

# Economie herstelt Weerstandsvermogen blijft gering

**De Nederlandse economie staat aan het begin van een ondermaats conjunctureel herstel. Als gevolg van de financiële crisis is het weerstandsvermogen tegen negatieve schokken flink verminderd.**

## In het kort

De wereldeconomie is zich aan het herstellen. De wereldhandel lijkt het dieptepunt achter zich te hebben gelaten. Niet alleen in Azië worden er meer containers overgeslagen. Ook dichterbij – hier op Schiphol – zit het goederenvervoer in de lift. Bovendien vertonen voor Nederland belangrijke exportmarkten weer groei. Mede hierdoor is er in Nederland in het derde kwartaal een einde aan de recessie gekomen. Duitsland was Nederland al voorgedaan. Daar groeit de economie al sinds het tweede kwartaal.

Het Nederlandse bedrijfsleven ging de recessie relatief sterk in. Door de economisch goede jaren 2006 en 2007 was er sprake van een sterke financiële weerbaarheid, maar de crisis heeft deze weerbaarheid flink aangetast. In vrijwel alle sectoren staat de liquiditeitspositie onder druk. In de autoretail en transport is de weerbaarheid extra laag omdat daar de rentabiliteit (winstgevendheid) fors is aangetast. De bouwsector staat er momenteel financieel nog redelijk voor, maar zal in 2010 de echte test ondergaan. De financiële weerbaarheid van de overige sectoren zal – met uitzondering van de agrarische sector (lichte verbetering) – vooralsnog niet echt verbeteren.

Uit het verleden is gebleken dat een economisch herstel na een financiële crisis veelal langzamer en moeizamer op gang komt dan na een 'gewone' recessie. Dit raakt niet alleen ons land maar ook de meeste andere 'westerse' landen. Overheden hebben snel en daadkrachtig opgetreden om te voorkomen dat de crisis nog erger zou worden dan zij al was. Maar die steunmaatregelen waren bepaald niet gratis en overheden zullen snel (moeten) beginnen met het terugbrengen van de hierdoor ontstane begrotingstekorten. En tekortreductie is nooit goed voor economische groei (op korte termijn). Bovendien lijken banken in de toekomst een fundamenteel andere rol te krijgen dan de afgelopen jaren het geval was, en een gevolg hiervan is dat krediet wellicht niet

meer zo makkelijk verkrijgbaar is als voorheen. Ook vanuit het buitenland is weinig hulp te verwachten. Omdat de crisis een werkelijk wereldwijde was, kan geen enkele economie echt profiteren van hogere groei elders.

Naar raming heeft de overheid de groei van de Nederlandse economie in 2009 met circa 0,8%-punt gestimuleerd. Maar voorraadafbouw heeft deze stimulans weer ongedaan gemaakt. Ook volgend jaar gaat de Nederlandse overheid door met het stimuleren van de economie. Hiervan zal echter weinig extra positieve invloed uitgaan op het tempo van economische groei omdat deze stimulans (absoluut gezien) ruwweg dezelfde omvang zal hebben als die van 2009. Opbouw van voorraden zal volgend jaar naar verwachting wel positief bijdragen aan het tempo van economische activiteit. Voor duurzame groei is echter herstel van 'echte' eindvraag – gedreven door groei van de werkgelegenheid – noodzakelijk. Hiervan lijkt in 2010 vooralsnog geen sprake te zullen zijn.

Op zich zou weinig de Nederlandse economie een meer dan (Europees) gemiddeld herstel in de weg moeten staan. Nederland heeft namelijk een internationaal gezien structureel sterke economie. Aandachtspunt zijn overigens wel de relatief hoge loonkosten per eenheid product voortvloeiend uit de krappe arbeidsmarkt van vóór het uitbreken van de financiële crisis. Maar het is de vraag of Nederland die sterke economische positie zal weten uit te nutten. Dit omdat het begrotingsbeleid in ons land mogelijk – meer dan in andere landen – in de komende jaren een onzekere factor kan gaan worden. En onzekerheid kan ertoe leiden dat consumenten de hand op de knip houden en ondernemers investeringsplannen uitstellen.

---

**P.2 De Nederlandse economie in 10 vragen en antwoorden**

**P.8 Weerbaarheid sectoren getest door recessie**

**P.13 ING voorspellingen**

---

## DE NEDERLANDSE ECONOMIE IN 10 VRAGEN EN ANTWOORDEN

### 1. Nederland is uit de recessie maar Duitsland was dat al eerder. Hoe kan dat?

De Nederlandse economie heeft in het derde kwartaal de recessie achter zich gelaten. Goed nieuws. Duitsland was Nederland al voorgegaan. Daar was in zowel het tweede als het derde kwartaal sprake van positieve groei.

#### In Duitsland is overheidsstimulans groter geweest...

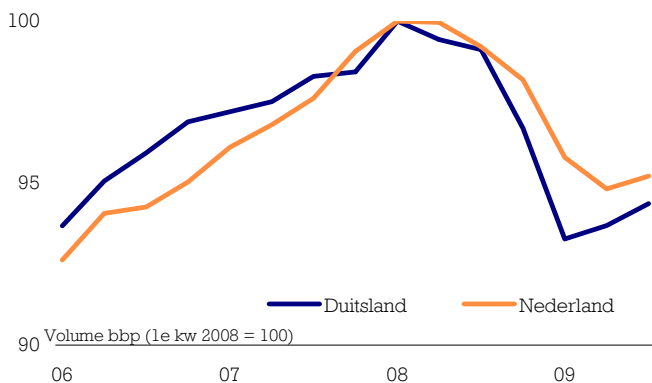
Een belangrijke oorzaak dat de Nederlandse economie wat later uit de recessie is gekomen, is dat het huidige economische herstel vooral beleidsgedreven is; d.w.z. voor een groot deel het resultaat is van door de overheid genomen stimuleringsmaatregelen. De Duitse overheid heeft meer gedaan om het conjuncturele tij te keren dan de Nederlandse overheid. Voor Duitsland bedraagt de begrotingsstimulans voor dit jaar namelijk circa 1½% bbp terwijl deze voor Nederland uitkomt op minder dan 1%.

#### ...en is meer geprofiteerd van herstel wereldhandel

Wat ook een rol heeft gespeeld is dat Duitsland meer heeft kunnen profiteren van het herstel van de wereldhandel. Het relatieve belang van het meest conjunctuurgevoelige deel van een economie – de verwerkende industrie – is in Duitsland (24% van het bbp) namelijk groter dan in Nederland (14% van het bbp).

Dat de particuliere consumptie in ons land erg gevoelig is voor de ontwikkeling van het (financieel) vermogen zal waarschijnlijk ook een rol hebben gespeeld. Het vermogen zit in Nederland sinds het tweede kwartaal weliswaar weer in de lift maar het zal nog wel even duren voordat dit tot hogere particuliere consumptie zal leiden. De opgelopen vermogensverliezen zijn namelijk nog lang niet goedge maakt (zie ook het antwoord op vraag 4).

**Figuur 1 Duitsland eerder uit recessie**



Bron: EcoWin

### 2. Welk deel van het huidige herstel komt door overheidsstimulering en door opbouw van voorraden?

#### Overheid stimuleert groei met circa 0,8%-punt bbp...

De Nederlandse overheid heeft op verschillende manieren de economische groei in 2009 positief beïnvloedt. Naast maatregelen ter stabilisatie van de financiële sector is de conjuncturele ontwikkeling positief beïnvloed door o.a. een verlaging van WWV-premies (nog voortvloeiend uit de Miljoenennota 2009), het bieden van de mogelijkheid tot vervroegde afschrijving en enige belastingverlagingen voor gezinnen en het midden- en kleinbedrijf. Hiernaast is er nog sprake van versnelde investeringen in (onderhoud van) infrastructuur en in (versnelde) bouw in de zorg en het onderwijs. Ook is een aparte regeling voor het zogenoemde deeltijd-ww ingevoerd. Naar raming zal de groei van de Nederlandse economie hierdoor dit jaar met circa 0,8%-punt worden gestimuleerd.

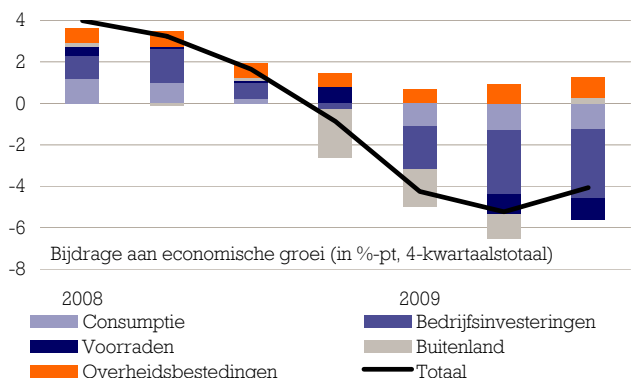
#### ...maar voorraadafbouw maakt de stimulans ongedaan

Wat de invloed van af- en opbouw van voorraden op de economische groei voor dit jaar als geheel zal zijn valt op dit moment nog niet goed aan te geven. Wat wel duidelijk is, is dat in de eerste negen maanden van dit jaar afbouw van voorraden de groei voor circa 1,2%-punt negatief heeft beïnvloed. Het lijkt onwaarschijnlijk dat wederopbouw van voorraden in de tweede helft zodanig zal zijn dat hiermee het negatieve effect uit de eerste helft volledig ongedaan zal worden gemaakt. Wij gaan er vanuit dat overheidsstimulans en voorraadbewegingen elkaar dit jaar ruwweg in evenwicht zullen houden.

#### Volgend jaar is groeistimulans overheid beperkt

Ook volgend jaar gaat de Nederlandse overheid door met het stimuleren van de economie. Hiervan zal echter weinig *extra* positieve invloed uitgaan op het tempo van economische groei omdat deze stimulans ruwweg dezelfde omvang zal hebben als die voor dit jaar.

**Figuur 2 Groeiherstel in het derde kwartaal**



Bron: CBS, ING

### 3. Voorraadmanagement heeft dus een flinke invloed op de conjunctuur. Is die altijd zo groot geweest?

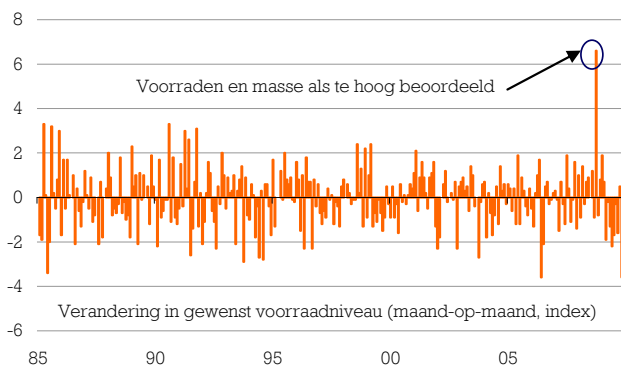
#### Voorraadbewegingen werken sterker door dan vroeger

Er zijn aanwijzingen dat voorraadbeheer van ondernemingen gedurende de afgelopen jaren een steeds grotere invloed heeft gekregen op het tempo van economische groei. Omdat in de afgelopen jaren de productieketen in steeds meer aparte schakels is opgeknipt – op grond van specialisatie – en over meer landen is verdeeld – vanwege globalisering – lijken de effecten van op- en afbouw van voorraden sterker in de ontwikkeling van de wereldhandel tot uitdrukking te komen dan voorheen<sup>1</sup>. Hierdoor is de economische neergang eind 2008/begin 2009 versterkt. Mogelijk is dan ook het zich thans aftekenende economische herstel extra opwaarts beïnvloedt. Dit heeft het gevaar in zich dat de onderliggende kracht van het economische herstel mogelijk wordt overschat.

#### Economische omgeving wordt volatieler

Een andere consequentie is mogelijk dat de economische conjunctuurcyclus de komende jaren meer volatiel zal zijn dan in het verleden. Aanhoudende onzekerheid kan ertoe leiden dat ondernemers zullen proberen de omvang van hun voorraden zo beperkt mogelijk te houden. Vanwege de door kettingreacties in het voorraadbeheer versterkte economische dynamiek kan dit leiden tot scherpere op- (bij meevallende vraag) en neergaande (bij tegenvallende vraag) bewegingen in de economische groei. Een adequate beoordeling van de feitelijke stand van de conjunctuur wordt hierdoor bemoeilijkt.

**Figuur 3 Crisis leidt tot schok in voorraadbeheer**



Bron: EcoWin

<sup>1</sup> Zie, CPB, *Kettingreacties door voorraadbeheer vergroten conjuncturele dynamiek*, Macro Economische Verkenningen 2010, blz. 55.

### 4. Het financiële gezinsvermogen herstelt zich weer. Is dit een bron voor toekomstige economische groei?

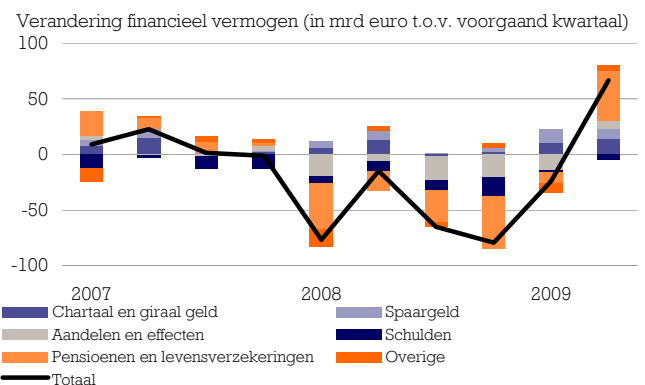
#### Financiële vermogens zijn weer aan het herstellen...

Omdat de Nederlandse economie gevoelig is voor vermogensveranderingen heeft onze economie het zwaar te verduren gehad in deze crisis. Maar op dit punt lijkt zich enige verbetering aan te dienen. Na zes achtereenvolgende kwartalen waarin het netto financieel vermogen van huishoudens is gedaald, is dit in het tweede kwartaal van dit jaar gestegen met € 2.900 per gezin. Als rekening wordt gehouden met een verbeterde vermogenspositie van pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen bedraagt de verbetering € 9.200 per huishouden. Een beter klimaat op de financiële markten en een aanhoudende spaarzin liggen aan deze vermogenstoename ten grondslag.

#### ...maar onvoldoende voor een positieve groeibijdrage

Desondanks zullen de meeste huishoudens zich niet echt rijker zijn gaan voelen. Per saldo resteert, sinds het uitbreken van de crisis, nog steeds een vermogensverlies van € 27.000 per huishouden; exclusief de minder zichtbare verliezen op pensioen- en levensverzekeringreserves is dit € 13.000. Indien er vanuit wordt gegaan dat de erosie van het gezinsvermogen door een verdere daling van de huizenprijs nog niet ten einde is, lijkt het aannemelijk dat vermogensverliezen de Nederlandse economie voorlopig nog wel even parten zullen blijven spelen. Het ING Economisch Bureau verwacht dat de huizenprijzen in ons land vanaf het huidige niveau nog circa 3% verder zullen dalen. Al met al lijkt het nog wel even te zullen duren voordat de geleden vermogensschade van Nederlandse gezinnen weer volledig zal zijn hersteld. En omdat, zo blijkt uit onderzoek, de invloed financiële verliezen op het consumentengedrag groter zijn dan de positieve effecten uit hoofde van vermogenswinsten, zal het nog wel even duren voordat vermogenseffecten weer een duidelijk positieve bijdrage aan de economische groei zullen gaan leveren.

**Figuur 4 Vermogensherstel in het tweede kwartaal**



Bron: CBS

## 5. Hoe kan de consumptie volgend jaar minder hard krimpen bij dalende koopkracht én werkgelegenheid?

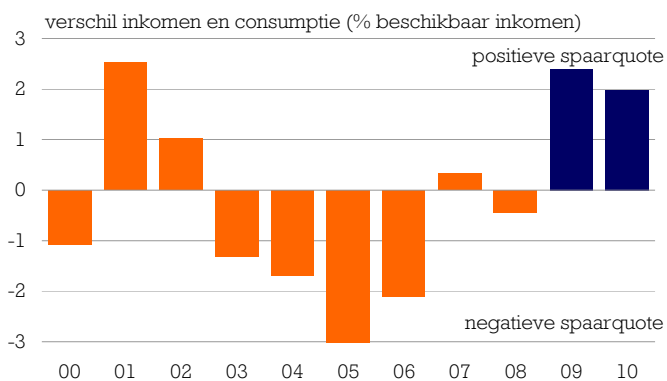
### Consument stapt in 2009 op de rem...

In de afgelopen kwartalen heeft de Nederlandse consument zijn uitgaven drastisch teruggeschoefd. Er is vooral bezuinigd op grote aankopen, zoals witgoed, meubels en auto's. Voor heel 2009 gaan wij uit van een krimp van de totale consumptie met 2,7%. Zo groot is de krimp in decennia niet geweest. Consumenten trappen zwaar op de rem, ondanks dat zij er dit jaar in koopkracht op vooruit zijn gegaan. De koopkrachtverbetering is nog het gevolg van gunstige CAO-afspraken uit 2008 en lastenverlichting. Intussen is met de verslechtering van de economie de angst voor baanverlies sterk toegenomen en hebben huishoudens omvangrijke vermogensverliezen geleden (zie vraag 4). Dit heeft huishoudens, ondanks de koopkrachtverbetering doen besluiten flink meer te gaan sparen.

### ...maar heeft in 2010 mogelijk minder spaardrift

In 2010 zal de koopkracht dalen en de werkgelegenheid hard krimpen. Het beschikbaar inkomen van huishoudens valt hierdoor scherp terug. Maar we verwachten dat huishoudens volgend jaar wat minder behoedzaam zullen worden. Zo komt met herstel van de economie de piek van de werkloosheid langzaam in zicht. Minder pessimisme onder consumenten zou er toe moeten leiden dat sommigen het aandurven de eerder uitgestelde (grote) aankopen alsnog te doen. Daarnaast zal de waarde van het financieel vermogen van huishoudens, onder aanname van een gunstige ontwikkeling van de beurskoersen, stijgen. Met een verwachte stabilisatie in de huizenprijzen in de loop van 2010 verdwijnt dan ook de druk op het eigenwoningvermogen, en dus het consumentenvertrouwen. We verwachten dan ook dat de Nederlandse consument hierdoor volgend jaar iets minder hard op de rem zal gaan staan.

**Figuur 5 Spaardrift gezinnen neemt iets af in 2010**



Bron: CBS, ramingen ING

## 6. De stijging van de werkloosheid lijkt tot nu mee te vallen. Is de piek in zicht?

### Officiële werkloosheidscijfers gedrukt ...

In vergelijking met de sombere verwachtingen van enige tijd terug valt de toename, tot op heden, inderdaad mee. Veel personen zijn ontmoedigd geraakt en hebben zich van de arbeidsmarkt teruggetrokken. Scholieren en studenten die de gang naar de arbeidsmarkt hebben uitgesteld en besloten verder te studeren, staan niet (meer) als werkloos geregistreerd. Ook moeders die willen herintreden, wachten mogelijk op gunstigere tijden. Verder heeft ook de tijdelijke regeling tot deeltijd-WW bijgedragen aan minder werklozen.

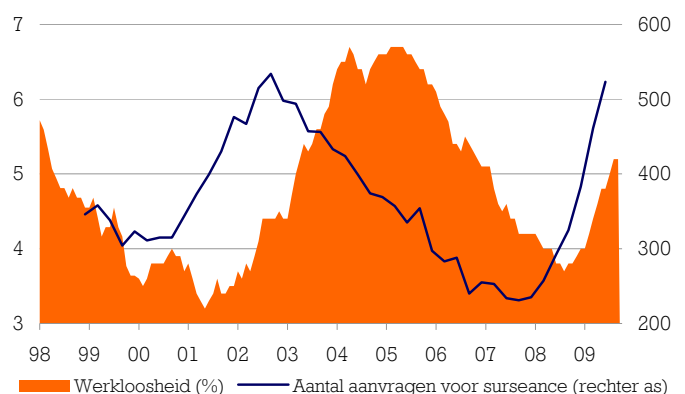
### ...maar voorlopig nog geen piek in zicht...

Ondanks de tot nu meevallende ontwikkeling verwachten we dat de werkloosheid in 2010 nog niet de top zal bereiken. Zo hobbelt de arbeidsmarkt doorgaans achter de economische cyclus aan. Tijdens de vorige recessie is gebleken dat de werkloosheid ruim een jaar na een omslag in het aantal aanvragen voor surseance een keerpunt bereikte. Van een daling in het aantal surseanceaanvragen is nu echter nog geen sprake (figuur 6).

### ...en de daling vanaf de top zal langzaam zijn

De werkloosheid is nog steeds bezig aan een klim naar de top. Gezien het te verwachten ondermaatse economische herstel (zie vraag 10) zal de werkloosheid na de piek maar langzaam dalen. Het duurt namelijk wel even voordat bedrijven weer grote vraag uitoefenen naar nieuw personeel. Daarnaast zullen bij signalen van herstel – bijvoorbeeld een toename van het aantal vacatures – de mensen die door de crisis eerder waren ontmoedigd, zich weer melden op de arbeidsmarkt. Een factor die het (potentiële) arbeidsaanbod in de komende jaren zal doen afnemen, is de vergrijzing. Al zal het effect in het begin beperkt van omvang zijn. Zo begint het aantal 20 tot 65-jarigen pas in 2012 te dalen. Kortom, naar verwachting blijft de arbeidsmarkt voorlopig nog ruim.

**Figuur 6 Surseances wijzen op hogere werkloosheid**



Bron: Ecwin, DNB

## 7. Zullen bedrijven, nu de vraag wereldwijd weer wat aantrekt, weer gaan investeren?

### Opleving machine-investeringen in K309...

In de eerste helft van het jaar krompen de investeringen van bedrijven in machines met 20%. Voorlopige cijfers suggereren dat er in het derde kwartaal weer sprake was van een stijging. Mogelijk zijn de bedrijven die eind 2008 werden overvallen door een ongekend krachtige vraaguitval te agressief geweest met het bevriezen van investeringsplannen. Met het herstel van de wereldhandel in de afgelopen maanden zijn enkele van die plannen mogelijk uit de ijskast gehaald. De vraag is hoe houdbaar die opleving is.

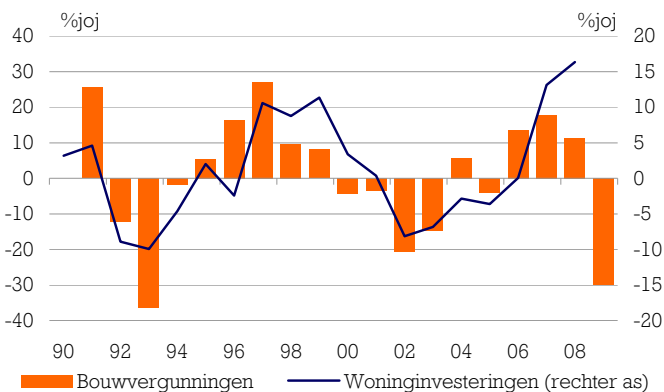
### ...maar nog lage investeringsbehoefte

De meeste bedrijven lijken nog geen sterke behoefte te hebben om te investeren. Volgens de najaarsenquête 2009 van het CBS verwacht de industrie volgend jaar een kleine investeringskrimp. Maar het zou heel goed nog iets negatiever uit kunnen vallen, aangezien de najaarsraming doorgaans wat te optimistisch is. De lage bezettingsgraad van de productiecapaciteit is een reden voor de terughoudendheid. Zelfs als de afzet in de komende kwartalen toeneemt, dan zal het nog steeds wel even duren voordat bedrijven grote noodzaak zien om te investeren.

### Pas in 2012 herstel voor bouwinvesteringen

De conjunctuurgevoelige bedrijfsinvesteringen – machines, IT, transport – zijn als eerste drastisch teruggeschoefd. Deze zouden in de tweede helft van 2010 een voorzichtig herstel kunnen laten zien. Vanwege de lange doorlooptijd en de omvang van projecten zullen de investeringen in gebouwen en woningen langer op zich later wachten. Dit type investeringen zal mogelijk pas weer in 2012 positieve groei laten noteren.

**Figuur 7** Bouwvergunningen en utiliteitsbouw



Bron: CBS, ING

## 8. Betekent de zwakke economische groei nu ook dat de inflatie laag zal blijven?

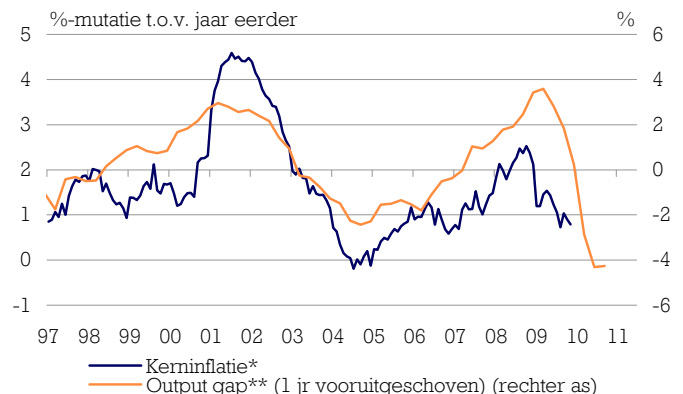
### Onderliggend daalt de inflatie nog...

Na in juli het laagste niveau (0,2%) sinds 1987 te hebben aangetikt, is de inflatie recentelijk weer wat opgelopen. In november lagen de consumentenprijzen gemiddeld 1% hoger dan in dezelfde maand een jaar eerder. Dat is historisch gezien echter nog steeds laag. De stijging van de inflatie in de afgelopen maanden is toe te schrijven aan de ontwikkeling van de brandstofprijzen. Exclusief deze component, alsmede de effecten van overheidsbeleid (belasting, huur) en oogsten (vers voedsel), loopt de inflatie nog steeds terug. Dit wordt verklaard door de grote mate van onderbezetting in de economie. Hoewel het herstel is ingezet, draait de economie namelijk nog lang niet op volle toeren. In een poging de afzet op peil te houden, letten bedrijven scherp op de kosten en concurreren zij op prijzen.

### ...en onderbezetting houdt inflatie voorlopig in toom

De *output gap* – een maatstaf voor de totale onder- of overbezetting in de economie – bedroeg in het derde kwartaal -4% (figuur 8). Begin jaren-'80 presteerde de Nederlandse economie voor het laatst zo ver onder haar kunnen. Om het gat tussen de werkelijke en potentiële productie weer te dichten zijn meerdere jaren van boven-gemiddelde economische groei nodig. Om de huidige economische onderbezetting weg te werken zijn, om de gedachten te bepalen, vier achtereenvolgende jaren met een groei van gemiddeld 2½ - 2¾% per jaar nodig. Een dergelijk hoog groeitempo lijkt niet waarschijnlijk (zie vraag 10). Aanhoudende onderbezetting zal derhalve de inflatie de komende jaren gematigd houden. We gaan er vanuit dat de prijzen in 2010-2011 met gemiddeld iets meer dan 1% per jaar zullen stijgen (gemiddelde 1990-2008: 2,3%).

**Figuur 8** Onderbezetting tempert kerninflatie



\* inflatie exclusief vers voedsel, huur, overheid en energie

\*\* verschil tussen werkelijk en potentieel BBP als % van potentieel BBP

Bron: Ecwin, ING

## 9. Matige economische groei en lage inflatie, wat gaat dit voor de renteontwikkeling betekenen?

### Geleidelijke stijging marktrentes...

Bij het geschetste beeld van een geleidelijk herstel van de economie passen geleidelijk oplopende marktrentes. De interbancaire geldmarkt is zich geleidelijk aan het normaliseren. Tegen deze achtergrond heeft de Europese Centrale Bank recent aangekondigd de liquiditeitssteun voor de financiële sector voor een deel te gaan afbouwen. De volgende stap na het terugdraaien van de onconventionele steunmaatregelen is het verhogen van het officiële rentetarief. Omdat de inflatie in de eurozone – die momenteel licht positief is – de komende één tot twee jaar naar verwachting laag zal blijven, lijkt de ECB echter geen haast te hebben om de referentie te verhogen. Wij gaan er vanuit dat de ECB in het vierde kwartaal van 2010 zal beginnen met het verhogen van het renteniveau vanaf het huidige, historisch lage niveau van 1%. Vooruitlopend op de renteverhoging zullen de euribor-tarieven al wat eerder opkrabbelen. In de loop van 2010 zullen ook de kapitaalmarktrentes geleidelijk oplopen, in lijn met het naar verwachting geleidelijke verdere economisch herstel.

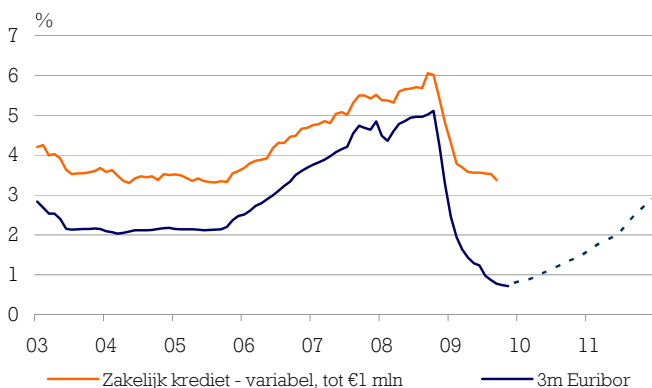
### ...niet per se één-op-één vertaald in leentarieven

De voorziene stijging van de geld- en kapitaalmarktrentes hoeft zich niet per se in dezelfde mate te vertalen in hogere tarieven voor *nieuw* zakelijk krediet. Een terugkeer van rust op de financiële markten in combinatie met gunstiger economische vooruitzichten kan ertoe leiden dat door banken te betalen risico-opslagen en door bedrijven te betalen debiteurenopslagen in omvang zullen afnemen. Deze ontwikkelingen zullen derhalve tegenwicht bieden aan de hierboven omschreven stijging van de risicovrije marktrentes.

Het is derhalve niet onaannemelijk om te veronderstellen dat de verschillen tussen de tarieven op zakelijke kredieten en de geld- en kapitaalmarktrentes, die gedurende de financiële

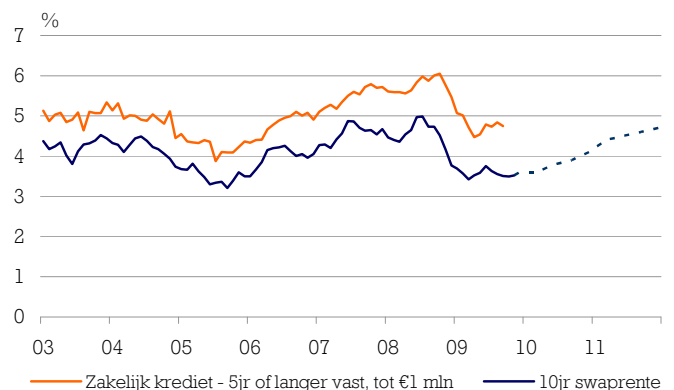
crisis flink zijn opgelopen (figuren 9 en 10), weer zullen afnemen. Hoe snel en naar welk niveau is moeilijk te zeggen. Een terugkeer naar de lage niveaus van voor de crisis ligt niet echt voor de hand. De risicopremies eerder dit decennium lijken namelijk een weerspiegeling te zijn van een over het algemeen te laag risicobewustzijn onder marktpartijen.

**Figuur 9 Rente op nieuw zakelijk krediet – ‘kort’**



Bron: DNB, ING voorspellingen

**Figuur 10 Rente op nieuw zakelijk krediet – ‘lang’**



Bron: DNB, ING voorspellingen

## **10. Zijn we nu bezig geleidelijk de crisis achter ons te laten?**

### **Gevolgen van de crisis zijn nog lange tijd merkbaar**

Financiële markten zijn in rustiger vaarwater gekomen en de recessie is ten einde, de gevolgen van de crisis zullen de economie echter nog lange tijd parten blijven spelen.

### **Overheid zal begrotingstekort moeten verminderen**

Ten eerste omdat de overheid de komende jaren de ontstane overheidstekorten zal moeten verminderen. Reductie van overheidstekorten gaat – hoe noodzakelijk dit ook moge zijn – altijd ten koste van het tempo van economische groei (op korte termijn). Een groot deel van de mogelijk in de komende jaren optredende inkomstenstijging zal door de overheid worden afgeroomd en derhalve remmend uitwerken op de particuliere consumptie en bedrijfsinvesteringen. Met andere woorden, het afbetalen van de genomen crisismaatregelen zal de economische groei nog jarenlang gedrukt houden. Bovendien zullen ook banken in de toekomst een fundamenteel andere rol krijgen dan de afgelopen jaren het geval was. Een gevolg hiervan is dat krediet wellicht niet meer zo gemakkelijk verkrijgbaar is als voorheen. Ook vanuit het buitenland is weinig hulp te verwachten. Omdat de crisis een werkelijk wereldwijde was, kan geen enkele economie profiteren van hogere groei elders om uit het dal te geraken. Ook de naar verwachting hoog blijvende groei in Azië lijkt in dit verband onvoldoende.

### **Economie is kwetsbaar voor tegenslag**

Dat alles betekent dat we ons moeten opmaken voor een breekbaar herstel, met een economische groei die de komende jaren gemiddeld zo tussen de anderhalf en twee procent per jaar zal bedragen. Probleem is dat economieën bij zo'n ondermaatse groei (en de hoge werkloosheid en grote overheidstekorten die daar bij horen), gevoelig zijn voor externe schokken. Dergelijke schokken zijn niet te voorspellen maar uit ervaring weten we dat deze van tijd tot tijd optreden. Een goed voorbeeld is de grote onrust die werd veroorzaakt door het besluit van het emiraat Dubai om niet op te draaien voor de miljardenschuld van Dubai World, eind november. Dit lijkt nu gelukkig niet de katalysator te zijn van een wereldwijde vertrouwensval. Voor de toekomst kunnen we echter niet uitsluiten dat door mogelijk andere, vergelijkbare, schokken de kwetsbare economie wel een duw in de verkeerde richting krijgt en dat dit dan leidt tot een flinke groei-vertraging of mogelijk zelfs een nieuwe recessie. De crisis heeft het weerstandsvermogen van de wereldeconomie tegen dergelijke schokken een flinke knauw gegeven. Kortom, de gevolgen van de financiële crisis zullen nog lange tijd doorwerken op de economie ook al is de recessie nu dan formeel voorbij.

Dimitry Fleming (020 – 56 39497)

Maarten Leen (020 – 56 34406)

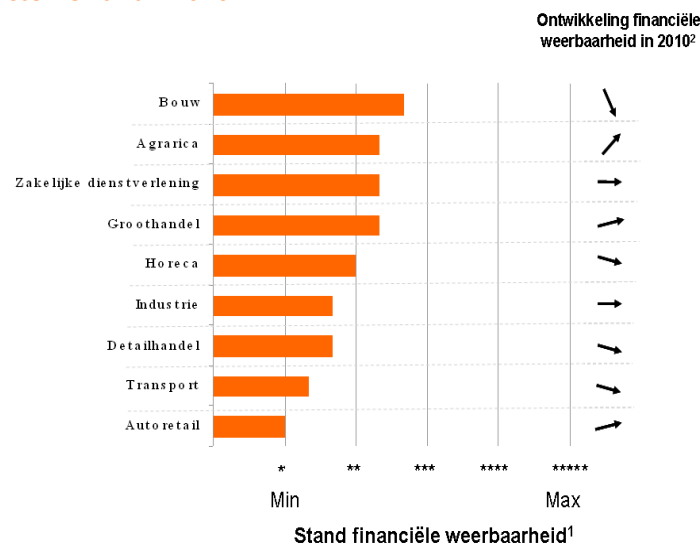
## WEERBAARHEID SECTOREN GETEST DOOR RECESSIE

De recessie heeft een forse impact gehad op de financiële weerbaarheid van bedrijven. Vooral de liquiditeitspositie en de winstgevendheid zijn gemiddeld tot lage niveaus afgezakt. Ook al is de recessie ten einde, de financiële weerbaarheid van bedrijven verbetert voorsnog maar langzaam.

### Goede conditie van voor recessie verdwenen

Het Nederlandse bedrijfsleven ging de recessie vrij sterk in. De economisch gunstige jaren 2006 en 2007 had de gemiddelde financiële positie van bedrijven aanzienlijk verbeterd. Deze financiële weerbaarheid is fors aangetast door de sterke vraaguitval in de afgelopen kwartalen. In vrijwel alle sectoren is de liquiditeitspositie van bedrijven op de proef gesteld. Vooral de weerbaarheid in de autoretail en transport is momenteel laag, omdat in die sectoren ook de rentabiliteit (winstgevendheid) en solvabiliteit onder forse druk staan. Kostenbesparingen en licht verbeterde marktomstandigheden moeten voor de broodnodige winst zorgen.

**Figuur 11: Financiële weerbaarheid per sector (schaal 1-5) en verwachte ontwikkeling voor de eerste helft van 2010**



Bron: ING Economisch Bureau

1 Stand financiële weerbaarheid (1 tot 5 sterren): geeft de stand weer ten opzichte van het langjarig gemiddelde in de sector zelf. 3 sterren kan gezien worden als het langjarig gemiddelde van een sector.

2 Ontwikkeling: richting waarin de financiële weerbaarheid zich in 2010 zal bewegen. Pijl naar boven, rechts, beneden betekent respectievelijk verbetering, stabilisatie, verslechtering.

De bouwsector staat er momenteel financieel nog redelijk voor, maar zal in 2010 de echte test ondergaan. De financiële weerbaarheid van de overige sectoren zal voorsnog niet

echt veel verbeteren. Uitzondering is de agrarische sector, waarin de weerbaarheid in het eerste halfjaar van 2010 al zal verbeteren (zie figuur 11).

### Box 1: Indicatoren van verschillende aspecten van de financiële weerbaarheid

Er bestaan verschillende indicatoren om de financiële situatie van een onderneming te beoordelen. Elke indicator geeft in feite een onderdeel weer van het totale financiële plaatje. Drie veel voorkomende kengetallen zijn: rentabiliteit, liquiditeit en solvabiliteit.

**Rentabiliteit:** winstgevendheid van een onderneming: winst voor belasting (EBT) / omzet

**Liquiditeit:** mate waarin een onderneming aan haar korte termijn verplichtingen kan voldoen. Aangeduid met de current ratio: vlottende activa / vlottende passiva

**Solvabiliteit:** mate waarin een onderneming aan haar lange termijn verplichtingen kan voldoen en omvang van de buffer ter dekking van het bedrijfsrisico. Aangeduid met de solvabiliteitsratio: eigen vermogen / totaal vermogen.

### Agrarica: sector bloeit weer op

Het agrarische productievolume zal volgend jaar met 2,4% toenemen vanwege een oplevende vraag. De gestegen zuivelprijzen zijn een signaal van de in 2010 te verwachten groei in het zuivelsegment. In de glastuinbouw zullen de prijzen voor glasgroenten en sierteelt ook een voorzichtiger herstel gaan vertonen. Een positieve trend is dat de exportvolumes van vooral tomaten en paprika's al fors zijn gestegen. Dit gaat echter wel gepaard met lagere prijzen. De varkenshouderij lijdt nog onder een ruim aanbod van vleesvarkens en de bigprijzen staan onder druk van de almaar stijgende productiviteit.

### Verbetering liquiditeit in loop van 2010 verwacht

De kostenstructuur in de agrarische sector wordt gekenmerkt door een relatief hoog aandeel vaste kosten en een daardoor verhoudingsgewijs hoge inflexibiliteit in het wijzigen van de financiële kostenstructuur. Gunstig voor de bedrijfsvoering op lange termijn is de waardevermindering van landbouwgrond. In diverse branches waren de prijzen in 2009 zo extreem laag dat de bedrijfsresultaten zwaar onder druk hebben gestaan. Vooral de glastuinbouw en de melkveehouderij hebben hier veel last van gehad. De liquiditeit vormde daarbij het grootste knelpunt. Daarnaast is er in deze branches in de voorgaande jaren fors geïnvesteerd. In de glastuinbouw zullen de liquiditeitsproblemen aanhouden. Alleen in de sierteelt zal sprake zijn van een verbetering als gevolg van een toenemende export. In de glasgroenteteelt zullen door een toenemend aanbod de prijzen onder druk blijven staan. De rentabiliteitsontwikkeling blijft daardoor achter bij die in de totale agrarische sector. Voor de melkveehouderij wordt verwacht

dat vooral door lage kosten en redelijke opbrengstprijzen 2010 een goede ontwikkeling van de liquiditeiten zal laten zien. Voor de varkenshouderij geldt dat de rentabiliteit in de sector zal stijgen doordat de krimp van de Europese varkenshouderij te ver doorgaat. Verandering van prijzen voor grondstoffen en producten anderzijds zullen opnieuw leiden tot Europese vergroting van de productie. Voor 2011 of 2012 zijn de rendementsvooruitzichten in dit segment dan ook slechter dan voor 2010. De pluimveesector heeft een goed jaar achter de rug. De rentabiliteit in deze sector wordt de komende jaren versterkt door schaalvergroting en stroomlijning van de vleesketen.

### Tabel 1 Agrarica: verbetering liquiditeit verwacht

	Liquiditeit	Rentabiliteit	Solvabiliteit
Stand <sup>1</sup>	**	**	***
Ontwikkeling <sup>2</sup>	0/+	+	+

Bron: ING Economisch Bureau

1 1 tot 5 sterren: geeft de stand weer ten opzichte van het langjarig gemiddelde van de betreffende ratio

2 Ontwikkeling: richting waarin de ratio zich in de eerste helft van 2010 zal bewegen. Schaal: -- (zeer negatief) tot ++ (zeer positief). '0' betekent een stabilisatie

Henk van den Brink (020-5639506)

Cor Bruns (020-5760874)

### Autoretail: langzaam uit dal

Voor 2010 wordt een stijging voorzien in de verkopen van nieuwe personenauto's in Nederland van bijna 4%, na een verwachte daling van 23% in 2009. Hoewel de kostenreductieprogramma's in het bedrijfsleven ook in 2010 aanhouden (wat de aankopen van nieuwe auto's onder druk zet) zal naar verwachting een positieve impuls optreden vanuit vernieuwing van leasecontracten in 2010. De autohandel krijgt ook weer steun vanuit de sterk getroffen tweedehandse markt. De occasionprijzen stijgen sinds het 3e kwartaal van 2009.

### Verbetering rentabiliteit hard nodig

Vanaf het vierde kwartaal van 2008 zakten de autoverkoop sterk in. Het eerste halfjaar van 2009 daalde de omzet bij autobedrijven met circa 20%, bij importeurs van nieuwe personenauto's zelfs met 32%. Voor de crisis was de kostenstructuur in de autoretail al suboptimaal. Bij een omzetsdaling zou daardoor in ieder geval in theorie nog behoorlijk aan de kostenkant gesneden kunnen worden om het nettoverlies te beperken. De vraaguitval was bij verschillende autobedrijven echter dermate groot dat het niet mogelijk meer bleek aan de kortlopende verplichtingen te voldoen. Het grootste knelpunt zat dus in de liquiditeit. De zwaarste periode binnen de autoretail lijkt nu achter de rug. Bedrijven die de problemen vanuit de liquiditeit (hebben) kunnen opvangen, dienen scherp te sturen op de rentabiliteit. De hoge voorraadposities zijn nu afgebouwd en via een verbetering van de rentabiliteit, door kostenbesparingen, zou de liquiditeitspositie weer moeten verbeteren. De gemiddeld zwakke solvabiliteit wordt dan verder ontzien.

### Tabel 2 Autoretail: verbetering rentabiliteit nodig

	Liquiditeit	Rentabiliteit	Solvabiliteit
Stand <sup>1</sup>	*	*	*
Ontwikkeling <sup>2</sup>	0	0/+	0

Bron: ING Economisch Bureau

1 1 tot 5 sterren: geeft de stand weer ten opzichte van het langjarig gemiddelde van de betreffende ratio

2 Ontwikkeling: richting waarin de ratio zich in de eerste helft van 2010 zal bewegen. Schaal: -- (zeer negatief) tot ++ (zeer positief). '0' betekent een stabilisatie

Stefan van Woelderren (020-5634423)

Marinus van der Meer (020-5766594)

### Bouw: 2010 wordt test

De bouwsector profiteert nauwelijks van het huidige herstel van de economie. In het gehele derde kwartaal krimpde de bouwproductie dan ook nog met 7,9% (j.o.j.). Veel bedrijven kampen met een enorme overcapaciteit en investeringen in nieuwe bedrijfspanden staan daardoor nog op een laag pitje. Door de financiële onzekerheid van consumenten is de verkoop van nieuwbouwwoningen ook fors afgenomen, al trekt deze in de laatste 2 kwartalen wel weer aan. De infrasector blijft daarentegen door een stabiele orderstroom van overheden (beperkt) groeien. Voor 2010 wordt voor de gehele sector een krimp verwacht van 7,1%.

### Tabel 3 Bouw: liquiditeit als bottleneck

	Liquiditeit	Rentabiliteit	Solvabiliteit
Stand <sup>1</sup>	**	***	***
Ontwikkeling <sup>2</sup>	--	-	-

Bron: ING Economisch Bureau

1 1 tot 5 sterren: geeft de stand weer ten opzichte van het langjarig gemiddelde van de betreffende ratio

2 Ontwikkeling: richting waarin de ratio zich in de eerste helft van 2010 zal bewegen. Schaal: -- (zeer negatief) tot ++ (zeer positief). '0' betekent een stabilisatie

### Liquiditeit is bottleneck

Door de recessie is de financiële positie en in het bijzonder de liquiditeitspositie van bouwbedrijven aan het verslechteren. Bouwbedrijven met eigen projectontwikkeling worden getroffen door een stagnerende verkoop. Geld blijft hierdoor vast zitten in grondposities. Om het risico van grote grondposities te beperken is het verstandig dat bouwbedrijven de eigen ontwikkeling beperken tot maximaal 30% van de eigen bouwproductie. Bij een lopend project vergroot een haperende verkoop van de laatste woningen het werkkapitaalbeslag. Bedrijven nemen daarbij moeilijk afscheid van (gespecialiseerd) personeel. De gedachte is dat vakmannen in de toekomst moeilijk te verkrijgen zijn. De extra loonkosten zetten echter druk op de liquiditeit. Ontwikkende bouwers kunnen de broodnodige liquiditeit vrijspelen door grondposities te verkopen. Als met veel vreemd vermogen is gefinancierd, kan dit een verbetering geven van de solvabiliteit en verlaagt het de rentelasten. Veel bouwbedrijven zetten hun grondposities echter niet snel in de etalage. Bij huidige verkoop moet waarschijnlijk flink afgeboekt worden. Daarnaast worden de grondposities gezien als een garantie voor toe-

komstig bouwvolume bij een weer aantrekkende woningmarkt na de crisis.

Maurice van Sante (020-5768547)  
Jan van der Doelen (020-6522014)

### Detailhandel: wachten op herstel

Er zijn lichtpuntjes aan de horizon, maar het is nog wachten op echt omzetherstel voor de meeste branches in de detailhandel. Voorlopig is nog sprake van een dalende consumptie vanwege de voor veel huishoudens ongunstige economische ontwikkeling. Voor de detailhandel betekent dit voor 2009 een omzetsdaling van naar verwachting 3,5% en voor 2010 van 2,3%. De verschillen tussen de diverse branches zijn echter groot. Supermarkten zullen twee jaren van (bescheiden) omzetgroei kennen. Non-food winkels krijgen het ook in 2010 nog zwaar met verwachte omzetverliezen van -2,5% (schoenen) tot -7% (elektronica).

### Blijvende omzetsdruk tast rentabiliteit aan

De tweesplitsing supermarkten / non-food in de detailhandel komt ook terug in de financiële weerbaarheid. Supermarkten zijn gemiddeld genomen financieel vrij sterk en de grootste druk zit in de rentabiliteitsontwikkeling. De ferme concurrentie op prijs(acties) leidt tot lagere marges en zal voor sommige supermarktondernemers een negatief bedrijfsresultaat betekenen. Binnen non-food zijn de problemen gemiddeld groter. Er blijven ketens die met een sterke formule en focus in hun activiteiten nog redelijk blijven draaien. Voor andere ondernemingen is de vraaguitval echter te groot ten opzichte van hun kostenstructuur. Een belangrijk knelpunt in non-food is de liquiditeit gebleken om nieuwe voorraden te financieren en aan kortlopende verplichtingen als belastingen, rente, aflossing en salarissen te kunnen voldoen. Het probleem van onverkochte voorraden is groter dan in de groothandel. Deze sector levert een groot deel nog op basis van al geplaatste orders. De belangrijke decembermaand zal de liquiditeitspositie in de non-food detailhandel kortstondig verbeteren. Een ander probleem binnen de detailhandel zijn de beperkte mogelijkheden tot kostenbesparingen vanwege onder meer lopende huurcontracten en een vereiste minimale personele bezetting in de winkel. Door de omzetskrimp ontstaat flinke druk op de winst, ook in 2010.

**Tabel 4 Detailhandel: liquiditeit en rentabiliteit onder druk**

	Liquiditeit	Rentabiliteit	Solvabiliteit
Stand <sup>1</sup>	**	*	**
Ontwikkeling <sup>2</sup>	0	0/-	0

Bron: ING Economisch Bureau

1 1 tot 5 sterren: geeft de stand weer ten opzichte van het langjarig gemiddelde van de betreffende ratio

2 Ontwikkeling: richting waarin de ratio zich in de eerste helft van 2010 zal bewegen. Schaal: -- (zeer negatief) tot ++ (zeer positief). '0' betekent een stabilisatie

Jurjen Witteveen (020-5634439)  
Dirk Mulder (020-5639113)

### Groothandel: herstel industrie en wereldhandel creëert groei

Het lichte herstel van de industriële productie en wereldhandel en de verwachting dat dit in 2010 door zal zetten, zorgt met name bij de exporterende groothandel voor hoop op betere tijden. Het zal dan vooral de groothandel in intermediaire goederen, zoals brandstoffen, metalen en chemische producten zijn die kan herstellen van het zware omzetverlies dit jaar. Groothandels die vooral handelen in kapitaalgoederen zullen het ook in 2010 nog lastig krijgen vanwege de overcapaciteit en beperkte investeringsmogelijkheden van bedrijven. De groothandel in voedingsmiddelen is duidelijk minder geraakt dit jaar en zal in 2010 weer licht in omzet kunnen groeien.

### Enig risico vanuit onverkochte voorraden

Voordat de economische neergang echt begon (eind 2008) kende de groothandel drie goede jaren waarin de financiële weerbaarheid kon worden vergroot. Vooral voor de groothandel in kapitaal- en intermediaire goederen is dit een absolute noodzaak gebleken. Door de scherpe daling van de vraag naar machines, brandstoffen en chemische producten, in combinatie met de problemen op de financiële markten, werd in eerste instantie veel gevraagd van de liquiditeitsruimte bij deze tak van de groothandel. Dit werd versterkt doordat kredietverzekeraars vanaf eind 2008 een aanzienlijk scherper beleid hanteerden, waardoor risico's meer bij de groothandelaren zelf kwamen te liggen. Gemiddeld genomen zijn de liquiditeitsproblemen bij de groothandel in food kleiner gebleven. Deze tak kreeg weliswaar te maken met een verslechtering van het betalingsgedrag bij hun afnemers, maar verkochte volumes bleven nog behoorlijk op peil. De markt voor brandstoffen en chemische producten komt nu weer redelijk op gang, maar de groothandel in kapitaal- en non-food consumentengoederen kampen nog met een voorraadrisico bij uitblijvende vraag. Door verdere afschrijvingen hierop kan de rentabiliteit en eventueel solvabiliteit aangetast worden. Positief is echter dat de rentabiliteit via inmiddels doorgevoerde kostenbesparingen juist een duw in de rug kan krijgen.

**Tabel 5 Groothandel: weerbaarheid redelijk op peil**

	Liquiditeit	Rentabiliteit	Solvabiliteit
Stand <sup>1</sup>	**	**	***
Ontwikkeling <sup>2</sup>	0	0/+	0

Bron: ING Economisch Bureau

1 1 tot 5 sterren: geeft de stand weer ten opzichte van het langjarig gemiddelde van de betreffende ratio

2 Ontwikkeling: richting waarin de ratio zich in de eerste helft van 2010 zal bewegen. Schaal: -- (zeer negatief) tot ++ (zeer positief). '0' betekent een stabilisatie

Jurjen Witteveen (020-5634439)  
Dirk Mulder (020-5639113)

### Horeca: positieve signalen, maar herstel langzaam

De meest recente realisatiecijfers voor hotels, cafés en restaurants lopen tot en met het 3<sup>e</sup> kwartaal van 2009 en wijzen op een geleidelijk minder zwakke markt. Van herstel is echter nog geen sprake. Ten opzichte van een jaar eerder is de markt nog steeds fors kleiner (circa -7,5%). In de hotellerie groeit het aantal overnachtingen in het 5-sterrensegment weer sinds het 1<sup>e</sup> kwartaal en in het 3- en 4-sterrensegment sinds het 2<sup>e</sup> kwartaal 2009. De belangrijkste herstelmotor is het toerisme. Voor de horeca worden pas in de loop van 2010 positieve omzetoontwikkelingen voorzien. Een duidelijk neerwaartse risicofactor is de impact die de oplopende werkloosheid heeft op de consumptie van huishoudens. Dit is relevant aangezien huishoudens voor bijna 60% van de horeca-uitgaven zorgen.

### Verslechterde financiële weerbaarheid stabiliseert nu

Voor horecabedrijven kan er een liquiditeitsprobleem ontstaan als de bestaande financieringslasten te hoog worden, als er onvoldoende wordt verdiend om de huurlasten van te betalen en als er behoefte is aan herfinanciering voor regulier onderhoud of aan upgrade van bestaande panden. De werkkapitaalbehoefte is niet zozeer een probleem, gezien de geringe afhankelijkheid van debiteuren- en voorraadtermijnen. Net als in andere sectoren bestaan er grote verschillen in financiële weerbaarheid tussen subsectoren. Over het algemeen hebben hotelondernemers vaker vastgoed in eigendom dan cafés en restaurants. Dit geeft enige zekerheid aan financiers, zeker als er sprake is van overwaarde. Dit betekent dat de door financiers gewenste minimum solvabiliteitsratio gemiddeld lager kan zijn. Voor nieuwe financiering van onroerend goed in eigendom is echter de geringe inkomende kasstroom een probleem. In de horeca ligt de solvabiliteit nog op een redelijk niveau, maar verslechtert nog. Een andere graadmeter voor de financiële weerbaarheid is de verhouding tussen de totale schuld en de EBITDA (zie box 1). Deze schuldpositie is in de laatste maanden verder verslechterd, maar de bodem is bereikt. Voorts ligt ook rentabiliteit op een laag, maar inmiddels redelijk stabiel niveau.

### Tabel 6 Horeca: weerbaarheid stabiliseert

	Liquiditeit	Rentabiliteit	Solvabiliteit
Stand <sup>1</sup>	**	**	**
Ontwikkeling <sup>2</sup>	0	0	-

Bron: ING Economisch Bureau

1 1 tot 5 sterren: geeft de stand weer ten opzichte van het langjarig gemiddelde van de betreffende ratio

2 Ontwikkeling: richting waarin de ratio zich in de eerste helft van 2010 zal bewegen. Schaal: -- (zeer negatief) tot ++ (zeer positief). '0' betekent een stabilisatie

Stefan van Woelderden (020-5634423)

Rob Bakker (020-6522862)

### Industrie: productie neemt weer toe

Door de verbeterde economische vooruitzichten is de industrie het groeipad weer ingeslagen. Hoewel het productieniveau in september nog 10% lager lag dan een jaar geleden,

is er sinds juli (gecorrigeerd voor seizoensinvloeden) weer sprake van groei. Vooral producenten van chemische en metalen basisproducten profiteren van hernieuwde voorraadopbouw bij afnemers. De eindvraag vanuit de consument neemt gedurende 2010 slechts geleidelijk toe. Internationaal groeit de industriële activiteit al enige maanden, waardoor, naast de voorraadvorming, vooral de buitenlandse vraag verantwoordelijk zal zijn voor verdere productiegroei in 2010.

### Financieel beeld industrie drastisch verslechterd

De terugloop van volumes is in veel gevallen met grote margedruk gepaard gegaan. Stilstaande machines en overmatig personeel brengen niets op, maar kosten veel. Bedrijven proberen dan ook hun kosten terug te schroeven. De hoge kapitaalintensiteit in de industrie zorgt aan de ene kant voor een structureel hogere solvabiliteit, maar is aan de andere kant een complicerende factor als het gaat om het terugbrengen van de overcapaciteit. Hoewel sturing op werkkapitaal en uitstel van investeringen vaak verlichting hebben geboden, is het aantal bedrijven met liquiditeitsproblemen sterk toegenomen. Het is niet verwonderlijk dat zowel rentabiliteit als liquiditeit sectorbreed sterk zijn verslechterd. Hoopgevend is dat voorraden zijn teruggebracht en de buitenlandse vraag toeneemt. Dit zorgt voor een gedeeltelijk herstel van productie en omzet in 2010. Tegelijkertijd bieden gedaalde grondstofprijzen enige margeverbetering door lagere inkooprijzen. De financiële weerbaarheid van industriebedrijven zal in 2010 verder getest worden door aanhoudende overcapaciteit en een aflopende deeltijd-WW. Desondanks zorgen de gunstiger marktomstandigheden voor geleidelijke verbetering van de financiële vooruitzichten in de industrie.

### Tabel 7 Industrie: herstel hard nodig

	Liquiditeit	Rentabiliteit	Solvabiliteit
Stand <sup>1</sup>	**	*	**
Ontwikkeling <sup>2</sup>	0	0/+	-

Bron: ING Economisch Bureau

1 1 tot 5 sterren: geeft de stand weer ten opzichte van het langjarig gemiddelde van de betreffende ratio

2 Ontwikkeling: richting waarin de ratio zich in de eerste helft van 2010 zal bewegen. Schaal: -- (zeer negatief) tot ++ (zeer positief). '0' betekent een stabilisatie

Edse Dantuma (020-5639778)

Bert Woltheus (020-6523722)

### Transport: buitenland stimuleert groei

Hoewel het voor herstel nog veel te vroeg is, lijkt zich in de transportsector langzaam een omslag te markeren. Dit geldt vooral voor het internationaal vervoer. De daling van de overslag in de Rotterdamse haven heeft met -13% een dieptepunt bereikt en groeit op kwartaalbasis weer. Ook op Schiphol is de ontwikkeling van de goederenstroom sinds de zomer een stuk minder negatief. Dit komt vooral de zwaar geraakte deelsectoren luchtvervoer en vervoer over water ten goede. Het overwegend nationaal georiënteerde weg-

vervoer heeft daarentegen ook volgend jaar nog last van terughoudende consumenten en investeerders.

### Pijn ongelijk verdeeld

Begin van het jaar voorspelden we dat de transportsector aan een zware financiële test zou worden onderworpen. Met het dramatisch verlopen eerste kwartaal heeft dit duidelijk zijn beslag gekregen. Hoewel herstel zich aandient, blijft de markt kwetsbaar door flinke overcapaciteit. Kenmerkend is dat de pijn van de terugval ongelijk verdeeld is. De kwetsbaarheid van een containervervoerder is bijvoorbeeld een stuk groter dan die van een distributeur van levensmiddelen, waar het volumeverlies gering is. Ook is de weerbaarheid van grote bedrijven beter en neemt de voorsprong van deze bedrijven toe. Bovendien is de test nog niet voorbij; tarieven staan nog steeds onder druk en transporteurs in de bouw en bepaalde detailhandelsbranches zullen nog een moeilijk jaar tegemoet gaan. Getroffen bedrijven die capaciteit en overheadkosten hebben teruggebracht, hebben rentabiliteit en solvabiliteit ondersteund en zijn er nog redelijk vanaf gekomen. Bedrijven die dit niet hebben gedaan of hiervoor te klein zijn, teren verder in op hun buffers. Veel van deze bedrijven leunen op de liquiditeitsruimte die met het uitstellen van investeringen ontstaat. Per saldo is de conclusie dat de financiële weerbaarheid van de transportsector dit jaar fors is afgenomen en in 2010 niet of nauwelijks zal verbeteren.

### Tabel 8 Transport: weerbaarheid op dieptepunt

	Liquiditeit	Rentabiliteit	Solvabiliteit
Stand <sup>1</sup>	**	*	*
Ontwikkeling <sup>2</sup>	0	0	-

Bron: ING Economisch Bureau

1 1 tot 5 sterren: geeft de stand weer ten opzichte van het langjarig gemiddelde van de betreffende ratio

2 Ontwikkeling: richting waarin de ratio zich in de eerste helft van 2010 zal bewegen. Schaal: -- (zeer negatief) tot ++ (zeer positief). '0' betekent een stabilisatie

Rico Luman (020-5639893)

Machiel Bode (020-6522075)

### Zakelijke dienstverlening: weg omhoog ingeslagen

De zakelijke dienstverleners zijn sinds september positiever gestemd. Zo hebben accountants hun omzet licht zien toenemen in het derde kwartaal (2,6% j-o-j). De verwachting is dat de omzetsijging zal doorzetten. De uitzendbranche lijkt haar keerpunt te hebben gevonden en het aantal uitzenduren laat vanaf augustus weer een lichte groei zien. Dit geldt ook voor overige branches wat mede te danken is aan herstel in andere sectoren, zoals de industrie en transport. Al met al zal 2009 voor de zakelijke dienstverlening nog een forse min noteren, maar in 2010 zal per saldo weer sprake zijn van groei in de sector.

### Financiële weerbaarheid redelijk op peil

De meeste deelsectoren hebben in 2009 last gehad van prijsdruk en dalende omzetten, wat de financiële weerbaarheid in de sector heeft aangetast. Ondanks stabiele of zelfs

stijgende omzetten in advocatuur en accountancy hadden ook deze deelsectoren last van dalende tarieven, waardoor het bedrijfsresultaat in de gehele sector is verslechterd. Met als gevolg druk op de schuldpositie. De zakelijke dienstverlening staat bekend om stabiele cashflows, maar in tijden van crisis heeft ook deze sector last van een verslechtering in het betalingsmorale, waardoor de liquiditeit afneemt. Door de redelijke solvabiliteit en het weinig kapitaalsintensieve karakter van de zakelijke dienstverlening is de sector slechts beperkt afhankelijk van vreemd vermogen. De ondernemers in de zakelijke dienstverlening zijn positiever gestemd over de verwachte omzetsontwikkeling en voor het eerst sinds begin 2009 is de verwachting dat de prijzen zullen toenemen. Hierdoor zal het bedrijfsresultaat weer enigszins verbeteren. Dit geldt mogelijk nog niet voor de notaris die zal moeten wachten totdat de huizenmarkt uit het dal kruipt. Al met al is de financiële weerbaarheid in de zakelijke dienstverlening ondanks een lichte verslechtering nog steeds in orde en blijft de komende tijd stabiel.

### Tabel 9 Zakelijke dienstverlening: vrij bestendig

	Liquiditeit	Rentabiliteit	Solvabiliteit
Stand <sup>1</sup>	**	**	***
Ontwikkeling <sup>2</sup>	0	0/+	0

Bron: ING Economisch Bureau

1 1 tot 5 sterren: geeft de stand weer ten opzichte van het langjarig gemiddelde van de betreffende ratio

2 Ontwikkeling: richting waarin de ratio zich in de eerste helft van 2010 zal bewegen. Schaal: -- (zeer negatief) tot ++ (zeer positief). '0' betekent een stabilisatie

Tomek Piesla (020-6523390)

Bert Duurland (020-6522863)

## ING Voorspellingen

NEDERLANDSE ECONOMIE	2008					2009					2010					2011					
	K1	K2	K3	K4	Jaar	K1	K2	K3	K4	Jaar	K1	K2	K3	K4	Jaar	K1	K2	K3	K4	Jaar	
BBP	In % kok	0.9	0.0	-0.7	-1.0	-2.4	-1.0	0.4	0.6		0.4	0.5	0.4	0.5		0.4	0.7	0.6	0.5		
Particuliere consumptie		0.5	-0.2	-0.6	0.3	-1.8	-0.6	-0.4	-0.3		-0.1	-0.1	0.2	0.3		0.2	0.2	0.3	0.3		
Overheidsconsumptie		0.7	0.2	0.7	0.8	0.7	0.9	1.0	0.7		0.7	0.5	0.5	0.4		0.4	0.4	0.4	0.4		
Bedrijfsinvesteringen		4.5	1.5	-1.2	-6.3	-6.0	-4.4	-2.9	-2.2		-1.8	-1.5	-0.5	0.0		0.5	1.2	1.5	2.0		
Uitvoer		2.7	-0.7	-1.1	-4.4	-5.6	-1.5	2.8	1.0		0.4	0.6	0.6	1.3		1.0	0.4	0.6	0.6		
Invoer		4.4	-0.5	-0.8	-3.8	-5.5	-2.2	1.5	0.4		0.2	0.2	0.4	1.2		0.4	0.2	0.2	0.4		
Voorraadvorming (% bijdrage BBP)		0.2	0.3	0.1	0.1	-0.6	-0.6	0.0	0.3		0.4	0.2	0.0	0.0		0.0	0.1	0.0	0.0		
BBP	In % joj	3.6	3.2	1.9	-0.7	<b>2.0</b>	-4.5	-5.4	-3.7	-2.4	<b>-4.0</b>	0.4	2.3	1.7	1.8	<b>1.5</b>	1.8	2.0	2.2	2.2	<b>2.0</b>
Particuliere consumptie		2.2	2.1	0.7	0.2	<b>1.3</b>	-2.4	-2.7	-2.6	-3.1	<b>-2.7</b>	-1.5	-0.9	-0.3	0.3	<b>-0.6</b>	0.6	0.9	1.0	1.0	<b>0.9</b>
Overheidsconsumptie		1.9	1.5	2.2	2.4	<b>2.0</b>	2.5	3.1	3.6	3.3	<b>3.1</b>	3.1	2.7	2.1	1.8	<b>2.4</b>	1.7	1.6	1.6	1.6	<b>1.6</b>
Bedrijfsinvesteringen		6.1	9.7	5.1	-1.9	<b>4.7</b>	-11.9	-16.8	-18.1	-14.6	<b>-15.4</b>	-10.8	-8.2	-5.9	-3.8	<b>-7.2</b>	-1.5	1.2	3.2	5.3	<b>-0.4</b>
Uitvoer		6.8	4.0	3.6	-3.2	<b>2.7</b>	-11.7	-12.4	-8.1	-3.5	<b>-9.0</b>	2.7	4.9	2.6	2.9	<b>3.3</b>	4.5	5.8	6.9	7.0	<b>6.1</b>
Invoer		7.2	4.7	3.9	-0.6	<b>3.7</b>	-10.4	-12.2	-9.4	-5.8	<b>-9.4</b>	-0.2	2.3	1.2	2.0	<b>1.3</b>	3.7	5.3	6.6	6.9	<b>5.6</b>
Voorraadvorming (% bijdrage BBP)		0.4	0.1	0.0	0.8	<b>0.4</b>	0.0	-0.9	-1.0	-0.8	<b>-0.7</b>	0.1	0.9	0.9	0.6	<b>0.6</b>	0.2	0.1	0.1	0.1	<b>0.1</b>
Industriële productie (verwrk. indus.)		2.3	2.1	-0.9	-6.5	<b>-0.8</b>	-13.0	-12.7	-8.0	-2.5	<b>-9.2</b>	4.0	4.4	2.6	3.2	<b>3.5</b>	2.6	2.7	2.8	2.4	<b>2.6</b>
Nationale CPI		2.1	2.3	3.2	2.3	<b>2.5</b>	1.9	1.6	0.3	1.0	<b>1.2</b>	1.2	1.0	1.7	1.3	<b>1.3</b>	1.0	0.9	1.1	1.2	<b>1.1</b>
Geharmoniseerde CPI		1.9	2.0	2.9	2.0	<b>2.2</b>	1.8	1.6	-0.1	0.7	<b>1.0</b>	1.0	0.6	1.6	1.3	<b>1.1</b>	1.0	0.9	1.1	1.2	<b>1.0</b>
Uurlonen (particuliere sector)		2.8	3.4	3.7	3.6	<b>3.4</b>	3.6	3.0	2.4	2.4	<b>2.8</b>	1.5	1.4	1.3	1.2	<b>1.4</b>	1.1	1.1	1.1	1.1	<b>1.1</b>
Werkloosheid (in % beroepsbev.)		4.1	4.0	3.7	3.9	<b>3.9</b>	4.2	4.8	5.1	5.5	<b>4.9</b>	6.1	6.7	7.3	7.7	<b>6.9</b>	7.9	8.1	8.2	7.9	<b>8.0</b>
Huizenprijs (Kadaster, WWI)		4.2	3.1	2.8	1.3	<b>2.9</b>	-0.3	-2.8	-5.1	-5.4	<b>-3.4</b>	-5.5	-4.1	-3.0	-2.1	<b>-3.7</b>	-0.5	0.7	1.5	1.5	<b>0.8</b>
Overheidssaldo	In % BBP					<b>0.7</b>					<b>-4.5</b>				<b>-6.0</b>						<b>-5.5</b>
<b>FINANCIËLE MARKTEN</b>																					
Periode ultimo																					
Driemaandsrente (Euribor, %)		4.73	4.95	5.28	2.89	1.51	1.10	0.75	0.80		0.90	1.10	1.25	1.50		1.75	2.00	2.50	2.85		
Tienjaarsrente (NL staatsobligatie,%)		4.14	4.83	4.35	3.55	3.73	3.79	3.51	3.50		3.70	3.85	3.90	4.00		4.05	4.15	4.20	4.35		
EUR/USD		1.58	1.58	1.41	1.40	1.33	1.40	1.46	1.55		1.52	1.45	1.40	1.35		1.33	1.30	1.30	1.28		
EUR/GBP		0.80	0.79	0.79	0.96	0.92	0.85	0.91	0.92		0.90	0.88	0.85	0.82		0.80	0.79	0.78	0.78		
Periode ultimo, in % joj																					
Particuliere betaaltegoeden		-0.8	-3.3	-2.8	-2.7	<b>-2.4</b>	-4.9	-4.0	-3.5	0.0	<b>-3.1</b>	0.0	0.5	1.0	1.5	<b>0.7</b>	1.5	1.5	2.0	2.0	<b>1.7</b>
Particuliere spaartegoeden		7.7	7.4	7.0	8.0	<b>7.5</b>	10.1	9.6	10.4	9.2	<b>9.8</b>	8.3	7.1	6.6	5.8	<b>7.0</b>	5.6	5.1	5.2	4.8	<b>5.2</b>
Bedrijfs betaal- en spaartegoeden		5.1	4.8	-0.2	-3.4	<b>1.5</b>	-3.8	-4.9	0.7	0.0	<b>-2.0</b>	-2.0	-2.0	-1.5	-1.0	<b>-1.9</b>	-1.0	-0.5	0.0	1.5	<b>0.0</b>
Consumptief krediet		2.1	2.7	2.5	2.7	<b>2.5</b>	2.5	1.7	1.4	1.0	<b>1.6</b>	-0.2	-1.4	-1.7	-2.5	<b>-1.4</b>	-2.1	-1.7	0.2	1.1	<b>-0.6</b>
Hypothecair krediet		6.6	7.1	5.5	6.1	<b>6.3</b>	5.5	7.5	7.7	5.4	<b>6.5</b>	5.3	3.0	2.7	2.5	<b>3.4</b>	2.6	2.7	2.9	3.0	<b>2.8</b>
Bedrijfskredieten		14.2	15.6	14.1	11.9	<b>14.0</b>	8.0	5.5	4.1	3.0	<b>5.1</b>	2.0	-1.0	-2.0	-3.0	<b>-1.0</b>	-3.5	-3.0	-2.0	-1.0	<b>-2.5</b>
<b>INTERNATIONALE OMGEVING</b>																					
BBP																					
In % joj																					
VS		2.0	1.6	0.0	-1.9	<b>0.4</b>	-3.3	-3.8	-2.5	-0.5	<b>-2.6</b>	1.7	2.7	2.8	3.0	<b>2.5</b>	3.0	3.0	2.9	2.8	<b>2.9</b>
Eurozone		2.2	1.4	0.4	-1.8	<b>0.5</b>	-5.0	-4.8	-4.1	-1.7	<b>-3.9</b>	1.0	1.4	1.5	1.6	<b>1.4</b>	1.9	2.2	2.2	2.0	<b>2.1</b>
Duitsland		2.9	2.0	0.8	-1.8	<b>1.0</b>	-6.7	-5.8	-4.8	-1.5	<b>-4.7</b>	2.4	2.3	2.0	1.4	<b>2.0</b>	1.7	1.9	1.9	2.0	<b>1.9</b>
Frankrijk		1.9	1.0	0.1	-1.7	<b>0.3</b>	-3.5	-2.9	-2.4	-0.5	<b>-2.3</b>	1.1	1.1	1.1	1.2	<b>1.1</b>	1.6	1.8	2.1	2.3	<b>2.0</b>
Italië		0.4	-0.4	-1.3	-2.9	<b>-1.0</b>	-6.0	-5.9	-4.6	-2.5	<b>-4.8</b>	0.4	1.1	0.8	0.9	<b>0.8</b>	1.0	1.0	1.1	1.1	<b>1.0</b>
Spanje		2.5	1.7	0.5	-1.2	<b>0.9</b>	-3.2	-4.2	-4.0	-3.0	<b>-3.6</b>	-1.3	0.0	0.3	0.8	<b>-0.1</b>	1.1	1.2	1.5	1.7	<b>1.4</b>
België		2.0	1.8	1.1	-1.5	<b>0.8</b>	-3.7	-4.2	-3.4	-1.3	<b>-3.2</b>	0.9	1.4	1.3	1.7	<b>1.3</b>	1.7	1.7	1.8	1.9	<b>1.8</b>
VK		2.3	1.6	0.3	-2.0	<b>0.6</b>	-5.0	-5.5	-5.1	-3.0	<b>-4.6</b>	0.2	1.3	2.0	2.1	<b>1.4</b>	2.0	2.0	2.2	2.3	<b>2.1</b>
CPI (Eurozone geharmoniseerd)																					
In % joj																					
VS		4.2	4.4	5.2	1.5	<b>3.8</b>	-0.1	-1.2	-1.3	1.3	<b>-0.5</b>	2.4	2.6	2.2	1.9	<b>2.3</b>	1.8	1.9	2.0	2.1	<b>2.0</b>
Eurozone		3.4	3.6	3.8	2.3	<b>3.3</b>	1.0	0.2	-0.4	0.5	<b>0.3</b>	1.2	1.4	1.4	1.6	<b>1.4</b>	1.6	1.6	1.9	2.0	<b>1.8</b>
Duitsland		3.1	3.0	3.3	1.7	<b>2.8</b>	0.8	0.2	-0.4	0.4	<b>0.3</b>	1.2	1.5	1.8	1.7	<b>1.5</b>	1.6	1.7	1.8	1.8	<b>1.7</b>
Frankrijk		3.3	3.7	3.6	2.0	<b>3.2</b>	0.7	-0.2	-0.3	0.5	<b>0.2</b>	1.0	1.3	1.6	1.9	<b>1.5</b>	1.9	1.9	1.9	2.0	<b>1.9</b>
Italië		3.3	3.8	4.1	2.9	<b>3.5</b>	1.4	0.9	0.1	0.7	<b>0.8</b>	1.4	1.4	1.6	1.6	<b>1.5</b>	1.6	1.6	1.8	1.9	<b>1.7</b>
Spanje		4.5	4.7	4.9	2.5	<b>4.1</b>	0.5	-0.7	-1.0	0.4	<b>-0.3</b>	1.0	1.3	1.6	1.8	<b>1.4</b>	1.9	1.9	1.4	1.4	<b>1.6</b>
België		3.8	5.1	5.6	3.5	<b>4.5</b>	1.6	-0.3	-1.2	-0.3	<b>0.0</b>	0.9	1.2	1.4	1.5	<b>1.3</b>	1.9	2.0	2.0	2.0	<b>2.0</b>
VK		2.4	3.4	4.8	3.9	<b>3.6</b>	3.0	2.1	1.5	2.1	<b>2.1</b>	2.9	2.4	1.9	1.6	<b>2.2</b>	2.1	1.9	2.2	2.2	<b>2.1</b>

Bron: ING. Voorspellingen cursief



**Meer weten?**  
**Kijk op [ING.nl/zakelijk](http://ING.nl/zakelijk)**  
**Of bel met**

## **Maarten Leen**

Hoofd Business Cycle and  
Forecasting

**020 56 34 406**

## **Dimitry Fleming**

Econoom

**020 56 34 497**

## **Jurjen Witteveen**

Senior econoom

**020 56 34 439**

### **Disclaimer**

De informatie in dit rapport geeft de persoonlijke mening weer van de analist(en) en geen enkel deel van de beloning van de analist(en) was, is, of zal direct of indirect gerelateerd zijn aan het opnemen van specifieke aanbevelingen of meningen in dit rapport. De analisten die aan deze publicatie hebben bijgedragen voldoen allen aan de vereisten zoals gesteld door hun nationale toezichhouders aan de uitoefening van hun vak. Deze publicatie is opgesteld namens ING Bank N.V., gevestigd te Amsterdam en slechts bedoeld ter informatie van haar cliënten. ING Bank N.V. is onderdeel van ING Groep N.V. Deze publicatie is geen beleggingsaanbeveling noch een aanbieding of uitnodiging tot koop of verkoop van enig financieel instrument. ING Bank N.V. betreft haar informatie van betrouwbaar geachte bronnen en heeft alle mogelijk zorg betracht om er voor te zorgen dat ten tijde van de publicatie de informatie waarop zij haar visie in dit rapport heeft gebaseerd niet onjuist of misleidend is. ING Bank N.V. geeft geen garantie dat de door haar gebruikte informatie accuraat of compleet is. De informatie in dit rapport kan gewijzigd worden zonder enige vorm van aankondiging. ING Bank N.V. noch één of meer van haar directeuren of werknemers aanvaardt enige aansprakelijkheid voor enig direct of indirect verlies of schade voortkomend uit het gebruik van (de inhoud van) deze publicatie alsmede voor druk- en zetfouten in deze publicatie. Auteursrecht en rechten ter bescherming van gegevensbestanden zijn van toepassing op deze publicatie. Overneming van gegevens uit deze publicatie is toegestaan, mits de bron wordt vermeld. In Nederland is ING Bank N.V. geregistreerd bij en staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank en de Autoriteit Financiële Markten.

---

De tekst is afgesloten op 15 december 2009.

