

# Eurozone

## Met vallen en opstaan

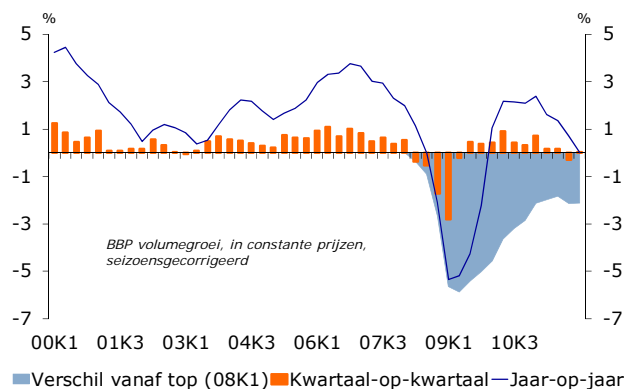
De start van 2012 was beter dan verwacht en weerspiegelt de economische veerkracht in diverse noordelijke lidstaten. Er is echter nog weinig reden tot juichen, want voorlopende indicatoren wijzen op een zwak tweede kwartaal van 2012. Vooral door de grillige ontwikkelingen van de Europese schuldencrisis zal het economisch herstel van de eurozone gepaard blijven gaan met vallen en opstaan. Zowel in 2012 als in 2013 blijft de afhankelijkheid van de buitenlandse vraag hierdoor groot.

### Start van het jaar zonder krimp

Het reële Bruto Binnenlands Product (BBP) van de eurozone bleef in het eerste kwartaal van 2012 op hetzelfde niveau als het kwartaal ervoor (figuur 1). Na de lichte krimp in het laatste kwartaal van 2011 (-0,3% k-o-k) was deze stagnatie beter dan verwacht. De groeibijdragen van de verschillende bestedingscomponenten van de eurozone zijn nog niet bekend, maar naar verwachting kwam de groei net als in voorgaande kwartalen voor het grootste deel van de reële netto handel. Sinds het tweede kwartaal van 2011 krimpen de binnenlandse bestedingen en zorgt het netto handelsvolume voor een positieve bijdrage aan het kwartaalcijfer. De reële export uit de eurozone werd in het eerste kwartaal van 2012 ondersteund door de wereldhandel, die met 1,6% k-o-k groeide.

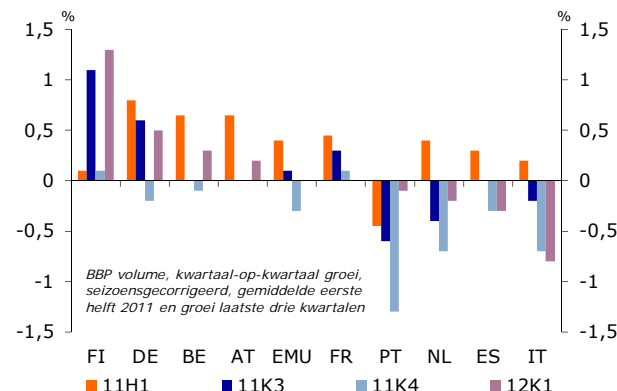
De eurozone bleek als geheel weliswaar in staat om een tweede krimp van de reële economische activiteit te voorkomen, maar in diverse lidstaten is er wel degelijk sprake van een (milde) recessie (figuur 2). Van de zuidelijke lidstaten bevonden in ieder geval Italië, Spanje en Portugal zich in het eerste kwartaal van 2012 in een recessie. Voor Portugal was ditzelfde kwartaal zelfs het zesde kwartaal van reële krimp op rij. De Griekse cijfers zijn nog niet bekend, maar het ligt voor de hand dat de reeds vier jaar durende recessie aan een vijfde jaar is begonnen. De meeste noordelijke lidstaten wisten in het eerste kwartaal van 2012 voorzichtige groei te noteren.

Figuur 1: BBP-ontwikkeling eurozone



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 2: BBP-ontwikkeling lidstaten



Bron: Reuters EcoWin

# Eurozone

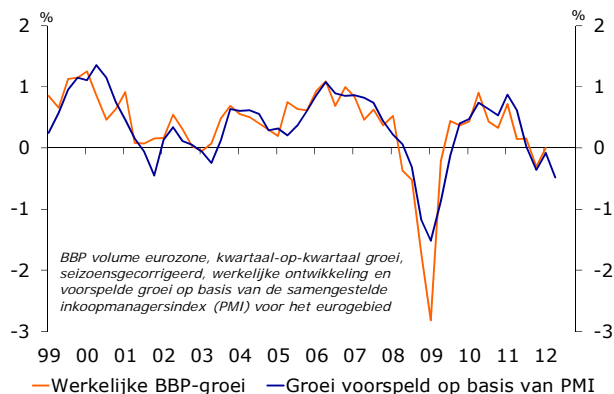
## Eén zwaluw maakt nog geen zomer

De beter dan verwachte start van 2012 betekent vooralsnog niet dat de weg naar groei weer open ligt. Voorlopende indicatoren laten zien dat we rekening moeten houden met een krimp van het BBP-volume van de eurozone in het tweede kwartaal van 2012. De samengestelde inkoopmanagersindex (PMI) voor het eurogebied is sinds januari 2012 afgenomen en bevond zich in mei zelfs op het laagste niveau sinds medio 2009. Bij een gelijkblijvende PMI in juni wijst de historische relatie tussen deze sentimentindicator en de kwartaal-op-kwartaalgroei van het BBP-volume op een krimp van ½% in het tweede kwartaal van dit jaar (figuur 3). Ook de Economische Sentiment Indicator (ESI) zakte fors in april en mei (figuur 4).

Het weer oplaaien van de Europese schuldencrisis heeft vermoedelijk een grote rol gespeeld in het verslechterde sentiment in de afgelopen maanden. De onzekere uitkomst van de nieuwe Griekse verkiezingen zorgt voor hernieuwde spanningen rondom de andere perifere lidstaten (zie ook het hoofdstuk Rente en Valuta elders in dit Kwartaalbericht). Daarnaast lijkt het succes van de 3-jaars lange termijn herfinancieringsoperaties (LTRO's) langzaam te zijn uitgewerkt. De intensivering van de schuldencrisis werkt niet alleen door op de economische activiteit via lagere vertrouwensniveaus, maar ook via verdere neerwaartse druk op de kredietverlening aan het (Zuid-Europese) bedrijfsleven.

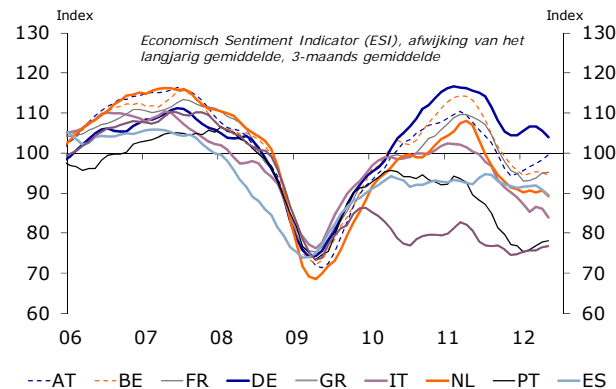
Wij verwachten dat Europese beleidsmakers met horten en stoten voortgang zullen blijven boeken bij het bestrijden van de schuldencrisis. Ondanks dat de schuldencrisis een groot risico blijft voor het economisch herstel, voorzien wij een zeer geleidelijke terugkeer naar groei in de tweede helft van dit jaar. Het groeiherstel zal in eerste instantie worden gedragen door een toename van de buitenlandse vraag en slechts in beperkte mate door groei van de binnenlandse vraag. Vanwege de afgelopen zwakke kwartalen verwachten wij dat de reële

**Figuur 3: Sentiment inkoopmanagers**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 4: Economisch sentiment**

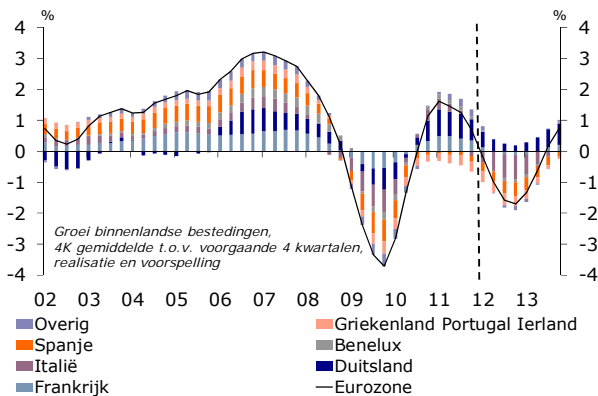


Bron: Reuters EcoWin

# Eurozone

economische activiteit in de eurozone in 2012 met ½% zal krimpen. Voor 2013 verwachten wij een volumegroei van 1%.

**Figuur 5: Ontwikkeling binnenlandse bestedingen**



Bron: NIESR, Rabobank

## Binnenlandse bestedingen in noord en zuid...

Naast de lage sentimentniveaus vormt ook de noodzakelijke private en publieke schuldafbouw in diverse eurozonelidstaten een belangrijke verklaring voor de zwakke ontwikkeling van de reële binnenlandse bestedingen. In 2012 en 2013 vinden er immers in de meeste lidstaten bezuinigingen en lastenverzwaringen plaats. In de zuidelijke lidstaten is bovendien sprake van schuldafbouw in de private sector, noodzakelijk vanwege de verslechterde economische vooruitzichten en de beperkte toegang tot financiering. Dit is een belangrijke verklaring voor het hard krimpen van vooral de binnenlandse bestedingen in de zuidelijke lidstaten (figuur 5).

Zowel dit als komend jaar is Duitsland naar verwachting veruit de belangrijkste groeimotor van de totale binnenlandse bestedingen in de eurozone. Deze zullen op kwartaalbasis naar verwachting pas vanaf het vierde kwartaal van 2012 voorzichtig in positieve zin aan de groei gaan bijdragen. De bijdrage vanuit de zuidelijke lidstaten zal dan nog altijd negatief zijn. De totale binnenlandse bestedingen van de eurozone dragen in 2012 naar verwachting zwaar negatief bij (-1,6%-punt) aan de jaar-op-jaarontwikkeling van het eurozone-BBP.

Als we inzoomen op de verschillende binnenlandse bestedingscomponenten zien we dat de krimp breed wordt gedragen. Het bestedingsvolume van overheden, van particulieren en van bedrijven in de eurozone zal naar verwachting krimpen in 2012. Terwijl de overheidsbestedingen ook in 2013 blijven krimpen als gevolg van de forse bezuinigingsprogramma's, verwachten we voor de reële particuliere consumptie en de bedrijfsinvesteringen een geleidelijke terugkeer naar groei. De groeiprognose van de reële particuliere consumptie blijft echter beperkt (+½% in 2013), omdat het reëel beschikbaar inkomen van huishoudens aangetast zal blijven door de lastenverzwaringen en de moeizame ontwikkeling van de werkgelegenheid. De verwachte daling van de inflatie naar 1½% in 2013, op basis van een lagere jaar-op-jaarontwikkeling van de energieprijzen en een lagere kerninflatie, biedt in dat opzicht een zeldzaam lichtpuntje. De onderlinge verschillen tussen de lidstaten blijven naar verwachting groot. Zo voorzien wij voor Duitsland in 2013 2% volumegroei van de particuliere consumptie en voor Spanje een reële consumptiekrimp van 1½%.

# Eurozone

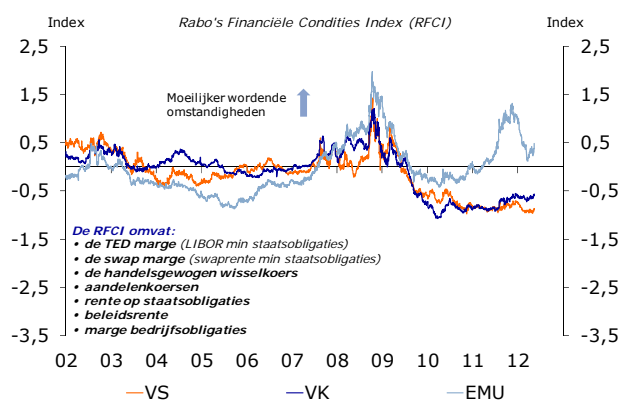
Bedrijfsinvesteringen zijn minder afhankelijk van de geplande bezuinigingsoperaties en kunnen dus sneller een groeibijdrage leveren als de economische vooruitzichten verbeteren. Dit geldt, gezien de beperkte binnenlandse dynamiek,

echter vooral voor het bedrijfsleven dat gericht is op de groeiende buitenlandse vraag.

Bovendien speelt de voortgang bij het oplossen van de schuldencrisis een belangrijke rol, omdat een stabiel investeringsklimaat en voldoende financiering noodzakelijk zijn voor solide investeringsgroei. Ook de lage bezettingsgraad in de eurozone – in het tweede kwartaal van 2012 nog altijd onder het langjarig gemiddelde – zal eerst moeten oplopen voordat uitbreidingsinvesteringen een realistische optie worden.

Vanuit de aanbodzijde van financiering is het bemoedigend dat de ECB heeft laten zien dat zij via lange termijn herfinancieringsoperaties de kredietverstrekking van het Europese bankwezen in positieve zin kan beïnvloeden. Figuur 6

**Figuur 6: Financiële condities eurozone**



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

toont de verbetering van de financiële condities in de eurozone sinds de aankondiging van de 3-jaars LTRO's. Ook de kwartaalenquête van de ECB laten in het tweede kwartaal van dit jaar een beduidend minder grote aanscherping van de kredietvragen zien dan in de twee voorgaande kwartalen. Terwijl de private investeringen in 2012 naar verwachting met 3¼% krimpen, voorzien wij voor 2013 een groei van 2½%.

## ... buitenlandse vraag in west en oost

Gezien de zeer zwakke binnenlandse dynamiek blijft de economie van de eurozone voorlopig voor groei afhankelijk van de buitenlandse vraag. Gezien het bescheiden groeitempo in de VS zal de belangrijkste groei moeten komen uit de opkomende markten. De afgelopen maanden hebben beleidsmakers in diverse opkomende markten hun economieën voorzichtig budgettair en monetair gestimuleerd. Wij verwachten dat zij deze lijn voorlopig voortzetten, al blijven beleidsmakers de inflatieontwikkeling in eigen land met argusogen volgen (zie ook het hoofdstuk China elders in dit Kwartaalbericht). De beleidsstrategie van vooral de Aziatische groeimotor is belangrijk voor de Europese exportprestaties, al profiteren niet alle landen hier in gelijke mate van. Zo exporteerde Duitsland in 2011 bijna 10% van zijn totale exportwaarde naar de grote Aziatische economieën, terwijl dit percentage in Italië slechts 5,7 bedroeg. Ondanks dat diverse perifere economieën in directe zin slechts beperkt baat hebben bij Aziatische groei, profiteren zij wel indirect van bijvoorbeeld hogere Duitse groei via hogere export naar Duitsland. Naast de gestage wereldhandelsgroei biedt ook de zwakke euro een steuntje in de rug voor de Europese exportprestaties. De handelsgewogen wisselkoers van de euro is door de Europese schuldencrisis de afgelopen

# Eurozone

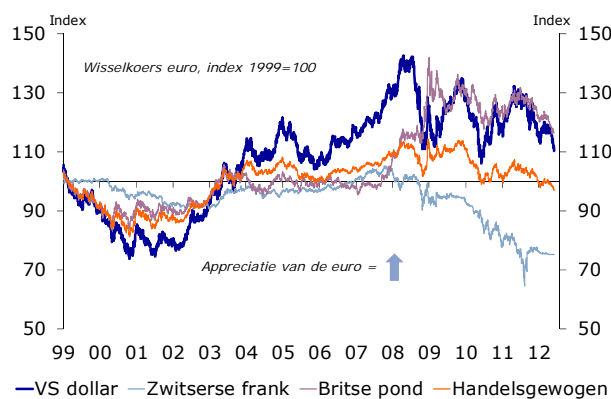
maanden namelijk gestaag gedaald (figuur 7). Wel verwachten wij dat dit voor de uitvoer positieve effect volgend jaar weer zal verdwijnen, omdat we op termijn een waardestijging van de euro voorzien. Per saldo verwachten wij voor 2012 (2¼%) en 2013 (4¾%) gematigde reële exportgroei.

## Europese arbeidsmarkt herbergt grote verschillen

Het gematigde economische herstel sinds de diepe recessie in 2009 is duidelijk zichtbaar op de Europese arbeidsmarkt. Ook hier zijn de verschillen tussen de noordelijke en zuidelijke lidstaten groot. In bijvoorbeeld Duitsland en België bevond het aantal banen zich eind 2011 duidelijk boven het pre-crisisniveau met respectievelijk +2% en +1,8%. In Italië (-2,2%) en vooral in Spanje (-15,2%) ligt de werkgelegenheid echter nog altijd ruim onder het niveau van voor de crisis. Door de hoge werkloosheid in vooral de zuidelijke lidstaten bevindt de gemiddelde werkloosheid in de eurozone (11% in april) zich op recordhoogte sinds de invoering van de euro. Het zwakke economische momentum in de eerste helft van 2012 biedt weinig perspectief op verbetering, zeker omdat de arbeidsmarkt doorgaans met een vertraging reageert op economische ontwikkelingen. Op basis hiervan verwachten wij dat de gemiddelde werkloosheid in de eurozone tot aan het einde van dit jaar blijft stijgen (figuur 8). Pas in 2013 zal de economische groei sterk genoeg zijn om door banencreatie de werkloosheid geleidelijk te drukken. Op jaarbasis verwachten wij voor 2012 en 2013 respectievelijk 11¼% en 11% werkloosheid in de eurozone.

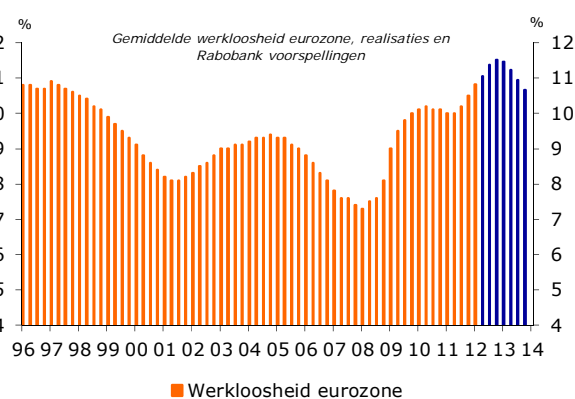
Het grote verschil in werkloosheid tussen noord en zuid zou in theorie moeten leiden tot aanpassing van de loonontwikkeling in beide regio's. Hoe hoger de werkloosheid, hoe hoger immers de neerwaartse druk op de loonontwikkeling. Deze automatische aanpassing in de relatieve kostenniveaus zou, via hogere exportgroei in de zuidelijke lidstaten en hogere binnenlandse bestedingen in de

Figuur 7: Koersontwikkeling euro



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 8: Werkloosheid eurozone



Bron: NIESR, Rabobank

# Eurozone

noordelijke lidstaten, de macro-economische onbalans in de eurozone kunnen verminderen. Maar in diverse zuidelijke lidstaten vertraagt de gebrekkige werking van de arbeidsmarkt dit aanpassingsproces. Hoge ontslagbescherming van werk-

nemers met permanente contracten vermindert immers de speelruimte tot loonmatiging. Ook een gebrekkige omscholing van werklozen in krimpende sectoren, zoals de bouwsector in Spanje en Ierland, verhindert een optimale allocatie van het beschikbare arbeidsaanbod en beperkt daardoor de gewenste loonmatiging. Zeker in Spanje geldt dat de hoge werkloosheid in sterke mate kan leiden tot een hele generatie die niet meer relevant is voor de arbeidsmarkt en kan hoge inactiviteit jarenlang gepaard gaan met beperkte loonaanpassingen. Hoewel in de meeste zuidelijke lidstaten inmiddels stappen worden gezet om de arbeidsmarktinstuties te hervormen, zal het aanpassingsproces van de relatieve loonkosten nog jaren in beslag nemen.

**Tabel 1: Kernegevens eurozone**

<i>jaar op jaar mutatie in %</i>	'11	'12	'13
Bruto binnenlands product	1,6	-½	1
Particuliere consumptie	0,2	-¾	½
Private investeringen	2,8	-¾	2½
Overheidsuitgaven	-0,1	-¾	0
Uitvoer goederen en diensten	6,4	2¼	4¾
Invoer goederen en diensten	4,0	-½	4¾
Consumentenprijzen	2,7	2¼	1½
Werkloosheid (%)	10,2	11¼	11
Begrotingssaldo (% BBP)	-4,1	-¾	-3

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

## Focus op bezuinigen of groei?

De forse bezuinigingsagenda in een tijd van recessie en hoge werkloosheid heeft een Europese discussie over het belang van economische groei aangewakkerd. Zowel de Europese begrotingsregels als financiële markten bieden slechts enkele lidstaten, waaronder Duitsland in het bijzonder, de ruimte om de budgettaire teugels iets te laten vieren. Hoewel Duitse politici zo nu en dan de noodzaak van het stimuleren van de Duitse binnenlandse vraag erkennen, wijst voorlopig niets er op dat men bereid is aanzienlijke uitgavenverhogingen of lastenverlichtingen op te tuigen. Wel zijn er steeds meer signalen die wijzen op een hogere loongroei in Duitsland. De Europese politiek zal de komende maanden waarschijnlijk een aantal maatregelen aankondigen die de groei positief moeten beïnvloeden. Deze zullen echter grotendeels betrekking hebben op het structureel versterken van economieën, zodat op termijn hogere economische groei ontstaat. Een vermindering van de reeds ingezette bezuinigingsmaatregelen hoeft niet te worden verwacht. Om die reden voorzien wij dat het Europese beleid de economische vooruitzichten voor dit en volgend jaar niet of nauwelijks positief zal kunnen beïnvloeden. Het sentiment van consumenten en producenten blijft uiteraard wel afhankelijk van het gevoerde nationale en Europese economische beleid. Per saldo zal de nadruk blijven liggen op bezuinigingen en lastenverzwaringen, waardoor de eurozone voorlopig voor groei afhankelijk blijft van de buitenlandse vraag.

Michiel Verduijn  
M.P.Verduijn@rn.rabobank.nl