald in plaats van gestegen (*figuur 24*). Tussen begin juni en begin november daalde de 10-jaars swaprente in de eurozone met 30 bp en in de VS zelfs met bijna 60 bp. De twijfel over de houdbaarheid van het economisch herstel is nog niet helemaal uit de markten verdwenen en de grote centrale banken gaven recentelijk nog aan geen haast te hebben met het terugdraaien van hun beleidsmaatregelen. Dit hield de kortlopende kapitaalmarktrentes laag. Daarnaast zullen veel beleggers hun geld 'aan het werk hebben gezet' over een brede linie van financiële activa. Dat laatste kan ook verklaren waarom de prijzen van veel verschillende beleggingsinstrumenten tegelijkertijd omhoog gingen. Goed voor het marktsentiment dus. Maar gelet op de risico's voor de middellange termijn en de

Box 2: Steunmaatregelen als hoofdgerecht, inflatie als dessert?

Gaan de massa's maatregelen die zijn genomen door centrale banken en overheden uiteindelijk leiden tot een oncontroleerbare stijging van de inflatie? Het komt misschien wat vreemd over om van oncontroleerbare inflatie te spreken op een moment dat in veel landen juist sprake is van zeer geringe of zelfs negatieve inflatie. Maar laten we de argumenten eens op een rijtje zetten.

De 'deflationisten' redeneren dat er in de westerse economieën door de crisis een enorm capaciteitsoverschot is ontstaan, wat een neerwaartse invloed uitoefent op de prijzen. De onderhandelingsmacht van werknemers is beperkt door de hogere werkloosheid en bedrijven hebben te maken met marge-erosie. Gevoegd bij een traag economisch herstel onder invloed van een structureel aanpassingsproces in de financiële sector en een toegenomen spaarneiging onder huishoudens blijft dit capaciteitsoverschot relatief lang aanwezig. Daarmee zakken we (verder) weg in deflatie, zo is de redenering.

De 'inflationisten' zien vooral grote risico's op de middellange termijn. De massale interventies en liquiditeitsinjecties van centrale banken en de enorme stimuleringspakketten die door overheden zijn ingezet om een depressie te voorkomen, hebben ook een keerzijde (*figuur 25*). Zij verhogen immers het risico dat als de economie eenmaal flink aantrekt, dit op enig moment tot een oncontroleerbare stijging van de inflatie leidt. De achterliggende gedachte is dat overheden en centrale banken te laat zullen zijn met het uitvoeren van hun 'exit-strategie'. Centrale banken zullen

gericht blijven op het ondersteunen van de financiële sector, zolang het proces van schuldafbouw daar plaatsvindt. Overheden zullen - al was het alleen maar om politieke redenen - evenmin haast maken met het terugdraaien van stimuleringspakketten.

Beide visies benadrukken de uitersten. De deflationisten rusten volledig op het verband tussen capaciteitsoverschot en inflatie (*figuur 26*). Analyses tonen aan dat er inderdaad een verband bestaat, maar de kracht van dit verband wordt sterk beïnvloed door de inflatieverwachtingen en (dieper liggend) het vertrouwen dat economische actoren hebben in het beleid van de centrale bank. Goed verankerde inflatieverwachtingen zorgen ervoor dat de daadwerkelijke inflatie veel dichterbij de doelstelling blijft dan we op basis van capaciteitsbenutting zouden mogen verwachten. Een ander probleem is van meer technische aard: het productiepotentieel van een economie is erg moeilijk meetbaar. Het is heel goed denkbaar dat de productie(groei)capaciteit van de economie is afgenomen als gevolg van de recente crisis, waardoor het capaciteitsoverschot kleiner is dan we denken. Met deze kanttekeningen in het achterhoofd en op basis van ons groeiscenario voor de wereldeconomie schatten wij het risico van deflatie in de westerse economieën daarom nog steeds relatief laag in.

De opvattingen van de inflationisten rusten sterk op de inflatoire effecten van het extreem ruime monetaire beleid. De grote centrale banken weerleggen deze vrees door te wijzen op het feit dat veel van hun liquiditeitsverschaffende maatregelen zich automatisch

eerder besproken omzichtigheid waarmee centrale banken hun extreem ruime monetaire beleid terugdraaien ook wel zorgelijk. Het zijn namelijk tegelijkertijd signalen dat de huidige lage rentes aanzetten tot het nemen van grotere risico's.

Vooruitzichten: uiteindelijk hoger

Hoewel de inflatie in de westerse economieën op dit moment zeer laag is en het risico van neerwaartse prijsdruk aanwezig blijft, zien wij vanuit een conjunctureel oogpunt toch redenen voor een duidelijke stijging van de kapitaalmarktrentes, zeker op een termijn van zes tot twaalf maanden. Het feit dat de wereldeconomie in een herstelfase is aanbeland speelt daarbij een rol, ook al is dit herstel vooralsnog weinig uitbundig. Het geeft centrale banken voldoende aanleiding om de buitengewone maatregelen terug te gaan draaien. Dat zal gepaard gaan met een stijging van de geldmarktrentes, die ook de kapitaalmarktrentes opwaarts zullen beïnvloeden. In dit verband moeten we ook zeker de voltooiing van het

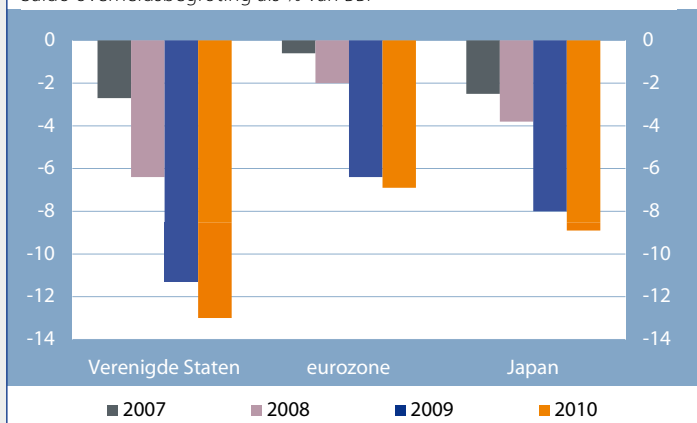
opheffen, zodra de behoefte eraan afneemt. Ook hier is enige nuance op zijn plaats. Het eenvoudigweg laten aflopen van liquiditeitsprogramma's kan tot problemen leiden, onder andere omdat het de onderlinge tegenpartijrisico's van banken blootlegt en op die manier een hernieuwde verslechtering van de marktomstandigheden kan veroorzaken. Bovendien kan het terugdraaien van onconventionele maatregelen als de aankoop van langlopend schatkistpapier door de Fed en de Bank of England gepaard gaan met een flinke rentestijging op de kapitaalmarkten. Dat vooruitzicht alleen al zou de bereidheid van centrale banken om de maatregelen terug te draaien verminderen. Dus het ligt voor de hand dat centrale

banken uiterst voorzichtig zullen zijn en maatregelen langer van kracht laten dan vanuit economisch oogpunt strikt noodzakelijk. Dit is in onze ogen wel degelijk een punt van zorg. Daarnaast bestaat het risico dat een structureel hoger inflatietempo - via bijstelling van impliciete of expliciete inflatiedoelstellingen - onderdeel gaat vormen van de aanpak van de fors opgelopen staatsschulden.

De steunmaatregelen zijn als hoofdgerecht opgediend. Inflatie staat als dessert op de kaart en is naar onze mening inmiddels ook besteld. Slagvaardige en daadkrachtige beleidsmakers kunnen nog voorkomen dat het ook daadwerkelijk wordt opgediend.

Figuur 25: Overheidstekorten nemen verder toe in 2010

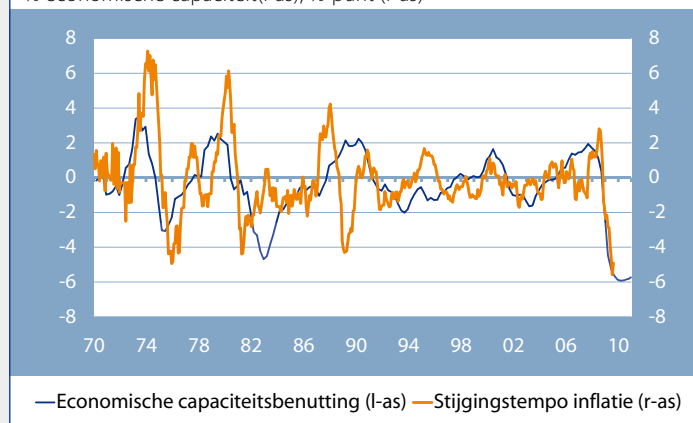
Saldo overheidsbegroting als % van BBP



Bron: Europese Commissie, Rabobank

Figuur 26: Lage capaciteitsbenutting drukt OECD-inflatie

% economische capaciteit (l-as), %-punt (r-as)



Bron: Reuters EcoWin

aankoopprogramma voor staatspapier van de Amerikaanse Federal Reserve noemen, die daarmee niet langer een neerwaartse invloed op de rente zal hebben. Bovendien zou de Fed in 2011 wel eens harder op de rem moeten trappen dan nu door de markten wordt ingeprijsd en dit is dan ook een van de redenen dat wij de kapitaalmarktrentes in de VS in 2010 sterker zien oplopen dan in de eurozone. Maar ook vanuit een langetermijn-'fair value'-oogpunt stellen wij vast dat de kapitaalmarktrentes in de westerse wereld op dit moment relatief laag zijn en onvoldoende de risico's reflecteren die samenhangen met de sterk gestegen begrotingstekorten, in het bijzonder de structurele component ervan.

Topprestatie kredietmarkten

De omslag in het sentiment en de hervonden bereidheid om risico te nemen zijn glashelder af te lezen aan de prestaties van de kredietmarkten: 2009 gaat de boeken in als het topjaar. Het totaal aan emissies van bedrijfsobligaties bereikte maar liefst € 240 mrd. Rendementen liepen tot in de dubbele cijfers - iets boven de 10% voor hoogwaardige obligaties en meer dan 60% voor risicovolle obligaties - en hebben recordniveaus aan instroom van middelen gegenereerd. Risico-opslagen zijn ingekomen tot niveaus van voor de val van Lehman en nieuwe plaatsingen kenden nauwelijks extra risico-opslagen. Naar het einde van 2009 werden door niet-financiële bedrijven overwegend obligaties uitgegeven zonder of met een (zeer) lage kredietbeoordeling. Hoewel de fundamenten positief te noemen zijn, is het onwaarschijnlijk dat 2010 voor de kredietmarkten een herhaling wordt van het topjaar 2009.

Complex krachtenveld

Vooruitkijkend zijn er veel factoren die meespelen in de volumeontwikkeling en de richting van de risico-opslagen:

- 1. economische vooruitzichten, winstontwikkeling van bedrijven en investeringsbereidheid;*
- 2. rente- en inflatieverwachtingen;*
- 3. ontwikkelingen op het vlak van fusies en overnames.*

De kredietwaardigheid van de hoogwaardige bedrijfsobligaties blijft naar verwachting stabiel aangezien bedrijven in dit spectrum hun investeringen verder terugbrengen en liquiditeit oppotten. Het herstel van de markt voor risicovolle(re) obligaties werd in eerste instantie vooral gedragen door economische steunmaatregelen en scherpe kostenreducties door bedrijven. Speculaties op fusies en overnames beginnen meer recent in verschillende sectoren ook weer mee te spelen, getuige bijvoorbeeld de overname van MPS door Adecco en het vijandige overnamebod van Kraft op Cadbury.

Goed alternatief voor bancaire financiering

Aan de financieringskant beperkt de focus van banken op solvabiliteit en kapitaalkosten de groei van de kredietverlening. De kapitaalmarkten blijven goede alternatieven bieden voor de meest kredietwaardige grotere bedrijven. Dat geldt in mindere mate ook voor de top van de risicovollere bedrijven. Voor de meest risicovolle bedrijven kan het gunstige marktsentiment makkelijk wegvallen als

bijvoorbeeld het doorzetten van het economische herstel langer op zich laat wachten. De wanbetalingen ontwikkelen zich voornamelijk volgens verwachting, deels als resultaat van de extreem lage rentevoeten en deels het gevolg van de soepele kredietvoorwaarden van de goede jaren 2006 en 2007. Bedrijven zijn ook in staat geweest om vrijstelling van convenanten en herstructurering aan te vragen, wat heeft meegeholpen om de ontsteking van de schuldfinancieringsbom weg te nemen. Maar ook de herstructureringen die in 2009 wel plaatsvonden, kenden slechts een geringe mate van schuldafbouw.

Nieuwe werkelijkheid

Veel van de grote, kredietwaardige bedrijven zijn gedurende 2009 naar de markt gekomen voor herfinanciering, zodat de financieringsbehoefte gedurende 2010 alleen daarom al een stuk geringer zal zijn. Op de korte termijn zorgt een sterke marktvraag gedreven door technische factoren voor beperkte risico-opslagen. De richting die de risico-opslagen uiteindelijk zullen inslaan, zal grotendeels afhangen van de vorm van het economisch herstel. In een scenario van een relatief traag herstel waarin centrale banken het monetair beleid slechts langzaam zullen verkrappen, kan het inlopen van risico-opslagen nog wat verder doorzetten. Deze laatste beweging wordt wel stevig beperkt door de sterk afgenomen vraag uit hoofde van hedge funds, CDOs en SIVs, alsmede hogere kapitaalkosten en meer aandacht voor kleine risico's die grote problemen veroorzaken als zij zich zouden voordoen. Al deze factoren zijn onderdeel van de nieuwe werkelijkheid met een strengere toezichthouder en lagere economische groei. Uitgaande van een daling in wanbetalingen zullen kredietmarkten juist onder druk komen te staan vis-à-vis de aandelenmarkten in een V-vormig herstelscenario.



Valuta: cyclisch dollarherstel ondanks structurele zwakte

De Amerikaanse dollar is de afgelopen 25 jaar structureel zwakker geworden. Tegen een mandje van de zes belangrijkste munten (de DXY-index)⁵ verloor de munt al meer dan de helft van haar waarde vanaf de top in 1985. Periodes van extreem negatief dollarsentiment werden desondanks afgewisseld door cyclische oplevingen. Recente voorbeelden zagen we na de periodes van dollarzwakte van 2002-2004 en eind 2005 tot midden 2008 (*figuur 27*). Beiden werden gevolgd door cyclisch herstel op de korte termijn, waarna de langetermijnfactoren die op verzwakking wijzen zich weer oprichtten. Maar door de verschillende fases van de kredietcrisis heen zijn we de afgelopen 12-18 maanden getraakteerd op een ritje in de achtbaan doordat financiële ontwikkelingen de langetermijnvloeden op de dollar naar de achtergrond drukten.

Schipperen tussen veilige haven en grote vaart

Recent zagen we de dollar eind 2008 scherp herstellen op basis van een vlucht naar liquiditeit na de val van Lehman Brothers. Investerders bouwden speculatieve posities af of kozen voor de liquiditeit en veiligheid aan het korte eind van de rentecurve temidden van de angst op een ineenstorting van het financiële systeem. Vervolgens hebben we de laatste maanden de Amerikaanse munt met name weer sterk zien wegzakken tegen een achtergrond van herstellende risicobereidheid. Investerders begonnen de dollar zelfs te behandelen als een funding currency, dat wil zeggen een munt waarin je goedkoop geld kan lenen, om dat geld vervolgens met hogere rendementsverwachtingen in een andere valuta te parkeren.

Wisselkoersfundamenten op de middellange termijn zoals relatieve economische groei, handelstekorten en renteversillen laten zich echter niet permanent naar de achtergrond verdrukken ten faveure van kortetermijnfactoren zoals de risicobereidheid. De vraag is daarom op welk moment de markt weer oog krijgt voor middellangetermijnfundamenten en minder leunt op de kortetermijnfactoren.

Cyclisch dollarherstel 2010

De dollarzwakte in de tweede helft van 2009 - de DXY-index staat dicht bij de cyclische dieptepunten van 2005-2008 - opent de mogelijkheid van een hernieuwd cyclisch dollarherstel in 2010. Een dergelijk herstel zal een tijdelijk fenomeen zijn tegen de achtergrond van bijvoorbeeld de gierende tekorten op de Amerikaanse rijksbegroting en de lopende rekening van de betalingsbalans die op lange termijn duiden op verdere verzwakking van de Amerikaanse munt. Maar het zal desondanks een betekenisvolle opvering zijn aangezien de dollar nu ver is weggezakt.

Het antwoord op de vraag wanneer de markt terugkeert naar de middellange valutafundamenten als relatieve groei en renteversillen is grotendeels in handen van de Fed. Tegen de achtergrond van het extreem ruime monetaire beleid en de historisch lage beleidsrente zal zelfs een zeer gematigd herstel voldoende zijn voor de Fed om de beleidsrente op te trekken. Hoewel wij de eerste stap naar normalisatie van de

Box 3: Afscheid van het dollartijdperk?

“De dollar is onze munt, maar jullie probleem.” Zo omschreef voormalig minister van Financiën John Connally de rol van de dollar die tot op de dag van vandaag van toepassing is. De dollar blijft de belangrijkste munt van de wereld, tot groot ongenoegen van hen die graag alternatieven zouden zien nu de Amerikaanse politiek zich nauwelijks bekommert om de zwakte van haar munt. Op korte termijn zal deze situatie echter niet wezenlijk veranderen, ondanks alle retoriek in de media, hoewel de munt wel degelijk langzaam aan terrein verliest.

De immer voortdurende discussie over significante diversificatie uit de dollar blijft stevast beperkt tot stevige woorden. Als we kijken naar de valutasamenstelling van de mondiale reserves, stellen we vast dat nog altijd 62,7% in Amerikaanse dollars luidt. Voor de interpretatie van dit cijfer geldt enerzijds dat het dollaraandeel trendmatig in tien jaar is afgenomen van 78%. Anderzijds is van een deel van de mondiale reserves de valutaire samenstelling onbekend. Daar vallen bijvoorbeeld de Chinese reserves onder. De Chinese reserves zouden volgens ruwe schattingen voor 75% in dollar kunnen luiden. Het dollaraandeel van de totale mondiale dollarreserves - met én zonder publiekelijk bekende valutasamenstelling - ligt dus waarschijnlijk hoger dan de 62,7% die de statistieken vermelden. Ook de Triennial Survey van de Bank for International Settlements (BIS) is behulpzaam om te zien hoeveel aantrekkingskracht de dollar heeft verloren. Blijkbaar niet zo heel erg veel, want de dollar is volgens het BIS-onderzoek nog altijd met afstand de belangrijkste munt van de wereld, met een hoog en stabiel aandeel in de dagelijkse valutahandel en in de derivatenmarkt.

Een strategische terugtrekking uit de dollar kan gaande zijn, maar die beweegt zich dan in het tempo van een gletsjer. Daar gaan dus geen jaren, maar decennia overheen voordat zo'n terugtrekking is voltooid. Waarom? Ten eerste omdat het grote aanpassingspro-

bleem ligt in de overschotlanden van het Midden- en Verre Oosten. Hoewel ook zij zich minder comfortabel voelen bij de langetermijnvooruitzichten van de dollar, hebben zij zich te innig aan de munt gebonden om er nog makkelijk vanaf te kunnen. China is hierin een geval apart, met valuta-reserves in de orde van grootte van \$ 2,3 biljoen. Door grote hoeveelheden geaccumuleerde dollarreserves uit het verleden wordt een verschuiving weg van de dollar te kostbaar door het waardeverlies dat het op de bestaande reserves zou kunnen creëren. Ten tweede omdat de overschotlanden valuta-reserves hoofdzakelijk oppotten om hun munten artificieel goedkoop te houden ten opzichte van de dollar. Dit ter ondersteuning van de eigen uitvoergeleide groeistrategie. Een aanzienlijke diversificatie uit de dollar zou dus het wisselkoersbeleid en uiteindelijk ook de uitvoergroei en het nationale verdienmodel in de wielen rijden. Ten derde bieden Amerikaanse financiële markten nog altijd liquide beleggingsinstrumenten die aantrekkelijk zijn voor beleggers over de hele wereld. Niet in de laatste plaats voor opkomende economieën die de eigen financiële markten nog een flink stuk moeten doorontwikkelen om de nieuw vergaarde rijkdom zelf te kunnen bewaren.

Op de langere termijn neemt het belang van de dollar waarschijnlijk geleidelijk verder af. Maar verwacht niet dat de positie van de dollar wordt ingenomen door een enkele concurrerende munt. Wij zien een meerpolig valutalandchap met een toegenomen belang van de euro, maar ook voor de opkomende munten van China en India gedurende de doorontwikkeling van hun politieke, economische en financiële systemen. Voor de komende jaren betekent dit dat u voorzichtig moet blijven en niet direct uw dollarbezit moet afbouwen op basis van de onderhavige diversificatie uit de dollar. De grote spelers in dit spel voegen de daad immers nog niet bij het woord.⁶

beleidsrente niet verwachten voor augustus 2010, kan enkel het vooruitzicht van een renteverhoging de markt al stevig in beweging brengen.

Als we specifiek kijken naar het eurodollar valutapaar dan valt een aantal factoren op. Onze voorspelling wijst op een snellere vervlakking van de Amerikaanse rentecurve, gecombineerd met een toename van het Amerikaanse-Europese rentecart aan het lange eind van de rentecurve. Ook zien we voor komend jaar de Amerikaanse economie duidelijk sneller groeien dan de Europese. Beide factoren steunen de dollar. Het is ook duidelijk dat de sterke euro momenteel de economieën van het eurogebied al flink pijn doet, vooral die landen die toch al

onder druk staan en de landen met een grotere handelsafhankelijkheid buiten het eurogebied. Als we kijken naar koopkrachtpariteiten, dan zou de eurodollarkoers ongeveer op \$ 1,22 liggen. Dit is een verre van perfecte maatstaf maar geeft toch een idee van de omvang van een cyclisch dollarherstel.

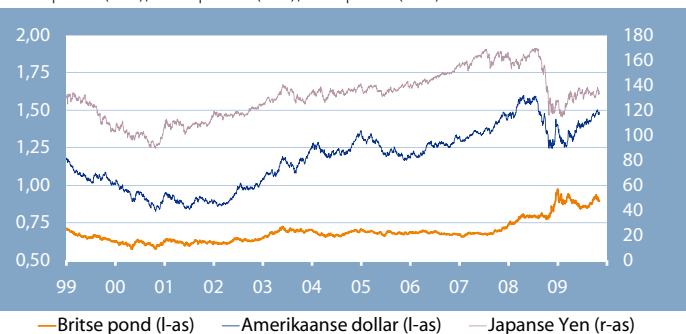
Weg van de minste weerstand

We wijzen ook op de ontwikkeling van de Amerikaanse handelsbalans - een van de structurele determinanten van de waarde van de dollar - die in het jaar tot aan september op een tekort van \$ 238 mrd uitkwam. Tegenover de top van \$ 760 mrd in 2006 lijkt dat een aanzienlijke verbetering. Het leeuwendeel is echter het gevolg van de scherpe terugval in de binnenlandse vraag en is slechts conjunctureel van aard. Aangezien het grootste deel van het handelstekort betrekking heeft op de handel met Azië zou de dollar eigenlijk vooral ten opzichte van de Aziatische munten moeten verzwakken. We verwachten wel enige verzwakking van de dollar ten opzichte van het Aziatische continent, maar Aziatische overheden zullen een al te grote appreciatie van de eigen munt toch voorlopig niet toestaan (figuur 28). Dat laat de euro eigenlijk over als het aanpassingspad van de minste weerstand op de middellange termijn, ondanks dat de economieën in de eurozone de last van een dure munt best kunnen missen. De eurodollar-wisselkoers wordt daarmee opmerkelijk genoeg grotendeels in Azië bepaald. Als de dollar tegenover de Aziatische munten in waarde mag dalen, dan kan de euro namelijk ook weer wat wegzakken tegenover de dollar, met gunstige effecten voor de Europese groei.

- 1 Op basis van de Case-Shiller Composite-20-index.
- 2 Op basis van de S&P 500-index.
- 3 Zie ook de bijdrage *Globalisering op een kruispunt: wereldhandel* in de themabrochure bij deze Visie op 2010.
- 4 Zie Internationaal Monetair Fonds (2009), *Global Financial Stability Report: Navigating the Financial Challenges Ahead*, October 2009.
- 5 Deze index bestaat uit euro (57,6%), yen (13,6%), sterling (11,9%), de Canadese dollar (9,1%), de Zweedse kroon (4,2%) en de Zwitserse franc (3,6%).
- 6 Zie ook de bijdrage *Globalisering op een kruispunt: economische onevenwichtigheden* in de themabrochure bij deze Visie op 2010.

Figuur 27: Beweeglijke valutamarkten

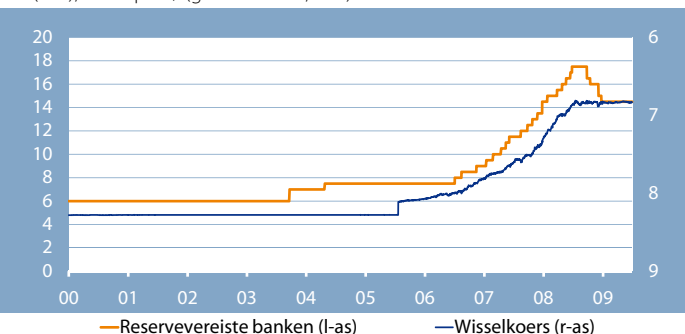
GBP per €(l-as), USD per €(l-as), Yen per €(r-as)



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 28: Chinees monetair beleid

% (l-as), Yuan per \$ (geïnvverteerd, r-as)



Bron: Reuters EcoWin