

# Van onvervulde wensen naar onbestemd verlangen

2011 zal de boeken ingaan als het jaar waarin de economie langzaam weer in de recessie gleed waar we eind 2009 net uit waren geklommen. De vooruitzichten voor 2012 zijn niet florissant en zeer onzeker. De enige zekerheid die we hebben, is dat de belangrijkste economische problemen duidelijk zijn. Alleen nu de oplossingen nog.

**H**et nieuwjaarsartikel in ESB van januari dit jaar (Buijink, 2011) leest nu vooral als een wensgedachte waarvan niet veel is uitgekomen. Als het gaat om Europa zijn er, zoals Buijink bepleit, wel stappen gezet om in de toekomst macro-economische onevenwichtigheden tegen te gaan, maar de acute problematiek en de weerslag daarvan op de Europese politiek en financiële markten hebben het hele jaar overheerst. De schuldenproblematiek in de eurozone vroeg en vraagt om geloofwaardige en snelle oplossingen. Die zijn er niet gekomen. De verklaringen voor de economische groei in 2010 en begin 2011 hebben wel wat weg van een smoesje. Aan het begin van 2010 zorgde relatieve kou voor een toename van de energieconsumptie. En aan het begin van 2011 was het dus een zachte winter die door hogere investeringen voor groei zorgde. Van een duurzaam herstel van de binnenlandse bestedingen is echter nauwelijks sprake, zodat de internationale handel de groei moest genereren.

Na een niet-financiële crisis groeit een economie normaal gesproken de jaren erna weer wat sneller dan de potentiële groei, de zogenaamde inhaalgroei. Na een financiële crisis is dit vaak niet zo, doordat afbouwen van schulden ten koste gaat van de groei (Kannan, 2010). Sinds het herstel halverwege 2009 begon, geldt voor westerse landen dat de groei dicht in de buurt ligt van het gemiddelde herstel na een financiële crisis. Voor Nederland geldt, dat tot en met het derde kwartaal van 2011 de lijn van het gemiddelde zelfs zeer goed gevolgd wordt. Van inhaalgroei was in de post-recessiejaren nauwelijks sprake. Dankzij de toename van het wereldhandelsvolume waren het volume van de invoer en dat van de uitvoer relatief snel terug op het niveau van de piek vlak voor de val van Lehman Brothers in september 2008. De overheidsbestedingen zijn tijdens de daarop volgende recessie zelfs blijven toenemen, maar de andere bestedingscategorieën bevonden zich in het derde kwartaal van 2011 nog (ruim) onder het niveau van vóór de recessie (figuur 1). Het gat is het grootst bij de investeringen. In 2009 en

2010 daalde het volume van de private investeringen met meer dan zeventien procent ten opzichte van het derde kwartaal van 2008.

Na de zomer zijn alle vertrouwensindicatoren in een vrije val terechtgekomen. Bij bedrijven en consumenten is vooral als gevolg van het eurocrisisnieuws de lust vergaan om de bestedingen op te voeren. In 2011 komt de reële economische groei gemiddeld dan ook lager uit dan in 2010. Kortom, de belofte die 2011 had, is niet ingelost. Geen verder economisch herstel en geen oplossing voor structurele economische problemen.

## Vooruitblik 2012

In 2012 zal de buitenlandse handel nagenoeg de enige motor achter de economische groei zijn. Maar de toename van de netto-handel is wel minder groot dan in 2011. De internationale handel zal als gevolg van de schulden crisis in de eurozone, maar ook door het einde van de herstelcyclus van na de recessie in 2009, echter slechts beperkt toenemen. De geplande bezuinigingsmaatregelen van het kabinet-Rutte zullen in 2012 worden geëffectueerd en zorgen voor lagere overheidsbestedingen en een daling van het besteedbaar inkomen. De inflatie zal weliswaar dalen, maar de loonstijging is nauwelijks genoeg om te zorgen voor een toename van de reële lonen. De kans dat pensioenfondsen moeten snijden in de pensioenuitkeringen zorgt voor veel onzeker-

### Kader 1

## Steeds negatiever...

**De instellingen die zich bezighouden met het voorspellen van de economische groei zijn gedurende 2011 steeds negatiever geworden over de vooruitzichten met betrekking tot het groeivolume van de Nederlandse economie in 2012. De trend in de consensus forecast, het gemiddelde van de ramingen van een aantal commerciële instellingen, laten een verloop zien dat veel lijkt op het verloop in 2008 met betrekking tot de prognoses voor 2009 (figuur 2). In 2009 bleek de decemberraming uit 2008 van -0,5 procent voor de reële groei van de Nederlandse economie in het komende jaar drie procentpunt te hoog zijn ingeschat. Toen was het de val van Lehman Brothers en de daaropvolgende economische crisis die het sentiment deden verslechteren. Nu is het de eurocrisis die de markten nerveus maakt.**

SINDS 1916

**HANS STEGEMAN**  
Hoofd nationaal onderzoek  
bij de Rabobank

**ANKE STRUIJS**  
Senior econoom bij de  
Rabobank

heid en de dalende huizenprijzen zetten vermogens onder druk. Een daling van het consumptievolume is het gevolg. Er wordt wel iets meer geïnvesteerd, maar veel minder dan nodig is om snel terug te keren naar het investeringsvolume van voor de crisis in 2009. Het bbp-volume groeit in 2012 naar verwachting niet of nauwelijks. Hierbij wordt wel verondersteld dat de netto-export er gedurende 2012 voor zorgt dat Nederland uit de recessie klimt. De kans op stevige tegenvallers is echter nog steeds aanwezig. De leiders van de eurozonelanden hebben ongewild de schulden crisis op de spits gedreven door het besluit over een echte oplossing van de problemen in de eurozone voor zich uit te schuiven. De kans dat zo'n oplossing er toch nog komt voor het te laat is, wordt daardoor kleiner. En als die komt, dan is die aanmerkelijk duurder dan die zou zijn geweest bij daadkrachtig optreden bij de eerste tekenen dat Griekenland niet aan zijn schuldverplichtingen zou kunnen voldoen, inmiddels al bijna twee jaar geleden. Als toen meteen de schuld geherstructureerd was, had de olievlekwerking voorkomen kunnen worden. Ook had de discussie direct gericht kunnen worden op structurele verbetering van de begrotingsdiscipline in de eurozone. De budgettaire en monetaire manoeuvreerruimte is nu veel beperkter dan in 2008 en 2009, terwijl het schuldenprobleem groter is. Als het mis gaat in Europa, is er geen uitgebreid vangnet meer waardoor de financiële en economische crisis veel groter zal zijn dan de recessie van 2009. De exacte omvang van zo'n crisis laat zich moeilijk voorspellen (kader 1). Veel is afhankelijk van waar de breuklijnen in de eurozone gaan lopen, hoe de financiële markten reageren en wat uiteindelijk de beleidsreactie wordt. Maar een welvaartsverlies dat aanzienlijk groter is dan de 3,5 procent krimp in 2009 is geen rare verwachting.

### Een sluipende credit crunch

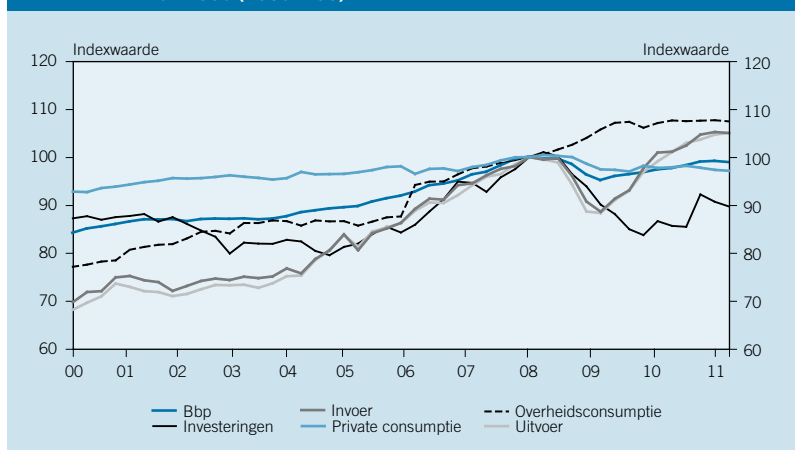
De vooruitzichten zijn vooral nog weliswaar beter dan in 2009 – mits de problemen in de eurozone niet uit de hand lopen – de gevoelstemperatuur is lager dan in 2009. In oktober 2011 is de werkloosheid in ons land al net zo hoog als in januari 2010 (het hoogtepunt na de recessie in 2009) en loopt naar verwachting nog verder op. Het vertrouwen onder consumenten en producenten is laag. Consumenten zijn aan het eind van 2011 al bijna net zo somber als in het voorjaar van 2009. De stimuleringspakketten uit 2009 moesten plaatsmaken voor bezuinigingspakketten en er dreigt een sluipende *credit crunch*, vooral door alle regulering die op de financiële sector afkomt. In 2012 neemt de kredietverlening aan bedrijven waarschijnlijk af (Koopman, 2011).

## De stimuleringspakketten uit 2009 moesten plaatsmaken voor de bezuinigingspakketten en er dreigt een sluipende credit crunch

Hoewel de kredietcrisis alleen al vanwege zijn naam anders doet vermoeden, is er in Nederland (jaar-op-jaar) sinds 2008 geen sprake geweest van een daling van de kredietverlening, niet aan het bedrijfsleven en ook niet aan particulieren (figuur 3). In veel andere westerse landen was dit wel het geval. Dit heeft er vermoedelijk ook voor gezorgd dat de economische schade niet verder is opgelopen (DNB, 2011). Dat de kredietgroei kon blijven toenemen kwam ook doordat een groot deel van de bankensector overheidssteun kreeg, waardoor verliezen, bijvoorbeeld op Amerikaanse hypotheekportefeuilles, konden worden gecompenseerd. De vooruitzichten voor 2012 zijn wat dat betreft aanzienlijk minder florissant. Er is veel minder financiële ruimte (en draagvlak) voor nieuwe steun aan banken. Zelfs wanneer de eurocrisis wordt opgelost, moeten banken – ook Nederlandse – afschrijven op Griekse leningen en wellicht ook op leningen aan overheden, bedrijven en banken in andere landen. Bovendien is het vertrouwen in en tussen Europese banken op een dieptepunt aanbeland. Dientengevolge is het aantrekken van vermogen voor banken op dit moment lastiger en duurder. Die situatie is deels vergelijkbaar met die in 2008, toen het interbancaire verkeer tot stilstand dreigde te komen en banken op de kapitaalmarkten hoge risicopremies moesten betalen voor het aantrekken van kapitaal.

Figuur 1

Alleen internationale handel en overheidsbestedingen boven het niveau van 2008 (2008=100).



Bron: CBS

Figuur 2

Voorspellingen voor de groei van het bbp-volume.



Bron: Consensus forecast

Daar komt bij dat de hoeveelheid nieuwe regels die over de Europese bancaire sector wordt uitgestort enorm is. Basel 3 wordt ingevoerd, met aanzienlijke consequenties voor de solvabiliteits- en liquiditeitsvereisten voor banken. De op 27 oktober aangekondigde nieuwe regels, opgesteld door de European Banking Authority (de Europese banktoezichthouder), verplichten banken daarnaast om een extra kapitaalbuffer aan te houden om hun soevereine risico's te mitigeren. Andere, meer risicovolle activiteiten van banken worden aan banden gelegd. In Amerika verbiedt de Volcker Rule vanaf halverwege 2012 de handel voor eigen rekening door systeembanken en ook in Europa steekt de discussie over het opsplitsen van banken in spaarbanken en investeringsbanken nog regelmatig de kop op. Wanneer deze regels hun beslag krijgen, is dat ontegenzeggelijk goed voor de stabiliteit van het financiële stelsel. Maar in de transitieperiode is het voor financiële instellingen wel lastig om klanten op de juiste wijze te kunnen bedienen.

Daarnaast zijn er ook nog een aantal andere maatregelen. In Nederland werd al een bankenbelasting ingevoerd en er wordt op Europees niveau gesproken over een financiële transactietaks. Bovendien moeten Nederlandse banken een bijdrage leveren aan de opbouw van een ex ante fonds als financiering voor het depositogarantiestelsel en moet misschien ook een bijdrage worden geleverd aan

## Per saldo heeft Nederland een netto spaaroverschot, wat tot uiting komt in een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans

de opbouw van een resolutiefonds voor de financiering van crisisinstrumenten die kunnen worden ingezet wanneer een bank in de problemen komt. Maatregelen die politiek wellicht logisch zijn, maar die vooral het financiële stelsel opzadelen met meer kosten, zonder dat dit per se leidt tot een verbetering van de stabiliteit. Gevolg is dat in 2012 het bancaire kredietaanbod onder druk staat. 2012 zou dan voor Nederland wel eens het eerste echte "krediet-

crisisjaar" kunnen worden. Vooral voor Nederlandse ondernemers in het midden- en kleinbedrijf is dat vervelend, want zij zijn meer dan in de rest van de eurozone, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten afhankelijk van bancaire kredietverlening (DNB, 2009).

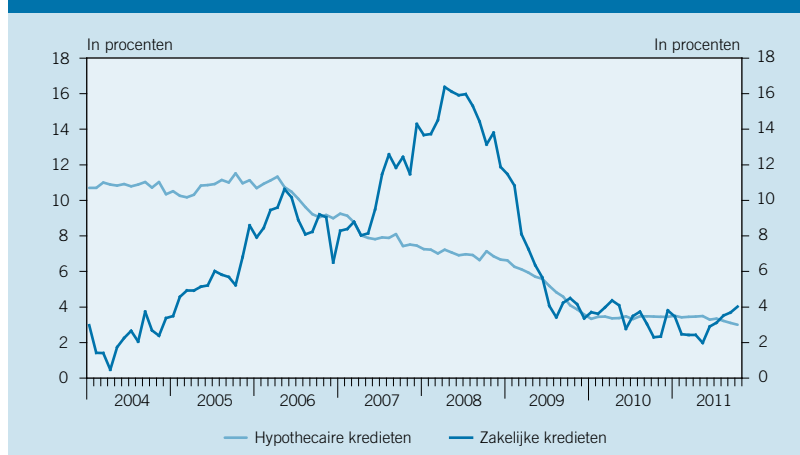
## Stabieler woningmarkt heeft een prijs

Ook Nederlandse huishoudens zijn meer dan in andere landen afhankelijk van bancair krediet, vooral voor de financiering van de eigen woning. In bijna geen enkel land is de brutoschuld van huishoudens zo hoog als in Nederland (figuur 4). Dit maakt huishoudens gevoeliger voor schommelingen in de waarde van het onderpand. De brutoschuldpositie van de Nederlandse overheid is daarmee vergeleken nog beperkt. Tegenover die brutoschuldpositie van huishoudens staan weliswaar nog grotere (pensioen) spaarpotten en andere bezittingen, waardoor de nettovermogenspositie van Nederlandse huishoudens positief is. Per saldo heeft Nederland netto een spaaroverschot, wat tot uiting komt in een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans. De huizenprijzen zijn sinds 2008 met gemiddeld negen procent gedaald (Rabobank, 2011). Een toenemend aantal huiseigenaren heeft hierdoor een grotere schuld dan de waarde van hun huis, zeker omdat inmiddels een groot deel van de hypotheeksom niet wordt afgelost (DNB en AFM, 2009).

De hoge brutoschuldpositie van huishoudens is vooral ingegeven door de fiscaliteit. De hypotheekrenteaftrek werkt als een boete op aflossen, waardoor het houden van een hoge schuld aantrekkelijk is. Vanuit deze optiek is het opmerkelijk dat dit kabinet hier (vooralsnog) niets in wil veranderen. Want onder het mom van de financiële stabiliteit zijn ook hier wel andere regels aangescherpt. Zo mag bij aankoop van een eigen woning het leenbedrag ten opzichte van het onderpand (de waarde van de woning) niet meer dan 106 procent bedragen en bedraagt het maximale aflossingsvrije deel maximaal 50 procent. Bovendien gelden strengere eisen voor de maximale hypotheek in verhouding tot het inkomen. Vooral voor starters werken deze strengere regels beperkend. Deze groep is belangrijk voor de dynamiek op de woningmarkt, die al langere tijd onder druk staat. Het wekt enige verbazing dat

Figuur 3

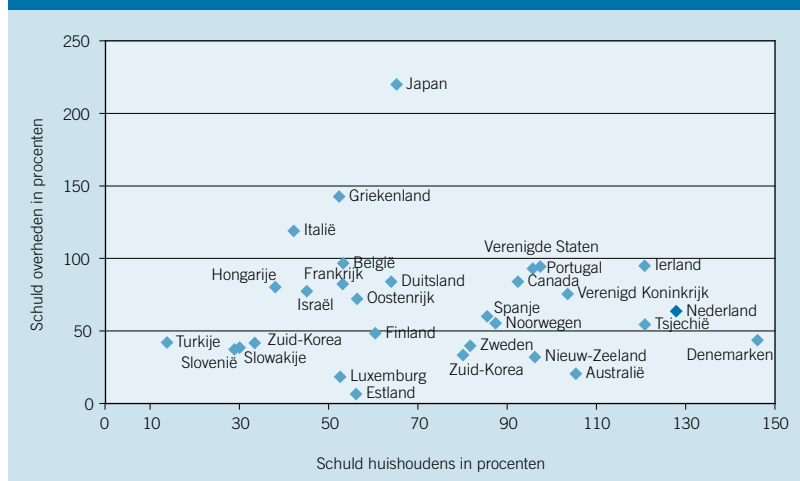
Jaar-op-jaar stijging van kredietverlening in Nederland.



Bron: DNB, 2011

Figuur 4

Schuld van huishoudens en overheden als percentage van het bbp.



Bron: DNB, 2011

voor de aanscherping van regulering voor starters wordt gekozen. In tegenstelling tot wat vaak gedacht wordt, is het niet zo dat de Nederlandse huizenbezitter massaal zijn hypotheek niet meer kan betalen (Rabobank, 2011). Overkreditering is niet het belangrijkste probleem, onzekerheid en economische tegenspoed beperken vooral een herstel van de Nederlandse woningmarkt.

### Lagere groei

Meer regels en een lagere hefboom voor de financiële sector en het afbouwen van schulden door overheden en huishoudens bevordert de financiële stabiliteit, maar leidt op korte en middellange termijn door vraaguitval tot lagere economische groei. Er wordt immers minder geconsumeerd omdat balansen van alle economische actoren enige reparatie kunnen gebruiken. De enige die op macro-niveau de balans nog redelijk op orde heeft is het Nederlandse bedrijfsleven. De solvabiliteit is hoger dan het gemiddelde van de laatste dertig jaar. De winsten staan echter wel onder druk door de problemen bij overheden en huishoudens en in de financiële sector.

De groeivertraging bemoeilijkt het schuldsaneringsproces, omdat bij tegenvallende groeicijfers die opgave voor alle partijen alleen maar groter wordt. De overheidsbezuinigingen leveren minder op en overheidsinkomsten vallen tegen. Over extra bezuinigingen (meer dan het pakket uit het regeerakkoord) wordt waarschijnlijk in het voorjaar besloten. Huizenvermogens dalen door aanhoudende prijsdruk, waardoor meer aflossen, of in ieder geval meer sparen, voor veel huishoudens verstandig is. In veel andere (westerse) landen is ook de weg naar schuldreductie ingezet, waardoor het effect op de open Nederlandse economie nog groter is. Schuldafbouw kan zo een langdurig en kostbaar proces worden.

### Onbestemd verlangen

Beter dan in het begin van 2011 gaat de economische situatie in 2012 niet worden. De onvervulde wensen met betrekking tot een oplossing van de Europese schuldencrisis hebben inmiddels zo veel kwaad gedaan dat alle economische seinen op rood staan. En de merkwaardige paradox voor Nederland is dat we qua economische groei juist naar het buitenland moeten kijken. De Nederlandse economie zal op eigen kracht niet groeien, vooral doordat huishoudens hun koopkracht zien dalen en ook hun huishoudboekje weer op orde willen en moeten krijgen.

Vooruitzien naar 2012 is vooruitzien met een beetje onbestemd verlangen. Misschien wel met het verlangen dat 2012 voorbij is, en dat Nederland en de westerse wereld een eindje verder zijn met schulden afbouwen en dat de eurozone nog steeds uit zeventien lidstaten bestaat. Een aantal van de nu ingezette maatregelen zijn nuttig voor stabiliteit op langere termijn, maar leuker wordt het er in eerste instantie niet op. De enige partij die daar

nog een beetje mee kan schuiven is de overheid. Daarom is het te hopen dat de Nederlandse overheid vooral maatregelen neemt die de soliditeit van de overheidsfinanciën op de langere termijn bestendigen, maar voor komend jaar niet aan de noodrem gaat hangen. Nu heel hard aan de handrem hangen is niet in het belang van de Nederlandse en Europese economie (OESO, 2011), en ook niet nodig voor de kredietwaardigheid van de Nederlandse overheid. In de beoordeling van de kredietwaardigheid van Nederland wordt in rapporten van de kredietbeoordelaars ook vooral gewezen op de structurele opgaven op de lange termijn, zoals de toekomstige kosten van vergrijzing. Natuurlijk moet wel getracht worden te voldoen aan de eisen van Europa om de begroting weer op orde te krijgen. Maar gezien de problemen die ook andere landen daarmee krijgen, moet ook hierbij het oog op de lange termijn worden gericht. Als de richting goed is, maakt de timing iets minder uit.

En wellicht is 2012 toch nog de moeite waard als de Nederlandse overheid daadkracht laat zien en een aantal hete hangijzers, zoals de AOW-leeftijd en de hypotheekrenteaftrek, weet weg te werken waardoor de Nederlandse economie en de overheidsfinanciën er structureel beter voor komen te staan.

#### LITERATUUR

- Buijink, C. (2011) Pieken in Europa. *ESB*, 96(4601), 6–9.
- DNB (2009) Kredietverlening aan Nederlandse bedrijven loopt terug. *DNB Kwartaalbericht*, maart 2009.
- DNB en AFM (2009) *Risico's op de hypotheekmarkt voor huishoudens en hypotheekverstrekkers*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank/AFM.
- DNB (2011) *Overzicht Financiële Stabiliteit najaar 2011*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- Kannan, P. (2010) Credit conditions and recoveries from recessions associated with financial crises. *IMF Working Paper*, 83.
- Koopman, B. (2011) Banken knijpen in 2012 in mkb-krediet. *Het Financieel Dagblad*, 1 december.
- OESO (2011) *Economic Outlook, November 2011*. Parijs: OESO.
- Rabobank (2011) *Kwartaalbericht woningmarkt*, november.