

Economische ontwikkelingen

Sinds de financiële onrust augustus vorig jaar uitbrak is de Amerikaanse groei ingezakt. Hoewel de mondiale economische groei daardoor is vertraagd, zijn de prijzen van energie- en andere grondstoffen opmerkelijk genoeg verder gestegen. De onzekerheden zijn groot omdat nog niet duidelijk is hoe de verscherping van het kredietbeleid uitpakt en hoe een sterkere neergang de banken verder onder druk kan zetten vanwege grotere betalingsproblemen van huishoudens en bedrijven. Ondanks een robuuste economische ontwikkeling in het eurogebied is de externe omgeving voor Nederland per saldo sterk verslechterd. De Nederlandse groei is over zijn top heen. De nog altijd lage Nederlandse inflatie staat onder opwaartse druk van de loonkosten en internationale prijsontwikkelingen.

Onzekere wisselwerking financiële en reële sfeer

De financiële onrust die augustus vorig jaar uitbrak op een deelsegment van de Amerikaanse hypotheekmarkt is allengs uitgewaaid over het gehele internationale financiële stelsel. De recente ontwikkelingen zijn uitzonderlijk. Financiële instellingen in de vs, en elders in de wereld, nemen forse verliezen, en trekken nieuw kapitaal aan om hun balansen te versterken. In een poging de situatie op de geldmarkt te normaliseren, heeft de Federal Reserve, net als de Bank of England, nieuwe liquiditeitsfaciliteiten in het leven geroepen en een reddingsoperatie op touw gezet voor een

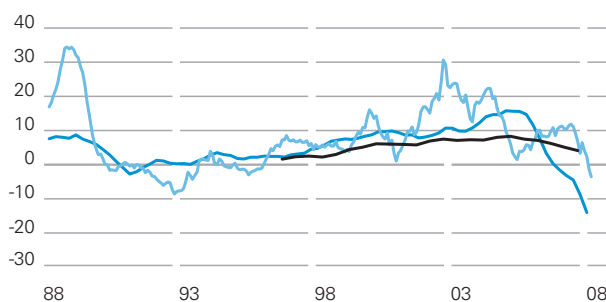
Amerikaanse zakenbank. Het koersherstel op de aandelenmarkten sinds de reddingsoperatie wekt de indruk dat het grootste deel van de financiële onrust achter de rug is. De daling van de goudprijs en de op veel markten afgenomen risicopremies zijn eveneens tekenen dat de grootste angst vervaagt.

De onzekerheden zijn echter nog altijd groot. Dat komt het meest pregnant naar voren in de sterk uiteenlopende inschattingen van toekomstige, additionele afschrijvingen door financiële instellingen. Het verschil van inzicht ontstaat doordat op veel markten betrouwbare prijzen ontbreken vanwege het geringe handelsvolume en door grote reëel economische onzekerheden. Dat geldt vooral voor de vs waar de economie tekenen van een recessie vertoont. Als steeds meer Amerikanen in betalingsproblemen komen door verdere huizenprijzdalingen of een tegenzittende arbeidsmarkt, en de stijgende trend van het aantal bedrijfsfaillissementen zich voortzet, zal dat de financiële instellingen niet onberoerd laten. De situatie op de Amerikaanse huizenmarkt is van een wezenlijk andere orde dan die in Europa. Het vertrouwen in de bouwsector is in de vs veel verder gedaald, terwijl ook de prijscorrectie daar veel sterker is (grafiek 1). Behalve door een beperkte afzwakking van de huizenmarkt zijn het vk en het eurogebied ook minder kwetsbaar door de robuustere economische groei en de sterkere financiële positie van huishoudens.

Grafiek 1 Huizenmarkt in Verenigde Staten, Verenigd Koninkrijk en eurogebied

Huizenprijzen

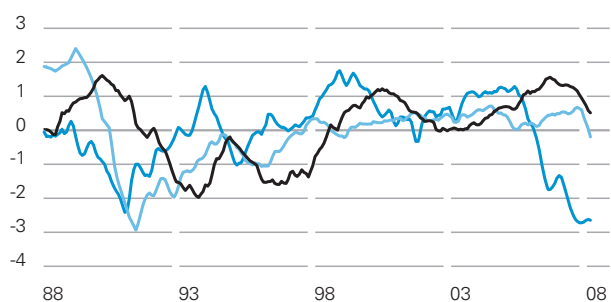
Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode



Verenigde Staten Verenigd Koninkrijk Eurogebied

Producentenvertrouwen bouwsector

Driemaands voortschrijdend gemiddelde; genormaliseerd

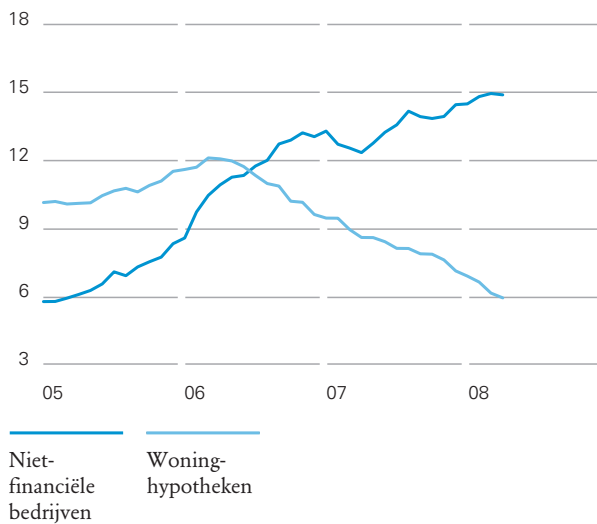


Verenigde Staten Verenigd Koninkrijk Eurogebied

Bron: Europese Commissie en Thomson Financial.

Grafiek 2 Kredietverlening eurogebied

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode



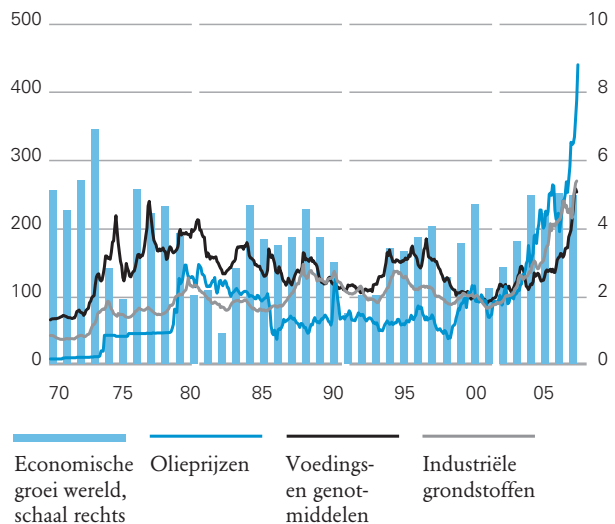
Bron: ECB.

Onzeker is ook de manier waarop veranderingen in het kredietbeleid van banken zullen uitpakken voor de reële economie. Vanwege de afboekingen, de hogere financieringskosten en de veranderde risicoperceptie kunnen banken zich genooddaakt voelen om bij de kredietverlening aan bedrijven en consumenten striktere voorwaarden te hanteren en hogere tarieven te vragen. De mogelijke impact hiervan op de reële economische activiteit is nog niet goed te overzien, maar moet niet worden onderschat. Zo ligt het aantal Amerikaanse banken dat de kredietverlening aanscherpt op een historisch hoog niveau, vergelijkbaar met niveaus bereikt bij de laatste twee recessies.

Ook is er een hoger percentage banken dat een aanscherping van de kredietvoorwaarden voor zowel bedrijven als huishoudens rapporteert, zo blijkt uit de recente kredietenquête onder banken in het eurogebied. Als voornaamste redenen worden genoemd een moeilijker toegang tot marktfinanciering en verslechterde vooruitzichten voor de economie en huizenmarkt. Van dit aangescherpte beleid valt tot op heden in de kredietverleningscijfers voor bedrijven weinig terug te zien (grafiek 2). In het eerste kwartaal bleef de bancaire kredietgroei aan bedrijven met bijna 15% op jaarbasis ongekend sterk. Evenmin valt aan de afzwakking van de hypothecaire kredietgroei tot 5,7% veel af te lezen. Deze vertoont namelijk, los van de financiële onrust, al sinds 2006 een neergaande trend in lijn met de afkoelende hui-

Grafiek 3 Mondiale economische groei wereld en ontwikkeling grondstoffenprijzen

Procentuele mutaties en index 2000=100



Toelichting: Olieprijzen Brent in dollars; Voedings- en genotmiddelen en industriële grondstoffen HWWA- index in dollars.

Bron: Thomson Financial, HWWI en IMF.

zenmarkt in verschillende landen van het eurogebied. Noch lijkt het verscherpte kredietbeleid al volledig tot uiting te zijn gekomen in hogere bancaire tarieven. De langlopende tarieven op uitstaande hypothecaire leningen van huishoudens en bedrijfsleningen lagen in maart dit jaar respectievelijk 15 en 30 basispunten hoger dan vlak voor de financiële onrust, en de kortlopende bancaire tarieven respectievelijk 35 en 30 basispunten hoger. De hogere financieringskosten van banken in aanmerking genomen, zijn dit beperkte stijgingen. Opvallend genoeg zijn bijvoorbeeld de kosten van aandelen- en obligatiefinanciering sterker toegenomen dan de bancaire tarieven voor langlopende bedrijfskredieten.

Waarschijnlijk zitten er nog reële effecten via het kredietvolume en de krediettarieven in het vat, doordat er vertragingen in het spel zijn. Als het kredietbeleid verandert, kan veelal nog enige tijd tegen de oude tarieven op bestaande kredietfaciliteiten worden getrokken. Dit verklaart waarom de in de enquêtes gerapporteerde veranderingen in de kredietvoorwaarden in veel euro-landen een indicatie zijn voor economische bewegingen.

Aanhoudend hoge mondiale inflatie

Naast de financiële onrust wordt de mondiale economie geconfronteerd met fors hogere prijzen voor energie, grondstoffen en landbouwproducten. Door de recente versnelling van de prijsstijging is de olieprijs in dollartermen nu in ongeveer vijf jaar tijd meer dan verviervoudigd. De snelle economische ontwikkeling in opkomende economieën heeft geleid tot een sterke stijging van de vraag naar olie terwijl het aanbod in de afgelopen jaren nauwelijks is uitgebreid. Als zich ook nog eens productieverstoringen voordoen, zoals op dit moment, dan krijgt de stijging een extra impuls en worden nieuwe prijsrecords gevestigd.

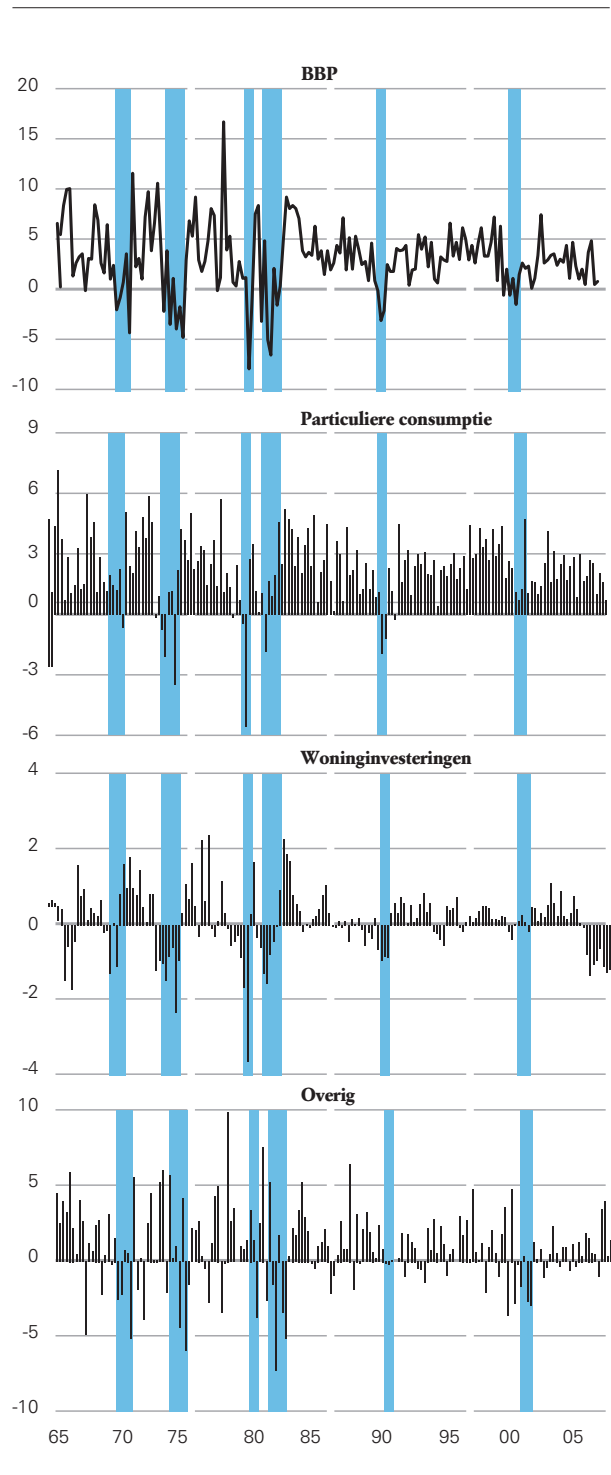
De prijzen van grondstoffen, zoals nikkel, koper en andere metalen, zijn om vergelijkbare redenen sterk gestegen. Ofschoon hierbij enige speculatie niet is uitgesloten, zijn er vooral fundamentele vraag- en aanbodfactoren in het spel. Door de grote grondstofvraag uit opkomende economieën is onbenutte productiecapaciteit in gebruik genomen met hogere marginale productiekosten. Tegelijkertijd zijn ook de gemiddelde productiekosten hoger komen te liggen vanwege de gestegen energiekosten. De hogere olieprijs en de sterke vraag uit opkomende economieën hebben ook de prijzen van veel landbouwproducten omhoog gestuwd. Hierbij is het recente prijsbeeld wel wat meer gedifferentieerd. Terwijl de prijs van rijst in zeer korte tijd explosief is gestegen, zijn er voor andere voedselproducten, zoals graan en zuivel, aanwijzingen dat de grootste prijsstijgingen voorbij zijn, doordat het aanbod ten opzichte van een jaar geleden is uitgebreid.

Tegen deze achtergrond wekt het geen verbazing dat het mondiale inflatiebeeld in het afgelopen kwartaal is verslechterd. In de VS steeg de consumentenprijsinflatie in april verder door tot 3,9% en in Japan werd in die maand met een percentage van 1,2% de hoogste inflatie in tien jaar tijd bereikt. De inflatie in het eurogebied steeg in mei tot 3,6%, het hoogste inflatieniveau van dit decennium. In Aziatische landen en veel ontwikkelingslanden, waar voedsel en energie een groter aandeel in de bestedingen vormen, is de recente inflatiestijging aanzienlijk forser dan in de Westerse wereld.

Voor dit jaar en volgend jaar raamt het IMF een mondiale groei die ruim 1,5 procentpunt lager ligt dan vorig jaar. Het is twijfelachtig of de voorziene mondiale groeivertraging net zoals in 1991 en in 2003 tot een matiging van de mondiale prijzen van brandstoffen, grondstoffen en voedingsmiddelen leidt (grafiek 3). In tegenstelling tot in het verleden gaat de afzwakkende mondiale groei in de Westerse wereld immers gepaard met een

Grafiek 4 Groei en bijdragen componenten bbp vs

Procentuele mutaties en procentpunten



Toelichting: kwartaal op kwartaal geannualiseerd.

De gearceerde vlakken geven de recessieperiodes weer volgens National Bureau of Economic Research.

Bron: Bureau of Economic Analysis, NBER.

vooral nog robuuste, zeer energie-intensieve economische ontwikkeling in de opkomende economieën.

Inzakkende groei in de vs maar robuuste groei in het eurogebied

De mondiale groeivertraging wordt ingeluid door een inzakkende Amerikaanse groei. In het eerste kwartaal van 2008 kwam de Amerikaanse economie praktisch tot stilstand met een groei van ruim 0,2% ten opzichte van het voorgaande kwartaal. De particuliere consumptiegroei, normaal gesproken het fundament onder de Amerikaanse groei, is langzaam weggezakt, maar is nog niet negatief, zoals in enkele, eerdere recessieperiodes (grafiek 4). De vooruitzichten zijn echter wat dat betreft niet gunstig. Het consumentenvertrouwen is onder invloed van de hogere voedsel- en energieprijzen en de tegenzittende arbeidsmarkt gedaald tot het laagste niveau sinds begin jaren tachtig. Hierbij speelt ook mee dat de groei van het besteedbare inkomen van de gemiddelde Amerikaan in de afgelopen jaren ondanks de sterke conjunctuur marginaal was. Door de daling van de beurskoersen en de huizenmarktcorrectie kunnen de effecten hiervan op de consumptie niet meer worden verbloemd met eenmalige bestedingsimpulsen uit de vermogenssfeer.

De malaise op de huizenmarkt drukt zwaar op de

Amerikaanse groei. Sinds midden jaren zeventig zijn de woninginvesteringen niet zo lang achtereen gedaald (grafiek 4). Desondanks lijkt de bodem van de huizenmarkt nog niet bereikt. Zo is de voorraad onverkochte nieuwbouwhuizen in een kwart eeuw niet zo hoog geweest.

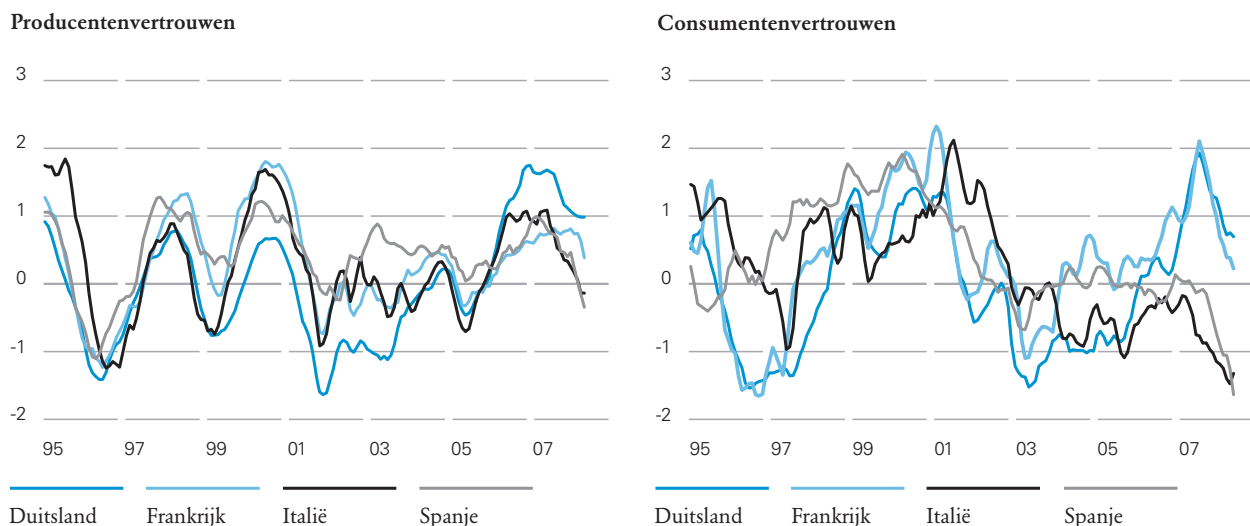
De malaise op de huizenmarkt drukt zwaar op de Amerikaanse groei. Sinds midden jaren zeventig zijn de woninginvesteringen niet zo lang achtereen gedaald (grafiek 4). Desondanks lijkt de bodem van de huizenmarkt nog niet bereikt. Zo is de voorraad onverkochte nieuwbouwhuizen in een kwart eeuw niet zo hoog geweest.

Gelet op de grote mondiale schokken laat het eurogebied een opmerkelijk goede economische ontwikkeling zien. De groei in het eerste kwartaal bleef, in tegenstelling tot wat werd verwacht, met 0,8% ten opzichte van het voorafgaande kwartaal goed overeind. Hieruit mag niet worden geconcludeerd dat het eurogebied ongevoelig is voor het verslechterende internationale groeiklimaat. Het krachtige eerste kwartaal kan voor een belangrijk deel op het conto van Duitsland kan worden geschreven, dat door grotendeels eenmalige factoren een tussentijdse groeispuurt doormaakte van liefst 1,5%.

Het is onvermijdelijk dat de exportgroei in het eurogebied in de aankomende kwartalen naar een lager niveau terugzakt doordat de euroappreciatie en de afzwakende groei in belangrijke handelspartners als de vs en

Grafiek 5 Vertrouwensindicatoren in het eurogebied

Saldo positieve en negatieve antwoorden, genormaliseerd en driemaandsgemiddelden



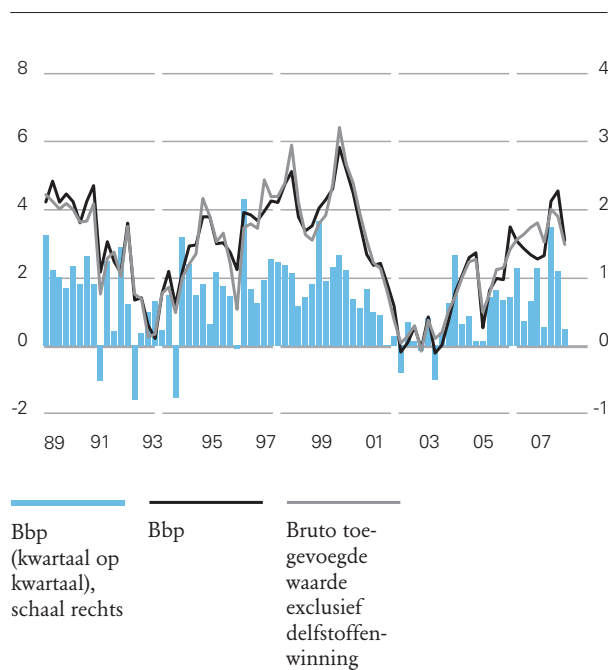
Bron: Thomson Financial en Europese Commissie.

vk vertraagd doorwerken. Al kan een hogere externe vraag uit Midden- en Oost-Europa en Azië misschien nog deels tegenwicht bieden. Daarnaast valt op termijn minder ondersteuning te verwachten van de binnenlandse vraag. De contractloonstijging is weliswaar versneld, maar de werkgelegenheids groei is in de afgelopen tijd naar een lager niveau afgezak. Bovendien staat ook in het eurogebied het reëel beschikbare inkomen door de hogere voedsel- en energieprijzen onder druk, en is in enkele landen een huizenmarktcorrectie gaande. De Europese Commissie gaat uit groeiterugval van circa 1 procentpunt vanaf een niveau van 2,7% in 2008.

De meeste vertrouwensindicatoren wijzen er in ieder geval op een naderende vertraging. In de grootste landen is het producentenvertrouwen gedaald, hoewel het niveau in Frankrijk en Duitsland nog bovengemiddeld is (grafiek 5). De cijfers over het consumentenvertrouwen schetsen een vergelijkbaar beeld. Consumenten in het eurogebied worden vooral terughoudender ten aanzien van grote aankopen.

Grafiek 6 Bbp en toegevoegde waarde exclusief delfstoffenwinning

Procentuele volumemutaties ten opzichte van het vorige overeenkomstige kwartaal



Bron: CBS.

Nederland is de conjuncturele top gepasseerd

Na uitzonderlijk sterke groeicijfers in de tweede helft van 2007 is de Nederlandse groei in het eerste kwartaal afgezwakt tot 0,2% ten opzichte van het voorgaande kwartaal (grafiek 6). Door deze zwakke groei liep de jaar-op-jaar groei terug naar 3,1%. Het hoofdstuk 'De Nederlandse economie in 2008-2010: een voorspelling met MORKMON' schetst hoe de groei dit jaar naar verwachting verder inzakt en de inflatie oploopt.

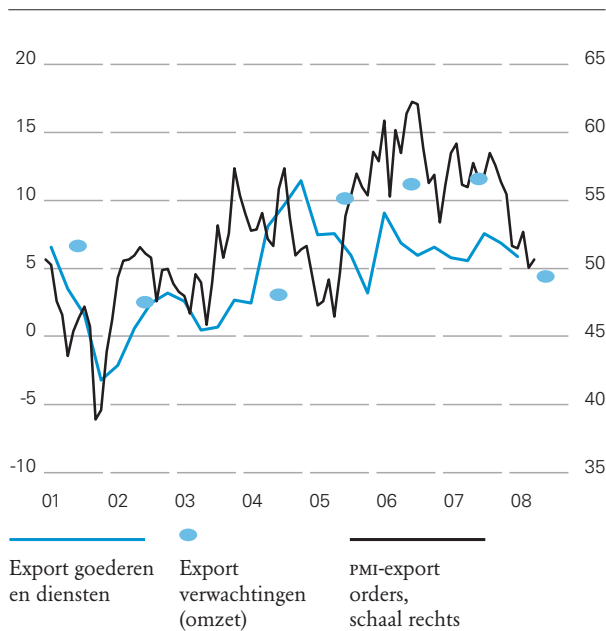
Bij de interpretatie van de ontwikkeling van de afzonderlijke bestedingscategorieën in het eerste kwartaal moeten verschillende eenmalige factoren in aanmerking worden genomen. De consumptiegroei van 0,5% lijkt redelijk, maar wordt vertekend door de veranderingen in de zorgverzekering. De vervanging van de no-claim door een verplicht eigen risico wordt geboekt als hogere particuliere consumptie en lagere overheidsconsumptie. Zonder dit effect zou de particuliere consumptiegroei voornamelijk als gevolg van een lagere energieconsumptie tot stilstand zijn gekomen. Verder wordt de florissante investeringsgroei van 3,5% opwaarts vertekend door het gunstige weer, met bijgevolg fors hogere investeringen in bedrijfsgebouwen, en door de aanschaf van nieuwe vliegtuigen. De import van vliegtuigen verklaart een deel van de omslag in de totale import van -0,2% in het vierde kwartaal naar 3,0% in het eerste kwartaal. De swing in de importen levert de belangrijkste bijdrage aan de afzwakking van 1,2% in het vierde kwartaal naar 0,2% in het eerste kwartaal.

Sinds begin 2005 was de groei van kwartaal op kwartaal niet zo laag. Afgaande op de groeicijfers van jaar op jaar lag de top van de huidige cyclus in het vierde kwartaal van vorig jaar, toen een groei van 4,5% werd geboekt. Als rekening wordt gehouden met de vertekening door de sterke delfstoffenwinning van vorig jaar, lijkt de top een kwartaal eerder te hebben gelegen. Met de kennis van vandaag is de vorig jaar gestaag afgenomen groei van industriële productie een voorteken van de afzwakking geweest. De daling van het producenten- en consumentenvertrouwen duidde eveneens op een vertraging. Ook op de arbeidsmarkt, die altijd met vertraging op de groei reageert, lijkt voorbij een keerpunt te zijn, getuige de vertragende banengroei en de lichte afname van het aantal vacatures. De arbeidsmarkt blijft echter krap. Zo zien nog altijd veel ondernemers in de industrie het tekort aan arbeidskrachten als een belangrijke belemmering voor de productie.

Een overeenkomst met het verleden is dat de neergang wederom in gang is gezet door de externe omgeving. Binnen het eurogebied is Nederland relatief gevoelig

Grafiek 7 Export, PMI en verwachtingen

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode en index



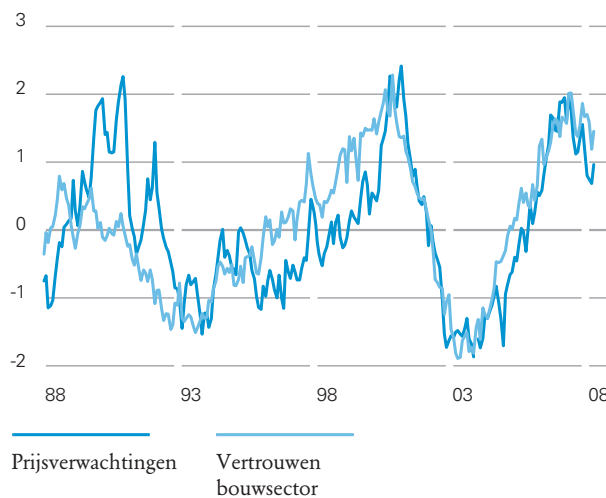
Bron: CBS, NEVI en Fenedex.

voor de ontwikkelingen in de vs, de sterkere euro en de afzwakende wereldhandelsgroei. In dat kader zijn de verwachte omzetgroei van de export en de exportorders naar inschatting van de Nederlandse inkoopmanagers (PMI-exportorder index) dan ook minder florissant dan in de afgelopen jaren (grafiek 7). De financiële onrust is echter zonder precedent en leidt ertoe dat huidige neergang met relatief grote onzekerheden is omgeven.

Ook Nederlandse banken hebben afschrijvingen moeten doen, en passen nu hun kredietbeleid aan. Het beeld dat uit de kredietenquêtes voor Nederland naar voren komt, is redelijk vergelijkbaar met het beeld voor het eurogebied, met als belangrijkste verschil dat de voorwaarden voor hypothecaire kredieten in Nederland minder zijn aangescherpt. Net als in het eurogebied blijft verder de groei van de bancaire kredietverlening van Nederlandse banken aan niet-financiële bedrijven met ruim 16% in maart ten opzichte van een jaar geleden zeer hoog en vertraagt de groei van de hypothecaire kredietverlening al vanaf het laatste kwartaal van 2005 om in maart op 2,2% uit te komen. Ook de bancaire tarieven in Nederland en in het eurogebied kennen een grotendeels vergelijkbaar verloop.

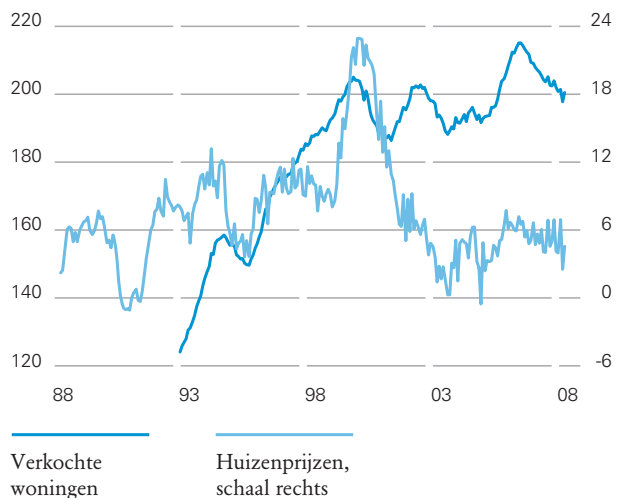
Grafiek 8 Nederlandse huizenmarkt

Prijsverwachtingen in de bouwsector
Genormaliseerd



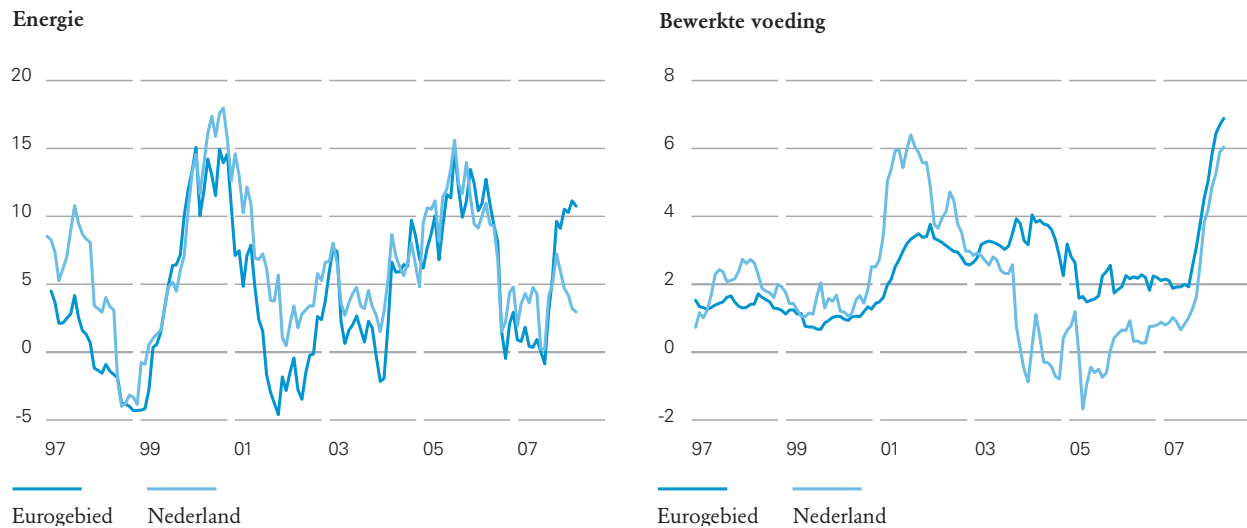
Bron: Eurostat, Kadaster.

Aantal verkochte woningen en huizenprijzen
Duizenden respectievelijk procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode



Grafiek 9 Energie- en voedselprijzen in Nederland en het eurogebied

Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode



Bron: Thomson Financial en Eurostat.

De Nederlandse rente op langlopende hypothecaire leningen liep sinds midden 2005 tot aan het uitbreken van de financiële onrust in de zomer van vorig jaar langzaam op, in het spoor van een hogere kapitaalmarktrente. Maar de daling van de kapitaalmarktrente tot in het eerste kwartaal is niet doorgegeven. De gevolgen van de hogere hypotheekrente voor de consument zijn echter gecompenseerd door de sterke inkomensgroei. De stijging van de huizenprijs, op basis van kadastrergegevens, ligt al een tijd rond 5% (grafiek 8), ruim boven de Nederlandse inflatie in de afgelopen jaren.

Er zijn redenen om aan te nemen de huizenprijsstijging verder afzwakt. Afgaande op cijfers van de Nederlandse Vereniging van Makelaars (NVM) was bijvoorbeeld de prijsstijging in het eerste kwartaal met 2,5% ten opzichte van het voorgaande kwartaal de laagste eerste-kwartaal-prijsstijging sinds 2003, toen Nederland in een economische neergang verkeerde. Verder duiden de prijsverwachtingen van bouwondernemingen op een afzwakking, hoewel het vertrouwen nog altijd bovengemiddeld is (grafiek 8). Andere tekenen van een naderende stabilisatie zijn het al enige tijd dalende aantal verkooptransacties (zoals door het Kadaster wordt geregistreerd) en de grotere voorraad te koop staande huizen (volgens opgave van de NVM).

Nederlandse inflatie vooralsnog opmerkelijk gematigd

In mei bedroeg de Nederlandse HICP-inflatie 2,1%. Dat is 1,5 procentpunt lager dan in het eurogebied. Dit grote inflatieverschil hangt deels samen met de veel gematigder ontwikkeling van de arbeidskosten in Nederland vanaf 2004 tot midden 2007. De krappe Nederlandse arbeidsmarkt heeft daar een einde aan gemaakt. In de eerste helft van dit jaar zijn relatief veel CAO's afgesloten, waarvan het gros een fors hogere loonstijging bevatte, doorgaans in de buurt van 3,5% op jaarbasis of zelfs hoger. Daar bovenop zijn ook de incidentele loonkosten flink toegenomen, omdat starters op een krappe arbeidsmarkt een hoger aanvangssalaris bedingen, en zittende werknemers sneller de standaardloonschalen doorlopen.

Door de vertraging waarmee oplopende arbeidskosten worden doorberekend, neemt het inflatieverschil met het eurogebied vanaf nu sterk af, het sterkste voor producten waarvan de loonkosten een relatief belangrijke kostenpost zijn, zoals diensten en niet-industriële goederen. De doorberekening van hogere arbeidskosten is een van de redenen dat de inflatie in de aankomende tijd in Nederland flink oploopt (zie het Hoofdstuk 'De Nederlandse economie in 2008-2010: een voorspelling met MORKMON'). Andere redenen zijn de hogere huur-

stijging in 2008 ten opzichte van 2007 en de doorwerking van internationale prijsveranderingen van voedsel en energie. De Nederlandse inflatie van bewerkt voedsel lag geruime tijd aanzienlijk lager, maar is in de afgelopen maanden omhoog geschoten parallel aan de voedselinflatie in het gehele eurogebied (grafiek 9).

Opmerkelijk is vooral de Nederlandse energie-inflatie die in recente maanden ondanks de recordprijzen voor olie een neergaande beweging laat zien (grafiek 9). De sterke stijging van de olieprijsen in de eerste helft van dit jaar in Nederland nog niet geleid tot fors hogere gas en elektriciteitstarieven, zoals in de andere landen van het eurogebied. Het ligt voor de hand dat daaraan in de zomer verandering in komt als gas en elektriciteitsbedrijven hun tarieven aanpassen. Daardoor zal de Nederlandse inflatie op dat moment omhoog springen.