

Economische ontwikkelingen

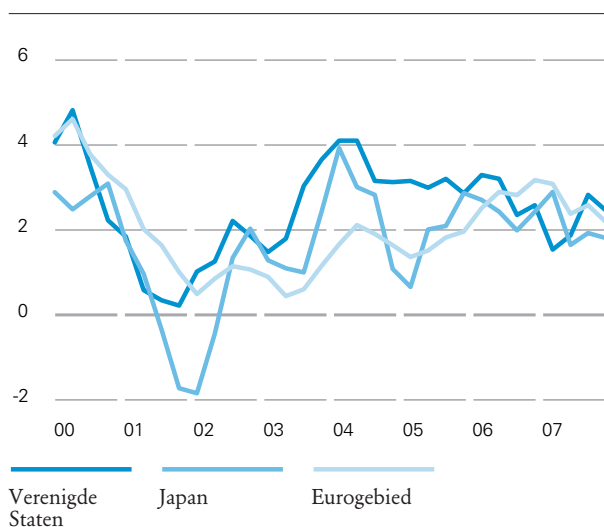
In de eerste maanden van 2008 hield de onrust op de financiële markten aan. De omvang van de kredietverlening door banken aan bedrijven en huishoudens is niet afgenomen, maar doorwerking van de financiële onrust op de kredietverlening is een belangrijk risico voor de groei. De Amerikaanse groei vertraagde sterk in het vierde kwartaal, en de aanwijzingen voor een verdere afzwakking namen toe. De groei in het eurogebied daalde aanmerkelijk minder sterk, terwijl de Nederlandse groei boven potentieel bleef. Nederland viel binnen het eurogebied op door een lage inflatie, die echter oploopt.

Financiële onrust houdt aan

Nadat in de zomer van 2007 de onzekerheid over de waardering van financiële bezittingen was toegenomen, werden financiële instellingen en andere partijen huiverig om aan elkaar te lenen. De spanningen op de geldmarkt liepen hierdoor vanaf begin augustus op, en wederom vanaf november. Hierbij speelde mee dat banken zekerheidshalve het boekjaar 2007 met ruime liquide middelen in kas wilden afsluiten. De centrale banken van verschillende landen, waaronder het eurogebied en de vs, kondigden op 7 december gezamenlijk aan additionele liquiditeiten te verschaffen om dit

Grafiek 1 Economische groei

Procentuele mutaties ten opzichte van het vorige overeenkomstige kwartaal



Bron: Thomson Financial.

‘eindejaarseffect’ tegen te gaan. De risicopremies op de interbancaire geldmarkt daalden hierdoor weer, maar waren in februari nog steeds hoger dan voor het begin van de financiële onrust.

Terwijl de geldmarkt gedeeltelijk normaliseerde, steeg de spanning op andere financiële markten. In januari daalden de aandelenkoersen wereldwijd sterk. Banken maakten nieuwe afschrijvingen over het vierde kwartaal bekend, door oplopende verliezen op *subprime* hypotheek en daaraan gerelateerde financiële producten op hun balans. De oplopende betalingsachterstanden en dalende huizenprijzen in de vs verminderen de waarde van deze bezittingen, die daardoor een lagere waardering kregen van kredietbeoordelaars. De onrust op de financiële markten werd versterkt doordat ook twijfels ontstonden over de kredietwaardigheid van *monoliners*, verzekeraars die obligaties en complexe kredietproducten garanderen. Het artikel *Kredietbeoordelaars: vliegwielen in het financiële systeem* in dit kwartaalbericht gaat dieper in op de rol van kredietbeoordelaars.

De economische vooruitzichten zijn recent verslechterd. In januari raamde IMF een groei van de wereld-economie in 2008 van 4,1%, bijna een procentpunt onder de groei in 2007. Deze raming was 0,3 procentpunt lager dan die in oktober 2007. Naar verwachting zullen de vs, Japan en Europa volgend jaar met ongeveer 1,5% groeien, aanmerkelijk minder dan de groei van de afgelopen jaren (grafiek 1). De groei in de opkomende economieën vertraagt ook, maar blijft met ongeveer 7% hoog. De risico's rond deze lagere groeiverwachting zijn vooral neerwaarts, door de mogelijkheid dat de financiële onrust de economische groei in de geïndustrialiseerde landen verder afremt.

Andere risico's voor de mondiale groei komen voort uit de sterk gestegen prijzen van grondstoffen de afgelopen jaren, onder andere door een grotere vraag vanuit snel groeiende economieën, zoals China. De olieprijs was in januari meer dan USD 90, een niveau dat gecorrigeerd voor inflatie vergelijkbaar is met de olieprijs tijdens de oliecrisis begin jaren tachtig. Ook de wereldvoedselprijzen zijn sterk gestegen. De inflatoire effecten hiervan worden in veel landen gevoeld, en vormen via oplopende inflatieverwachtingen een risico voor de economische groei. Een wanordelijke correctie van de mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden blijft eveneens een risico. De groeivertraging in de vs draagt weliswaar bij aan een kleiner Amerikaanse lopende rekeningtekort, maar de gestegen volatiliteit op de financiële markten vergroot de kans op een wanordelijke correctie.

Kredietvoorwaarden banken aangescherpt

Eén van de manieren waarop de financiële onrust de economische groei kan afremmen, is middels minder en duurder kredietverlening door banken. De hogere risicopremies op de interbancaire geldmarkt verhogen de financieringskosten voor banken. Banken hebben deze kostenstijging tot nu toe gedeeltelijk doorberekend in hun rentetarieven. Het is niet verrassend dat vooral risicopremies op Amerikaanse hypotheekleningen de afgelopen maanden fors zijn gestegen. Ook de risicopremies op andere leningen aan bedrijven en huishoudens zijn opgelopen, maar dit effect werd deels gecompenseerd door een daling van de risicovrije rente.

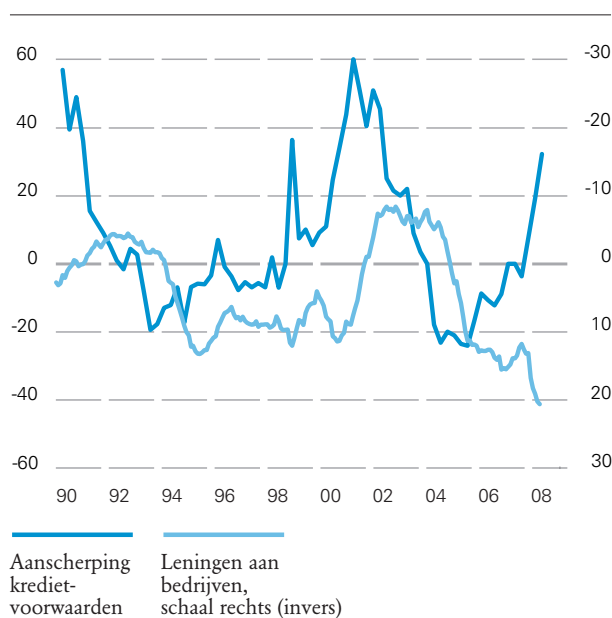
Ondanks de financiële onrust is de omvang van de kredietverlening door banken aan bedrijven en huishoudens niet afgenomen. De totale kredietverlening door Amerikaanse banken steeg in januari met 11%, ongeveer hetzelfde percentage als de afgelopen drie jaar. De hypothecaire kredietverlening door Amerikaanse banken is gedaald, waarbij subprime hypotheekleningen vrijwel niet meer worden verstrekt. Wanneer hypotheekleningen buiten beschouwing worden gelaten, is de kredietgroei aan bedrijven en huishoudens versneld sinds het begin van de financiële onrust. De vraag naar bedrijfskredieten bleef op peil. Ook namen banken leningen op hun balans die bedoeld waren om door te verkopen.

Ook in het eurogebied is de omvang van de kredietverlening door banken aan huishoudens en bedrijven de afgelopen maanden niet plotseling afgenomen. De groei van de kredietverlening aan huishoudens vertraagt al sinds het begin van 2006, en deze trend zette in een gelijk tempo door na het begin van de financiële onrust. De afvlakkende kredietgroei aan huishoudens hangt samen met de afkoeling van de huizenmarkten in een aantal landen in het eurogebied. De kredietverlening aan bedrijven groeide in het vierde kwartaal van 2007 met 14%, een toename ten opzichte van het groeitempo van 12,7% in het tweede kwartaal. De financiële onrust komt ook niet tot uiting in een verkorting van de looptijd van leningen door banken, wat een indicatie zou zijn van een terughoudendere verstrekking van bedrijfskredieten. Het grootste deel van de nieuwe leningen aan bedrijven heeft nog steeds een looptijd langer dan één jaar.

Bij de toename van het kredietvolume speelt mee dat bedrijven minder makkelijk toegang hebben tot andere financieringsbronnen door de financiële onrust. Zo zijn de risicopremies op bedrijfsobligaties opgelopen, vooral voor minder kredietwaardige bedrijven. Bedrijven doen daardoor een groter beroep op banken voor hun

Grafiek 2 Aanscherping kredietvoorwaarden en kredietverlening Verenigde Staten

Netto percentage van banken dat de voorwaarden aanscherpt en procentuele mutaties



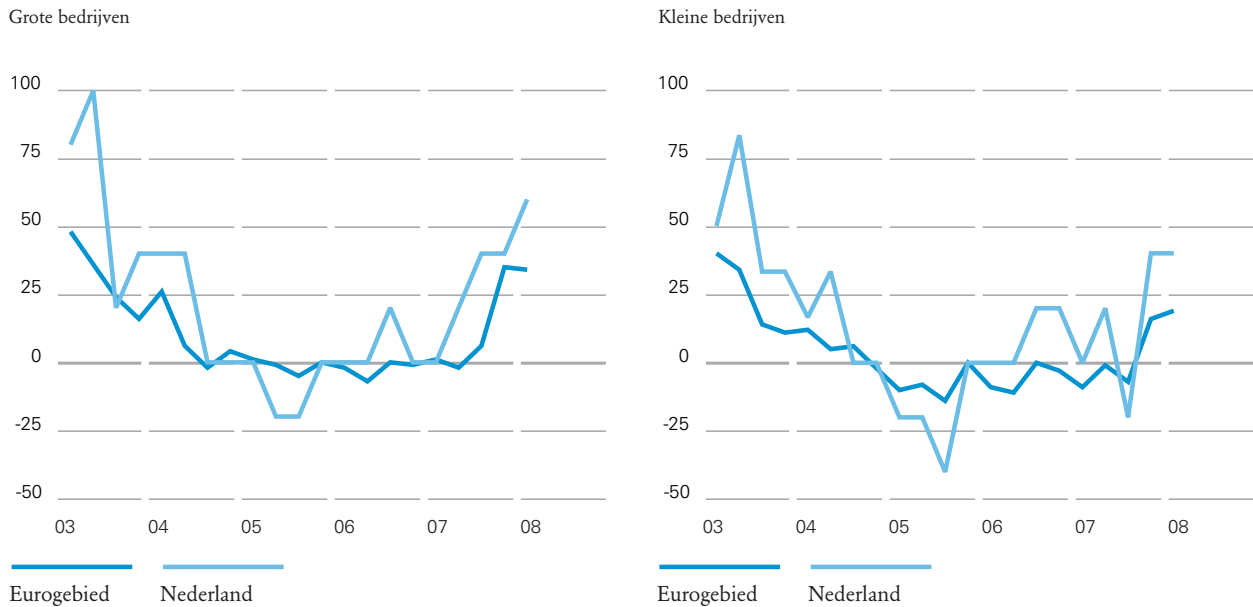
Toelichting: Aanscherping kredietvoorwaarden voor leningen aan grote en middelgrote bedrijven.
Bron: Thomson Financial.

financiering. Een krappe meerderheid van de banken in het eurogebied rapporteerde een toenemende vraag naar bedrijfskredieten in de tweede helft van 2007. De vraag naar krediet voor het financieren van overnames blijkt wel te zijn afgenomen.

Op termijn zal de financiële onrust de omvang van de kredietverlening door banken wel negatief beïnvloeden. Banken hebben verliezen geleden door hun afschrijvingen op subprime hypotheekleningen en gerelateerde producten. Bij aanhoudende financiële onrust zullen zij de hogere risicopremies doorberekenen in hun rentetarieven. Een kleine meerderheid van de banken in het eurogebied verwachtte volgens bovengenoemde enquête een afnemende vraag naar bedrijfskredieten in het eerste kwartaal van 2008. Tegelijk nam het aantal banken toe dat meldde de kredietvoorwaarden voor bedrijfsleningen aan te scherpen (grafiek 3). Ook Amerikaanse banken scherpen sinds het begin van de financiële onrust hun kredietvoorwaarden aan. In het verleden reageerde de kredietverlening aan bedrijven met een vertraging op een aanscherping van de kredietvoorwaarden (zie grafiek 2).

Grafiek 3 Aanscherping kredietvoorwaarden eurogebied en Nederland

Netto percentage van banken dat de voorwaarden aanscherpt



Bron: ECB en DNB.

Groei vs loopt terug en aanwijzingen voor een recessie nemen toe

De Amerikaanse economische groei viel terug in het vierde kwartaal van 2007. Ten opzicht van het laatste kwartaal van 2006 groeide de economie met 2,5%, maar ten opzichte van het goede derde kwartaal van 2007 stagneerde de economische groei bijna. De consumptie groeide minder hard, maar bleef de belangrijkste drager van de Amerikaanse groei. Vooral de consumptie van diensten groeide minder snel, terwijl die meestal gelijkmatiger groeit dan de consumentenbestedingen aan goederen. Net als de vorige kwartalen werd de groei vooral gedrukt door de problemen op de Amerikaanse huizenmarkt. De dalende investeringen in woningen hadden een negatief effect op de economische groei van 1,2 procentpunt in het vierde kwartaal. Activiteit in de gehele bouwsector liep met 2,7% terug in 2007, de grootste daling in meer dan 25 jaar. Daarnaast had ook de voorraadvermindering door bedrijven een fors negatief effect op de groei. Het voorraadniveau nam voor het eerst in meer dan vier jaar als percentage van het bbp af, wat behalve in recessies zelden plaatsvindt.

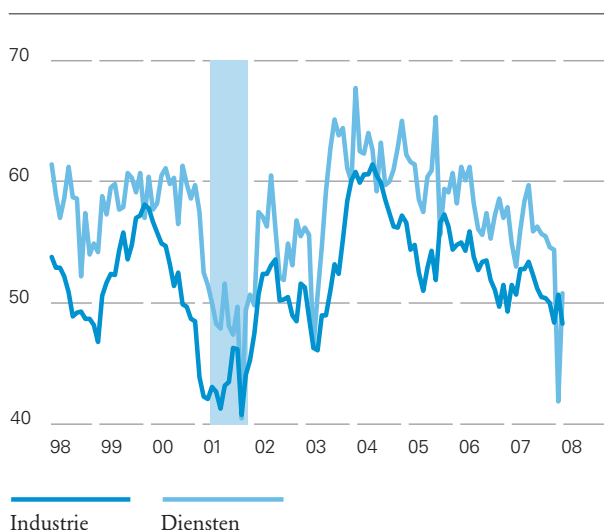
De afkoeling van de Amerikaanse huizenmarkt zet onverminderd door. Het artikel *Correctie Amerikaanse huizenmarkt nog niet ten einde* in dit kwartaalbericht

bevat een uitvoerige beschouwing van de recente ontwikkelingen op de Amerikaanse huizenmarkt. Door de afkoeling van de huizenmarkt, door de hogere olieprijs en door de onrust op de financiële markten wordt het vertrouwen van Amerikaanse consumenten en producenten aangetast. Het consumentenvertrouwen neemt al sinds het begin van 2007 af en daalde de afgelopen maanden verder. In januari 2008 daalde ook het vertrouwen van producenten in de dienstensector plotseling sterk, om in februari gedeeltelijk te herstellen (grafiek 4). Het producentenvertrouwen, dat is gebaseerd op een enquête onder inkoopmanagers, was ook zo laag tijdens de laatste Amerikaanse recessie in 2001. De daling werd niet alleen gedreven door sectoren die veel last hebben van de problemen op de huizenmarkt en de financiële onrust, zoals de bouw, makelaardij en financiële dienstverlening. Ook in de groothandel en detailhandel daalde het producentenvertrouwen, wat wijst op een bredere afzwakking van de economie. Het vertrouwen onder industriële producenten daalde tot onder het neutrale niveau van 50, waarbij net zoveel respondenten een toename als een afname van de groei ten opzichte van de voorgaande maand verwachtten.

Het is te vroeg om vast te kunnen stellen of de vertragende groei in de vs zal uitmonden in een recessie. Bij de recessie in 2001 liep de daling van het producen-

Grafiek 4 Producentenvertrouwen Verenigde Staten

Inkoopmanagersindex



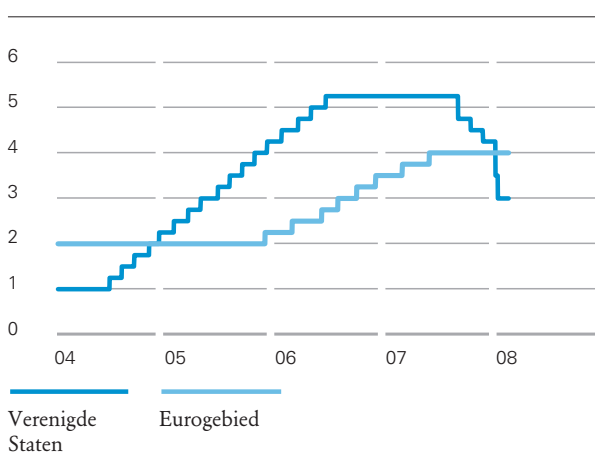
Toelichting: 50 = Geen verandering met voorafgaande maand.
 Diensten: productieverwachtingen.
 De gearceerde periode geeft de laatste recessie weer.
 Bron: ISM, NBER.

tenvertrouwen in de industrie voor op die in de dienstensector, wat de aard van de recessie weerspiegelde. Vergeleken met de meeste naoorlogse recessies liepen destijds vooral de export en investeringen sterk terug, door de appreciatie van de dollar en het knappen van de internet-bubble. De uitgaven aan consumptiegoederen bleven relatief hoog, gesteund door de stijgende huizenprijzen, en droegen bij aan een snel herstel. De opgetreden daling van de effectieve wisselkoers steunt momenteel juist de Amerikaanse export, die in het vierde kwartaal met 7,7% toenam. De groei van de import zwakte in dezelfde periode af door de lagere groei en kwam uit op 1,4%. De netto export leverde de afgelopen drie kwartalen een stevige bijdrage aan de economische groei.

De Amerikaanse regering besloot recent tot een belastingverlaging in 2008 om de economie te stimuleren. De toegenomen onzekerheid over de economische vooruitzichten kwam ook tot uiting in een aanpassing van het monetaire beleid in de vs. In januari verlaagde de Fed de beleidsrente met 1,25 procentpunt tot 3% in twee stappen, waarbij de eerste bij uitzondering werd genomen buiten één van de acht reguliere vergaderingen waarin het monetaire beleid wordt bepaald (grafiek 5).

Grafiek 5 Beleidsrentes

Dagcijfers; procenten



Bron: Thomson Financial.

De groei in het Eurogebied loopt terug

Tot nog toe viel de Europese groei minder terug dan de Amerikaanse. Dit hangt samen met de sterkere afkoeling op de Amerikaanse huizenmarkt. De economische groei in het eurogebied vertraagde in het vierde kwartaal tot 2,2%, ten opzichte van het laatste kwartaal van 2006. Over heel 2007 kwam de groei uit op 2,6%, ruim boven het potentiële niveau van 2%. Vergeleken met het goede derde kwartaal halveerde het groeitempo bijna, van 0,7% naar 0,4% (kwartaal op kwartaal). De afzwakking was breed verspreid over de verschillende landen in het eurogebied, waaronder de grootste. Duitsland en Frankrijk groeiden in het derde kwartaal ongeveer net zo hard als het eurogebied gemiddeld, maar ze bleven in het vierde kwartaal achter door lagere consumptie en afnemende voorraden. De groei in Italië is al langer laag. De groei in Spanje behoorde de afgelopen jaren tot de hoogste in het eurogebied. Onder invloed van een afkoeling van de huizenmarkt daalde de Spaanse groei in 2007, maar bleef in het vierde kwartaal hoger dan gemiddeld in het eurogebied.

De werkloosheid in het eurogebied daalde in december tot 7,2%, een historisch laag niveau. De krapte op de arbeidsmarkt komt tot uiting in een toename van het aantal industriële werkgevers dat zegt te worden gehinderd door arbeidstekorten. De komende maanden zal de arbeidsmarkt naar verwachting krap blijven. De werkgelegenheidsverwachtingen van werkgevers in de industrie en dienstensector namen in januari iets af, maar bleven boven hun langjarige gemiddelde.

Tabel 1 - Bestedingen Nederland

Procentuele mutaties ten opzichte van direct voorafgaande periode

	2005	2006 ²	2007	2006	2007							
				I ³	II	III	IV	I	II	III	IV	
Bbp	1,5	3,0	3,5	0,6	1,1	0,4	0,7	1,0	0,3	1,9	1,2	
Particuliere consumptie	0,7	-0,8 (2,7)	2,1	-2,0	0,7	0,0	-0,2	t	0,1	0,7	0,9	
Particuliere investeringen ¹	2,4	8,2	5,2	3,3	3,8	3,1	2,6	-0,2	-2,7	7,4	-2,2	
Overheidsbestedingen	0,7	8,4 (2,2)	3,0	6,2	0,8	0,3	1,4	0,7	0,5	1,0	0,2	
Uitvoer	5,9	7,0	6,4	2,7	1,6	0,5	1,5	2,4	0,9	2,3	1,2	
Invoer	5,5	8,1	5,6	2,9	2,1	0,4	2,6	0,8	1,4	2,0	-0,2	

¹ Exclusief voorraadvorming.² De getallen tussen haakjes zijn gecorrigeerd voor veranderingen in het zorgstelsel.³ Niet gecorrigeerd voor veranderingen in het zorgstelsel.
Bron: CBS.

Ook in het eurogebied hebben de financiële onrust en de verslechterende vooruitzichten invloed op het vertrouwen van producenten en consumenten, maar voornamelijk in mindere mate dan in de VS. Het consumentenvertrouwen in het eurogebied daalt gestaag sinds mei 2007 en kwam in januari lager uit dan zijn historische gemiddelde. Het vertrouwen van inkoopmanagers in de dienstensector daalde in januari, maar bleef boven het neutrale niveau van 50. Het producentenvertrouwen steeg licht en blijft op een uitbreiding van de productie wijzen.

De ECB heeft sinds het begin van de financiële onrust de beleidsrente constant gehouden in het eurogebied, dat door de invoering van de euro in Cyprus en Malta per 1 januari 2008 nu uit vijftien landen bestaat. Zoals bekend richt de ECB zich op beheersing van de inflatie op middellange termijn. De inflatie in het eurogebied, die in de laatste maanden van 2007 scherp opliep, steeg verder tot 3,2% in januari. Dit is de hoogste inflatie sinds de invoering van de euro. Vooral stijgende voedsel- en energieprijzen droegen bij aan de toename van de inflatie.

Nederlandse groei bleef hoog

De Nederlandse economie bleef ook in het laatste kwartaal van 2007 in een fase van hoogconjunctuur. Ten opzichte van 2006 kwam de groei over het hele jaar uit op 3,5%, de hoogste groei in zeven jaar. In het vierde kwartaal zwakte de groei af ten opzichte van het voorafgaande kwartaal, dat een uitzonderlijk sterke groei van 1,9% kende. In tegenstelling tot de rest van het euro-

gebied bleef de Nederlandse groei echter ruim boven potentieel in het vierde kwartaal, en bedroeg 1,2% ten opzichte van het voorafgaande kwartaal. Vooral de consumptie en de netto export droegen bij aan de groei (tabel 1). De consumptiegroei versnelde in het derde en vierde kwartaal, ondanks de sterke daling van het consumentenvertrouwen na het begin van de financiële onrust. Sterke werkgelegenheidsgroei droeg bij aan het op peil houden van de consumptie. Er is een record aantal openstaande vacatures en de werkloosheid is laag (4%).

De sterke groei in de tweede helft van het jaar is deels toe te schrijven aan de sterke stijging van het aardgasverbruik in die periode. Na de ongewoon zachte winter van 2006/2007 lagen de temperaturen de afgelopen maanden weer in lijn met hun langjarig gemiddelde. De productie van delfstoffen, waaronder aardgas, steeg in het vierde kwartaal met 35% ten opzichte van het laatste kwartaal van 2006. De delfstoffenwinning droeg in de tweede helft van het jaar 0,5 procentpunt bij aan de economische groei, ongeveer net zoveel als de negatieve bijdrage door de dalende productie in de eerste helft van het jaar. De hogere aardgasproductie is zowel zichtbaar in de sterk groeiende binnenlandse consumptie in het vierde kwartaal als in de export van aardgas.

De sterke economische groei is echter niet volledig te danken aan het weer. Ook gecorrigeerd voor de gestegen delfstoffenwinning groeide de economie de afgelopen twee kwartalen sneller dan in de eerste helft van 2007. De groei in de commerciële dienstverlening, waar onder andere uitzendbureaus, handel en financiële dienstverlening toe behoren, bleef met bijna 4% ten opzichte van het laatste kwartaal van 2006 hoog. Een

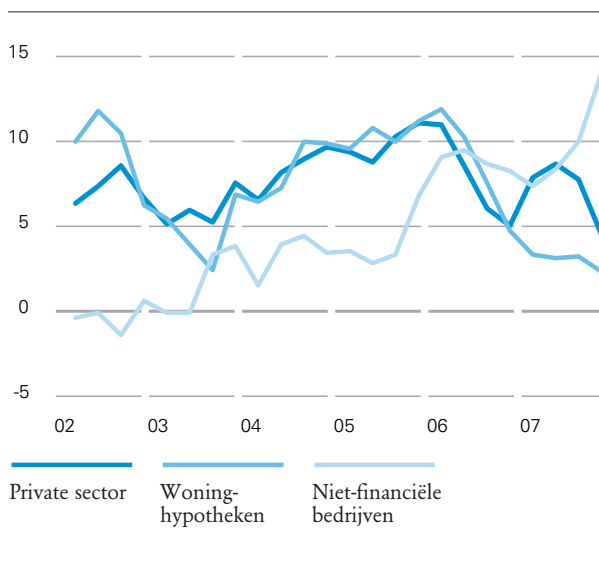
uitzondering was de industriële productie, die in het vierde kwartaal vertraagde tot 1,1% ten opzichte van het laatste kwartaal van 2006.

De kredietverlening van Nederlandse banken aan niet-financiële bedrijven groeide in het vierde kwartaal met 14%, net zo hard als in het hele eurogebied. De totale groei van de kredietverlening aan de private sector daalde tot 4,6%, onder andere doordat de kredietverlening aan huishoudens al langer daalt (grafiek 6). De sterke kredietgroei aan bedrijven is deels het gevolg van een relatief lagere groei in het laatste kwartaal van 2006, en zal naar verwachting afnemen. Een hoger percentage Nederlandse banken dan gemiddeld in het eurogebied zegt hun kredietvoorwaarden voor bedrijven aan te scherpen sinds de financiële onrust (zie grafiek 2).

Ook om andere redenen zal de Nederlandse economie naar verwachting geen uitzondering blijven op de economische vertraging in het eurogebied. De laatste twee kwartalen werd de economische groei gestimuleerd door de inhaalslag van de aardgasproductie, en dit effect zal bij normale temperaturen verdwijnen uit de groeicijfers. Lagere groei in Europa en de VK betekent minder vraag van de belangrijkste markten voor de Nederlandse export. De DNB-conjunctuurindicator voorziet een omslag in het begin van 2008. In het vierde kwartaal daalden de investeringen in machines en transportvoertuigen, wat een voorbode van een afzwakende groei kan zijn. Een afzwakking van de groei in

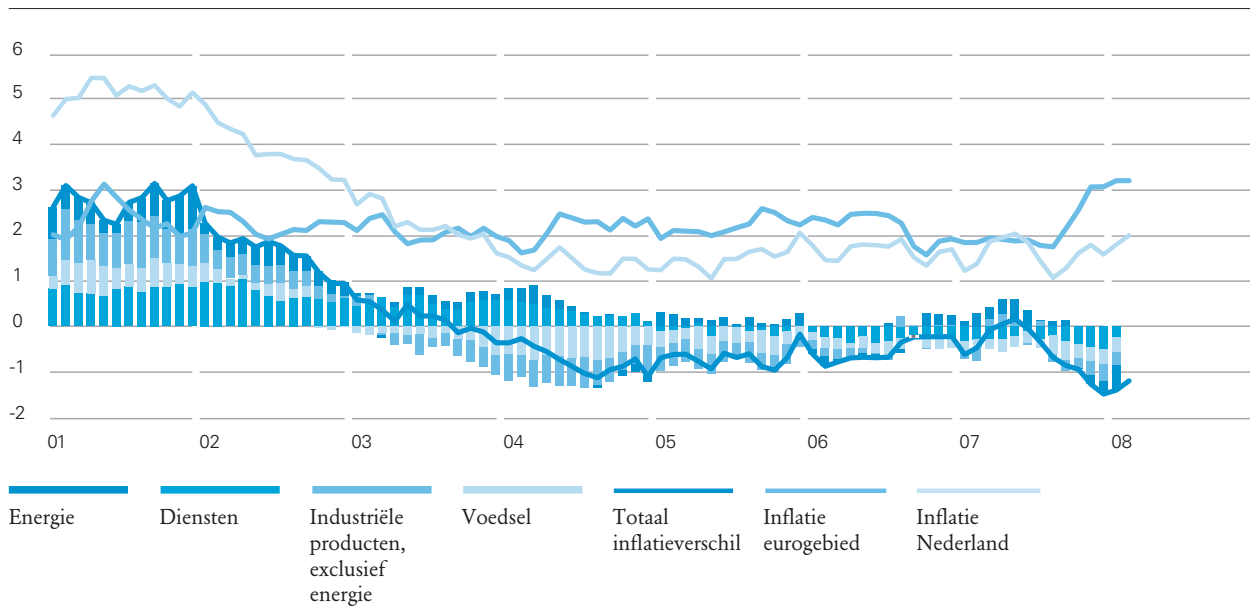
Grafiek 6 Bancaire kredietverlening aan de private sector in Nederland

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige kwartaal



Grafiek 7 Inflatieverschil Nederland en het eurogebied (HICP)

Procentpunten en procentuele mutaties; maandcijfers

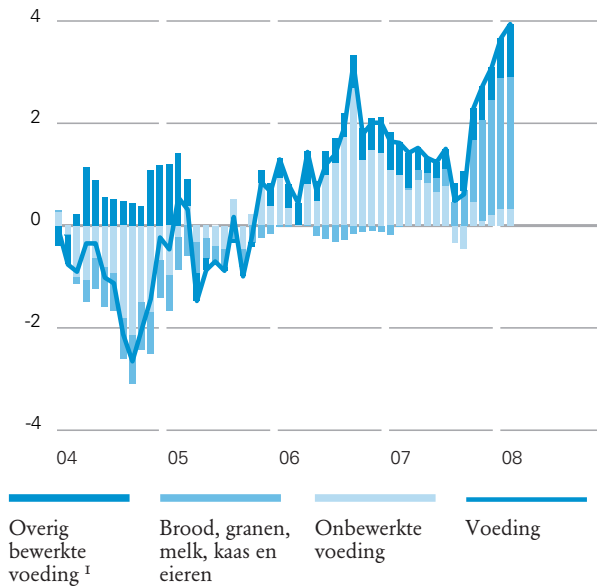


Bron: Eurostat.

Grafiek 8 Voedselinflatie (HICP) en prijs trends

Bijdrage aan voedselinflatie

Procentuele mutaties, procentpunten en index



¹ Inclusief alcoholhoudende dranken en tabak.

2008 zal niet direct tot uiting komen in een laag jaargroei cijfer door het zogenoemde overloopeffect. Door de groeispurt in de tweede helft van 2007 was het bbp-niveau aan het eind van het jaar al bijna 2% hoger dan het gemiddelde niveau over het hele jaar.

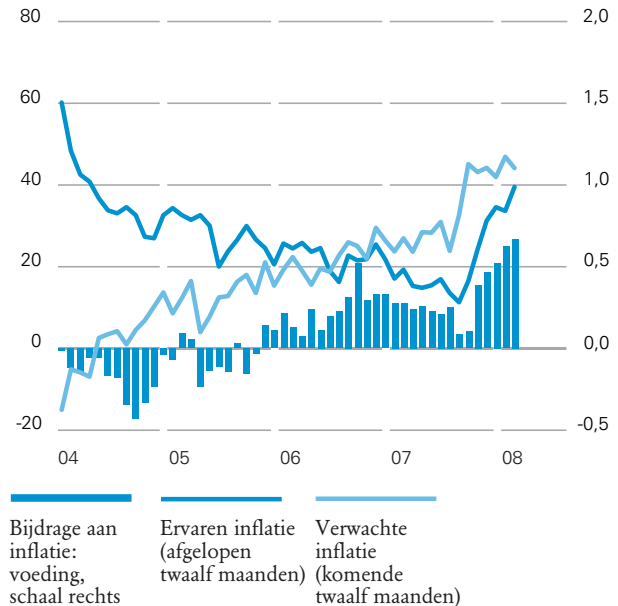
Nederlandse inflatie bleef laag, maar verwachtingen voor 2008 lopen op

Nederland is niet alleen een uitzondering in het eurogebied door de hoge economische groei, maar ook door de lage inflatie (grafiek 7). De laatste vier jaar bleef de Nederlandse inflatie vrijwel steeds lager dan 2%, en in januari was de Nederlandse HICP-inflatie 1,8%. De belangrijkste reden voor de lage inflatie was de gematigde loonstijging in die periode. Daarbij was de huurstijging in 2007 laag en liepen de voedselprijzen minder sterk op dan elders in het eurogebied.

De inflatie liep wel snel op in het vierde kwartaal. De afgelopen maanden hebben supermarkten veel contracten met hun leveranciers herzien, waardoor de hogere voedselprijzen worden doorberekend aan de consument. De voedselinflatie in Nederland is hierdoor gestegen van minder dan 1% in het derde kwartaal tot

Bijdrage voeding aan totale inflatie en prijs trends

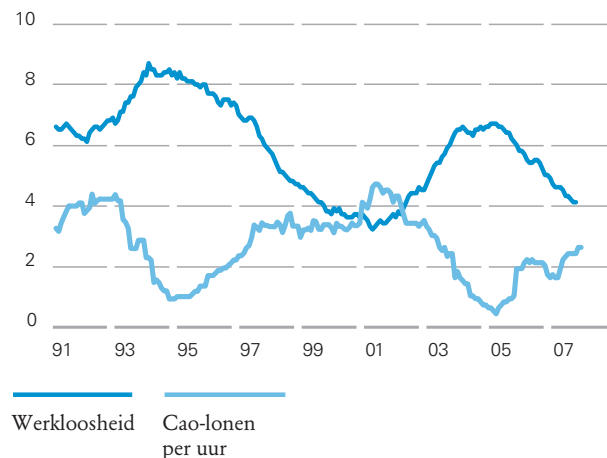
Procentpunten en index



Bron: Eurostat en Europese Commissie.

Grafiek 9 Werkloosheid en cao-lonen

Procenten beroepsbevolking en procentuele mutaties



Toelichting: Cao lonen per uur inclusief bijzondere beloningen.
Bron: CBS en eigen berekeningen.

3,7% in januari. De voedselinflatie in Nederland sluit daarmee aan op de voedselinflatie in het eurogebied, die in januari op bijna 5% lag. De stijging van de voedselinflatie is vooral te wijten aan de prijsstijgingen van bewerkte voedingsproducten als zuivel en brood (grafiek 8 links). Uitgaven aan dergelijke producten behoren tot de meest frequente en zichtbare bestedingen van consumenten. De voedselinflatie heeft daardoor een relatief grote invloed op de inflatieverwachtingen. Uit enquêtegegevens blijkt dat zowel de ervaren inflatie als inflatieverwachtingen voor het komende jaar recent zijn gestegen (grafiek 8 rechts).

Wanneer hogere inflatieverwachtingen leiden tot hogere looneisen, kan de verwachting bijdragen aan de uitkomst. Deze tweederonde inflatie-effecten zijn tot nog toe niet zichtbaar. De lonen zijn in vergelijking met de vorige periode van hoogconjunctuur en de krapte op de arbeidsmarkt minder sterk gestegen (grafiek 9). Deels komt dit voort uit de vertraging in de loonvorming, doordat lopende cao's voor een belangrijk deel zijn afgesloten toen de conjunctuur minder gunstig was. In de eerste maanden van dit jaar moet echter een derde van alle cao's opnieuw worden afgesloten, en recent afgesloten cao's bevatten aanzienlijke loonstijgingen.