

Eurozone

Finish nog niet in zicht

De effecten van de Europese schuldencrisis op de reële economie zijn in de tweede helft van 2011 duidelijker zichtbaar geworden. Ook in 2012 en 2013 blijven de forse bezuinigingsoperaties en de private schuldafbouw in de periferie de binnenlandse vraag nadrukkelijk parten spelen. De finish van de schulden-crisis is dus nog altijd niet in zicht. Positief is wel dat het liquiditeitsbeleid van de ECB sinds januari een duidelijke kentering van het economisch sentiment te weeg heeft gebracht.

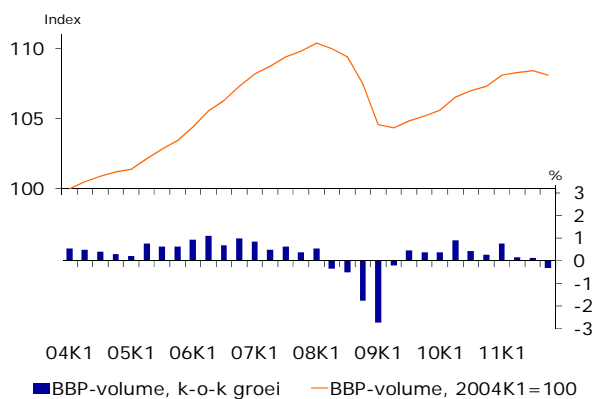
Vierde kwartaal 2011 bleek een lastig circuit

Het reële Bruto Binnenlands Product (BBP) van de eurozone kromp in het vierde kwartaal van 2011 met 0,3% k-o-k. Na een groei afzwakking in de twee voorgaande kwartalen was dit de eerste krimp sinds medio 2009 (figuur 1). Daarbij viel op dat ook veel Noordelijke lidstaten rode cijfers moesten noteren, terwijl eerder voornamelijk Zuidelijke lidstaten in de min zaten. Zo krompen de economieën van Duitsland, Nederland en België in het vierde kwartaal van 2011, waardoor voor de laatste twee een recessie realiteit is geworden. De wijdverspreide krimp kwam niet als een verrassing. Allereerst was het vertrouwen onder zowel consumenten als producenten sinds de herfst van 2011 flink bekoeld door de opnieuw opgelaaide onzekerheid rondom de Europese schuldencrisis. Dit heeft de consumptieve bestedingen en de bedrijfsinvesteringen in de laatste maanden van 2011 verder onder druk gezet. Daarnaast kende de wereldhandel in het laatste kwartaal van 2011 slechts zeer bescheiden groei (0,3% k-o-k), waardoor ook de buitenlandse handel geen wezenlijke bijdrage aan het kwartaalcijfer leverde.

Smeermiddel van ECB lijkt wonderolie

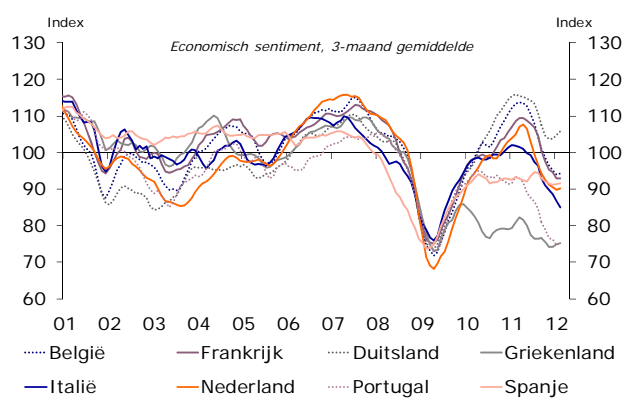
Het verslechterde sentiment onder consumenten en producenten zal naar verwachting ook in het eerste kwartaal van 2012 zijn weerslag hebben op de economische groei. Wij houden rekening met een lichte krimp van het eurozone-BBP, waarmee er sprake zal zijn van een milde recessie. Hierbij moet worden

Figuur 1: BBP-krimp in 11K4



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 2: Economisch sentiment



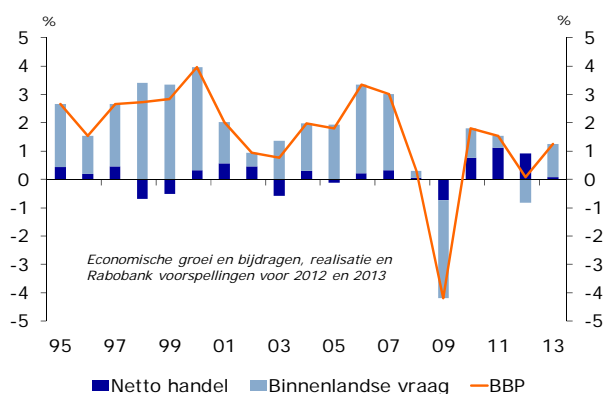
Bron: Reuters EcoWin

Eurozone

opgemerkt dat de moeizame voortgang van de Europese schuldencrisis op de valreep van 2011 een plotse wending heeft gekregen door de succesvolle langetermijnherfinancieringsoperatie van de ECB (zie ook de bijdrage Rente en Valuta

elders in dit kwartaalbericht). Naast een afname van de spanning in het Europese bankwezen en een daling van het rendement op perifere staatspapier is hierdoor begin 2012 ook het sentiment onder consumenten en producenten licht verbeterd (figuur 2). Hoewel de verschillen groot zijn, bevindt dit vertrouwen zich in de meeste lidstaten duidelijk boven het niveau van begin 2009. Een verdere verbetering van het sentiment is in grote mate afhankelijk van het succes waarmee de Europese schuldencrisis wordt bestreden. Wij verwachten dat de Europese beleidsmakers dit jaar voortgang blijven boeken, waardoor ook het sentiment langzaam aan kracht kan winnen. Desondanks blijft de schuldencrisis een voornaam risico voor het economisch herstel.

Figuur 3: Zwakke binnenlandse vraag



Bron: Niesr, Rabobank

Ondanks de voorzichtige tekenen van herstel zal de zwakke tweede helft van 2011 en de naar verwachting moeizame start van het huidige jaar een zware stempel drukken op het jaarcijfer van 2012. Wij verwachten dat de economie van de eurozone dit jaar stagneert en voorzien voor 2013 een volumegroei van 1¼%. In beide jaren zien wij diverse kanalen waarlangs de schuldencrisis de economische groei onder het trendmatige tempo zal houden, waarbij het effect op de binnenlandse vraag met name in 2012 sterk merkbaar zal zijn (figuur 3). Volgens onze verwachting zal de economische activiteit in de eurozone zich eind 2013 nog altijd een fractie onder het pre-crisisniveau van begin 2008 bevinden. Onder deze moeizame economische omstandigheden zal het creëren van werkgelegenheid moeizaam blijven gaan. Wij verwachten dat de gemiddelde werkloosheid in de eurozone dit jaar verder oploopt tot 10¾% en dat zij in 2013 slechts mondjesmaat daalt. Dit gemiddelde kent overigens een grote spreiding.

Buitenlandse bolides rijden harder

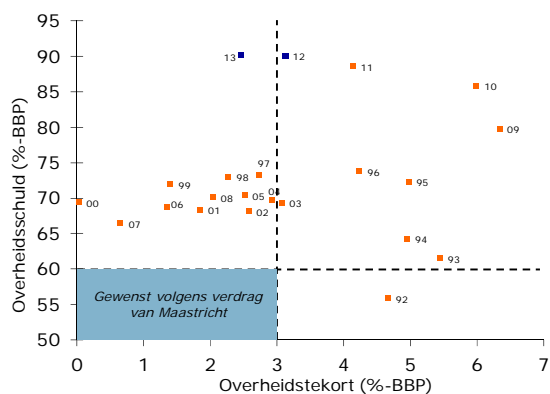
Aangezien de binnenlandse vraag in 2012 naar verwachting licht zal krimpen en in 2013 slechts beperkt zal groeien, blijft de groei van de eurozone in hoge mate afhankelijk van de buitenlandse vraag. De wereldhandel kan sinds het voorjaar van 2011 minder bijdragen aan de exportgroei van de eurozone, omdat diverse opkomende economieën in Azië en Latijns-Amerika eind 2010 zelf tegen de grenzen van hun productiecapaciteit aanliepen. Als reactie op de olopemde inflatie probeerden beleidsmakers de groei van de binnenlandse bestedingen af te remmen. Na een afkoeling van de opkomende economieën gedurende 2011

Eurozone

lijkt de weg naar trendmatige groei in de loop van 2012 en 2013 voor deze landen weer open te liggen. Dit beeld wordt ondersteund door een eerste, voorzichtige verruiming van het fiscale of monetaire beleid in bijvoorbeeld China

en Brazilië. Ondanks dat de voortgang van de Europese schuldencrisis een belangrijke rol zal spelen in hun verdere beleidskeuze, verwachten wij dat diverse opkomende economieën in de loop van 2012 weer een voorzichtige stimulans aan de wereldhandel kunnen geven. Daarnaast is de handelsgewogen wisselkoers van de euro sinds medio 2011 geleidelijk gedaald, wat de exportprestaties van het eurogebied een steuntje in de rug kan geven. Per saldo verwachten wij voor 2012 (3¼%) en 2013 (5½%) beperkte exportgroei.

Figuur 4: Overheidsschuld en tekort eurozone



Bron: Reuters EcoWin, IMF

Overheden houden de voet op de rem

Onder druk van financiële markten en aangescherpte Europese begrotingsregels zijn veel overheden druk bezig hun overheidsfinanciën op orde te brengen. Figuur 4 laat zien dat de omvangrijke bezuinigingsoperaties duidelijk effect hebben op het gemiddelde begrotingstekort in de eurozone, dat naar verwachting volgend jaar onder de 3%-BBP zal duiken. De toename van de gemiddelde publieke schuld-ratio, die sinds de financiële crisis duidelijk waarneembaar was, vlakkt dit en komend jaar naar verwachting verder af. De verschillen tussen de overheidsfinanciën van individuele lidstaten blijven echter aanzienlijk. Er is bovendien een groeiende kloof tussen de tekortratio's van diverse Noordelijke lidstaten. Terwijl het tekort van Duitsland zich in 2011 al onder de 3%-BBP bevond, zaten de tekorten van Frankrijk, Nederland en België (op respectievelijk 5,5%, 5,0% en 3,8%-BBP) daar afgelopen jaar nog ruim boven. In Frankrijk spelen de verkiezingen dit voorjaar een belangrijke rol bij de invulling van de omvangrijke, noodzakelijke begrotingsinspanning in de komende jaren (box 1).

Overheden in de eurozone hebben een belangrijk aandeel in de gematigde groei-vooruitzichten. Zowel de overheidsconsumptie als de overheidsinvesteringen dragen in 2012 en 2013 naar verwachting negatief bij aan het groeicijfer van de eurozone. Ten gevolge van de lagere groeivoorzichten dreigen diverse landen dit jaar hun Europese begrotingsdoelstelling niet te halen. Het gevaar bestaat dat de strikte Europese begrotingsregels overheden dwingen tot aanvullende bezuinigingsmaatregelen, die de groei alleen maar verder zullen drukken. Met name Duitsland heeft voldoende begrotingsruimte om de binnenlandse vraag te stimuleren. Maar zolang dit niet gebeurt, duurt het langer om de negatieve spiraal van extra bezuinigingen en verdere krimp in vooral perifere lidstaten te doorbreken.

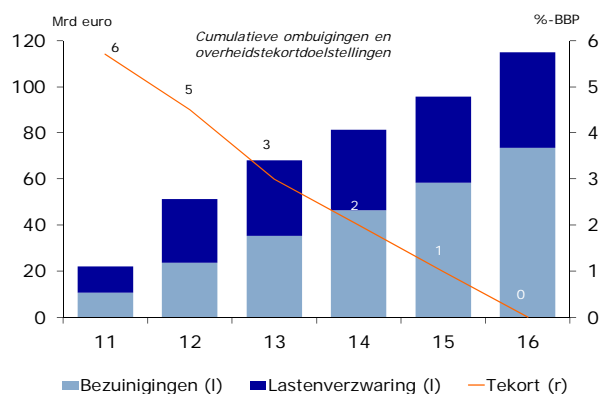
Eurozone

Box 1: Wat willen Sarkozy en Hollande?

In april en mei van dit jaar vinden de Franse presidentsverkiezingen plaats. De

kandidaat van de socialistische partij, François Hollande, is de belangrijkste uitdager van de zittende president Sarkozy. Vanwege het huidige hoge begrotingstekort is de budgettaire speelruimte voor beide kandidaten beperkt. Zowel Sarkozy als Hollande wil het begrotingstekort in 2013 terugbrengen tot 3%-BBP. Daarnaast wil Sarkozy de begroting in 2016 in evenwicht hebben, terwijl Hollande dit een jaar later wil bereiken. Op basis van de tekortdoelstellingen lijkt er voor de Fransen dus weinig te kiezen. De onderliggende verkiezingsprogramma's laten echter zien dat beide kandidaten voor een compleet andere invulling kiezen om deze doelstelling te bereiken.

Figuur 5: Meerjarenplan Sarkozy



Bron: Begroting 2012, Rabobank

De zittende regering van Sarkozy heeft eind

2011 twee bezuinigingspakketten aangenomen waarin tot en met 2016 cumulatief voor ruim € 114 miljard (5,9%-BBP) wordt omgebogen (figuur 5). Hoewel er voor 2012 een relatief zware lastenverzwaring op de rol staat (ruim € 16 miljard of 0,8%-BBP), ligt de nadruk in het meerjarenplan op het beperken van de overheidsuitgaven. Dit lijkt verstandig aangezien de uitgaven van de Franse overheid (56,5%-BBP in 2011) tot de hoogste van Europa behoren. Het beleid van Sarkozy is gericht op een sterk bedrijfsleven, waardoor bedrijfsinvesteringen en export (op de lange termijn) een groter aandeel in de groei kunnen verwerven. Om de concurrentiepositie te versterken, kiest Sarkozy voor een btw-verhoging en een gelijktijdige verlaging van werkgeverspremies. Zonder aanvullende hervormingen op de arbeidsmarkt lijkt een structurele verbetering van de concurrentiekracht echter niet haalbaar.

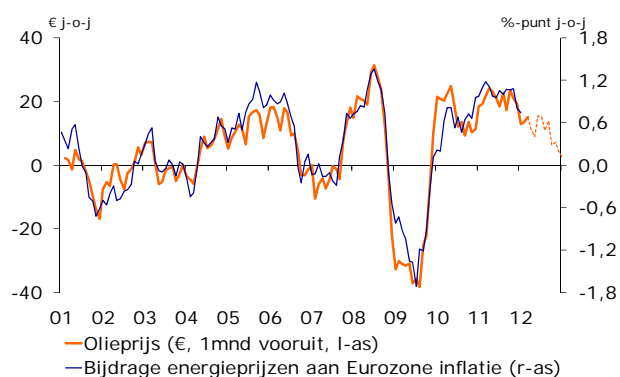
Uitdager Hollande voert een klassiek links programma waarin de nadruk ligt op extra overheidsuitgaven die worden gefinancierd via hogere belastingen. Hij wil tot en met 2017 € 20 miljard extra investeren, onder andere in onderwijs, werkgelegenheid en innovatie. Daarnaast wil hij het ontslaan van werknemers onder specifieke omstandigheden voor bedrijven duurder maken en de eerdere verhoging van de minimumpensioenleeftijd van 60 naar 62 voor bepaalde groepen werknemers terugdraaien. Beide maatregelen zijn naar onze mening een verkeerde aanpak van de hoge werkloosheid (bijna 10%) en de relatief lage arbeidsparticipatie (bijna 70%). De huidige hoge ontslagbescherming weerhoudt bedrijven er immers van om nieuw personeel aan te trekken, terwijl de huidige effectieve pensioenleeftijd (59,1 jaar voor mannen) één van de laagste van Europa is. Hollande kiest voor behoud van het huidige Franse model waarin de groei wordt gedreven door consumptie van huishoudens en de overheid.

Eurozone

Consument weet gaspedaal niet te vinden

Ook de consumptie van huishoudens zal dit en komend jaar hinder blijven ondervinden van de Europese schuldencrisis. Hierbij kan onderscheid worden

Figuur 6: Energiebijdrage neemt af



Bron: Reuters EcoWin

gemaakt tussen het effect van het lage consumentenvertrouwen en dat van de ontwikkeling van het reëel beschikbaar inkomen. Het lage consumentenvertrouwen sinds de herfst van 2011 speelde waarschijnlijk een belangrijke rol in de reële krimp van de particuliere consumptie in het vierde kwartaal van 2011. In het derde kwartaal van vorig jaar groeide de consumptie nog voorzichtig. Indien de sinds januari ingezette, voorzichtige verbetering van het sentiment dit jaar doorzet, is er geen reden om meer kwartalen van krimp van de particuliere consumptie te verwachten.

Onderliggend zijn er echter wel diverse factoren die de groei van de consumptie van huishoudens de komende jaren zullen blijven remmen. Het reëel beschikbaar inkomen wordt allereerst aangetast door de grootschalige bezuinigingen en lastenverzwaringen in het hele eurogebied. Daarnaast heeft de moeizame ontwikkeling van de werkgelegenheid gevolgen voor het beschikbare inkomen. Vanwege de economische stagnatie zal het aantal banen dit jaar naar verwachting in diverse lidstaten krimpen. Er bestaan echter ook lichtpuntjes. De verwachte daling van de inflatie, naar 2% in 2012 en 1½% in 2013, kan het reëel beschikbaar inkomen van huishoudens ondersteunen. Stijgende voedsel- en energieprijzen leverden afgelopen jaar een stevige bijdrage aan de algemene prijsontwikkeling. Vooral de bijdrage van energieprijzen zal dit jaar naar verwachting veel lager zijn dan in 2011 (figuur 6). Hierbij geldt allereerst de aanname, op basis van futures, dat de olieprijs in de loop van 2012 licht zal dalen. Daarnaast wordt verondersteld dat de euro eind dit jaar licht zal zijn geapprecieerd ten opzichte van de dollar, waardoor de prijs van olie in euro's lager zal zijn. Naast de lagere energiebijdrage kan de zwakke binnenlandse vraag de kerninflatie in het eurogebied gedurende het jaar omlaag drukken. Zelfs als het consumentenvertrouwen opkrabbelt, zullen de consumptieve bestedingen per saldo zwak blijven. Mede door de krimp in het vierde kwartaal van 2011 en de verwachte zwakke start van het jaar voorzien we voor 2012 op jaarbasis een lichte krimp van ½% en voor 2013 slechts een lichte groei van ¼%.

Bedrijfsleven neemt plaats in pitstop

Ook voor het bedrijfsleven kan een onderscheid worden gemaakt tussen vertrouwenseffecten en de fundamentele factoren die van invloed zijn op investeringsgroei. Het producentenvertrouwen is sinds de herfst van vorig jaar fors gedaald en dit

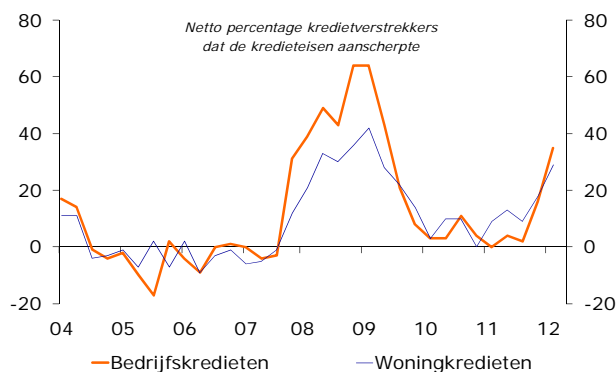
Eurozone

was duidelijk terug te zien in de krimpende investeringsgroei in de tweede helft van 2011. De krimp kan deels worden toegeschreven aan het onzekere investeringsklimaat, maar weerspiegelt ook een aantal onderliggende remmende factoren. Allereerst is de bezettingsgraad in de maakindustrie in de eurozone in de tweede helft van 2011 gedaald en bevindt deze zich duidelijk onder het langjarig gemiddelde. Bij een lage bezettingsgraad worden investeringen om de huidige productiecapaciteit uit te breiden eerder op de lange baan geschoven. Ook vanuit de financieringskant belemmert de Europese schuldencrisis de investeringsgroei. Figuur 7 laat zien dat banken in de eurozone in het vierde kwartaal van 2011 en het eerste kwartaal van 2012 de kredietvragen hebben aangescherpt, al is de aanscherping niet zo fors als tijdens de kredietcrisis.

Voortgang bij het oplossen van de schuldencrisis kan het onzekere investeringsklimaat doen afnemen en wellicht ook de kredietvragen van banken doen afzwakken. De lage bezettingsgraad blijft voorlopig een remmende factor, maar kan na enkele kwartalen van (door export gedreven) productiegroei herstellen. Bij voldoende groeivoorzichten zullen de grootschalige overheidsbezuinigingen waarschijnlijk een minder beperkend effect hebben op de private investeringen dan op bijvoorbeeld de particuliere consumptie. Om die reden verwachten wij dat de private investeringen zich na een zeer moeizaam 2012 (-1¼%) relatief snel kunnen herstellen in 2013 (+3¾%). De onderlinge verschillen tussen lidstaten blijven naar verwachting groot vanwege schuldafbouw en beperktere financieringsmogelijkheden in de periferie. Zo voorzien wij voor Duitsland in 2013 4¾% volumegroei van de private investeringen en voor Italië slechts 1%.

De Europese schuldencrisis blijft ook in 2012 en 2013 het tempo van het economische herstel van de eurozone bepalen. Zelfs als het sentiment verder verbetert, blijft de binnenlandse vraag onder druk staan door schuldafbouw en beperkte financieringsmogelijkheden. Net als in de afgelopen jaren blijft de groei in hoge mate afhankelijk van de buitenlandse vraag uit de opkomende markten.

Figuur 7: Kredietvragen aangescherpt



Bron: Reuters EcoWin

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

Tabel 1: Kerngegevens eurozone

jaar op jaar mutatie in %	'11	'12	'13
Bruto binnenlands product	1,5	0	1¼
Particuliere consumptie	0,2	-½	¾
Private investeringen	2,1	-1¼	3¾
Overheidsuitgaven	0,0	-¾	-¼
Uitvoer goederen en diensten	6,5	3¼	5½
Invoer goederen en diensten	4,0	1¼	5¾
Consumentenprijzen	2,7	2	1½
Werkloosheid (%)	10,2	10¾	10¼
Begrotingssaldo (% BBP)	-4,3	-3½	-2½

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank