

# Eurozone

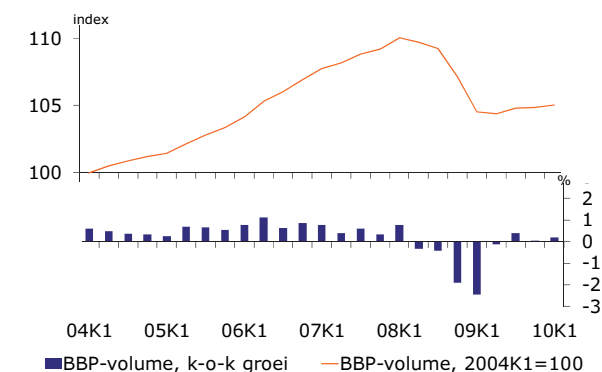
## Trage hervatting van de groei

*Te midden van de onrust rond de Europese schuldencrisis werd de economische groei in de eurozone in het eerste kwartaal van 2010 voorzichtig hervat. Voor de komende kwartalen verwachten wij een krachtiger voortzetting van het economisch herstel. Maar de verwachte BBP-groei van 1% dit jaar en 1½% volgend jaar is te laag om de krimp van de afgelopen recessie goed te maken.*

Na stagnatie in het vierde kwartaal van 2009 groeide het BBP-volume van de eurozone in het eerste kwartaal van 2010 met 0,2% (kwartaal-op-kwartaal). De economie is nu drie kwartalen uit recessie, maar het herstel is zeer beperkt. Van de 5,2% daling van het BBP tussen het eerste kwartaal van 2008 en het tweede kwartaal van 2009 is tot en met het eerste kwartaal van 2010 slechts 0,6%-punt teruggewonnen (figuur 1). Het herstel wordt gedreven door groei van de export en een minder scherpe afbouw van de voorraden. Dit is terug te zien in de groei van de industriële productie, die in het eerste kwartaal versnelde tot 3,8% (van 2,1% in het vierde kwartaal van 2009). Aan de buitenlandse vraag heeft de matige groei zeker niet gelegen, maar de binnenlandse dynamiek is in de eurozone echter ver te zoeken. De strenge winter heeft de bouwproductie dwars gezeten en wellicht ook de consument uit de winkel weggehouden. De consumptieve bestedingen bleven voor het vierde achtereenvolgende kwartaal vlak. Hoewel de krimp van het investeringsvolume in kracht afnam, werd voor het achtste achtereenvolgende kwartaal een daling genoteerd.

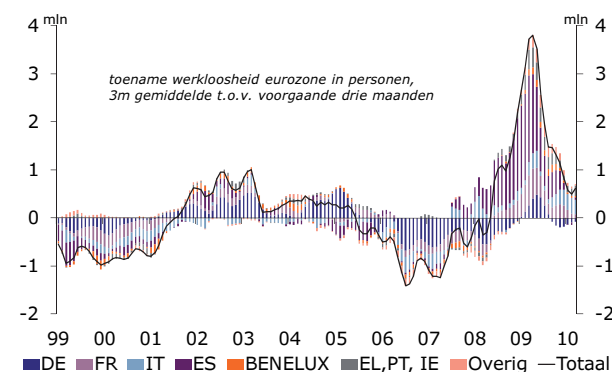
De economische groei is niet genoeg geweest om de werkloosheid naar beneden te brengen, maar de toename van de werkloosheid nam wel verder af (figuur 2). In het eerste kwartaal van 2010 kwamen er 619.000 werklozen bij ten opzichte van het kwartaal ervoor. De kleinere stijging van het aantal werklozen is met name te danken aan het einde van de stijging in Spanje en Frankrijk en de daling van de werkloosheid in Duitsland. Als percentage van de beroepsbevolking is de werkloosheid sinds december 2009 gestabiliseerd op 10%.

**Figuur 1: BBP nog lang niet terug bij af**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 2: Werkloosheidsstijging vertraagt**



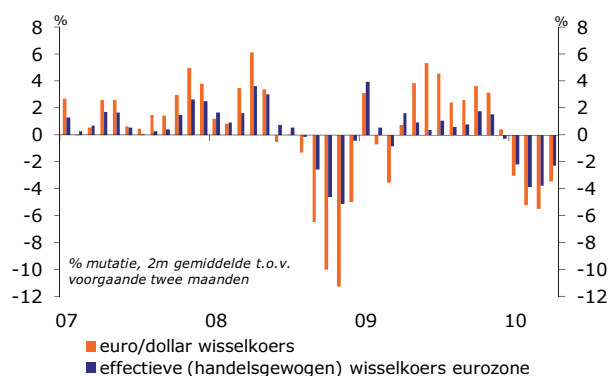
Bron: Reuters EcoWin. Landencodes: ISO

# Eurozone

Hoewel het economisch herstel tot nu toe beperkt is geweest, wijzen indicatoren als inkoopmanagerindices, de economisch-sentimentindicator van de Europese Commissie en industriële orders op een sterke economische groei aan het begin

van het tweede kwartaal. De groei van de industriële productie in februari en maart heeft bovendien voor een gunstige uitgangspositie gezorgd. Zelfs als de industrie van april tot en met juni niet groeit, zal de gemiddelde industriële productie in het tweede kwartaal nog 1,1% hoger zijn dan een kwartaal eerder.

**Figuur 3: Euro in waarde gedaald**



Bron: Reuters EcoWin, BIS

## Export blijft belangrijke groeimotor

De groei van het exportvolume kan de komende maanden nog doorzetten, maar zal in de loop van het jaar waarschijnlijk aan kracht inboeten. Wij verwachten dat de recente verzwakking van de euro nog tot eind 2010 doorzet. Belangrijk daarbij is een brede verzwakking

van de euro, dus niet alleen ten opzichte van de dollar. Bewegingen in de euro/dollarkoers halen doorgaans de krantenkoppen, maar zijn gemiddeld maar voor de helft terug te zien in bewegingen in de voor de export meer relevante handelsgewogen (effectieve) wisselkoers. De meest recente waardedaling van de euro ten opzichte van de dollar is echter voor een groot deel terug te zien in de handelsgewogen wisselkoers (figuur 3). Door de verdere verzwakking gedurende het jaar zal de handelsgewogen wisselkoers voor de eurozone eind 2010 zijn gedaald tot het gemiddelde niveau van 2004-2005. Daardoor zal de export volop kunnen profiteren van de groeiende wereldhandel. Maar omdat wij voor de rest van 2010 een wat minder sterke groei van de wereldhandel dan in de afgelopen drie kwartalen voorzien zal ook de Europese uitvoergroei gedurende 2010 minder sterk worden.

Door de sterke aanloop in de laatste twee kwartalen van 2009 en de blijvende groei gedurende dit jaar verwachten wij voor 2010 een groei van het uitvoervolume van 7½%. Volgend jaar gaat de zwakkere groei van de wereldhandel gepaard met een weer aansterkende euro, waardoor de uitvoergroei in 2011 een stap terug zal zetten, naar 4¾%. Door de beperkte groei van de binnenlandse bestedingen groeit het invoervolume dit en volgend jaar minder hard dan de uitvoer, waardoor de buitenlandse handel in beide jaren per saldo een positieve bijdrage levert aan de groei van het BBP. Het economisch herstel in de eurozone wordt dus in belangrijke mate ondersteund door de groei van de export. Voor een krachtiger en blijvend economisch herstel is het aanhaken bij de groeiende wereldhandel echter niet voldoende. De huidige zwakte van de investeringen en de consumptie zijn dan ook zorgelijk, maar wij verwachten dat beide in de loop van het jaar kunnen gaan bijdragen aan de economische groei.

# Eurozone

## Beperkte investeringsgroei in het vooruitzicht

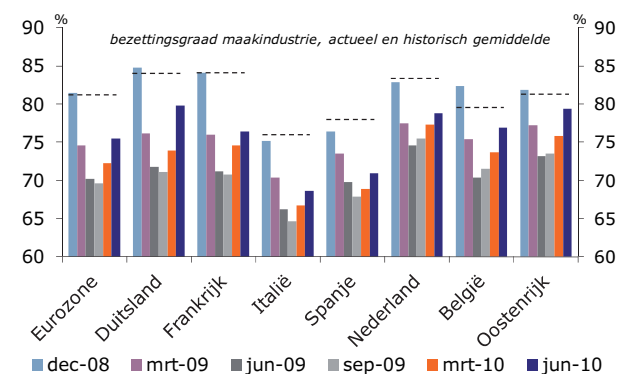
Door de lange doorlooptijd van bouwprojecten zal 2010 voor de investeringen in woningen in de meeste landen van de eurozone een verloren jaar zijn. Zelfs als dit jaar weer een groei in het aantal begonnen bouwprojecten te zien zou zijn, duurt het nog lang voor we dat in een groei van het investeringsvolume terugzien. In Spanje, een belangrijke groeibron van dit type investeringen in de jaren voor de recessie, zullen de woninginvesteringen nog tot in 2011 krimpen.

Voor de bedrijfsinvesteringen in kapitaalgoederen verwachten wij vanaf het tweede kwartaal van 2010 weer een voorzichtige groei, die in 2011 iets aan kracht zal winnen. De bezettingsgraad in de maakindustrie, die in de loop van 2009 zeer sterk afnam, is in de eerste maanden van dit jaar weer behoorlijk hersteld (figuur 4). De groei van de productie zal de komende kwartalen tot een verdere stijging leiden. Doordat de bezettingsgraad in historisch perspectief echter nog steeds zeer laag is, verwachten wij geen ware investeringshousse.

Kapitaalmarktrentes zijn de afgelopen maanden verder gedaald en kredieteisens worden door banken nog nauwelijks verder aangescherpt (figuur 5). Tot eind 2011 verwachten wij een zeer beperkte stijging van de rente. De financiële condities lijken dus voldoende gunstig om een stijging van het investeringsvolume te ondersteunen. Hernieuwde onrust op de financiële markten is bij deze verwachtingen echter een belangrijke onzekere factor. Ook de impact van nieuwe eisen aan kapitaal en liquiditeit bij banken is nog onzeker. Beide kunnen echter tot hogere financieringskosten leiden (zie Rabobank Themabericht 2010/06 en 2010/11).

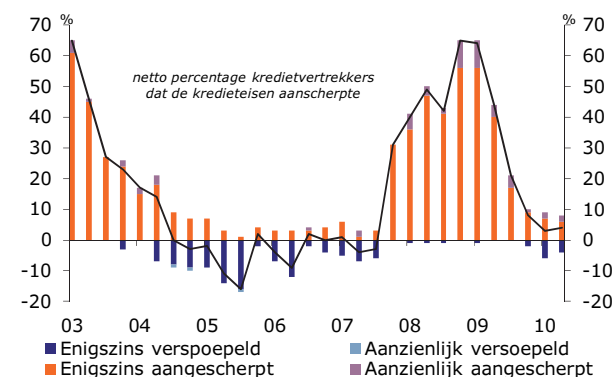
Hoewel wij gedurende de rest van 2010 een groei van de totale private investeringen verwachten, zal het gemiddelde investeringsvolume nog zo'n 2¾ lager zijn dan in 2009. Voor 2011 voorzien wij een investeringsgroei van 2½%.

**Figuur 4: Bezettingsgraad terug omhoog**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 5: Banken worden niet veel strenger meer**



Bron: Reuters EcoWin

# Eurozone

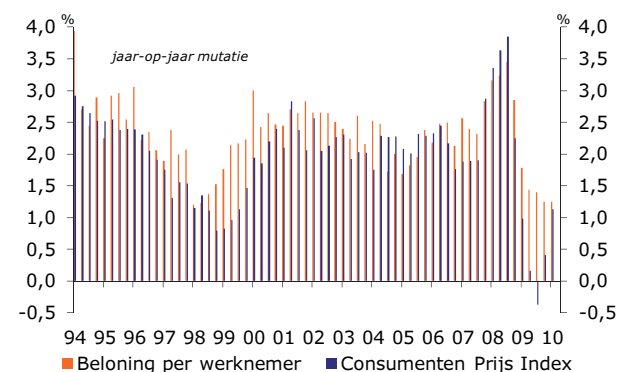
## Wie gaat er meer consumeren?

Door de verwachte stijging van het productievolume zal de werkloosheid naar verwachting niet veel verder meer oplopen. Maar door de beperkte reactie van de werkgelegenheid op de krimp van de productie tijdens de recessie ligt een sterke daling van de werkloosheid in de komende periode ook niet voor de hand. In ons vorige Economisch Kwartaalbericht wezen wij op de sterk gestegen loonkosten per eenheid product. Bedrijven zullen dus eerst de bestaande productiecapaciteit en het huidige personeelsbestand volledig willen benutten en daardoor weinig nieuwe mensen aannemen. Wij verwachten voor dit en volgend jaar een werkloosheidspercentage van 10%.

De opgelopen werkloosheid heeft zich inmiddels vertaald in een daling van de loongroei. Daar staat in de eerste helft van dit jaar een stijging van de inflatie tegenover (figuur 6), waardoor de koopkracht nauwelijks stijgt. In de tweede helft van het jaar zal de inflatie door de tanende invloed van stijgende energieprijzen weer terugvallen. Maar de loongroei ook, waardoor de reële lonen ook in de tweede helft van 2010 niet of nauwelijks zullen stijgen. In landen waar het BTW-tarief is of wordt verhoogd (Griekenland, Portugal, Spanje en Finland) zullen de reële lonen bovendien onder druk komen te staan.

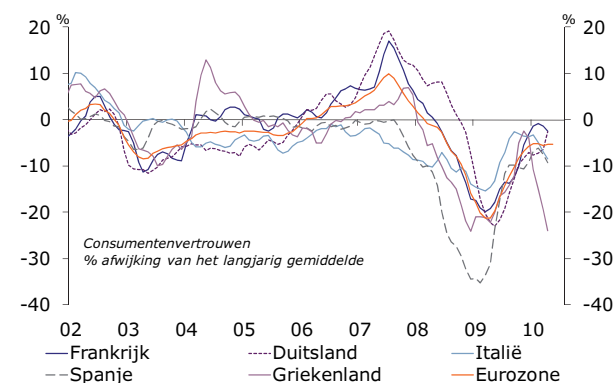
Kijkend naar onze verwachtingen voor werkloosheid en reële lonen ligt krimp noch groei van de particuliere consumptie voor de hand. Bepalend zal het spaargedrag van de consument zijn. In het afgelopen jaar is de spaarquote fors opgelopen. In figuur 6 is duidelijk te zien dat de reële lonen vorig jaar flink stegen. Inkomensondersteuning vanuit de overheid heeft de koopkracht voor veel mensen bovendien extra ondersteund. Door de olopemde werkloosheid en onzekere economische vooruitzichten heeft dit zich echter niet vertaald in extra uitgaven. De verbetering van het consumentenvertrouwen is in de eerste maanden van dit jaar gestagneerd (figuur 7).

**Figuur 6: Loongroei omlaag, inflatie omhoog**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 7: Verbetering vertrouwen stagneert**



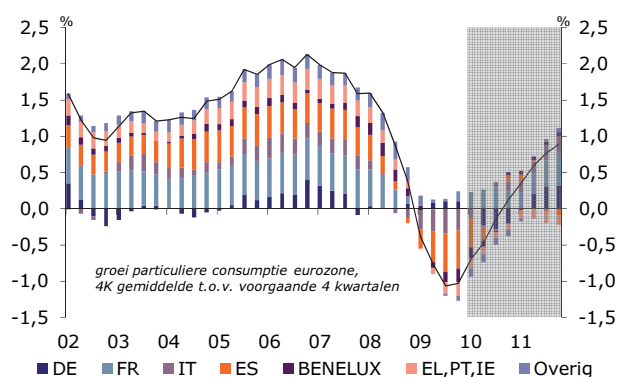
Bron: Reuters EcoWin

# Eurozone

De verslechtering van het consumentenvertrouwen is deels te wijten aan de Griekse schuldenproblematiek. In veel landen leidde dit tot een slechter oordeel over de economische vooruitzichten. In landen waar de overheid door de om-

standigheden op de financiële markten gedwongen is om extra bezuinigingen door te voeren of aan te kondigen, zijn ook andere deelindicatoren van het consumentenvertrouwen verslechterd (figuur 7). Nu de rust op de financiële markten is teruggekeerd, lijkt er ruimte voor een verdere verbetering van het sentiment in landen met beperkte begrotingstekorten, zoals Duitsland, Finland en Oostenrijk. Maar in Spanje, Portugal en Griekenland zal het consumentenvertrouwen door de bezuinigingen en belastingverhogingen waarschijnlijk laag blijven.

**Figuur 8: Periferie beperkt de consumptiegroei**



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank. Landencodes: ISO

De verschillen in consumentenvertrouwen zijn terug te zien in onze verwachting voor het volume van de particuliere consumptie. In het noorden van Europa zullen consumenten de uitgaven opschroeven door minder te besparen. Maar in de landen met grote begrotingstekorten daalt de consumptie door lagere besteedbare inkomens, het lage consumentenvertrouwen en de noodzaak om de in goede tijden opgebouwde schuldenberg af te bouwen. Daarmee valt een zeer belangrijke bron van de consumptiegroei in de jaren voor de recessie weg (figuur 8) en worden de consumptieve bestedingen gedragen door de grootste drie economieën en de noordelijke kleinere economieën. De groeiers zullen echter niet in staat zijn om de afwezigheid van groei in de periferie te compenseren, waardoor wij voor dit jaar een matige ¼% groei van het consumptievolume verwachten en voor 2011 een nog altijd zeer bescheiden 1%.

Wij hebben in onze raming dus nogal wat vertrouwen in het noordelijk deel van de eurozone. Omdat de overheden in die landen volgend jaar ook iets zullen moeten gaan doen aan hun begrotingstekorten zal ook daar het humeur wel onder druk komen te staan. Het risico bestaat dat de consumptiegroei in 2011 als gevolg daarvan harder terugvalt dan wij nu verwachten. Wij gaan er bovendien vanuit dat het financiële hulpplan van de EU en het IMF voldoende is om de rust op de financiële markten te bewaren en dat niet nog meer overheden worden gedwongen om op korte termijn ingrijpende bezuinigingen of belastingverhogingen door te voeren. Een belangrijk onderdeel daarbij is de goedkeuring van de aangekondigde steun in nationale parlementen. In dat geval zouden financiële markten de eurozone de komende drie jaar weer als één geheel gaan beschouwen. En de overheidsfinanciën van dat geheel zien er relatief goed uit.

# Eurozone

## Overheidsfinanciën eurozone relatief gezond

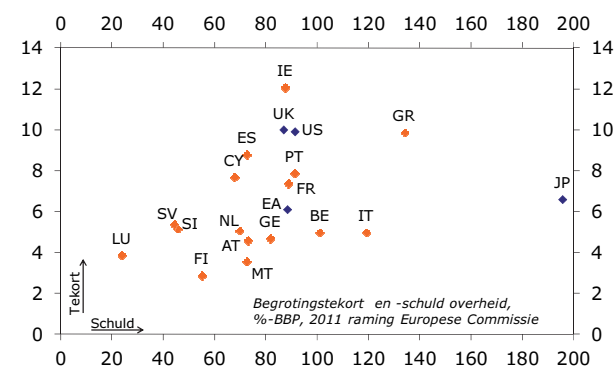
Met het specifieke hulplan voor Griekenland en het algemene hulplan voor de overige lidstaten van de eurozone lijkt er voldoende geld beschikbaar om de komende drie jaar aan de financieringsbehoefte te voldoen van de door de financiële markten aangewezen probleemgevallen Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje. In zekere zin is voor drie jaar de ontbrekende begrotingsunie aan het EMU-project toegevoegd. Die begrotingsunie heeft een tekort en schuld die groter zijn ten opzichte van het jaarlijkse BBP dan volgens de eigen regels toegestaan (3% respectievelijk 60%). Maar in vergelijking met Japan is de bruto schuld zeer beperkt en het in 2011 verwachte tekort is 4%-punt lager dan in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk (figuur 9). Bovendien lijkt de urgentie om de begrotingstekorten terug te dringen als gevolg van de onrust op de financiële markten in de eurozone nu groter dan in de VS en het VK.

Hoewel het op zichzelf goed is dat overheden met grote begrotingstekorten orde op zaken stellen, zal het wel ten koste gaan van het economisch herstel. Wij verwachten voor 2010 en 2011 een lagere bijdrage van de overheidsbestedingen aan de economische groei. Dit concentreert zich met name in de al genoemde landen met de grootste begrotingstekorten. De gevolgen van een gelijktijdige begrotingsconsolidatie in alle eurolanden worden besproken in het focusartikel van dit Economisch Kwartaalbericht.

## Inflatie omhoog, prijsdruk omlaag

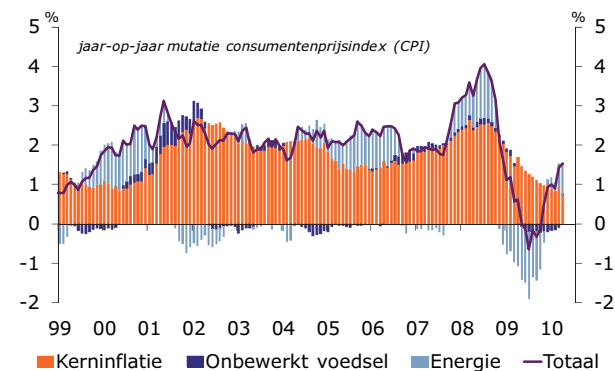
De inflatie in de eurozone steeg in april tot 1,5% (figuur 10). De stijging is het gevolg van een grotere positieve bijdrage van de energieprijzen en een kleinere negatieve bijdrage van de voedselprijzen. De kerninflatie zakte naar een nieuw dieptepunt in het bestaan van de eurozone, van 0,74%. De hogere energiebijdrage maskeert dus een blijvende neerwaartse druk op de onderliggende prijsontwikkeling.

**Figuur 9: Overheidsfinanciën eurozone in vergelijking**



Bron: Europese Commissie

**Figuur 10: Energieprijzen duwen inflatie omhoog**



Bron: Reuters EcoWin

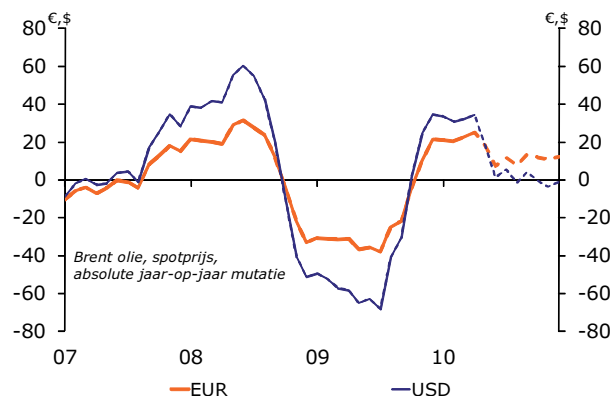
# Eurozone

Door de waardedaling van de euro zal de bijdrage van de energieprijzen aan de inflatie de komende maanden hoog blijven. Als de olieprijs in dollar tot het einde van het jaar tussen de \$ 70 en \$ 75 blijft schommelen dan neemt de absolute jaar-op-jaarverandering van de dollarprijs gestaag af (figuur 11). Maar als gevolg van de door ons verwachte verzwakking van de euro ten opzichte van de dollar stijgt de olieprijs in euro, waardoor energiebijdrage aan de Europese inflatie in 2010 relatief hoog blijft. Door de brede waardedaling van de euro (zie pagina 27) stijgen bovendien de overige invoerprijzen. Dit zal de daling van de kerninflatie in 2010 af kunnen remmen. Een aantal landen voert dit jaar een BTW-verhoging door, wat ook voor een tijdelijk hogere kerninflatie kan zorgen.

De verwachte waardeinstijging van de euro zorgt in 2011 voor een zeer bescheiden energiebijdrage aan de inflatie en invoerprijzen hebben dan juist een neerwaarts effect op de kerninflatie. De tijdelijke effecten van de BTW-verhogingen van dit jaar vallen bovendien in de loop van 2011 weg. Alleen van de voedselprijzen wordt volgend jaar een grotere inflatiebijdrage verwacht dan dit jaar. Voor 2011 verwachten wij met 1% dan ook een lagere gemiddelde inflatie dan de 1½% van 2010.

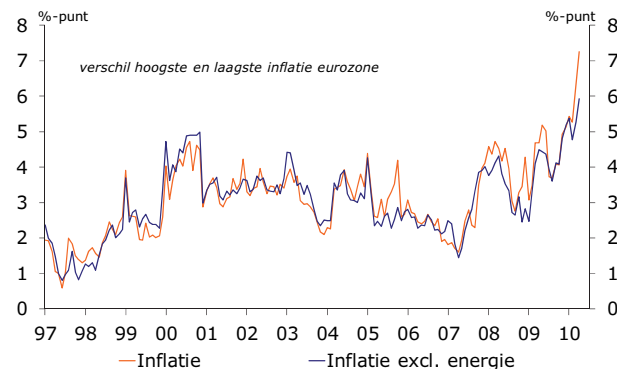
De gemiddelde inflatie in de eurozone maskeert overigens meer dan ooit in het bestaan van de muntunie de grote verschillen tussen landen, zowel in de totale inflatie als in de inflatie exclusief energieprijzen (figuur 12). In april liep het verschil tussen de hoogste inflatie (4,75% bij de Grieken) en de laagste inflatie (-2,5% bij de Ieren) op naar ruim 7%-punt. De hoge inflatie in Griekenland is het gevolg van een BTW-verhoging. De lage inflatie in Ierland komt door de enorme omvang van de recessie. Ook andere landen zullen dit (en wellicht ook volgend) jaar het BTW-tarief verhogen en de verschillen in economisch herstel zullen groot zijn. De inflatieverschillen in de eurozone zullen daardoor groot blijven.

**Figuur 11: Zwakke euro houdt olie duur**



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

**Figuur 12: Recordverschil inflatie eurozone**



Bron: Reuters EcoWin

# Eurozone

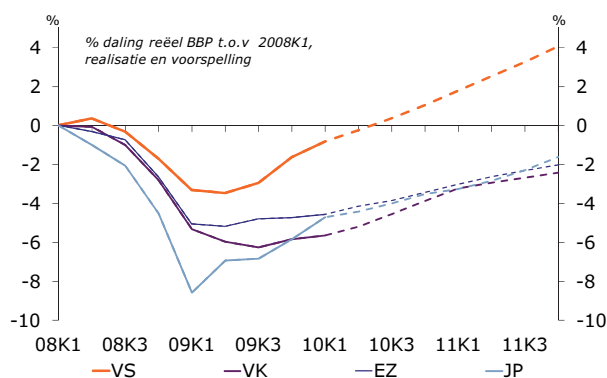
## Economie nog jaren kleiner dan voorheen

Het tot nu toe matige economisch herstel zal dit jaar een krachtiger vervolg krijgen, maar in historisch perspectief traag blijven. Wij verwachten een groei van het BBP-volume van 1% voor 2010 en van 1½% voor 2011. Dat is niet alleen lager dan de gemiddelde groei in de eerste tien jaren van de muntunie van 2%, maar een zeer beperkt herstel na de forse krimp van 4% in 2009. Als de economie zich volgens onze verwachtingen ontwikkelt, zal het BBP-volume van de eurozone eind 2011 nog steeds 2% onder het niveau van voor de recessie liggen (figuur 13). Ondanks een relatief sterk eerste kwartaal (basiseffect) is Japan en het VK eenzelfde lot beschoren. Ook het contrast met de Verenigde Staten, waar het BBP eind 2011 naar verwachting 4% groter zal zijn dan begin 2008, is groot.

Overigens is het vergelijk van de groei van de economie als geheel niet helemaal eerlijk. In de VS groeit de bevolking aanzienlijk sneller dan in de eurozone, waardoor het inkomen per inwoner bij gelijke BBP-groei in de VS kleiner is dan in de eurozone. Als we corrigeren voor dat verschil en kijken naar het BBP per hoofd van de bevolking, dan is het herstel in de VS nog steeds sneller en is het inkomen per inwoner eind 2011 ¾% hoger dan begin 2008. Voor de eurozone is het gat met begin 2008 op die manier gemeten -3¾%. Het herstel in de VS blijft dus duidelijk sneller, maar het verschil is iets minder groot dan wanneer we naar de groei van het totale BBP kijken.

De eurozone heeft een minder flexibele economie dan de VS (zie ook pagina 42). Dat verklaart een deel van het tragere herstel. Maar de belangrijkste factor hiervoor is de opgebouwde interne onbalans in de eurozone, waarbij de zuidelijke lidstaten met geleend geld uit het noorden jarenlang meer uitgaven dan er werd geproduceerd. Dit leidt de komende jaren tot een moeizaam herstel van de economie in de muntunie, omdat de big spenders van de afgelopen jaren het huishoudboekje noodgedwongen op orde brengen.

**Figuur 13: Beperkt herstel BBP-volume**



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Tim Legierse  
T.Legierse@rn.rabobank.nl

**Tabel 1: Kerngegevens eurozone**

jaar op jaar mutatie in %	'09	'10	'11
Bruto binnenlands product	-4,0	1	1½
Particuliere consumptie	-1,0	¼	1
Private investeringen	-12,2	-2¾	2½
Overheidsuitgaven	2,7	1¼	½
Uitvoer goederen en diensten	-12,8	7½	4¾
Invoer goederen en diensten	-11,4	5½	4
Consumentenprijzen	0,3	1½	1
Werkloosheid (%)	9,4	10	10
Begrotingsaldo (% BBP)	-6,3	-6½	-6
Saldo lopende rekening (% BBP)	-0,6	-½	0

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank