

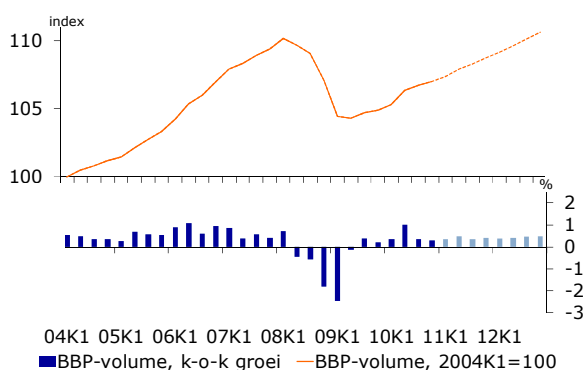
Eurozone

Voorzichtig herstel zet door

Het economische herstel zal naar verwachting dit en volgend jaar in hetzelfde tempo als in 2010 doorzetten. Krachtiger binnenlandse bestedingen vangen daarbij een lagere groei van de export op. Door het gematigde groeitempo blijft

de werkloosheid tot eind 2012 erg hoog. Zowel olieprijs als eurocrisis zorgen er voor dat onze voorspellingen met grote onzekerheid zijn omgeven.

Figuur 1: Traag herstel eurozone BBP



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Groeitempo blijft gematigd

De economie van de eurozone heeft 2010 afgesloten met een BBP-volume-groei van 0,3% ten opzichte van het kwartaal ervoor (figuur 1). De groei voldeed niet aan de verwachtingen, wat grotendeels is toe te schrijven aan het slechte winterweer. Hoewel dat in Nederland door de gasproductie voor hogere productiegroei zorgde, zijn in de meeste landen de verstoringen in de bouw en

het vervoer belangrijker geweest. De sentimentindicatoren wijzen echter op een sterkere onderliggende groei. Voor het eerste kwartaal van dit jaar verwachten wij dat de productie in de sectoren die door het winterweer zijn getroffen, zal herstellen. Daardoor maakt de economie in het eurogebied naar verwachting een goede start van het jaar. Een jaar bovendien waarin de muntunie Estland als nieuw lid welkom heeft kunnen heten (zie de box op de volgende pagina). Het economische herstel verliep in 2010 langzaam maar gestaag. Het totale BBP was reëel 1,7% hoger dan in 2009 en eind 2010 was bijna de helft van de BBP-krimp die tijdens de recessie plaats had weer goedgemaakt (figuur 1). De groei was echter niet voldoende om de werkloosheid in het eurogebied naar beneden te brengen. Het gemiddelde werkloosheidspercentage stabiliseerde op 10%, met daaromheen overigens een zeer grote spreiding.

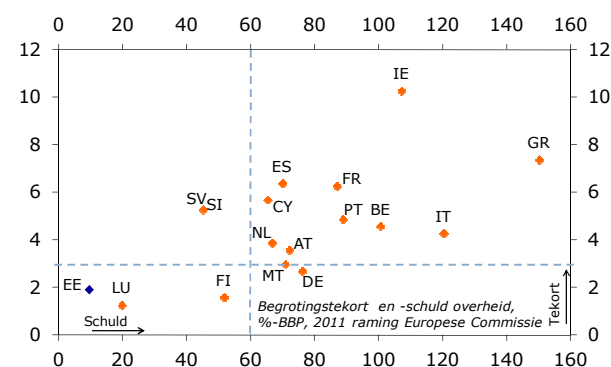
Voor dit en volgend jaar verwachten wij dat de BBP-groei zich in het tempo van 2010 voortzet. Met het door ons voorziene groeitempo zal het BBP pas eind 2012 weer het niveau van voor de recessie bereiken (figuur 1). Door het lage tempo van economische groei zal de werkloosheid slechts in beperkte mate dalen. Hoewel de werkgelegenheid weer groeit, neemt tegelijkertijd het aantal mensen dat op zoek is naar een baan door de groei van de beroepsbevolking ook toe. Voor eind 2012 verwachten wij nog een werkloosheid van hoger dan 9% van de beroepsbevolking. Dit houdt in dat eind 2012 het aantal Europese werklozen ongeveer één miljoen lager zal zijn dan begin 2011. Maar er zijn dan nog steeds 3½ miljoen werklozen meer dan aan het begin van 2008. De economische schade die Europa tijdens de financiële crisis en recessie heeft opgelopen, zal aan het eind van volgend jaar dus nog steeds niet zijn hersteld.

Eurozone

Box: Estland treedt toe tot eurozone

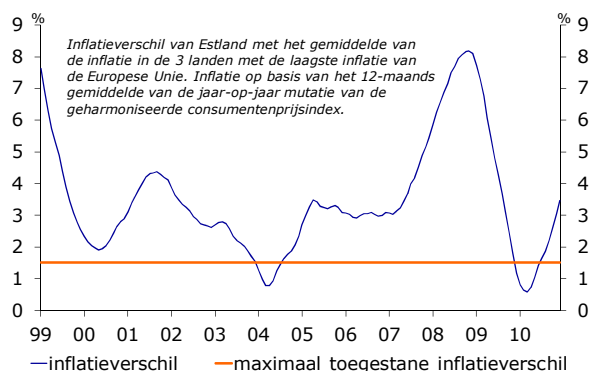
Te midden van alle rumoer over de euro is Estland op 1 januari 2011 als zeventiende land toegetreden tot de eurozone. Een kleine stap voor de eurozone, maar een grote stap voor Estland, zoals de premier het verwoordde. Met minder dan 0,2% van het eurozone BBP is Estland na Malta de kleinste economie van de muntunie. De toetreding was een lang gekoesterde wens van de Esten. Het wordt gezien als de laatste stap in het transformatieproces van Sovjet-provincie naar een moderne, westers georiënteerde economie. Wel laten de laatste opiniepeilingen zien dat het enthousiasme voor de euro zelfs onder de Esten sterk is teruggelopen – een anti-eurocampagne refereerde aan de toetreding als 'het laatste kaartje voor de Titanic'. Met Estland krijgt het eurogebied er een land met sterke overheidsfinanciën bij (figuur 2). De Estse economie is hard getroffen door de wereldwijde financiële crisis, maar door straffe bezuinigingen wist de overheid het begrotingstekort binnen de perken te houden. Daarnaast bedraagt de overheidsschuld dit jaar slechts 9½% van het BBP. Er is wel kritiek, aangezien het economische herstel door de bezuinigingen wordt bemoeilijkt. Door de crisis is ook het zeer grote tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans verdwenen. De Estse kroon was al sinds 1998 gekoppeld aan de euro en die pariteit heeft de overheid tijdens de financiële crisis met hand en tand verdedigd. Een devaluatie had het land niet alleen teruggezet op het startpunt van de toetredingsprocedure, maar had ook kunnen leiden tot een ernstige financiële crisis. Rond de 80% van de schulden van de private sector luidt namelijk in buitenlandse valuta, voornamelijk euro's. Daardoor heeft de toetreding tot de euro voor opluchting gezorgd. De inflatie was de lastigste van de toetredingscriteria voor Estland. Maar mede dankzij de financiële crisis daalde de inflatie in 2009 (het evaluatiejaar) tot onder het benodigde niveau (figuur 3). In 2010 steeg de inflatie echter alweer naar 3½%, ruim boven het eurozonegemiddelde. Dit onderstreept dat toetreding tot de euro, zoals voor alle eurolanden, een grote stap is, maar zeker niet de laatste stap in de ontwikkeling naar een moderne, stabiele economie.

Figuur 2: Laagste schuld en laag tekort



Bron: Europese Commissie

Figuur 3: Toegangsdipt in de inflatie



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Eurozone

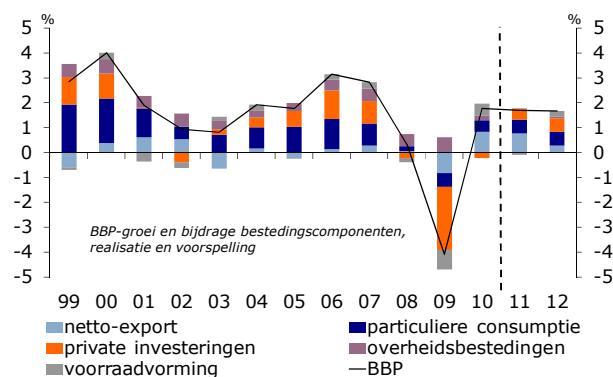
Exportgroei zwakt af

Het economische herstel is in 2010 voor het grootste deel gedragen door een positieve bijdrage van de netto-uitvoer en de voorraadvorming. Het herstel van de wereldhandel heeft voor een sterk herstel van de Europese exportgroei gezorgd. De sterke economische groei in de opkomende markten, met name in Azië, heeft hierin een dominante rol gespeeld. Dit en volgend jaar verwachten wij een verdere groei van de wereldhandel, zij het in een lager tempo dan in het afgelopen jaar. Bovendien voorzien wij op een termijn van twaalf maanden een appreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Hoewel de verwachte handelsgewogen waardeinstijging van de euro minder sterk zal zijn, vormt dit wel een extra vertragende factor op de uitvoergroei voor dit en volgend jaar. Per saldo voorzien wij een vertraging van de exportgroei van 11% in 2010 naar 7% in 2011 en 4½% in 2012. Een toename van de bijdrage van de binnenlandse bestedingen compenseert naar onze verwachting echter de lagere bijdrage van de uitvoergroei (figuur 4).

Overheid trekt zicht terug, consument is verdeeld

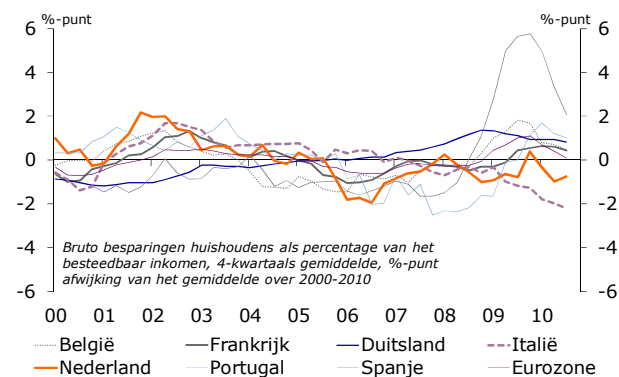
De overheidsbestedingen zullen dit en volgend jaar door de eurozone-brede bezuinigingen niet of nauwelijks groeien. Bovendien zetten de bezuinigingen de reëel beschikbare inkomens van huishoudens onder druk. De invloed van de bezuinigingen is in Griekenland, Ierland en op het Iberisch schiereiland het grootst. In de rest van het eurogebied kunnen een toename van de werkgelegenheid en een hogere loongroei wel voor een groei van de inkomens zorgen. Bovendien is er verdere ruimte voor consumptiegroei op basis van een daling van de spaarquote. Door onzekerheid en vermogensverlies is tijdens de recessie het deel van het beschikbaar inkomen dat wordt gespaard, toegenomen (figuur 5). Door de stijging van werkgelegenheid, vermogensprijzen en het consumentenvertrouwen verwachten wij dat de consument in de noordelijke landen van het eurogebied wat minder voorzichtig zal worden. Vooral in Duitsland,

Figuur 4: Verschuiving naar binnenlandse vraag



Bron: NIESR, Rabobank

Figuur 5: Consumenten houden hand op de knip



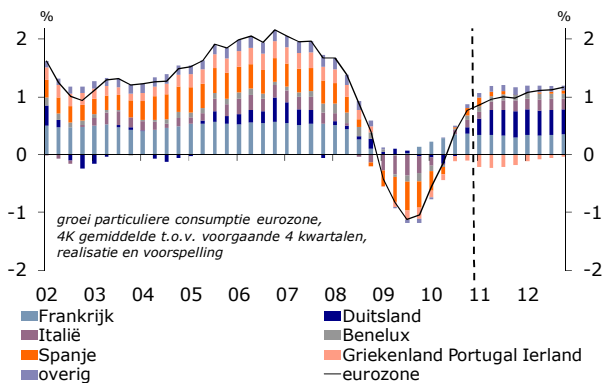
Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Eurozone

Frankrijk en België is er ruimte voor een daling van de spaarquote. Omdat de consumptie in Zuid-Europa en Ierland door dalende inkomens en een noodzakelijke schuldafbouw echter niet of nauwelijks zal groeien, blijft de stijging van de

particuliere consumptie in het eurogebied als geheel laag ten opzichte van de jaren voor de recessie (figuur 6).

Figuur 6: Herkomst Europese consumptiegroei



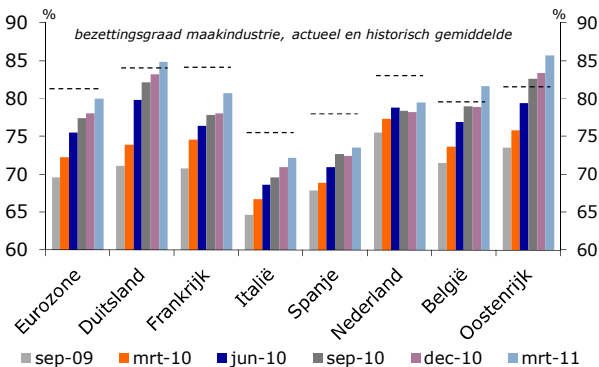
Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Meer aanleiding voor investeringsgroei

Omdat door de exportgroei de benutting van de productiecapaciteit gestaag is gestegen (figuur 7) en het producentenvertrouwen toeneemt, verwachten wij dat de bedrijfsinvesteringen dit en volgend jaar in grotere mate bij zullen dragen aan de vraag binnen het eurogebied. Net als bij de consumptie geldt hier dat de groei in Zuid-Europa en Ierland zwakker zal zijn dan in de noordelijke lidstaten. Dat heeft te maken met de zwakkere

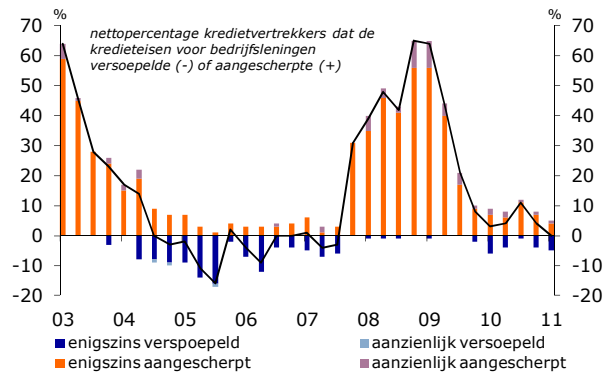
ontwikkeling van de binnenlandse vraag in de Zuid-Europese landen, maar ook de toegankelijkheid en de prijs van externe financiering. Het bankwezen in de perifere landen zal niet in staat zijn om een sterke groei van de investeringen te faciliteren. Buitenlandse beleggers zijn huiverig om de banken in de zwakkere lidstaten te financieren of vragen hier een hoge rentevergoeding voor. In de noordelijke lidstaten verwachten wij slechts een beperkte stijging van de rente en staat de financiële sector er beter voor. Wel werden de kredieteisen voor het eurogebied als geheel gedurende 2010 nog verder aangescherpt (figuur 8). Een aanzienlijke versoepeling ligt gezien de aangescherpte regulering niet voor de hand. Voor het eurogebied als geheel zien wij de private investeringen toenemen met 2½% in 2011 en 3% in 2012.

Figuur 7: Herstel bezettingsgraad industrie



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 8: Kredietverstrekkers blijven streng



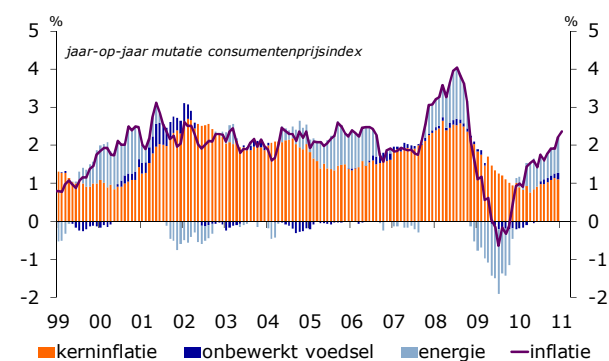
Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Eurozone

Energie- en voedselprijzen duwen inflatie omhoog

De eurozone inflatie was in december vorig jaar voor het eerst sinds november 2008 weer hoger dan 2% (figuur 9). In januari 2011 kwam de jaar-op-jaar prijs-

Figuur 9: Inflatie terug boven 2%



Bron: Reuters EcoWin

stijging van de consumentenprijsindex zelfs uit op 2,4%. Driekwart van de inflatiestijging sinds het midden van 2010 is toe te schrijven aan een grotere bijdrage van voedsel- en energieprijzen. Maar ook de kerninflatie is licht gestegen. Die stijging komt deels voor rekening van de gestegen BTW en accijns in Zuid-Europa, die het prijsniveau eenmalig omhoog hebben geduwd. Met dat in het achterhoofd is de kerninflatie nog steeds zeer laag. Door de hoge werkloosheid zal de hogere inflatie in veel landen bovendien niet of maar in beperkte mate tot hogere loongroei leiden, waardoor de zogenoemde tweede-ronde-effecten grotendeels uit zullen blijven. Door de sterke

stijging van de wereldvoedselprijzen zal voedsel tot eind 2011 een toenemende bijdrage aan de Europese inflatie leveren. Maar wij gaan uit van een significante daling van de inflatiebijdrage van de energieprijzen in de tweede helft van dit jaar en verwachten dat de gemiddelde inflatie uitkomt op 2% en volgend jaar op 1¾. Desondanks lijkt de huidige hoge inflatie al wel een renteverhoging van de ECB uit te lokken (zie ook *Rente en valuta* in dit Economisch Kwartaalbericht).

Door de onrust in Noord-Afrika en het Midden-Oosten is de olieprijs in de afgelopen weken sterk gestegen. In onze basisverwachting gaan wij er vanuit dat met het afnemen van de onrust de olieprijs weer daalt naar 100 USD, om dan tot eind 2012 geleidelijk tot 110 USD te stijgen. Omdat wij echter ook een waardedaling van de dollar tegenover de euro verwachten, zal de olieprijs in euro minder hard stijgen. Zowel de verwachting voor de olieprijs als onze valutaverwachting zijn met veel onzekerheid omgeven. Als de onrust in de olieproducerende landen aanhoudt, kan de olieprijs nog aanzienlijk verder stijgen en hoog blijven. Bovendien is het niet onwaarschijnlijk dat die onrust de risicoaversie van beleggers aanwakkert, waardoor de dollar als veilige belegging aantrekkelijk wordt en de door ons verwachte waardedaling van de dollar ten opzichte van de euro niet tot stand komt. Een sterkere stijging van de olieprijs in USD, het uitblijven van de door ons verwachte waardedaling van de dollar tegenover de euro of een combinatie van beide kan de inflatie in het eurogebied dit en volgend jaar verder opdrijven dan wij nu verwachten. Om een idee te geven van de omvang van de mogelijke afwijking zijn in figuur 10 drie variaties op de door ons verwachte bijdrage van de energieprijzen aan de inflatie weergegeven. De oranje stippellijn geeft de basisverwachting weer. Als de dollar niet verzwakt tegen de euro ('EUR/USD') zal de daling van de energiebijdrage

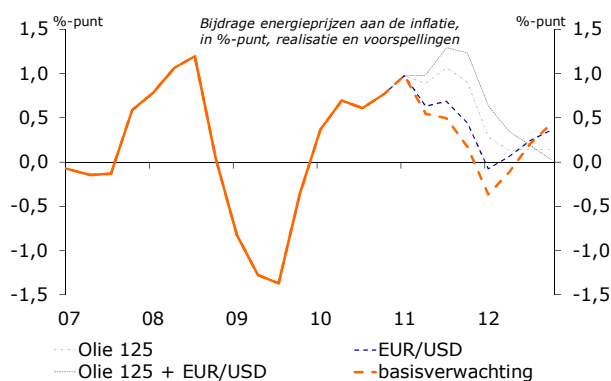
Eurozone

aan de inflatie minder sterk zijn. Een stijging van de olieprijs tot 125 dollar ('Olie 125') gemiddeld in het vierde kwartaal van 2011 en blijvend op dat niveau tot eind 2012 leidt gedurende de rest van 2011 tot een fors hogere energiebijdrage. Als daarbij dan ook de door ons verwachte depreciatie van de dollar niet tot stand komt ('Olie 125+ EUR/USD') dan ontstaat in de tweede helft van 2011 een significante verhoging van de energiebijdrage aan de inflatie, die pas in de loop van 2012 minder sterk wordt. Zonder rekening te houden met de verdere doorwerking van de hogere olieprijs in de kerninflatie komt de gemiddelde inflatie voor 2011 in het laatste scenario uit op ruim 2½% in plaats van 2%, en 2% in plaats van 1¾% in 2012. Een nog sterkere stijging van de olieprijs zal door koopkrachtverlies het economische herstel in de eurozone afremmen.

Eurocrisis nog niet voorbij

Hoewel de eurocrisis sinds het financiële hulppakket voor Ierland wat minder acuut lijkt, blijft de situatie onopgelost. De renteversillen met Duitsland blijven zeer hoog voor Griekenland en Ierland, terwijl de Portugese staatsrente recent weer aanzienlijk is opgelopen. Beleggers zijn er duidelijk nog niet van overtuigd dat de Europese regeringsleiders wanbetaling door een lidstaat kunnen/willen voorkomen. Wij verwachten dat Portugal dit jaar financiële hulp zal accepteren (zie *Portugal* elders in dit Economisch Kwartaalbericht). Daarnaast gaan wij er vanuit dat de Europese Unie dit jaar stappen zet om de financiële markten verder te kalmeren. Gemeenschappelijke financiering van de overheidstekorten zou daarin een goede stap zijn (zie Rabobank Working Paper 2011/02 *Saving EMU*). Maar de economische en budgettaire aanpassing zal nog jaren in beslag nemen. Het is daardoor moeilijk om op korte termijn alle twijfels bij beleggers weg te nemen. Door de mogelijke economische gevolgen van hernieuwde onrust in de financiële markten zijn onze prognoses met grote onzekerheid omgeven. Samen met de onzekerheid over de olieprijs maakt dit de mogelijkheid van negatieve verassingingen helaas groter dan de kans op opvallende meevallers.

Figuur 10: Varianten op olieprijs en euro-dollar



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Tim Legierse
T.Legierse@rn.rabobank.nl

Tabel 1: Kerngegevens eurozone

| jaar op jaar mutatie in % | '10 | '11 | '12 |
|------------------------------|------|-----|-----|
| Bruto binnenlands product | 1,7 | 1¾ | 1¾ |
| Particuliere consumptie | 0,8 | 1 | 1¼ |
| Private investeringen | -1,2 | 2½ | 3 |
| Overheidsuitgaven | 2,7 | ¾ | 0 |
| Uitvoer goederen en diensten | 11,1 | 7 | 4½ |
| Invoer goederen en diensten | 9,1 | 5½ | 4½ |
| Consumentenprijzen | 1,6 | 2 | 1¾ |
| Werkloosheid (%) | 10,0 | 10 | 9½ |
| Overheidssaldo (% BBP) | -6,3 | -4½ | -4 |
| Staatsschuld (% BBP) | 84,1 | 86½ | 88 |

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Reintje Maasdam
R.Maasdam@rn.rabobank.nl