

Eurozone

Sterke start van het jaar

Als een goed begin het halve werk is, dan biedt het eerste kwartaal van dit jaar hoop voor het door een schuldencrisis geplaagde eurogebied. De economie groeide in de eerste drie maanden van het jaar sneller dan verwacht. Maar die vliegende start was deels te danken aan uitzonderlijk weer. Wij verwachten een verder economisch herstel, maar de verschillen tussen de lidstaten blijven groot.

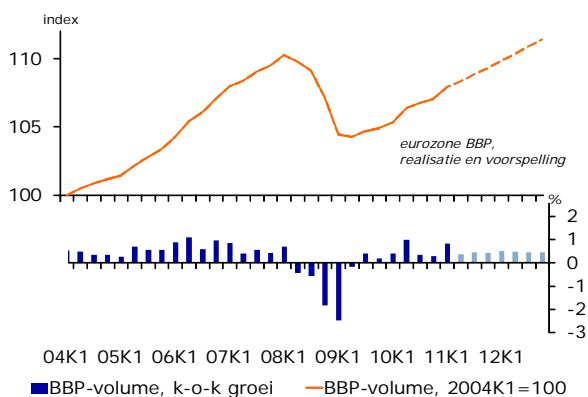
Sterke economische groei

De economie van het eurogebied heeft een sterke start van het jaar gemaakt. Het reële bruto binnenlands product (BBP) groeide in het eerste kwartaal met 0,8% ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Dat is een flinke versnelling van de 0,3% k-o-k groei in het kwartaal ervoor (figuur 1). De sterke groei was deels te danken aan een lichte versnelling van de exportgroei, in lijn met de sterkere groei van de wereldhandel. Maar de grootste bijdrage aan de toename van de vraag naar goederen en diensten werd geleverd door de binnenlandse bestedingen (figuur 2), met de investeringen in vaste activa voorop. De private consumptie leverde net als in de voorgaande kwartalen een positieve maar bescheiden bijdrage aan de groei. Door de combinatie van exportgroei en hogere binnenlandse bestedingen was de groei in het eerste kwartaal van dit jaar breder gedragen dan in de tweede helft van 2010. De werkloosheid daalde in het eerste kwartaal van 2011 naar 9,9%, van 10% een kwartaal eerder.

Abnormaal weer

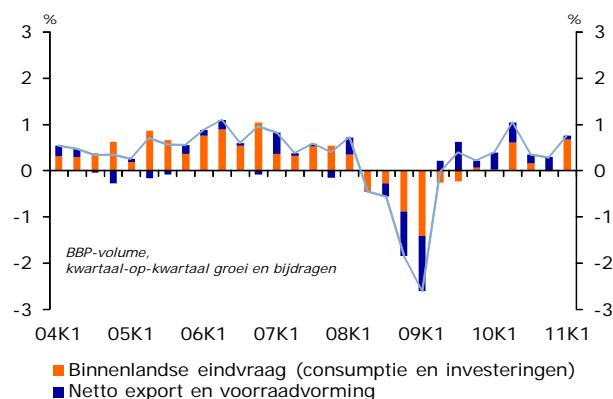
Hoewel de economie in het eurogebied ontegenzeggelijk een goede start van het jaar heeft gemaakt, is de economische dynamiek in het laatste kwartaal van 2010 en het eerste kwartaal van dit jaar deels ook bepaald door de afwisseling van relatief slecht en koud weer eind 2010 en een relatief warme start van 2011. Het slechte weer van eind 2010 leidde tot minder bouwactiviteiten en meer vervoersbelemmeringen, waardoor de economische groei in het laatste kwartaal van 2010 werd beperkt. Daardoor viel de economische groei tegen.

Figuur 1: Herstel eurozone BBP



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 2: Binnenlandse vraag neemt stokje over



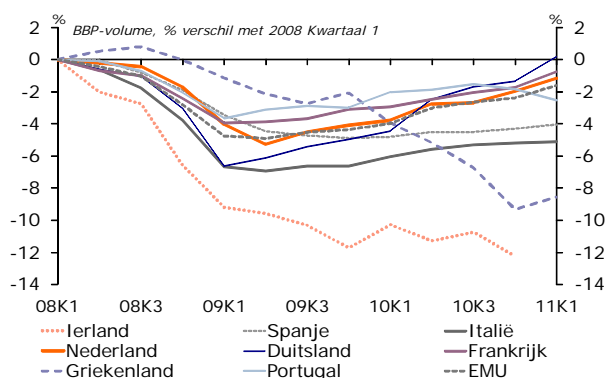
Bron: NIESR, Reuters EcoWin, Rabobank

Eurozone

Naast een normalisatie van de productie door het einde van het slechte weer was het in januari en februari voor het seizoen juist relatief warm. Daardoor nam de productie van gebouwen en infrastructuur in een aantal landen toe. Dit

zien we terug in de sterke groei van de investeringen in vaste activa en is deels de oorzaak van het hoge BBP-groecijfer in het eerste kwartaal. Een deel van deze groei is echter niet gedreven door een grotere vraag naar investeringsgoederen op basis van betere economische vooruitzichten, maar door een hogere productie van reeds in gang gezette projecten. Bovendien zal het positieve effect op de bouwproductie bij een normaal weerpatroon in het tweede kwartaal weer verdwijnen. Wij verwachten dan ook dat de economische groei in het tweede kwartaal aanzienlijk lager zal zijn dan in het eerste kwartaal van 2011.

Figuur 3: Grote verschillen in eurogebied



Bron: Reuters EcoWin

Herstel zet door

Voor de rest van 2011 en gedurende 2012 voorzien wij een economische groei van tussen de 0,4% en 0,5% per kwartaal. Daarmee komt de door ons verwachte jaarlijkse BBP-groei voor 2011 uit op 2% en voor 2012 op 1¾%. Hoewel dit voor het eurogebied best respectabele groeicijfers zijn, zal de werkloosheid hierbij maar mondjesmaat dalen. Wij verwachten dat deze voor het eurogebied eind 2012 pas is gedaald tot 9%, van 10% in 2010.

Eenheid van grote verschillen

Achter de economische groei van het eurogebied als geheel gaan grote verschillen schuil (figuur 3). Duitsland was in het eerste kwartaal de koploper met 1,5% groei (k-o-k), Portugal met -0,7% de hekkensluiter. In Duitsland, Oostenrijk en België was het BBP in het eerste kwartaal van 2011 weer terug op het niveau van voor de recessie. Nederland en Frankrijk lopen daarbij nog iets achter, maar naderen ook het punt waarop het productievolume weer even hoog is als aan het begin van 2008. Griekenland kende in het eerste kwartaal van 2011 een relatief hoge economische groei, maar dit was bij lange na niet voldoende om de forse krimp in de kwartalen daarvoor weer goed te maken. Portugal is door (de op handen zijnde) bezuinigingen en structurele hervormingen opnieuw in recessie geraakt. In Italië en Spanje is wel sprake van economische groei, maar het herstel gaat erg langzaam, waardoor het verschil met het BBP-niveau van voor de recessie nog steeds aanzienlijk is. Voor Ierland komen de cijfers voor het eerste kwartaal pas eind juni beschikbaar, maar het zal nog jaren duren voor het BBP-niveau hier is hersteld.

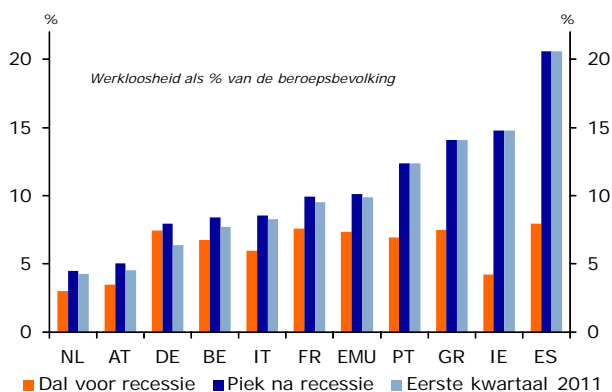
Eurozone

De grote verschillen in economische groei zijn ook goed terug te zien in de werkloosheidspercentages (figuur 4). In Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje bereikte de werkloosheid in het eerste kwartaal van 2011 een nieuw hoogtepunt sinds de start van de recessie. In de overige landen heeft de werkloosheid inmiddels één of meerdere stappen naar beneden gezet. Duitsland vormt met een werkloosheid die zelfs lager is dan het laagste niveau van voor de recessie een duidelijke positieve uitzondering op het geheel. In een apart hoofdstuk van dit Economisch Kwartaalbericht over Duitsland bekijken wij dit *Arbeitsmarktwunder* nader.

Ook voor de rest van 2011 en volgend jaar verwachten wij dat de noord-zuidverschillen in economische groei zullen blijven bestaan (figuur 5). Bezuinigingen bij de overheid en schuldafbouw in de private sector (zie ook Themabericht 11/11 *Ook private schuldafbouw periferie noodzakelijk*) zullen de binnenlandse vraag in Zuid-Europa en Ierland doen dalen of de groei sterk beperken. In Zuid-Europa wordt dit door een beperkte concurrentiekracht maar ten dele gecompenseerd door een verdere groei van de export. De door ons verwachte gemiddelde BBP-groei in 2011-2012 loopt uiteen van 2¾% in Duitsland tot -1½% in Portugal.

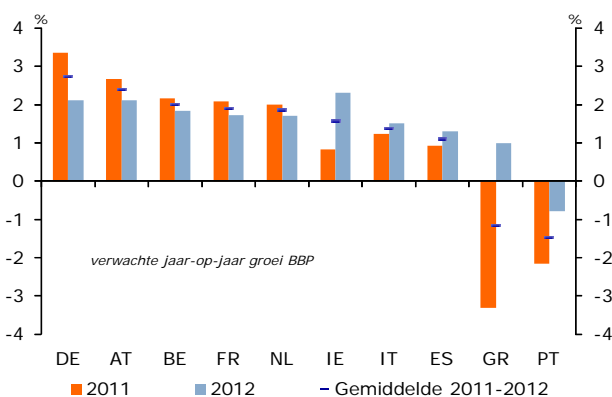
De trage groei in Italië is opvallend, omdat de banken relatief ongeschonden uit de wereldwijde financiële crisis zijn gekomen en er geen sprake is geweest van een leeglopende vastgoedbubbel zoals in Spanje en Ierland. Bovendien staat het land minder dan Griekenland en Portugal onder druk om te bezuinigen of structurele hervormingen door te voeren. De recessie is dan ook vooral bepaald door een forse krimp van de export. In Duitsland was dit ook het geval. Toch is de Duitse economie al weer boven Jan, terwijl Italië flink achterblijft. In de box *Waarom Duitsland snel maar Italië langzaam herstelt* bespreken we hoe dit komt.

Figuur 4: Verschillen in werkloosheid



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 5: Verwachte verschillen in BBP-groei



Bron: Rabobank

Eurozone

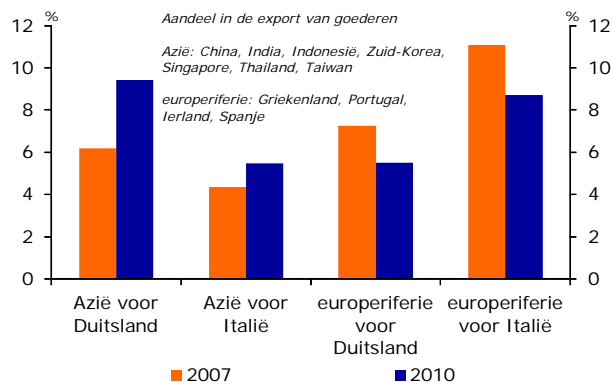
Box 1: Waarom Duitsland snel maar Italië langzaam herstelt

De Duitse economie is de duidelijke koploper in het eurogebied. De krimp van het BBP-volume was een van de grootste in het eurogebied, maar inmiddels is het productieniveau weer helemaal hersteld. De Italiaanse recessie was nog dieper dan de Duitse. Maar in tegenstelling tot in Duitsland is het herstel er tot nu toe erg traag verlopen (figuur 3). Dit is toe te schrijven aan twee factoren.

Ten eerste is de dynamiek van de Duitse export door de verdeling ervan naar regio's en goederen een stuk gunstiger geweest dan in Italië. Voor de recessie was het deel van de export dat naar Azië ging in Duitsland al groter dan in Italië, terwijl het aandeel van de probleemlanden aan de rand van Europa voor Duitsland juist kleiner was (figuur 6). Italië heeft door de verdeling van het exportpakket meer last van de recessie in de Europese periferie en minder baat bij de economische groei in Azië dan Duitsland. Bovendien heeft Duitsland, gezien de forse toename van het aandeel van Azië, veel meer kunnen profiteren van de Aziatische groei. Dit is weer te danken aan het grotere aandeel van kapitaalgoederen in de Duitse export (44%, tegen 32% in Italië). De groei in Azië is in hoge mate gedreven door hogere investeringen. Duitsland maakt dus meer dan Italië de goederen die het hard groeiende deel van de wereld nodig heeft.

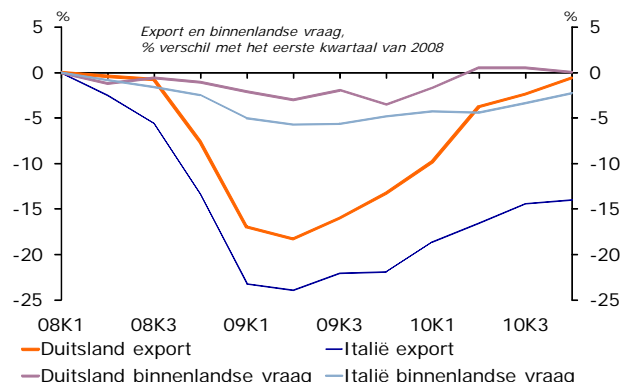
Het tweede belangrijke verschil tussen Duitsland en Italië is de mogelijkheid om de effecten van de recessie met behulp van begrotingsbeleid te verzachten. De Italiaanse staatsschuld was in 2007 al erg hoog (103,6%-BBP) en er was sprake van een begrotingstekort (1,5%-BBP). Daardoor was het voor de overheid nauwelijks mogelijk om met lagere belastingen of hogere uitgaven de economie te ondersteunen. Duitsland (staatsschuld 64,9%-BBP en klein begrotingsoverschot in 2007) had die mogelijkheid wel en heeft die ook gebruikt. De binnenlandse vraag is in Duitsland dan ook minder ver weggezakt dan in Italië (figuur 7).

Figuur 6: Wedden op het verkeerde paard



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Figuur 7: Exportgroei maakt het grote verschil



Bron: NIESR

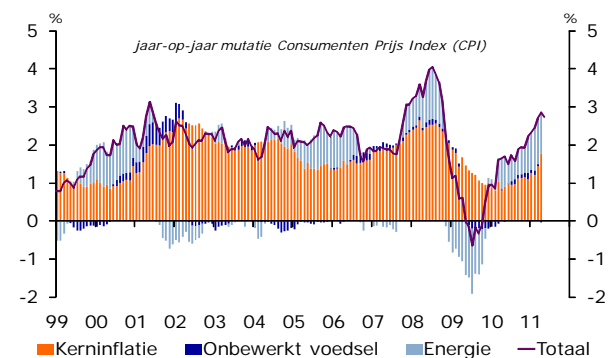
Eurozone

Export biedt minder steun...

De exportgroei was in 2010 de belangrijkste oorzaak van de economische groei. Voor dit en volgend jaar verwachten wij een minder sterke groei van het export-

volume door een minder hard groeiende wereldhandel dan in 2010. Daarnaast is de euro relatief duur. De recente waardedaling ten spijt is de euro/dollarkoers van boven de 1,40 nog steeds een stuk hoger dan in de tweede helft van 2010, toen een euro gemiddeld 1,33 dollar kostte. Wij verwachten bovendien een verdere waardestijging van de euro ten opzichte van de dollar (zie het hoofdstuk *Rente en Valuta* in dit Economisch Kwartaalbericht). Ook in handelsgewogen termen zal de euro dit en volgend jaar naar verwachting relatief sterk blijven, wat naast de lagere groei van de wereldhandel de exportgroei zal beperken. Per saldo verwachten wij voor 2011 een exportgroei van

Figuur 8: Inflatie fors gestegen



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

7½%, gevolgd door 5½% in 2012.

... maar investeringen en consumptie bieden tegenwicht

Hoewel de binnenlandse bestedingen in veel landen worden tegengewerkt door bezuinigingen en belastingverhogingen, is er wel ruimte voor een voorzichtige groei. Het door de exportgroei opgestuwde productievolume zal een positief effect hebben op de private investeringen. Die zijn tijdens de recessie fors afgenomen, maar als de productie weer op peil komt, is er aanleiding voor zowel vervangings- als uitbreidingsinvesteringen. Voor 2011 en 2012 verwachten wij een reële investeringsgroei van 3%. Omdat in een deel van het eurogebied de werkgelegenheid en de beschikbare inkomens stijgen en het consumentenvertrouwen verbetert, zien wij ruimte voor een verdere groei van de particuliere consumptie. Cruciaal daarbij is onze aanname dat de Duitse consumptie dit en volgend jaar flink zal toenemen. Dit zal deels compenseren voor de verwachte krimp of stagnatie van de consumptieve bestedingen in Zuid-Europa en Ierland, waar in de jaren voorafgaand aan de wereldwijde recessie een belangrijk deel van de Europese consumptiegroei werd gerealiseerd.

Inflatie fors hoger

De inflatie is dit jaar gestaag gestegen, van 2,3% in januari naar 2,8% in april, om in mei weer een stukje terug te vallen naar 2,7%. In tegenstelling tot de tweede helft van 2010, toen de stijgende inflatie toe te schrijven was aan een hogere bijdrage van de energieprijzen, is de recente beweging grotendeels terug te voeren op de kerninflatie. Gezien de nog steeds relatief hoge olieprijs zal de energiebijdrage pas eind 2011, begin 2012 significant dalen. Daardoor komt de gemiddelde inflatie naar verwachting uit op 2½% in 2011 en 1½% in 2012.

Eurozone

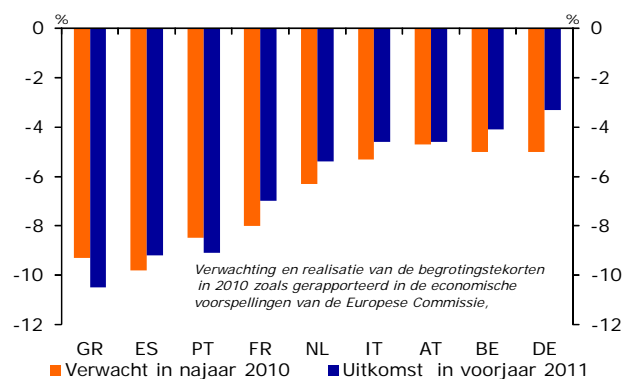
Tekortreductie overheden sneller dan verwacht

Het begrotingstekort van de overheden in de eurozone als geheel kwam in 2010 uit op 6%-BBP. Dat is iets lager dan de 6,3% in het voorgaande jaar en bovendien beter dan de verslechtering naar 6,6% die de Europese Commissie in het najaar van 2010 nog verwachtte (figuur 9). De betere uitkomst dan gedacht geldt voor bijna alle landen in het eurogebied, maar helaas niet voor de landen met de grootste tekorten. Ierland vormt de belangrijkste uitzondering, omdat het begrotingstekort daar door een forse kostenpost voor de redding van het bankwezen opliep naar ruim 32%-BBP. Ook in Griekenland en Portugal was de uitkomst slechter dan de eerdere verwachtingen. Vooral het tegenvallende resultaat in Griekenland is de laatste weken prominent in het nieuws, omdat het halen van de begrotingsdoelstellingen een voorwaarde is voor het ontvangen van financiële steun. Hoewel minder dan verwacht, werd het Griekse begrotingsstekort wel teruggedrongen van 15,4%-BBP naar 10,5%. Wetende dat het BBP met 4,5% kromp is dit een zeer uitzonderlijke prestatie, die in de huidige commentaren rond de Europese schuldencrisis maar al te vaak wordt vergeten. In het eurogebied als geheel en in vrijwel alle individuele lidstaten worden dit en volgend jaar verdere stappen gezet in het verbeteren van de overheidsfinanciën. Door verdere economische groei in Noord-Europa en bezuinigingsmaatregelen in het gehele eurogebied verwacht de Europese Commissie dat het begrotingsstekort voor de eurozone in 2012 zal zijn teruggedrongen tot 3,5% van het BBP.

Prima geheel

Wie naar het eurogebied als geheel kijkt, ziet een economie die langzaam maar zeker herstelt van een flinke recessie. De werkloosheid daalt, de overheidsfinanciën worden op orde gebracht en de inflatie blijft onder controle. Door een tekort aan economische en politieke integratie tussen de landen in de eurozone helpt dit echter weinig om de Europese schuldencrisis te bezweren. Aan politici nu de taak om het geheel, dat er best redelijk voor staat, bij elkaar te houden.

Figuur 9: Begrotingstekorten vergeleken



Bron: Europese Commissie

Tabel 1: Kerngegevens

jaar op jaar mutatie in %	'10	'11	'12
Bruto binnenlands product	1,8	2	1¾
Particuliere consumptie	0,8	1	1
Private investeringen	-0,4	3	3
Overheidsuitgaven	0,9	¾	-½
Uitvoer goederen en diensten	11,0	7½	5½
Invoer goederen en diensten	9,1	5¼	4¾
Consumentenprijzen	1,6	2½	1½
Werkloosheid (%)	10,1	9¾	9¼
Begrotingssaldo (% BBP)	-6,0	-4¼	-3½

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Tim Legierse
T.Legierse@rn.rabobank.nl