



## Stand van zaken in de wereldeconomie

*door*

*Prof.Dr. Jacques J. Sijben*

### I De Verenigde Staten

Na het barsten van de “Internet-bubble” (voorjaar 2000) en de daling van de beurskoersen ontstond in *maart 2001 een recessie*, die duurde tot november van dat jaar. Sinds die tijd zijn de beurskoersen verder gedaald tot voorjaar 2003 en is het groeiherstel sterk vertraagd. Dit kwam door een *drietal schokken*, die het vertrouwen op de financiële markten hebben aangetast (oplopende risico-premies)

- *aanslagen* in New York en Washington in september 2001
- *boekhoudschandalen 2002*
- *Irak-oorlog*, voorjaar 2003.

Het zwakke herstel begon in 2002 en ging gepaard met een oplopende werkloosheid (6%); een zg. “**jobless recovery**”. Investerings bleven uit en kostenreductie stond centraal in het bedrijfsleven. De lage lange rente leidde ertoe dat de consument bleef besteden (“*refinancing-mortgages*”). “Aftappen overwaarde” van huizen en deze middelen consumptief besteden.

Het lichte herstel ging gepaard met een **agressieve renteverlaging sinds januari 2001 (6½% naar thans 1%)** en een sterk **expansief budget beleid**. Sinds het *midden van 2003* heeft de *economische groei* een *sterker momentum* gekregen. Dit vloeit voort uit:

- vertrouwensherstel na Irak-oorlog
- beurskoersen stijgen gematigd
- werkgelegenheid verbetert de laatste maanden langzaam
- winstherstel door gematigde lonen en sterke stijging arbeidsproductiviteit
- bedrijfsinvesteringen nemen weer toe
- dollar daalt i.v.m. “dubbele tekort-positie”.

Het **herstel zet zich dit jaar versterkt voort**. Van belang is wel dat de werkgelegenheid toeneemt (Verkiezingsjaar). De korte rente zal nog gedurende lange tijd laag blijven op 1% aangezien:

- inflatie laag en stabiel is 1,9% in januari
- sterke toename arbeidsproductiviteit
- zwakke arbeidsmarkt en daardoor gematigde lonen: werkloosheid 5,6% in januari
- door stabiele loonkosten, verbetering winsten, hogere investeringen en hogere beurskoersen
- deflatiegevaar is geweken.
- Het begrotingstekort is in 2003 echter gestegen tot \$ 375 mrd. (4½% BBP). Tesamen met een tekort lopende rekening van \$ 550 mrd. (5% BBP) is er sprake van een *macroeconomisch spaartekort*. De houdbaarheid van een dergelijk omvangrijk tekort en de noodzakelijke kapitaalimport uit Azië (China-Japan) staan thans ter discussie. Relevant voor *dollar-verloop*.
- *Greenspan* heeft in februari voor het Congres verklaard dat het *hoge budgettekort* zal kunnen leiden tot een sterke *renteverhoging*. Deze zal gaan optreden als beleggers het vertrouwen gaan verliezen en de Aziatische centrale banken minder interventies doorvoeren en dus minder dollars hebben voor belegging. *Greenspan* wees op het *gevaar* voor *protectie*.
- De groei in het vierde kwartaal 2003 bedroef 4,1% en zet zich voort. *Greenspan* verwacht dit jaar een groei van 4½-5%.
- Werkgelegenheidsherstel is uitermate zwak, en bepaalt sterk het consumenten vertrouwen (“outsourcing” in China en India en *zo protectiegevaar*).
- de *lange rente* blijft relatief laag en stabiel door belegging van Aziatische Centrale Bank in US-staatspapier (*interventie-dollars*).

## II Japan: deflatie-scenario ebt langzaam weg

De Japanse economie bevond zich, na tien jaar van economische teruggang als gevolg van het barsten van de “bubble” in 1990, tot voor kort nog in een *stagnatie* en was er, vanwege de groeivertraging in Amerika en bij de Aziatische handelspartners, sprake van een klassieke deflatiespiraal. ***Een recessie met deflatie*** (jaren dertig vorige eeuw).

De groei bedroeg in 2002 slechts 0,3%. *Toch zijn er sinds mei 2003 tekenen die er op wijzen dat "het ergste voorbij is en weer licht in de tunnel verschijnt". De consumptieve bestedingen en de bedrijfsinvesteringen nemen de laatste maanden weer toe. De Nikkei-index heeft recentelijk de 11.000 grens overschreden.* In 2003 is de groei uitgekomen op 2,3%. Voor 2004 wordt een groei van 2,1% verwacht.

- De **herkozen premier Koizumi** geeft prioriteit aan economische groei door middel van **structurele hervormingen** en verwacht een versterking van het groeiherstel. Een en ander betekent wel dat de pijnlijke hervormingen en structurele aanpassingen (saneren overheids-financiën en de bancaire sector) de recessie op korte termijn zullen verscherpen.
- Het recente *Tankan-rapport van de Bank of Japan* wijst op een positiever ondernemers-vertrouwen (voor het eerst in vijftien maanden), maar *duidt op een traag herstel van de economie*. Het is vooral de exportsector die het herstel draagt.
- **Werkloosheid** bedroeg in december 4,9%. Bovendien wijken steeds meer grote bedrijven uit naar China (lage lonen en zeer vlijtige werknemers).
- **Inflatie** negatief en bedroeg in december -0,4% en de deflatie daalt.
- **Oplopend budgettekort** \$ 540 mrd. (10% van het BBP). Staatsschuld 162% van het BBP en de kredietwaardigheid van de overheid is gedaald (rating). De dreiging bestaat dat de rating voor de staatsschuld verder wordt verlaagd.
- Oplopend **surplus op de lopende rekening (onderbestedingssituatie)**.
- De **rente** blijft extreem laag: korte rente is verlaagd tot 0,01%, de lange rente is licht gestegen tot 1,3%. De **Bank of Japan** voert sinds maart 2001 een beleid van **monetaire verruiming** (inflatieverwachtingen) om de economie weer vlot te trekken (*liquidity-trap situatie*). De geldhoeveelheid (M1) is sindsdien fors gestegen. Sinds het najaar 2003 heeft de centrale bank de *inverventies* sterk opgevoerd, teneinde het oplopen van de yen te remmen. De hierdoor verkregen dollars worden door de Centrale Bank belegd in Amerikaanse staatsobligaties, zodat de lange rente in de V.S. relatief laag en stabiel blijft. De bedrijven zijn nog vrij terughoudend met het opnemen van krediet en de banken met de kredietverlening (**credit-crunch**). Hierdoor zal de **yen verzwakken** en de *inflatie (via invoerprijzen) kunnen gaan stijgen*.
- Er is een akkoord bereikt om de **bancaire sector** eindelijk **daadwerkelijk te gaan saneren**. Inmiddels heeft het afgelopen jaar de overheid de qua grootte vijfde Japanse bank, Resona, van de ondergang moeten redden (16 miljard euro),

vanwege een solvabiliteitspercentage lager dan 4. De banken zijn recentelijk overgegaan de oninbare leningen weg te werken, teneinde de kredietverlening aan het midden- en kleinbedrijf (de grootste werkgever) te vergroten. Japanse bedrijven zijn nog steeds bezig met schuldaflossingen en gebruiken de winsten voor reductie van schulden en terugkoop van aandelen i.p.v. extra investeringen.

Traditionele instrumenten van economisch beleid om de economie te stimuleren zijn niet meer effectief, vanwege *institutionele starheden* (*bureaucratie, belangengroepen en regelgeving*) en de *vertrouwensschok* sinds het barsten van de zeepbel-economie eind jaren tachtig. *Structurele hervormingen*, zowel in de financiële als de niet-financiële sector, zijn *dringend gewenst* om de economie weer vlot te trekken. Het is nu afwachten of het beleid van Koizumi, gericht op deze politiek lastige hervormingen, succesvol zal zijn.

## China

- De Chinese economie groeit de laatste jaren fors en zal volgens een studie van Goldman Sachs in 2050 landen als Duitsland, Frankrijk en Engeland op wereldranglijst verdringen (met India) China is thans in grootte de zesde economie in de wereld.
- In 2003 groeide de economie met 9,3%, de *snelste groei* sinds 1997. Investerings stegen met 26,7%.
- Relatief *lage lonen* en dient zoals een “*outsourcing-platform*” voor Westerse ondernemingen.
- De *valuta* is *gekoppeld aan de dollar* en is een sterke concurrent voor Japan, Europa en de V.S. (*Protectionisme*).
- Veel directe *buitenlandse investeringen* en een sterke *import van kapitaal* (koppeling aan dollar!).
- Inkomen per hoofd steeg in 2003 boven de psychologische drempel van \$ 1000. In de steden \$ 829 en op het platteland \$ 256. Steeds meer boeren vertrekken naar de steden (bouwvakken en huishoudelijke hulp).
- Snelle groei van de *zware industrie* (80,7% in auto-industrie), bouw-staal en cementindustrie.

- Een *groot surplus* op de *lopende rekening* (\$ 103 mrd. t.o.v. V.S.) en belegging in dollar-activa.

## Duitsland

- De **groei in 2002 bedroeg slechts 0,2%**. In het **tweede kwartaal van 2003** is voor het derde achtereenvolgende kwartaal een **krimp** opgetreden (-0,2%). Sinds het *midden van 2003 zijn er tekenen die er op wijzen dat het herstel is ingetreden en zich zal voortzetten*. In **2003** is de economie **gekrompen -0,1%**. Voor 2004 wordt door het *IMF* een groei van 1,5% verwacht.
- De **werkloosheid** bedroeg 10,4% in januari en is voor een groot deel *structureel van aard*. Schröder wil de vakbonden bewegen de lonen te matigen. Hervormingen op de arbeidsmarkt (inclusief het pensioensysteem), volgens “*Agenda 2010*”, zijn dringend gewenst.
- De Europese Commissie wilde in 2002 Duitsland een **Awaarschuwing** geven, in verband met een oplopend budgettekort tot 2,8%. Daarna is er een *Apolitiek compromis* gesloten: de waarschuwing wordt niet gegeven, maar Duitsland beloofde een budgetevenwicht in 2006. Inmiddels is, vanwege de slechte economische situatie, het tekort in 2003 opgelopen tot **3,7%**. De Bundesbank heeft ervoor gewaarschuwd dat ook in 2004 het tekort de norm van 3% zal overschrijden als de vervroegde belastingverlaging met leningen wordt gefinancierd.
- Inmiddels is de **inflatie** gedaald en in februari uitgekomen op 0,9%.

In november 2003 is de *geloofwaardigheid van het Groei- en Stabiliteitspact* sterk aangetast, toen de sanctie-procedures bij overschrijding van de 3%-budgetnorm door Duitsland en Frankrijk niet werden toegepast.

## De ECB en de euro

- In 2000 bedroeg de groei in Euroland 3,4%, maar is sinds het begin van 2001 door de Amerikaanse groeivertraging aanzienlijk afgezwakt. Hierdoor bedroeg de **groei in 2001 slechts 0,7%**. In 2003 is de groei uitgekomen op 0,5% en men verwacht dit jaar een groei van 1,7%. Het *IMF* verwacht een groei van 1,9% in 2004.

- Volgens de OESO wordt een traag herstel in de eurozone voorzien, vooral veroorzaakt door een haperend consumentenvertrouwen, een hoge werkloosheid, een relatief hoge inflatie en een sterk gestegen euro.
- Het vertrouwen in de economie is in de afgelopen maanden sterk afgezwakt.
- In de **loop van 2000**, toen de euro ging afzwakken, heeft de ECB de **rente verder stapsgewijze verhoogd**, teneinde een relatief stabiele inflatie te bewerkstelligen, tot 4,75% in oktober van dat jaar.

Pas op **10 mei 2001** heeft de ECB, geheel **onverwacht**, de **rente verlaagd tot 4,2%**, ondanks de versnelling van de inflatie in de Eurozone. De geloofwaardigheid van de ECB is hierdoor gedaald. **In augustus is de rente verlaagd tot 4,25%**. Na een gecoördineerde rentedaling met de Fed na de aanslagen op 11 september tot 3,75%, is op **8 november 2001** de rente verder sterk verlaagd tot **3,25%**. Ofschoon de inflatie zich nog boven de 2%-norm bevond, heeft de ECB op **5 december 2002 de rente sterk verlaagd tot 2,75%**, op **6 maart van dit jaar tot 2,5% en in juni tot 2%**. Het inflatiegevaar neemt af, maar “de neerwaartse risico’s voor de economie zijn niet” verdwenen, aldus Duisenberg.

De **inflatie** in de **Euro-zone** is, na de piek in mei 2001, langzaam gedaald en in februari uitgekomen op **1,6%**, het laagste niveau in vier jaar. De euro bereikte op **25 oktober in 2000 een dieptepunt van \$ 0,82** en is vervolgens gestegen vanwege de groeivertraging in de Verenigde Staten. Thans is de dollar sinds april 2002 door het vertrouwensverlies gedaald en heeft sinds juli 2002 de **pariteitswaarde** ten opzichte van de dollar inmiddels fors overschreden: **\$ 1,29 januari 2004**.

Sinds de uitspraken van de *G-7 in Dubai* op 23 september 2003 dat “**er meer flexibiliteit moet zijn op de valutamarkten**”, is de dollar sterk gedaald. Financiële markten anticiperen thans op een dollar-daling, vanwege de onhoudbare omvang van het tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans en het begrotings-tekort. De uitspraak is herhaald tijdens de G7-top in februari in Florida.

Inmiddels heeft de dollar weer aan kracht gewonnen, daar de Amerikaanse economie sneller groeit dan die in Europa.

- De **werkloosheid** bedroeg in december **8,8%**. De Europese Commissie heeft in een recent rapport medegedeeld dat:

- in 2010 het aantal banen met 20 miljoen zal toenemen
- de prikkel tot werken moet worden verhoogd (*participatiegraad*)
- de **arbeidsmarkt flexibeler** moet worden en **pensioenhervormingen** moeten vanwege het komende **vergrijzingsprobleem**, worden doorgevoerd (van omslagstelsel naar kapitaaldekking)
- mensen langer moeten studeren en langer blijven werken (*kennis economie*).

## Nederland

- De Nederlandse economie kent thans ook een sterke groeivertraging. *De groei is gedaald van 3,9% in 2000 naar 1,1% in 2001 en is in 2002 nagenoeg tot stilstand gekomen. In 2003 was er een krimp van -0,8%. In 2004 wordt een licht herstel verwacht naar 1%.*
- Het producentenvertrouwen is sterk gedaald en de consument is ook terughoudend in zijn bestedingen. Inmiddels is het **consumentenvertrouwen zeer fors gedaald** tot het niveau in 1983.
- De **inflatie** bedroeg in januari 1,4% (Piek van 4,9% in mei 2001)
- Van cruciaal belang voor de Nederlandse economie is een **loonmatiging**, teneinde een verdere verslechtering van onze concurrentiepositie te voorkomen, temeer nu de **wereldhandel** sterk terugloopt (de arbeidsinkomensquote stijgt in 2003 tot 86%). Ook de OESO wijst op het belang van een hogere arbeidsmarkt-participatie en een matiging van de loonontwikkeling. De **werkloosheid is snel opgelopen en bedroeg in januari 5,9% en zal in 2004 verder stijgen**. Inmiddels is een **loonakkoord** tot stand gekomen, waardoor onze internationale concurrentiepositie weer kan verbeteren.

De nieuwe regering wil forse bezuinigingen (loonmatiging collectieve sector) en lastenverzwaringen doorvoeren, teneinde het begrotingstekort in 2007 te reduceren tot 0,5%. Dit is een zware operatie (bijna 4% BBP), die de zwakte van de economie verder zal vergroten (**pro-cyclische werking**). Extra uitgaven zullen worden besteed aan onderwijs, zorg en veiligheid.

In het **Jaarverslag van DNB** in april 2003 wees Wellink er op dat de economie in 2003 zal stagneren of zelfs licht zal krimpen. Enerzijds door een *einde* aan de *hausse*

*op de huizenmarkt* en anderzijds door de aantasting van onze internationale concurrentie-positie als gevolg van de *hoge loonstijging* in de afgelopen jaren en de recente *stijging van de euro*. In de jaren met een zwakke euro is er te weinig aandacht geschonken aan een versterking van onze economie.

Het **nieuwe Kabinet** mikt volgens de Millioenennota 2004 op:

- *een versterking van het draagvlak van de economie* (grotere participatie op de arbeidsmarkt: “**meedoen**”)
- *een verbetering van de internationale concurrentiepositie* (“**meer werk**”)
- *een terugtrekkende overheid* (“**minder regels**”)
- *een houdbaarheid van de overheidsfinanciën in het kader van het Groei- en Stabiliteitspact en de vergrijzingsproblematiek.*
- inmiddels is de economie zodanig verzwakt dat het **begrotingstekort** in **2003** is uitgekomen op **3%** en voor dit jaar wordt een tekort van 3,3% verwacht. Teneinde het tekort dit jaar te reduceren tot 2,9%, zijn extra bezuinigingsmaatregelen nodig. (1,5 à 2 mrd. Euro).

## Eindconclusie

### **De verwachting voor 2004 jaar luidt als volgt:**

- een aanhoudend economisch herstel in US sinds het midden van 2003 en dat dit jaar aan kracht toeneemt (4,5%), gevolgd door Europa (1,6%) en Japan (2,1%) in 2004.
- *de inflatie daalt geleidelijk verder.*
- de Federal Reserve voert, na de renteverlaging in juni tot 1%, gedurende een "*considerable period*" een "*policy on hold*". In januari verklaarde Greenspan dat de markten “**geduld**” moeten betrachten (met een renteverhoging!). Een eventuele verdere verlaging is afhankelijk van het verloop van de werkloosheid, de inflatie en de ontwikkeling van de bedrijfswinsten en de investeringen. Waarschijnlijk zal de eerste mogelijke *rente-verhoging* plaatsvinden in de tweede helft van dit jaar.
- De ECB zal, vanwege de nog steeds zwakke economie en de fors gestegen euro, de rente de komende maanden waarschijnlijk met 25 basispunten tot 1,75% verlagen.
- de kapitaalmarktrente blijft voorlopig relatief laag (inflatieverwachtingen) tot licht

stijgend in de loop van 2004 vanwege oplopende budgettekorten.

- relatief stabiele valutamarkten, met vooralsnog dit jaar *een euro in de zone van \$1,25 - \$ 1,30*.
- langzaam herstel van de beurskoersen in de loop van dit jaar, naar meer *normale en houdbare niveaus*.
- *De kracht van het groeiherstel in de V.S. wordt kritisch bepaald door de groei van de arbeidsproductiviteit, en het verloop van de werkgelegenheid, maar vooral door het winstherstel en het ondernemersvertrouwen.*

1 maart, 2004