

Waar komt de Nederlandse economische groei in 1998-2006 vandaan?

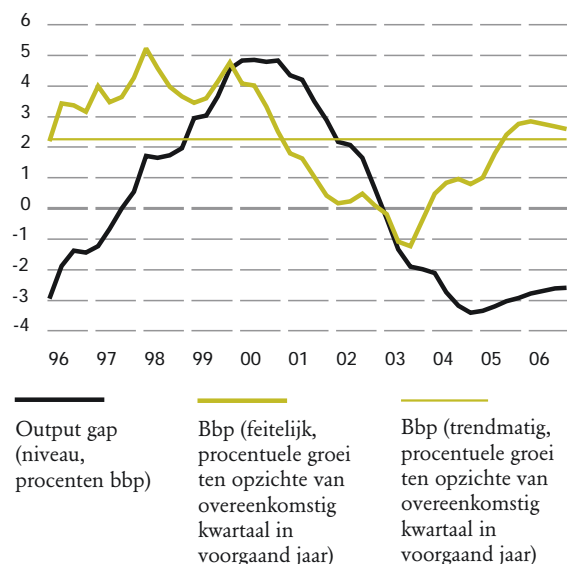
De jaren 2004 en 2005 worden jaren van economisch herstel. In 2006 overstijgt de economische groei volgens de jongste DNB-voorspellingen voor het eerst sinds 2000 weer haar trendmatige niveau. Hiermee lijkt een einde gekomen aan de zwaarste recessie die ons land trof sinds het begin van de jaren '80. Een goed moment om stil te staan bij de macro-economische achtergronden van de roerige jaren die achter ons liggen. Immers, met groeivertraging en krimp in de jaren 2001-2003 is de Nederlandse economie slecht gestart in de 21^{ste} eeuw. Vlak daarvoor werd de 20^{ste} eeuw nog afgesloten met een imposante reeks bbp-groecijfers van 3% en hoger en zelfs een eindspurt in 1998 en 1999 met groecijfers van 4% of meer. Dit lokt de vraag uit welke factoren aanwijsbaar aan deze groecijfers, de jongste recessie en het geraamde herstel bijdragen. Dit artikel richt zich op de vraag naar de aanwijsbare bronnen van onze groei. De groeibijdrage van deze factoren wordt bepaald met behulp van MORKMON, het macro-econometrische model voor Nederland van de Nederlandsche Bank. De groei van de wereldhandel geldt als belangrijkste verklaring van de economische neergang en het geraamde herstel. Daarnaast verzorgt het verlies aan concurrentiekracht door hoge lonen, lage productiviteitsgroei en een sterke euro een flinke tegenwind in de jaren van groeivertraging en krimp. Tot en met 2000 heeft de hausse op de Nederlandse huizenmarkt de economie via de verzilvering van de overwaarde fors gestimuleerd. Daarna werkt het wegvallen van deze hypothecair gefinancierde bestedingsimpuls drukkend op de economische groei. Het budgettaire beleid heeft de economie vooral gestimuleerd toen dit strikt genomen niet noodzakelijk was. De komende jaren staan hierdoor in het teken van bezuinigen, waarmee het budgettaire beleid gedurende het groeierstel noodgedwongen tegen de wind leunt die de economie net weer in de rug begint te voelen.

Inleiding

Voor Nederland kan de periode 1998-2003 in economisch opzicht goed worden omschreven in de geest van Goethe's Egmont als 'himmelhoch jauchzend, zum Tode betrübt'. In 1998-2000 liggen de jaarlijkse groeicijfers ruim boven het trendmatige niveau van 2¹/₄%. In een aantal kwartalen schiet de groei zelfs uit tot boven 4¹/₂% (grafiek 1). Vanaf 2000 kalfte de groei echter jaarlijks af om in het tweede kwartaal van 2003 een dieptepunt te bereiken met een krimp van 1,3%. Voor het eerst sinds 1982, toen de economie met 1,2% kromp, valt in 2003 ook de jaargroei negatief uit. Vanaf 2003 blijft het bbp-volume ook achter bij het trendmatige niveau, wat tot uitdrukking komt in een negatieve output gap. Voor de nabije toekomst is er bescheiden reden tot hernieuwd optimisme met groeicijfers die aantrekken tot boven het trendmatige niveau in 2006 en een langzaam sluitende output gap.

Dit artikel presenteert een opdeling van de Nederlandse economische groei voor de periode 1998-2006, waarbij de nadruk ligt op het verklaren van schommelingen van het macro-economische groeicijfer rondom het trendmatige niveau van 2¹/₄%. De cijfers voor de periode 2004-2006 zijn ontleend aan de jongste ramingen voor Nederland van de Nederlandsche Bank die elders in dit Kwartaalbericht uitgebreid worden toegelicht (zie het artikel 'De Nederlandse economie in 2004-2006: een voorspelling met morkmon'). Anders dan de groei van het bbp-volume traditioneel uit te splitsen naar de bijdragen van haar bestedingscomponenten

Grafiek 1 Economische groei



particuliere consumptie, overheidsbestedingen, investeringen en in- en uitvoer, kiezen wij in dit artikel voor een modelmatige aanpak met behulp van het macro-econometrische structuurmodel *morkmon* van de Nederlandsche Bank. Deze modelmatige aanpak toont voor bijvoorbeeld een bovengemiddelde groei van het wereldhandelsvolume het totale effect op het Nederlandse bbp-volume. Dit totale effect combineert de initiële stimulans van het uitvoervolume met de 'bijwerkingen' op andere bestedingscategorieën. Deze bijwerkingen zijn bijvoorbeeld toenemende investeringen als gevolg van hogere binnenlandse productie en de stimulans van het consumptievolume die voortvloeit uit de gestegen werkgelegenheid in de uitvoersectoren.

Naast het wereldhandelsvolume besteedt dit artikel aandacht aan vier andere factoren die van invloed zijn op de Nederlandse economische groei. In de eerste plaats betreft dit de prijsconcurrentiepositie van de Nederlandse uitvoer. Immers, in hoeverre Nederland profiteert van de aantrekkende wereldhandel is in belangrijke mate afhankelijk van de vraag of wij erin slagen ons marktaandeel op de wereldmarkt te behouden. Deze gedachte ligt mede ten grondslag aan het Najaarsakkoord 2003 waarin de overheid en werknemers- en werkgeversorganisaties overeenkwamen de lonen te matigen. Ook besteden wij aandacht aan de macro-economische bestedingseffecten van de verzilvering van de overwaarde op de eigen woning. Dit fenomeen heeft gedurende de hausse op de huizenmarkt in de jaren 1998-2000 in belangrijke mate bijgedragen aan de uitbundige economische groei. Verder bespreken wij de macro-economische effecten van de belastingherziening van 2001, die per saldo resulteerde in een geschatte lastenverlichting van eur 3,1 miljard. Tot slot besteden wij aandacht aan de overheidsuitgaven, waarmee onder andere het effect van de bezuinigingsplannen van het zittende kabinet op de geraamde bbp-volumegroei zichtbaar wordt gemaakt.

Na de bespreking van deze factoren en hun effect op de economische groei voor de jaren 1998-2006, volgt de opdeling van de bbp-volumegroei. Wij beperken ons in dit artikel tot de bovengenoemde factoren, hoewel wij hiermee niet uitputtend zijn in het bespreken van de factoren die van invloed zijn op de economische groei.

Mondiale economische ontwikkelingen

De open Nederlandse economie is zeer gevoelig voor ontwikkelingen in de mondiale volumeconjunctuur. Daarom besteden wij allereerst aandacht aan de ont-

wikkelingen van de voor Nederland relevante wereldhandel en de bijdragen hiervan aan de Nederlandse economische groei.

Het wereldhandelsvolume ontwikkelt zich sterk in de jaren 1998-2000, met een groei tot in de dubbele cijfers in 2000. Gedurende 2001 vindt echter een bijzonder sterke vertraging plaats tot in het vierde kwartaal, wanneer het wereldhandelsvolume krimpt met bijna 4% ten opzichte van het zelfde kwartaal een jaar ervoor. Deze dip valt samen met een bijzonder sterke bbp-groei vertraging in 2001 in met name de Verenigde Staten (vs) en in mindere mate ook in Japan en de eu (tabel 1). Belangrijker voor de volume-groei van de

wereldhandel is de hiermee gepaard gaande stagnatie van invoervolumes. De vs tonen in 2001 zelfs een krimp van 2,6% in het invoervolume. De vs gold met invoervolume-groei van gemiddeld ruim 10% gedurende de jaren 1997-2000 nog als de groeimotor van de wereld-economie. Ook in de ontwikkelende economieën is er sprake van een groeirecessie en stagnatie of afname van invoer volumina, al blijft het niveau van de groeicijfers hier nog alleszins redelijk te noemen.

Het herstel van de groei van het voor Nederland relevante wereldhandelsvolume is zeker niet krachtig te noemen: in 2002 en 2003 blijft de wereldhandelsgroei nog ver achter bij het langjarige gemiddelde van 6%.

Tabel 1 Economische groei wereldwijd en groei relevante wereldhandel

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Bbp¹										
Hoogontwikkelde economieën	3,0	3,4	2,7	3,5	3,8	1,1	1,7	2,1	3,5	3,1
<i>Verenigde Staten</i>	3,7	4,5	4,2	4,4	3,7	0,5	2,2	3,1	4,6	3,9
<i>Japan</i>	3,6	1,8	-1,2	0,2	2,8	0,4	-0,3	2,7	3,4	1,9
<i>EU-15</i>	1,7	2,6	3,0	2,9	3,6	1,7	1,1	0,8	2,0	2,4
Eurogebied	1,4	2,3	2,9	2,8	3,5	1,6	0,9	0,4	1,7	2,3
Opkomende economieën	5,6	5,3	3,0	4,0	5,9	4,1	4,6	6,1	6,0	5,9
<i>Azië</i>	8,2	6,5	4,1	6,2	6,7	5,6	6,4	7,8	7,4	7,0
Exclusief China en India	6,6	3,8	-4,7	3,7	5,3	3,1	4,4	5,1	5,5	5,6
Invoer goederen en diensten¹										
Hoogontwikkelde economieën	6,3	9,4	5,9	8,2	11,6	-0,8	2,3	3,5	5,7	5,4
<i>Verenigde Staten</i>	8,7	13,6	11,6	11,5	13,1	-2,6	3,3	4,0	5,6	3,8
<i>Japan</i>	13,2	1,0	-6,6	3,2	9,3	0,2	2,0	4,9	5,8	5,1
<i>EU-15</i>	4,2	9,4	9,8	7,5	10,9	2,0	0,6	1,6	5,2	5,8
Eurogebied	3,3	9,1	9,8	7,6	11,1	1,7	-0,1	1,7	4,9	6,0
Opkomende economieën	10,8	11,3	-0,9	0,5	15,9	3,0	6,2	8,9	10,2	9,4
<i>Azië²</i>	10,5	5,8	-6,4	6,6	24,3	1,3	12,1	16,2	16,5	13,3
Exclusief China en India ²	4,6	1,6	-15,5	-0,6	21,2	-7,6	5,6	4,4	7,8	8,0
Wereldhandel³										
Volume relevante wereldhandel	4,4	8,7	8,2	6,9	10,9	1,7	1,1	3,0	5,7	6,9

¹ Bron: IMF, World Economic Outlook, april 2004.

² Betreft enkel goederen.

³ Dit betreft het voor Nederland relevante wereldhandelsvolume van goederen en diensten.

Bron: dnb.

Hiervoor is een aantal verklaringen denkbaar. In de eerste plaats herstelt de economische groei in de vs wel snel in 2002 en 2003, maar bereiken de groeicijfers van het invoervolume niet de niveaus van de jaren 1997-2000. Dit weerspiegelt de forse collectieve bestedingsimpulsen aan vooral binnenlands geproduceerde goederen en diensten die de Amerikaanse economie weer hebben aangezwengeld. Denk hierbij aan de aanzienlijke stijging van de uitgaven aan defensie. Daarbij vlakkt de economische groei in dezelfde jaren verder af in het eurogebied, Nederlands grootste afzetmarkt voor exporten. Ook werd mondiaal het vertrouwen in het economische herstel aangetast door de oplopende geopolitieke spanningen na 11 september 2001. Deze spanningen uiteten zich destijds ook in grote onzekerheid omtrent de olieprijs en de Amerikaanse dollar.

Pas gedurende 2003 neemt de onzekerheid af. De internationale politieke spanning ebt enigszins weg met het einde van de oorlog in Irak en de verwachte sterke olieprijsstijgingen als onmiddellijk gevolg van deze oorlog zijn grotendeels uitgebleven. De trendmatige stijging van de olieprijs sinds medio 2003 lijkt echter mede ingegeven door het vertraagd op gang komen van de Irakese olieproductie en geopolitieke spanningen samenhangend met het verblijf van de internationale troepenmacht in Irak. Ook blijven risico's denkbaar wat betreft het herstel van de wereldhandelsgroei. De internationale politieke spanning rondom Irak kan opnieuw oplopen

en ook de internationale terreurdreiging blijft reëel. De recente escalatie van het geweld in Israël vormt eveneens een bron van onzekerheid. Op het economische vlak kennen de betrekkingen tussen de vs en China enerzijds en de vs en de eu anderzijds enige wrijving. Zo heeft Amerikaanse onvrede over het Chinese wisselkoersbeleid en het daarmee samengaan de groeiende handelstekort al geleid tot het opleggen van quota aan de textielimporten uit China. Ook het staalconflict tussen de vs en de eu is nog niet opgelost. In dit geopolitieke klimaat wordt verwacht dat de groei van het wereldhandelsvolume in 2004 aantrekt tot 5,7% om in 2005 en 2006 door te stoten tot ongeveer 7%. De economische motor achter het verdere herstel van de groei van de wereldhandel is van Aziatische makelij: de Aziatische invoer groeide al uitbundig in 2002 en 2003, terwijl voor 2004 en 2005 een voortzetting van deze trend is voorzien.

De effecten van de conjunctuur in het wereldhandelsvolume op de Nederlandse economische groei worden benaderd aan de hand van een simulatie met *morkmon* (tabel 2). De opdeling van de groei in dit artikel is specifiek gericht op het verklaren van schommelingen van de economische groei rond het trendmatige niveau van 2¹/₄%. Daarom is het uitgangspunt in deze simulatie dat het volume van de voor Nederland relevante wereldhandel jaarlijks groeit met het langjarige gemiddelde van 6%. Afwijkingen van dit langjarige gemiddelde vormen de schokken die de wereldhan-

Tabel 2 Doorwerking conjuncturele wereldhandelsgroei

Effecten in procenten, tenzij anders vermeld

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Groei voor Nederland relevant wereldhandelsvolume ¹	8,2	6,9	10,9	1,7	1,1	3,0	5,7	6,9	7,0
Veronderstellingen									
Langjarig gemiddelde groei relevant wereldhandelsvolume	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Conjuncturele groei relevant wereldhandelsvolume	2,2	0,8	4,9	-4,4	-4,9	-3,0	-0,3	0,9	1,0
Uitkomsten volgens <i>morkmon</i>									
Bbp-volumegroei	0,6	0,5	1,4	-0,5	-1,3	-1,3	-0,9	-0,2	0,3
Inflatie	0,0	0,3	0,6	0,6	0,4	-0,6	-1,3	-1,2	-0,5
Mutatie geregistreerde werkloosheid (personen x 1000)	-25,1	-27,8	-37,0	5,5	66,2	89,8	52,8	-16,2	-70,8

¹ Om de effecten voor 1998 goed te schatten is gerekend met een groei van de relevante wereldhandel van respectievelijk 4,1% en 8,4% in 1996 en 1997.

delsconjunctuur op de Nederlandse bbp-volume groei uitoefent waardoor deze van haar trendmatige niveau afwijkt. De resultaten van de simulatie laten zien dat de wereldhandelsconjunctuur zowel aanzienlijke positieve als ook sterk negatieve invloeden heeft gehad op de economische groei in Nederland: de bijdragen aan de groei van het bbp-volume variëren van 1,4 procentpunt in 2000 tot minus 1,3 procentpunt in 2002 en 2003. De stagnatie van de wereldhandel in 2001 en het uitblijven van substantieel herstel in 2002 en 2003 vertalen zich in die jaren in oplopende negatieve bijdragen aan de groei. De aantrekkende wereldhandelsgroei vanaf 2004 betekent een keer ten goede, maar als gevolg van doorwerking uit voorgaande jaren gaat er pas in 2006 een positieve groeiimpuls uit van de groei van de wereldhandel.

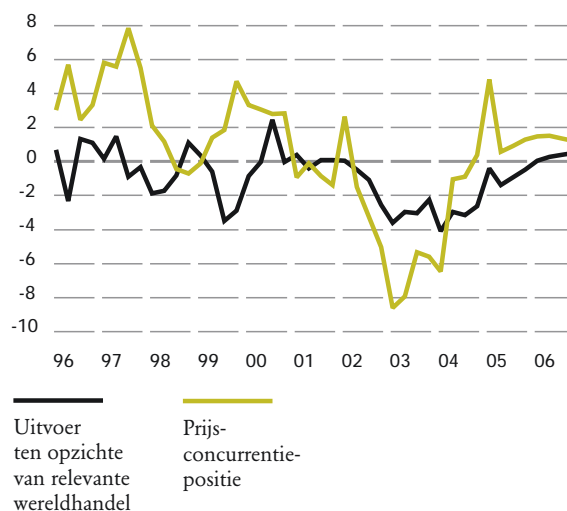
Prijsconcurrentiepositie Nederlands product

Naast de omvang van de wereldhandel speelt ook de prijsconcurrentiepositie van het Nederlandse product een belangrijke rol in de mate waarin de Nederlandse economie via de in- en uitvoer meedeint op de mondiale conjunctuur. In de eerste plaats betekent een lage kostprijs van het Nederlandse product ten opzichte van de concurrerende uitvoerprijs dat de Nederlandse uitvoer relatief goedkoop kan worden aangeboden op de wereldmarkt. Dit verbetert de concurrentiepositie van de Nederlandse uitvoer en kan de Nederlandse economie via de uitvoerprestatie stimuleren. Daarnaast maakt dezelfde lage kostprijs ook voor de binnenlandse producent en consument het Nederlandse product aantrekkelijker ten opzichte van ingevoerde goederen. Met andere woorden, hiermee verslechtert de prijsconcurrentiepositie van de Nederlandse invoer. Via een lagere groei van het invoervolume kan de Nederlandse economische groei ook langs dit kanaal toenemen. In deze paragraaf wordt de ontwikkeling van de invoer- en uitvoerprijsconcurrentiepositie onder de loep genomen en worden door middel van een simulatie met **morkmon** de effecten van veranderingen in deze posities op de economische groei bekeken.

Wat betreft de Nederlandse uitvoerprestaties kan de periode 1996-2006 in twee delen worden beschreven. Van 1996 tot en met 2001 ontwikkelt het Nederlandse uitvoervolume zich redelijk proportioneel met het volume van de wereldhandel (grafiek 2). Vanaf 2002 blijft de groei van het Nederlandse uitvoervolume echter achter bij de groei van het wereldhandelsvolume. Anders gezegd verliezen Nederlandse exporteurs marktaandeel aan buitenlandse concurrenten. Grafiek 2 toont

Grafiek 2 Ontwikkeling uitvoerprestatie en prijsconcurrentiepositie

Procentuele mutatie ten opzichte van het overeenkomstig kwartaal in voorgaand jaar



ook de ontwikkeling van de prijsconcurrentiepositie van de Nederlandse uitvoer. Uit de grafiek is af te lezen dat zich vanaf begin 2002 een fors verlies van de uitvoerprijsconcurrentie aftekent en dat de timing hiervan samenvalt met het moment waarop de Nederlandse uitvoerprestatie achterop raakt bij de wereldhandelsgroei. Voor een belangrijk deel kan de relatief slechte Nederlandse uitvoerprestatie vanaf 2002 daarom worden toegeschreven aan het verslechteren van de uitvoerprijsconcurrentiepositie in 2002 en 2003.

Tabel 3 toont de veranderingen in de prijsconcurrentiepositie van het Nederlandse product in de jaren 1998-2006. Allereerst is uit de tabel af te lezen dat de prijsconcurrentiepositie van de Nederlandse uitvoer van 1998 tot en met 2000 cumulatief flink verbetert, maar gedurende de periode 2001-2004 cumulatief ruim 11% verslechtert. Vanaf 2005 verbetert zij weer en kan de Nederlandse uitvoer langzaam marktaandeel terugwinnen. Een verbetering van de uitvoerprijsconcurrentiepositie gaat veelal gepaard met een verslechtering van de invoerprijsconcurrentiepositie. Immers, de factoren die het Nederlandse product goedkoper maken ten opzichte van de producten die door onze concurrenten op de wereldmarkt worden aangeboden (de verbetering van de uitvoerprijsconcurrentiepositie), zorgen er tegelijkertijd voor dat het Nederlandse product voor de Nederlandse producent en consument goedkoper wordt dan ingevoerde producten (een verslechtering van de invoerprijsconcurrentiepositie).

Tabel 3 Doorwerking verandering prijsconcurrentiepositie

Effecten in procenten, tenzij anders vermeld

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Verandering prijsconcurrentiepositie uitvoer ¹	0,5	2,0	3,0	-0,8	-1,8	-6,9	-2,0	1,9	1,4
Verandering prijsconcurrentiepositie invoer ²	0,4	0,7	-0,6	1,6	1,7	1,9	-0,6	-0,4	-0,7
Uitkomsten volgens morkmon									
Bbp-volumegroei	0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,4	-0,7	-0,6	-0,2	0,3
Inflatie	0,5	0,6	0,6	0,3	0,0	-0,5	-0,9	-1,0	-1,0
Mutatie geregistreerde werkloosheid (personen x 1000)	-26,7	-19,6	-6,0	8,1	22,7	38,3	42,2	19,0	-4,1

¹ Verandering van de geografisch en naar pakketstelling herwogen concurrerende uitvoerprijzen ten opzichte van de Nederlandse uitvoerprijzen. Positieve (negatieve) cijfers geven een verbetering (verslechtering) aan. Om de effecten voor 1998 goed te schatten is gerekend met een verandering van de uitvoerprijsconcurrentiepositie van respectievelijk 3,6% en 6,2% in 1996 en 1997.

² Verandering van de binnenlandse afzetprijzen ten opzichte van de invoerprijzen. Positieve (negatieve) cijfers geven een verbetering (verslechtering) aan. Om de effecten voor 1998 goed te schatten is gerekend met een verandering van de invoerprijsconcurrentiepositie van respectievelijk 0,5% en -0,1% in 1996 en 1997.

De loonvoetontwikkeling vormt één belangrijke factor voor de ontwikkeling van de prijsconcurrentiepositie van het Nederlandse product. In Nederland stijgt de loonvoet in de jaren 1998-2003 sneller dan bij de euroconcurrenten, terwijl ten opzichte van de niet-euroconcurrenten geldt dat de Nederlandse loonvoet in de jaren 2001-2003 sneller toeneemt. Een additionele factor is de ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit. De Nederlandse arbeidsproductiviteitsstijging blijft in de jaren 1998-2006 over het algemeen achter bij de productiviteitsstijging van zowel de euro- als de niet-euroconcurrenten. Vooral in de jaren 2001-2002 blijft de Nederlandse productiviteitsstijging ver achter bij die van de concurrenten. In die jaren blijven de lonen in Nederland fors stijgen terwijl de economische groei al sterk terugvalt. Ten slotte speelt de wisselkoers een belangrijke rol. In 1999 en 2000 profiteert de Nederlandse uitvoer nog van een deprecieerende euro. De arbeidskosten per eenheid product van de niet-euroconcurrenten uitgedrukt in euro's stijgen hierdoor sneller dan de arbeidskosten per eenheid Nederlands product. Dit draagt bij aan de verbetering van de uitvoerprijsconcurrentiepositie in die jaren. Vanaf 2001 wint de euro echter aan kracht, zodat de arbeidskosten van de niet-euroconcurrenten uitgedrukt in euro's stevig dalen, terwijl de Nederlandse arbeidskosten door de forse loonvoetontwikkeling en stagnerende productiviteit juist aanzienlijk stijgen. Dit draagt bij aan de verklaring van de verslechtering van de prijsconcurrentiepositie van het Nederlandse product. In 2004 en 2005

verbetert de uitvoerprijsconcurrentiepositie door een combinatie van factoren. Mede dank zij het Najaarsakkoord 2003 vlakt de Nederlandse loonvoetontwikkeling in 2004 en 2005 af ten opzichte van die van de concurrenten. Daarnaast trekt de arbeidsproductiviteitsgroei aan doordat de economie weer voorzichtig de weg naar de groei hervindt, maar er in het bijzonder in 2004 toch nog arbeidsplaatsen verdwijnen (de achtergronden hiervan worden nader belicht in het artikel 'De Nederlandse economie in 2004-2006: een voorspelling met morkmon' elders in dit kwartaalbericht). Tot slot ligt in de ramingen een constante wisselkoers besloten, zodat de Nederlandse prijsconcurrentiepositie vanuit de valutamarkt geen invloed ondervindt, anders dan door overloopeffecten.

Tabel 3 toont tevens de invloed van de veranderingen van de prijsconcurrentiepositie op de Nederlandse economische groei, inflatie en werkloosheid. De effecten worden bepaald door de veranderingen in de prijsconcurrentiepositie af te zetten tegen een scenario waarin deze gedurende de gehele periode onveranderd blijven voor zowel de uitvoer als de invoer. De simulatieresultaten tonen voor veranderingen van de prijsconcurrentiepositie aanzienlijke effecten op de Nederlandse economische groei. In 1998 was de bijdrage aan de groei 0,2 procentpunt, voornamelijk via de doorwerking uit 1996 en 1997, toen aanzienlijke verbeteringen in de uitvoerprijsconcurrentiepositie werden genoteerd. Vanaf 1998 neemt de bijdrage aan de groei jaarlijks af, om deze in 2003 met 0,7 procentpunt te remmen. In

2004 en 2005 neemt de negatieve groeibijdrage af en in 2006 draagt de prijsconcurrentiepositie weer positief bij aan de groei met 0,3 procentpunt. In 2006 resulteert de gematigde prijsontwikkeling van de Nederlandse uitvoer en de binnenlandse afzet gedurende de jaren 2004-2006 in een drukkend effect op het aantal geregistreerde werklozen, voor het eerst sinds 2000.

Verzilvering van de overwaarde op de eigen woning

Het vermogen van het huizenbezit van Nederlandse gezinnen is gedurende de jaren negentig fors gestegen. Dit weerspiegelt de hausse op de Nederlandse huizenmarkt, met jaarlijkse prijsstijgingen van koopwoningen van veelvuldig ruim boven de 10%. De dalende hypotheekrente heeft aan deze prijsstijgingen zeker haar bijdrage geleverd. Ter verzilvering van de overwaarde op de eigen woning heeft een toenemend aantal huishoudens voor een tweede hypotheek gekozen, waarmee ook het volume van de door Nederlandse gezinnen opgenomen leningen is toegenomen.¹ Voor een groot gedeelte slaat de verzilverde overwaarde neer in de bestedingen van gezinnen door bijvoorbeeld investeringen in woningverbetering en uitgaven aan duurzame consumptiegoederen en vakanties. De overwaarde wordt slechts zeer beperkt aangewend om de financiële balans op orde te brengen, bijvoorbeeld door het aflossen van relatief dure consumptieve leningen en creditcardschulden.

De omvang van de bestedingsimpuls die uit de overwaardeverzilvering voortvloeit kan worden benaderd met behulp van dnb-enquêtes van maart 2002 en juni

2003. Hieruit is af te lezen dat het niveau van de bestedingsimpuls opliep tot bijna eur 10 miljard in 1999 om in 2001 te halveren (tabel 4). De afname van de impuls kan deels worden toegeschreven aan de ontwikkelingen op de huizenmarkt, aangezien de prijzen van koopwoningen vanaf 2001 duidelijk minder uitbundig stegen dan ervoor. Daarnaast is het per 1 januari 2001 voor gezinnen nog maar beperkt mogelijk de overwaarde op een fiscaal aantrekkelijke manier te verzilveren en te besteden. Om in aanmerking te komen voor aftrekbaarheid van de hypotheekrente moet sinds die datum worden aangetoond dat de verzilverde overwaarde daadwerkelijk wordt besteed aan woningverbeteringen. Van 2001 tot 2003 handhaaft de uit overwaardeverzilvering gefinancierde bestedingsimpuls zich op een constant niveau van rond eur 5 miljard. Voor de jaren 2004-2006 is zowel een afname alsook een toename van deze bestedingsimpuls denkbaar. Zo ligt in de verwachtingen van de financiële markten een lichte stijging van de lange rente besloten voor 2005 en 2006. De mate waarin de hypotheekrente de komende jaren stijgt, kan een belangrijk, drukkend effect op de overwaardeverzilvering hebben. Een hogere rente betekent immers ook hogere financieringslasten. Daarnaast is voor 2004 en 2005 een verdere afvlakking van de prijsstijging van koopwoningen voorzien. Het vermogen van huiseigenaren lijkt daarmee aanzienlijk minder snel toe te nemen dan de afgelopen jaren het geval is geweest. Voorzover huizenbezitters hun bestedingspatroon aanpassen aan deze gematigdere vermogensgroei, beperkt dit eveneens de uit overwaardeverzilvering gefinancierde bestedingen. Hier staat tegenover dat het vertrouwen van de consument in het economische herstel groeien-

Tabel 4 Doorwerking bestedingsimpuls overwaardeverzilvering

Effecten in procenten, tenzij anders vermeld

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Veronderstellingen									
Impuls binnenlandse bestedingen (niveau, eur miljard) ¹	3,1	6,8	9,9	4,5	4,7	5,0	5,0	5,0	5,0
Uitkomsten volgens morkmon									
Bbp-volumegroei	0,5	1,0	1,1	-0,5	-0,5	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1
Inflatie	0,0	0,1	0,2	0,3	0,8	0,5	0,1	-0,1	-0,1
Mutatie geregistreerde werkloosheid (personen x 1000)	-6,9	-21,3	-36,4	-37,3	-7,5	7,5	13,4	11,4	8,4

¹ Om de effecten voor 1998 goed te schatten is gerekend met een bestedingsimpuls uit overwaardeverzilvering van respectievelijk eur 1,2

miljard en eur 0,9 miljard in 1996 en 1997. Het cijfer voor 2003 betreft een schatting op basis van gegevens voor de eerste helft van dat jaar.

de is. Vermeldenswaard is ook dat de overwaardeverzilvering op peil bleef in de jaren 2002 en 2003, tegen een achtergrond destijds van dalend consumentenvertrouwen en afnemende prijsstijgingen op de huizenmarkt. Per saldo veronderstellen wij dat de uit overwaarde gefinancierde bestedingsimpuls in de jaren 2004-2006 gehandhaafd blijft op het niveau van de jaren 2001-2003.

Eerdere berekeningen met behulp van *morkmon* lieten al zien dat de uit overwaardeverzilvering gefinancierde bestedingen van grote invloed kunnen zijn op de Nederlandse economische groei: de bijdragen aan de groei van het bbp-volume variëren van ruwweg 1 procentpunt in 1999 en 2000 tot minus een half procentpunt in 2001 en 2002.² Deze berekeningen, aangevuld met de veronderstelde bestedingsimpulsen voor de jaren 2004-2006, zijn gebruikt om de analyse van de macro-economische effecten uit te breiden tot de periode 1998-2006 (tabel 4). De modelberekeningen tonen vanaf 2001 een negatieve bijdrage aan de economische groei van de uit overwaardeverzilvering voortvloeiende bestedingsimpuls. Deze negatieve groei-bijdrage houdt voornamelijk verband met de doorwerking van de forse terugval van de overwaardebestedingen na 2000 en sterft langzaam weg tot minus één tiende procentpunt in 2006. Hierbij zij aangetekend dat de doorrekening mogelijk de effecten van de overwaardeverzilvering op de groei overschat, aangezien een deel van de bestedingen mogelijk ook plaats had gevonden als een alternatieve financieringsbron nodig was geweest.

Het budgettaire beleid

Bestedingen

Sinds het aantreden van het kabinet Balkenende I ligt er in twee akkoorden en additionele beleidsintenties een budgettaire saneringsslag besloten, die als percentage van het bbp alleen is overtroffen door het kabinet Lubbers I aan het begin van de jaren tachtig. Met de budgettaire maatregelen vanaf 2003 valt een aanzienlijke stimulus van de overheidsuitgaven op de totale vraag weg. Gedurende de laatste paarse kabinetsperiode ging de hoogconjunctuur gepaard met extra uitgaven en lastenverlichting, wat onder meer resulteerde in gemiddelde jaargroeivoeten van 2,6% en 4,7% voor de overheidsconsumptie respectievelijk -investeringen. Dank zij de hoge bbp-groei wordt de stijging van de directe overheidsbestedingen ten opzichte van het bbp nog enigszins gemaskeerd tot en met 2000. In de jaren daarop volgend blijven de collectieve uitgaven echter fors toenemen, terwijl de economische groei sterk daalt. Dit leidt tot een snelle stijging van de directe overheidsbestedingenquote van ongeveer 25,5%-bbp in 2000 tot bijna 28%-bbp in 2003. De stijging van de overheidsuitgaven in 2002 en 2003 is in belangrijke mate toe te schrijven aan uitgaven aan zorg. De budgettaire aanpassingen die het zittende kabinet doorvoert – inclusief het in april van dit jaar door het kabinet samengestelde aanvullende pakket – brengt de stijging van de directe overheidsuitgaven als percentage van het bbp-volume in 2004 tot staan, waarna er een daling volgt tot ongeveer 26%-bbp in 2006. Hieraan moeten vooral uitgavenbeheersing in het openbaar bestuur en de collectieve zorg bijdragen. Voor de collectieve zorg is voor de komende twee jaar een kostenbeheersing voorzien door

Tabel 5 Doorwerking overheidsuitgaven

Effecten in procenten, tenzij anders vermeld

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Collectieve bestedingsimpuls ¹	0,4	0,7	0,3	0,6	0,7	0,0	-0,8	-0,7	-0,8
Uitkomsten volgens <i>morkmon</i>									
Bbp-volumegroei	0,2	0,4	0,2	0,4	0,4	0,0	-0,5	-0,6	-0,4
Inflatie	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,4	0,3	0,1	-0,1	-0,2
Mutatie geregistreerde werkloosheid (personen x 1000)	-2,4	-14,8	-16,5	-12,3	-6,9	4,6	21,4	30,1	20,2

¹ Om de effecten voor 1998 goed te schatten is gerekend met een verandering in de directe overheidsuitgaven van respectievelijk -0,5 procentpunt bbp en -0,1 procentpunt bbp in 1996 en 1997.

middel van de dit jaar ingevoerde pakketverkleining in de Ziekenfondswet en de invoering volgend jaar van een no-claim korting op de ziektekostenpremie.

De macro-economische effecten van het budgettaire beleid worden bepaald aan de hand van een simulatie met *morkmon*. Bij deze simulatie wordt voor de lange termijn een conjunctuurneutraal budgettair beleid verondersteld. Concreet betekent dit dat het basisscenario voorziet in stijgingen en dalingen van de nominale directe overheidsuitgaven die gelijke tred houden met de groei van het nominale trendmatige bbp-volume (de trendmatige volumeontwikkeling van het bbp gecombineerd met de feitelijke prijsontwikkeling van het bbp). Hiertegen zetten wij de effecten van de feitelijke stijging en daling van de nominale directe overheidsuitgaven als percentage van het nominale trendmatige bbp-volume af. Tabel 5 toont de resultaten van deze simulatie. De modelberekeningen tonen voor de jaren 1998-2002 positieve groeibijdragen tot bijna een half procentpunt. De bezuinigingen nemen de volledige collectieve bestedingsimpuls weg in 2003, terwijl zij voor de jaren 2004-2006 voor forse negatieve impulsen zorgen. De bijdrage aan de bbp-volume-groei neemt navenant af, eerst naar nul in 2003 en vervolgens verder tot circa minus een half procentpunt per jaar voor de periode 2004-2006.

Belastingherziening 2001

Wat betreft de overheidsinkomsten springt over de beschouwde periode de aanzienlijke belastingherziening in 2001 het meest in het oog. Het belangrijkste doel van deze herziening was de directe lasten op arbeid te

verlagen – vooral door ingrepen in de sfeer van de inkomstenbelasting – en deze deels te vervangen door hogere indirecte lasten, in het bijzonder door een verhoging van het hoge btw-tarief. De prominentste wijzigingen van de inkomstenbelasting omvatten een verlaging met acht procentpunt van de marginale tarieven van de hoogste twee schijven, evenals het invoeren van een heffingskorting ter vervanging van de belastingvrije voet. De geraamde verlaging van de directe lasten op arbeid als gevolg van deze ingrepen bedraagt eur 8,2 miljard. Hier stonden lastenverzwaringen tegenover door de invoering van de vermogensrendementheffing en de verhoging van het hoge btw-tarief van 17,5% naar 19%. Per saldo resulteerde de gehele belastingherziening in een geraamde lastenverlichting van eur 3,1 miljard.

De macro-economische effecten van het belastingplan 2001 worden getoond aan de hand van een simulatie met *morkmon* (tabel 6). Aangezien de invoering van de belastingherziening een structurele wijziging van het belastingstelsel inhoudt, is bij deze simulatie – in tegenstelling tot alle voorgaande simulaties – geen aanloopperiode nodig om de effecten in 2001 goed te kunnen schatten. Tabel 6 toont de belangrijkste aannames die in de simulatie besloten liggen. Naast de al genoemde verlichting van de directe lasten op arbeid en de verhoging van het hoge btw-tarief, wordt verondersteld dat consumenten aan het eind van 2000 hun aankopen van vooral duurzame consumptiegoederen hebben vervroegd in anticipatie op de btw-verhoging per 1 januari 2001. De simulatieresultaten laten zien dat het anticipatie-effect al in 2000 een positieve stimulans van de bbp-volume-groei met 0,2 procentpunt verzorgt en

Tabel 6 Doorwerking belastingherziening 2001

Effecten in procenten, tenzij anders vermeld

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Veronderstellingen									
Verlaging directe lasten op arbeid									
(niveau, eur miljard)	0,0	0,0	0,0	8,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hoge btw-tarief	0,0	0,0	0,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Anticipatie-effect particuliere consumptie									
	0,0	0,0	0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uitkomsten volgens <i>morkmon</i>									
Bbp-volume-groei	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,5	0,1	0,1	0,0	-0,1
Inflatie	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1
Mutatie geregistreeerde werkloosheid (personen x 1000)	0,0	0,0	-1,7	-4,2	-15,4	-17,1	-4,2	9,8	16,2

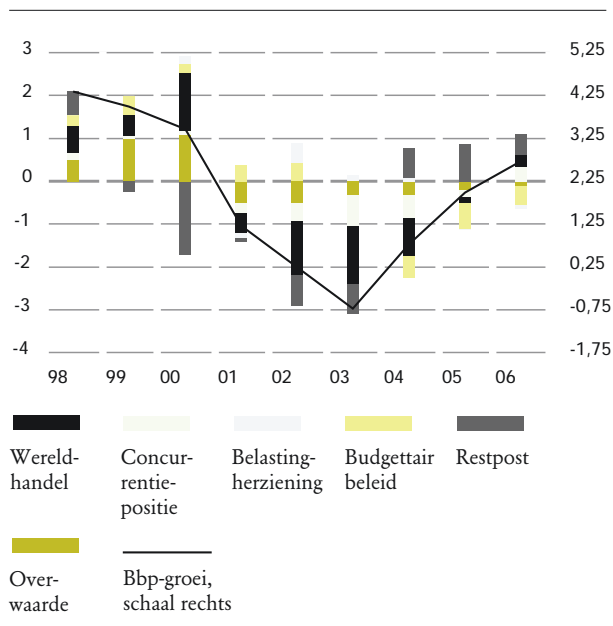
daarnaast ook voor een deel verklaart waarom de belastingherziening bij de invoering in 2001 gepaard gaat met een negatieve bijdrage aan de bbp-volume-groei. Naast het anticipatie-effect vindt een aanzienlijk deel van de extra consumptie als gevolg van de koopkrachtstijging in 2001 pas in 2002 plaats, wanneer een positieve bijdrage aan de economische groei van een half procentpunt resulteert. De bijdrage van de belastingherziening aan de inflatie van drietiende procentpunt in 2001 is het saldo van enerzijds de inflatoire impuls die uitging van de verhoging van de btw-tarieven (0,7 procentpunt) en anderzijds het inflatieverlagende effect dat volgde uit de verlaging van de loonbelasting (minus 0,4 procentpunt). De verlaging van de loonbelasting heeft ceteris paribus eveneens een remmende werking op de loonstijging, hetgeen de werkloosheid enigszins drukt.

Opdeling van de groei met behulp van morkmon

De partiële analyses in de voorgaande paragrafen worden in deze paragraaf gebruikt als bouwstenen om de groei van het bbp-volume rondom het trendmatige niveau van $2\frac{1}{4}\%$ te reconstrueren. Hieruit volgt de opdeling van de economische groei naar de bijdragen van de conjunctuur in het wereldhandelsvolume, de prijsconcurrentiepositie van het Nederlandse product, verzilvering van de overwaarde op de eigen woning, impulsen vanuit het budgettaire beleid en een restpost

Grafiek 3 Opdeling van de bbp-groei

Bijdragen in procentpunten



die de netto groeibijdrage van alle resterende, niet beschouwde factoren omvat. Grafiek 3 toont deze opdeling.

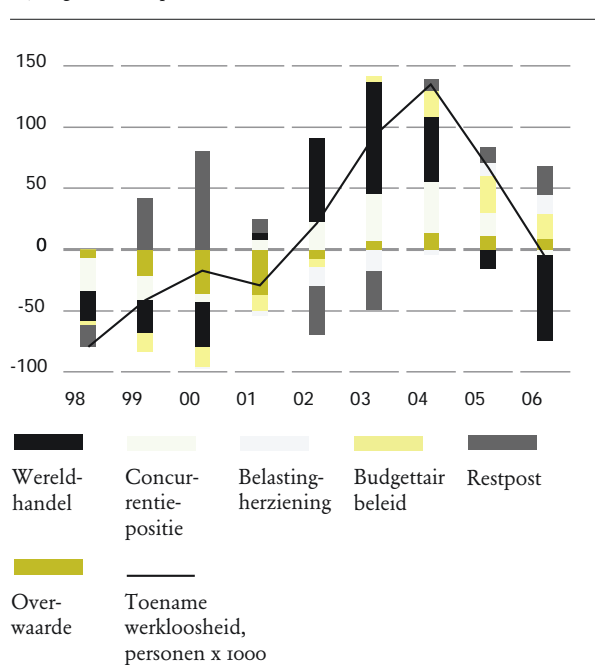
Himmelhoch jauchzend: 1998-2000

De grafiek laat zien hoe de uitbundige groei in de jaren 1998-2000 wordt gedragen door aanzienlijke positieve bijdragen van zowel de verzilvering van de overwaarde op de eigen woning als ook van de stevige groei van de wereldhandel. Gemiddeld genomen is de overwaardeverzilvering de belangrijkste groeifactor in deze jaren met jaarlijks 0,9 procentpunt bijdrage aan de groei. De wereldhandelsgroei is een goede tweede met een gemiddelde groeibijdrage van 0,8 procentpunt per jaar. Per jaar bekeken draagt de overwaardeverzilvering het meest bij aan de groei in 1999 en de wereldhandel in 1998 en 2000. Ook de prijsconcurrentiepositie levert een bescheiden positieve bijdrage aan de groei in deze jaren, hoewel een groot deel hiervan de doorwerking betreft van de verbeteringen die in 1996 en 1997 werden gerealiseerd. Van het budgettaire beleid gaat eveneens een positieve groeibijdrage uit van gemiddeld drie tiende procentpunt per jaar, terwijl negatieve groeibijdragen door middel van bezuinigingen de economie in deze jaren geenszins pijn hadden gedaan. Men kan hierin al de basis zien voor het huidige gebrek aan financiële armslag bij de overheid en de noodzaak tot bezuinigen.

Vermeldenswaard is in dit opzicht ook de oplopen-

Grafiek 4 Opdeling van de werkloosheidstoename

Bijdragen x 1000 personen



de gezamenlijke bijdrage aan de bbp-volume-groei van de beschouwde vijf factoren gedurende deze jaren, terwijl de feitelijke groei al licht afvlakt. Deels speelt hier natuurlijk de netto bijdrage van alle niet beschouwde groeifactoren een rol. Voor een aanzienlijk deel kan de oorzaak echter ook worden gezocht in de oververhitte economie en de gespannen arbeidsmarkt, waar aanbodtekorten van arbeid het de economie onmogelijk maakte te reageren op de aanwezige groeiimpulsen. Grafiek 4 levert visuele ondersteuning voor deze laatste argumentatie. In de grafiek is de opdeling van de werkloosheidstoename in de periode 1998-2006 weergegeven. In de jaren 1999 en 2000 – waarin het werkloosheidspercentage daalde tot beneden 3% – neemt de werkloosheid met ruwweg 40.000 respectievelijk 80.000 personen minder af dan verwacht aan de hand van de bijdragen van de vijf beschouwde factoren.

Zum Tode betrübt: 2001-2003

Van 2000 op 2001 vlakt de economische groei bijzonder snel af tot 1,2%, een vol procentpunt onder het trendmatige groeiniveau van 2¹/₄%, om in 2002 verder weg te zakken en in 2003 met 3 procentpunten onder het trendmatige niveau het dieptepunt te bereiken. Ook in deze jaren draagt de wereldhandel aanzienlijk bij aan de verklaring van het achterblijven bij de trendgroei: elk jaar verklaart zij het grootste deel van de groeivertraging. Gemiddeld genomen levert de ontwikkeling van het wereldhandelsvolume in deze periode jaarlijks een bijdrage aan de groei van minus één procentpunt. Het belang van de Nederlandse uitvoerprestatie wordt nog verder onderstreept door de groeibijdrage van de prijsconcurrentiepositie in deze jaren. Als gevolg van de verslechtering van de prijsconcurrentiepositie neemt de economische groei gemiddeld genomen een half procentpunt af. De prijsconcurrentiepositie levert daarmee de op één na belangrijkste verklaring voor de ondermaatse economische groeiprestatie in deze jaren. In 2003 draagt zij 0,7 procentpunt negatief bij aan de economische groei, waarin ook de doorwerking van de verslechterde prijsconcurrentiepositie in 2001 en 2002 ligt besloten. Het wegvallen van de bestedingsimpuls uit de verzilvering van de overwaarde op de eigen woning remt de economische groei in deze periode gemiddeld genomen met 0,4 procentpunt per jaar.

Alleen van het budgettaire beleid en de belastingherziening 2001 gaat een positieve bijdrage aan de groei uit gedurende de jongste periode van groeivertraging en recessie. Het budgettaire beleid draagt per jaar gemiddeld 0,3 procentpunt positief bij aan de economische groei. De positieve groeibijdragen zijn echter gecon-

centreerd in de jaren 2001 en 2002. In 2003 is de budgettaire ruimte uitgeput en valt de collectieve bestedingsimpuls weg. Juist in dat jaar bereikt de economie in groeitermen het dieptepunt en zakt het bbp-niveau duidelijk weg onder het trendniveau (grafiek 1). Wat betreft de belastingherziening blijken de doorwerkingeffecten forse economische groeistimulansen te verzorgen die – met wijsheid achteraf – de groei juist ondersteunden in de jaren 2002 en 2003 waarin deze tot ver onder het trendmatige niveau wegzakte.

Bescheiden aanleiding tot hernieuwd optimisme: 2004-2006

De economie herstelt dit jaar en de komende twee jaren volgens de jongste dnb-voorspellingen en noteert naar verwachting in 2006 – voor het eerst sinds 2000 – weer een jaargroei boven het trendmatige niveau. Het economische herstel wordt vrijwel geheel gedragen door de aantrekkende wereldhandelsgroei en het verbeteren van de prijsconcurrentiepositie van het Nederlandse product. Het exportgeleide herstel vertaalt zich onder meer in herstel van de investeringsgroei. Door de historisch lage kapitaalmarktrente en de relatief vlakke termijnstructuur blijven de financieringsvoorwaarden tevens gunstig, een factor die mede tot uitdrukking komt in de positieve restpost in 2004-2006. Deze restpost bevat verder factoren als het verwachte herstel van het consumentenvertrouwen en de koopbereidheid gedurende de ramingperiode. Vanuit de overwaardeverzilvering worden nog kleine negatieve bijdragen aan de groei verwacht, die echter verder wegsterven gedurende deze jaren. Ook het budgettaire beleid draagt in de jaren 2004-2006 negatief bij aan de bbp-volume-groei. De besparingen die het kabinet doorvoert resulteren in de periode 2004-2006 gemiddeld in een negatieve bijdrage aan de groei van een half procentpunt per jaar. Zo leunt het budgettaire beleid in deze herstelperiode noodgedwongen tegen de aantrekkende wind die de economie net in de rug begint te voelen.

Zo niet de ontwikkeling van de prijsconcurrentiepositie. Deze draagt in 2003 nog 0,7 procentpunt negatief bij aan de economische groei. In 2006 is haar bijdrage drie tiende procentpunt positief. Het verschil tussen deze twee bijdragen – een vol procentpunt – is de bijdrage die de verbetering van de concurrentiepositie van het Nederlandse product levert aan het groeiherstel gedurende de periode 2004-2006. Dezelfde rekensom dicht aan de ontwikkeling van de wereldhandel een nog prominentere bijdrage aan het groeiherstel toe. In 2003 was de bijdrage van de wereldhandel aan de groei minus 1,3 procentpunten en in 2006 0,3 procentpunt positief; een bijdrage aan het groeiherstel van 1,6

procentpunt. In dit licht bezien, kan worden gesteld dat veel van het goede voor de Nederlandse economie de komende jaren van buiten zal komen.

Samenvatting en conclusies

De uitbundige economische groei aan het eind van de vorige eeuw, de groeivertraging en krimp aan het begin van deze eeuw en het voor de komende jaren geraamde herstel lijken modelmatig grotendeels te verklaren aan de hand van vijf factoren.

De Nederlandse economische groei wordt in de eerste plaats sterk beïnvloed door de mondiale conjunctuur. De stagnatie van de wereldwijde handelsactiviteit heeft in belangrijke mate bijgedragen aan de recessie die de Nederlandse economie recentelijk doormaakte. De opleving van de mondiale handelsactiviteit is daarmee ook een belangrijke voorwaarde voor het Nederlandse economische herstel dit jaar en in de komende jaren.

Hieruit volgt ook het belang van een goede prijsconcurrentiepositie van het Nederlandse product op de wereldmarkt. Een verslechterde prijsconcurrentiepositie door de combinatie van stijgende loonkosten en een duurder euro hebben de Nederlandse economie in het bijzonder in 2003 flink extra tegenwind bezorgd. Voor de komende jaren geldt echter dat de geraamde verbetering van de prijsconcurrentiepositie Nederland beter in staat stelt te profiteren van het herstel van de mondiale handelsactiviteit.

De verzilvering van de overwaarde op eigen huizen heeft de uitbundige groei in de laatste jaren van de vorige eeuw mede mogelijk gemaakt. Na de afkoeling van de huizenmarkt en beperkingen op het fiscaal aantrekkelijk verzilveren van de overwaarde vanaf 2001 zijn deze bestedingen teruggevallen op een lager, constant niveau, wat de economische groei in de jaren 2001-2006 enigszins drukt.

De herziening van het belastingstelsel in 2001 heeft aanzienlijke, eenmalige effecten gehad op de Nederlandse economie. Het directe effect was voornamelijk inflatoir. De doorwerking verzorgde een forse economische groei-stimulans. Met de wetenschap van vandaag ondersteunde deze de groei juist in de jaren waarin de groei tot ver onder het trendmatige niveau wegzakte.

Ten slotte zijn van het budgettaire beleid gedurende de beschouwde periode aanzienlijke groeiimpulsen uitgegaan. De positieve impulsen zijn echter geconcentreerd in de jaren 1998-2002, de jaren waarin de economie het minst was gebaat bij de collectieve steun in de rug. Mede hierdoor is de budgettaire ruimte gedurende de economische neergang beperkt en staan de komende jaren in het teken van bezuinigingen, waarmee het budgettaire beleid in deze

periode van groeiberstel noodgedwongen tegen de wind leunt die de economie net in de rug begint te voelen.

1 Zie de artikelen 'Financieel gedrag Nederlandse huishoudens' Kwartaalbericht De Nederlandsche Bank, september 2003; 'Het Nederlandse publiek gepolst over gebruik hypotheek krediet' Kwartaalbericht De Nederlandsche Bank, juni 2000.

2 Zie de artikelen 'Vermogensbeheer Nederlandse gezinnen onder de loep' Kwartaalbericht De Nederlandsche Bank, juni 2002; 'Financieel gedrag Nederlandse huishoudens' Kwartaalbericht De Nederlandsche Bank, september 2003.