

# Eurozone

## Zwakke groei in onzekere tijden

Na een zeer sterk eerste kwartaal van dit jaar viel de economische groei in het tweede kwartaal fors terug. In het derde kwartaal zal de economische groei waarschijnlijk zeer zwak blijven. Onrust op de financiële markten maakt de economische vooruitzichten bovendien buitengewoon onzeker. De Europese politiek speelt een belangrijke rol en kan het verdere herstel maken of breken.

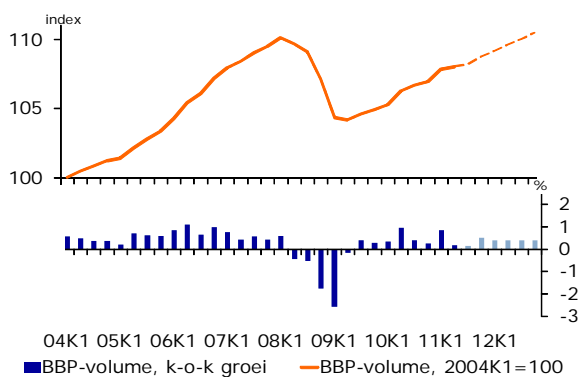
### Een forse terugval van de economische groei...

De sterke start van het jaar heeft een aanzienlijk minder goed vervolg gekregen. In het eurogebied als geheel groeide het BBP-volume in het tweede kwartaal van 2011 met 0,2% ten opzichte van het kwartaal ervoor. Dat is een forse terugval en het laagste groeitempo sinds het economische herstel in het derde kwartaal van 2009 postvatte (figuur 1). Opvallend was vooral de sterke vertraging van de groei in Duitsland, Nederland en Frankrijk (figuur 2), die samen goed zijn voor ruim de helft van het BBP van de eurozone. In het overige deel van het eurogebied was de ontwikkeling in het tweede kwartaal aanmerkelijk rooskleuriger. In Oostenrijk, Finland en Italië versnelde de groei ten opzichte van het eerste kwartaal, terwijl in België en Spanje de terugval van de groei beperkt bleef. In Portugal kwam na twee kwartalen van economische even een einde aan de recessie.

### ... werd deels gedreven door tijdelijke factoren...

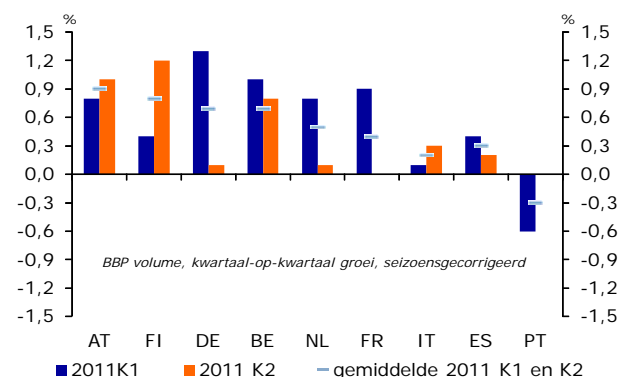
De terugval van de groei in Duitsland, Nederland en Frankrijk kwam niet onverwacht. In Duitsland en Nederland was de economische groei in het eerste kwartaal zeer hoog met dank aan de bouwinvesteringen, die door het bijzonder zachte winterweer uitzonderlijk hoog lagen. Een terugval van de groei was daarom onvermijdelijk. De gemiddelde groei in de eerste twee kwartalen van dit jaar (figuur 2) is representatiever voor het onderliggende groeitempo dan alleen het tweede kwartaal. Frankrijk kende in het eerste kwartaal een hoge opbouw van de voorraden. Ook dit gaf volgens verwachting slechts een tijdelijke positieve

Figuur 1: Groei reëel BBP valt sterk terug



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 2: Grote verschillen tussen lidstaten



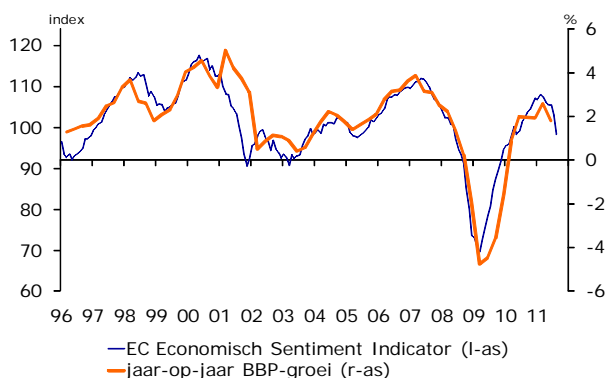
Bron: Eurostat

# Eurozone

impuls aan de BBP-groei. Daarnaast werd het consumptievolume in Frankrijk sterk negatief beïnvloed door het eindigen van een subsidieregeling voor auto-aankopen. Zoals we in andere landen ook hebben gezien, zorgt het einde van

zulke regelingen eenmalig voor een forse daling van de consumptie. De eenmalige extra hoge groei is nu dus gevolgd door een eenmalige extra lage groei.

**Figuur 3: Sentiment daalt verder**



Bron: Reuters EcoWin

Naast de binnenlandse factoren die in het tweede kwartaal een drukkende invloed op de economische groei hadden, nam het wereldhandelsvolume in het tweede kwartaal voor het eerst sinds twee jaar weer eens af. Een belangrijke factor daarbij was de natuurramp die Japan in maart trof. Wereldwijd heeft dit de levering van halffabricaten verstoord en de handel beperkt. Ook in Europa heeft dit de economische groei beïnvloed. Het herstel in

Japan is inmiddels ingezet (zie het hoofdstuk *Japan* in dit Kwartaalbericht). In het derde kwartaal zullen de negatieve effecten van de ramp in Japan voor Europa dus grotendeels niet meer te merken zijn.

## ... maar snelle opleving ligt niet in het verschiet

Hoewel de groeivertraging in het tweede kwartaal een zwakker beeld geeft van de Europese economie dan de onderliggende dynamiek, wijzen de eerste indicatoren ook voor het derde kwartaal van dit jaar op een lage economische groei. De onrust op de financiële markten leidde in augustus tot een forse verslechtering van het algehele economische sentiment. Het is echter nog te vroeg om op basis daarvan te concluderen dat een nieuwe recessie onvermijdelijk is. Bepalend daarvoor is de verdere ontwikkeling van het vertrouwen in september en oktober. De Economisch Sentimentindicator (ESI) van de Europese Commissie en de inkoopmanagersindex (PMI) voor de gehele economie zijn van februari tot augustus al flink gedaald. De ESI wijst nog op voortgaande economische groei, in ieder geval ten opzichte van het afgelopen jaar (figuur 3). Als de index in september niet al teveel verder wegzakt, wijst dit ook nog op groei ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Maar bij een even grote daling als in augustus en een verdere daling in oktober is de kans erg groot dat het eurogebied weer terugvalt in recessie. Vooralsnog gaan wij er vanuit dat dit niet zal gebeuren. Maar er is een duidelijk risico dat de gevolgen van de recente onrust op de financiële markten groter zullen zijn dan wij nu inschatten, een aspect waar we verderop nader op ingaan. Omdat de groeivertraging in het midden van dit jaar in ieder geval iets sterker is dan eerder verwacht, hebben wij onze verwachtingen voor de volumegroei van het BBP in dit en volgend jaar een kwart procentpunt neerwaarts bijgesteld, naar respectievelijk 1¾% en 1½%.

# Eurozone

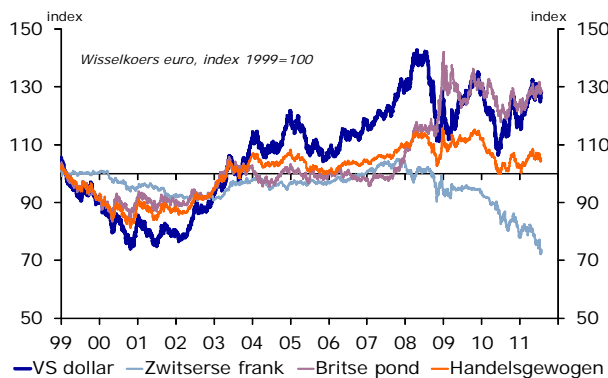
## Exportgroei wordt dunnere steunpilaar

Door de lagere groei van het wereldhandelsvolume is ook de exportgroei van het eurogebied sterk gedaald. Omdat de wereldhandel een extra tik heeft gekregen van de economische gevolgen van de natuurramp in Japan valt voor de tweede helft van het jaar wel weer een gematigde groei te verwachten. Maar de hoge handelsgroei van 2010 gaan we bij lange na niet evenaren. Het economische herstel in de Westerse wereld blijft zwak en in de opkomende markten wordt het groeitempo noodzakelijkerwijs een tandje teruggezet (meer daarover in het hoofdstuk *Blik op de wereld* in dit Kwartaalbericht). Ondanks alle financiële en economische problemen in het eurogebied is de euro sinds het begin van dit jaar in handelsgewogen termen in waarde gestegen. Ten opzichte van de ultraveilig geachte Zwitserse franc was sprake van een forse depreciatie. Maar zowel de Amerikaanse dollar als het Britse pond daalde in waarde ten opzichte van de euro. Zoals uitgelegd in het hoofdstuk *Rente en valuta* van dit Kwartaalbericht is dit het gevolg van een wedstrijd 'wie is het lelijkst?' tussen de eurozone, de VS en het VK. Tot het einde van dit jaar voorzien wij een lichte waardedaling van de euro. Maar in 2012 verwachten wij weer een appreciatie van de eenheidsmunt. Al met al krijgt de export dus duidelijk geen steuntje in de rug van een goedkopere munt. Na een indrukwekkende 11,2% groei in 2010 verwachten wij voor dit en volgend jaar een groei van het exportvolume met respectievelijk 6¾% en 5%.

## Omstandigheden investeringsgroei verslechteren

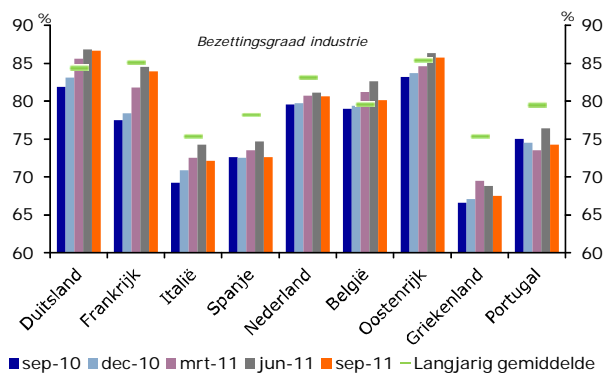
Door de lagere economische groei is de verwachte bezettingsgraad in de industrie voor het derde kwartaal van dit jaar in alle lidstaten gedaald (figuur 5). In de voorgaande vier kwartalen was vrijwel overal nog sprake van een toename. Alleen in Duitsland, België en Oostenrijk heeft de bezettingsgraad het langjarig gemiddelde alweer bereikt. Samen met de onzekere economische vooruitzichten zorgt dit waarschijnlijk voor een zeer behoedzaam investeringsbeleid van

Figuur 4: Waarde euro leidt niet onder crisis



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 5: Bezettingsgraad omlaag

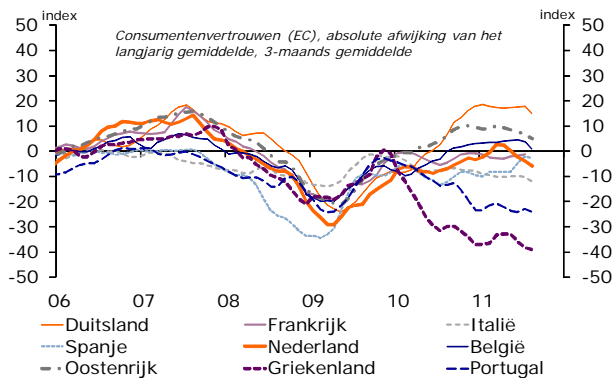


Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

# Eurozone

bedrijven. In de Zuid-Europese landen leidt de financiële crisis bovendien tot beperkte en/of duurdere kredietverlening, wat het voor bedrijven die wel willen investeren minder gemakkelijk maakt om hun plannen uit te voeren. Daarnaast

**Figuur 6: Consumentenvertrouwen omlaag**



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

verwachten wij dat de bezuinigingen die in heel Europa van start zijn gegaan voor een daling van de investeringen door de overheid zullen leiden. Per saldo zien wij ruimte voor een beperkte investeringsgroei, van 3¼% in 2011 en 2¾% in 2012. Zo op het oog zijn dat wellicht aardige groeipercentages. Maar na drie jaar daling van het investeringsvolume, waaronder een krimp van meer dan 11% in 2009, is dit slechts een matig herstel.

## Consument verliest het vertrouwen...

In alle lidstaten is het vertrouwen van consumenten in de afgelopen drie maanden verslechterd (figuur 6). De index van het consu-

umentenvertrouwen in de eurozone maakte in augustus door de onrust op de financiële markten een flinke smak. De daling was groter dan in oktober 2008, de maand na het bankroet van Lehman Brothers. Het is nog maar de vraag of het vertrouwen in de komende maanden ook net zo hard zal wegzakken als destijds. Maar los van het dalende vertrouwen heeft de consument het al niet gemakkelijk. Het aantal werklozen is van april tot en met juli gestegen, terwijl daarvoor sinds de zomer van 2010 juist sprake was van een gestage daling. Door het trage economische herstel ligt een snelle hernieuwde daling niet in het verschiep. De koopkracht is de afgelopen maanden uitgehold door hoge inflatie in combinatie met lage loongroei. Daarnaast hebben overheidsbezuinigingen een negatief effect op de beschikbare inkomens. Wij verwachten een zeer beperkte groei van het particuliere consumptievolume, met ¾% in 2011 en 2012. Het enige lichtpuntje is de inflatie, die volgend jaar flink lager zal zijn dan dit jaar.

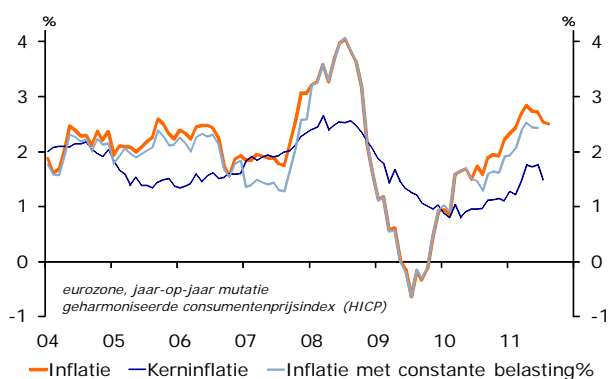
## ... maar lagere inflatie biedt helpende hand

De inflatie in het eurogebied was in augustus 2,5%. Dit is gelijk aan het inflatietempo in juli, maar aanzienlijk lager dan het hoogtepunt van 2,8% in april (figuur 7). De daling van de inflatie is niet alleen te danken aan een lagere bijdrage van de energieprijzen. Ook de kerninflatie is gedaald. Een belangrijk deel van die daling is te verklaren door de BTW-verhogingen die vorig jaar juli in een aantal Zuid-Europese landen werden doorgevoerd. Dit duwde het gemiddelde prijspeil destijds eenmalig op. Nu, een jaar later, valt die verhoging weg uit de jaar-op-jaarvergelijking van de consumentenprijzen, waardoor de inflatie daalt. De komende maanden zal de inflatie naar verwachting verder afnemen. In het afgelopen jaar hebben de prijzen van diverse grondstoffen een opwaarts effect op de inflatie gehad. In het hoofdstuk *Blik op de wereld* van dit Kwartaalbericht

# Eurozone

laten wij zien dat de bijdrage van grondstoffenprijzen aan de inflatie de komende tijd fors lager zal zijn. De gemiddelde inflatie voor 2011 zal naar verwachting nog uitkomen op 2½%. Maar voor volgend jaar voorzien wij een aanzienlijk lagere gemiddelde inflatie van 1¾%.

**Figuur 7: Inflatie over hoogtepunt heen**



Bron: Reuters EcoWin

## Politieke onzekerheid...

Onze toch al niet al te positieve verwachtingen voor de Europese economie worden omgeven door vooral negatieve onzekerheden. De Europese staatschuldenproblematiek blijft als een donkere wolk boven de economie van de eurozone hangen. De regeringsleiders geven bij voortdurend gemengde signalen af over de aanpak ervan. Het gebrek aan overeenstemming en eensgezindheid leidt keer op keer tot onzekerheid over de te volgen koers. Om maatregelen te kunnen verkopen aan het electoraat moet overduidelijk zijn dat er sprake

is van een crisissituatie. Dus worden noodzakelijke maatregelen geen minuut te vroeg genomen. Dit verklaart de traagheid van de Europese politiek. Hoewel wij ons geregeld ernstig zorgen maken over de politieke daadkracht, denken wij dat als puntje bij paaltje komt steeds voldoende maatregelen zullen worden genomen om grootschalige wanbetaling door lidstaten of het uiteenvallen van de muntunie te voorkomen. Helaas moeten de puntjes en de paaltjes daarvoor nog een aantal keer bij elkaar komen.

Wat dat betreft was het de afgelopen zomer meer van hetzelfde. Op 21 juli kwam men tot overeenstemming over een tweede Europees steunpakket voor Griekenland in combinatie met een uitbreiding van het mandaat van het EFSF. Het noodfonds zou in de toekomst ook in secundaire markten voor staatsobligaties van eurozonelanden mogen gaan interveniëren als die markten zich 'wanordelijk' gedragen. In augustus werd echter bekend dat de Finnen met de Grieken een deal hebben gesloten, waarbij zij onderpand krijgen voor hun bijdrage aan het tweede steunpakket. Een aantal andere landen –waaronder Nederland– zag de Finse constructie ook wel zitten. Inmiddels liggen de kaarten alweer anders. Nederland heeft zich namelijk tegen de Finse deal uitgesproken en lijkt nu ook bereid om mee te denken over een vergroting van het EFSF, iets wat men tot voor kort niet noodzakelijk achtte.

Positief is dat men toch steeds tot een oplossing van de geschillen komt. In ieder geval tot dusver, want in het geval van de Finse deal ligt het Finse standpunt vast in het regeerakkoord en is daarmee niet eenvoudig van de onderhandelingstafel te krijgen. Maar uitermate zorgwekkend is dat men zelfs tegen de achtergrond van economische en financiële crisisdreiging niet over de eigen

# Eurozone

belangen heen kon stappen in de zoektocht naar een echte oplossing voor wat steeds meer het karakter van een Europese politieke crisis krijgt. De permanente schade die de Finse deal heeft berokkend, is dat bij elke volgende Europese

maatregel voor de aanpak van de schuldenproblematiek er zal worden gespeculeerd over de vraag of alle landen nog steeds bereid zijn om mee te doen.

**Tabel 1: Kerngegevens eurozone**

<i>jaar op jaar mutatie in %</i>	'10	'11	'12
Bruto binnenlands product	1,8	1¾	1½
Particuliere consumptie	0,8	½	¾
Private investeringen	-0,2	4	3
Overheidsuitgaven	2,7	¼	-¼
Uitvoer goederen en diensten	11,2	6½	5½
Invoer goederen en diensten	9,4	5	4
Consumentenprijzen	1,6	2½	1¾
Werkloosheid (%)	10,1	10	9¾
Begrotingssaldo (% BBP)	-6,0	-4¼	-3½

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

## ... voedt financiële stress...

Die onzekerheid over de politieke wil en daadkracht in de aanpak van de financieel-economische problemen maakt dat de tegenvallende economische data van de afgelopen tijd door de markten ook nog eens op een goudschaaltje werden gewogen. En zij werden ruimschoots te licht bevonden. Beurzen reageerden scherp en noteerden forse verliezen in augustus. De Europese Eurostoxx index verloor in

juli en augustus ruim 20% en de AEX deed het maar marginaal minder slecht. Daarnaast zien we dat het broze vertrouwen tussen banken weer verdampte, wat werd gevoed door speculaties over welke partijen slecht bestand zouden zijn tegen een mogelijke dubbele dip of wanbetaling door overheden. De Europese interbancaire geldmarkt liep weer vast en de ECB zag zich genoodzaakt om extra liquiditeit te verstrekken.

## ... en vormt reëel economisch risico

Ook in de huidige situatie bestaat nadrukkelijk het economische risico dat men het meest gaat lijden onder het lijden dat men vreest. Het negatieve sentiment op beurzen en in financiële markten leidt tot forse vermogensverliezen bij zowel huishoudens als bedrijven. De vooruitzichten voor de economische activiteit vallen bijgevolg terug, aangezien iedereen rekening houdt met een algehele terughoudendheid in het doen van grote uitgaven, consumptief of investeringsgericht. Als het bedrukte sentiment aanhoudt, gaan huishoudens en bedrijven zich vanzelf gedragen naar hun verwachtingen, waarmee zij hun eigen gelijk in feite tot werkelijkheid maken. Een stevigere groeivertraging dan nu wordt verwacht kan dan uiteindelijk zelfs uitmonden in een krimp van de economische activiteit, een recessie. De Europese beleidsmakers spelen dus een belangrijke rol in het bepalen van de economische ontwikkelingen. Omdat politiek veel meer omvat dan economische overwegingen maakt dit de vooruitzichten buitengewoon onzeker.

Tim Legierse  
T.Legierse@rn.rabobank.nl

Allard Bruinshoofd  
W.A.Bruinshoofd@rn.rabobank.nl