

# Eurozone

## BBP maakt sprong

*De versnelling van de economische groei was in het tweede kwartaal groter dan verwacht. Maar het herstel blijft in hoge mate gedreven door voorraadvorming en de groei van het exportvolume. Beide zullen in de tweede helft van dit jaar minder sterk bijdragen aan de BBP-groei. Wij verwachten dat het economisch herstel in een lager tempo door zal zetten.*

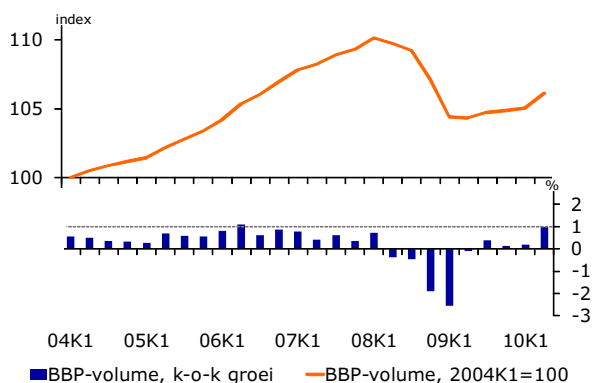
### Indrukwekkend hoge groei in perspectief

De economie van de eurozone groeide in het tweede kwartaal met 1% in reële termen ten opzichte van het kwartaal ervoor; een voor de eurozone indrukwekkend en zeldzaam hoog groeitempo. In de 46 kwartalen die er voorbij zijn gegaan sinds de start van de monetaire unie in 1999 werd slechts vier keer eerder een reële BBP-groei van meer dan 1% genoteerd, waarvan drie opeenvolgend in de tweede helft van 1999 en het eerste kwartaal van 2000, en de vierde in het tweede kwartaal van 2006.

Hoewel de 1% *toename* van het eurozone BBP-volume indrukwekkend is, was de krimp tijdens de afgelopen recessie nog veel indrukwekkender (figuur 1). In het laatste kwartaal van 2008 en het eerste kwartaal van 2009 kromp het BBP met respectievelijk 1,9% en 2,6%. Het gevolg is dan ook dat het niveau van het BBP ondanks de hoge economische groei in het afgelopen kwartaal nog 3,6% onder de top van het eerste kwartaal van 2008 ligt.

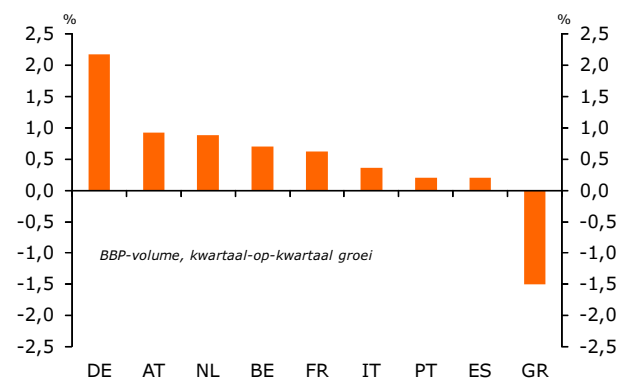
De groei van de eurozone-economie als geheel verhuult grote verschillen tussen de lidstaten. Duitsland verraste met een recordgroei van 2,2% terwijl de Griekse economie 1,5% kleiner werd (figuur 2). Hoewel de Duitse economie ongeveer 30% van het eurozone BBP uitmaakt, was het land in het tweede kwartaal verantwoordelijk voor 66% van de eurozone groei. Naast Duitsland waren het vooral de exportgeoriënteerde noordelijke lidstaten die een bovengemiddelde groei lieten zien.

**Figuur 1: Sterke groei BBP-volume eurozone**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 2: Grote verschillen in economische groei**



Bron: Reuters EcoWin

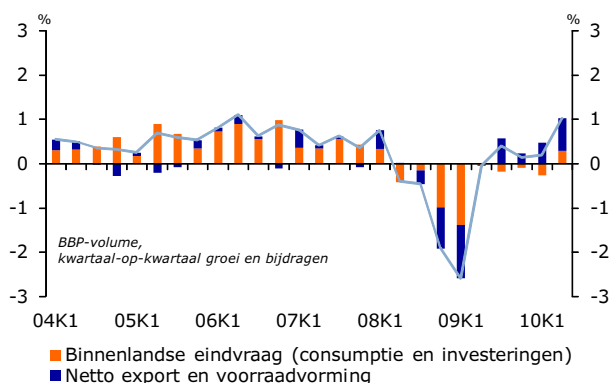
# Eurozone

Een versnelling van de exportgroei en een positieve bijdrage door de voorraadvorming waren verantwoordelijk voor het leeuwendeel van de groei. Maar ook de finale binnenlandse bestedingen leverden na acht kwartalen van krimp weer eens een positieve bijdrage aan de vraag naar goederen en diensten (figuur 3). Bovendien namen de private investeringen en consumptie in het tweede kwartaal van 2010 toe. Dat is een goed teken, zeker ook omdat wij verwachten dat de exportgroei in de tweede helft van dit jaar terug zal vallen en de positieve effecten van de voorraadcyclus minder groot zullen worden. Toch is de binnenlandse dynamiek nog te zwak om de groei op een bovengemiddeld niveau te houden. Door de hoge groei in het tweede kwartaal hebben wij onze verwachting voor de BBP-groei in 2010 bijgesteld van 1% naar 1½%. Maar onze verwachting voor de ontwikkeling in de tweede helft van het jaar en 2011 is ongewijzigd. Door een minder sterke bijdrage van de voorraadvorming en de exportgroei zal het economische herstel in een lager tempo doorzetten.

## Euro blijft gunstig voor export

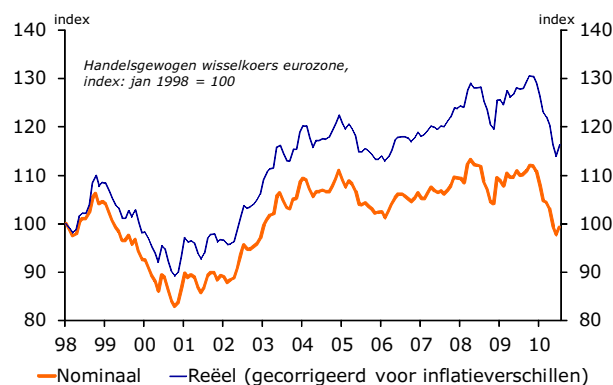
Het krachtige herstel van de export werd in de afgelopen maanden gesteund door de eerdere waardedaling van de euro. De handelsgewogen wisselkoers is van oktober 2009 tot en met juni 2010 met ruim 12% gedaald (figuur 4). De handelsgewogen wisselkoers die ook rekening houdt met inflatieverschillen tussen de eurozone en haar handelspartners is sinds eind 2002 niet meer zo laag geweest. In juli heeft de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar weer wat aan kracht gewonnen. Maar omdat de appreciatie ten opzichte van de meeste andere munten beperkt bleef, was de stijging op handelsgewogen basis beperkt. Tot het einde van 2010 verwachten wij geen gestage toename in de handelsgewogen wisselkoers. De euro zal de rest van het jaar dus een positieve factor blijven voor de exportgroei van het eurogebied. Dit positieve effect zal echter niet voldoende zijn om de lagere groei van de wereldwijde vraag naar goederen en diensten te compenseren. Door de lagere groei van de wereldhandel zal ook

**Figuur 3: Binnenlandse vraag doet weer mee**



Bron: Niesr, Rabobank

**Figuur 4: Forse daling wisselkoers**



Bron: Bank for International Settlements (BIS)

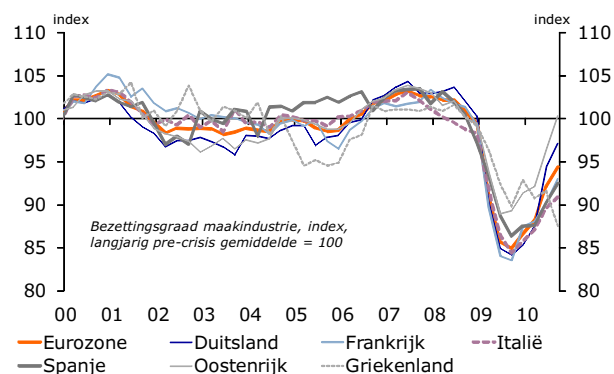
# Eurozone

de Europese export minder hard groeien dan in de afgelopen kwartalen. Voor 2010 als geheel verwachten wij een sterke groei van het exportvolume, met 10% ten opzichte van 2009.

## Beperkte noodzaak en mogelijkheid voor investeringsgroei

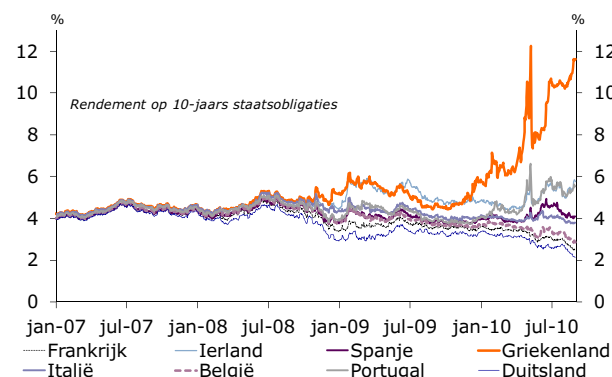
De groei van de private investeringen in het tweede kwartaal laat zien dat bedrijven zowel aanleiding zien als de middelen hebben om hun productiecapaciteit uit te breiden. Toch verwachten wij dit en volgend jaar slechts een beperkte groei van het investeringsvolume. De aanleiding voor nieuwe investeringen moet het vertrouwen in een toekomstige groei van de productie zijn. Wij voorzien echter een zeer beperkte stijging van de consumptie, waardoor de vooruitzichten voor de vraag naar goederen en diensten slechts beperkt zullen verbeteren. Binnen de eurozone bestaan grote verschillen in de mate waarin de bestaande productiecapaciteit in de maakindustrie weer in gebruik is. Voor de eurozone als geheel is de bezettingsgraad nog ruim 5% lager dan het langjarig gemiddelde. In Oostenrijk is de bezettingsgraad weer terug op het gemiddelde, terwijl de recessie in Griekenland de bezettingsgraad er ruim 12% onder heeft geduwd. Ook in Spanje, Italië en Frankrijk lijkt er weinig aanleiding om de productiecapaciteit uit te breiden of bestaande machines te vervangen. Na de onrust naar aanleiding van de Griekse schuldenproblematiek zijn de financiële markten weer tot rust gekomen. Voor een aantal landen blijven de renteversillen met Duitsland echter hoog (figuur 6). De hogere rentes gelden niet alleen voor overheden, maar ook voor de meeste bedrijven en huishoudens in die landen. Naast verschillen in de bezettingsgraad zijn er binnen het eurogebied dus ook grote verschillen in de financiële condities. Voor de eurozone als geheel voorzien wij gedurende het jaar een voorzichtige groei van de private investeringen. Maar door het lage niveau aan het begin van dit jaar zal het gemiddelde voor 2010 nog 2% lager liggen dan een jaar eerder. Voor 2011 voorzien wij een groei van 2½%.

**Figuur 5: Grote verschillen herstel industrie**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 6: Financieringskosten lopen uiteen**



Bron: Reuters EcoWin

# Eurozone

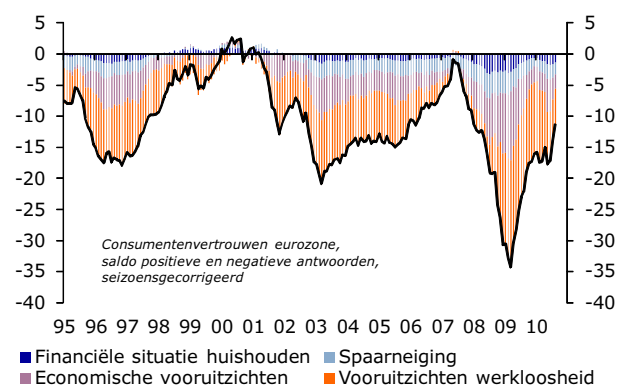
## Omstandigheden voor consumptieherstel verbeteren

Na de daling door de onzekerheid over de houdbaarheid van de overheidsfinanciën heeft het consumentenvertrouwen in juni en juli de weg naar boven weer gevonden (figuur 7). Dit vertrouwensherstel is broodnodig voor groei van het consumptievolume. Helaas is de verbetering van het vertrouwen voor het grootste deel te danken aan een minder negatief oordeel over de algemene economische situatie. De verbetering van de onderdelen van het consumentenvertrouwen die het dichtst bij de beslissing om te consumeren of te sparen staan was minder groot. Zowel het oordeel over de persoonlijke financiële situatie als de neiging om te sparen verbeterde nauwelijks, hoewel de vrees voor werkloosheid de laatste maanden sterk afnam.

In ons vorige Kwartaalbericht illustreerden wij dat de consumptiegroei in de eurozone dit en volgend jaar vooral uit de landen met een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans moet komen zoals Duitsland, Nederland, België, Oostenrijk en Finland. De consumenten in tekortlanden zullen nog een aantal jaren nodig hebben om hun schuldposities terug te brengen naar dragelijker niveaus. Het goede nieuws is dat in de meeste overschotlanden het consumentenvertrouwen in juli het hoogste niveau in meer dan twee jaar bereikte.

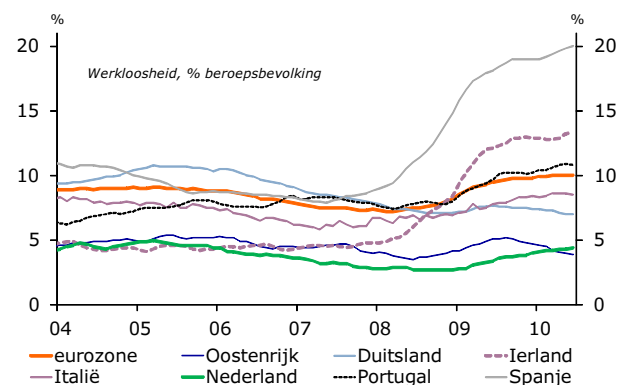
Nog beter nieuws is de stabilisatie van de eurozone werkloosheid en de verdere daling in een aantal landen. In de meeste landen is de stijging van de werkloosheid gestopt, of in ieder geval fors in tempo afgenomen. In Duitsland en Oostenrijk is de werkloosheid al een aantal maanden dalende. De grootste economie van het eurogebied en een aantal andere landen heeft dus een dalende of stabiele werkloosheid en een stijgend consumentenvertrouwen. Dit biedt perspectief op een verlaging van de tijdens de crisis opgelopen besparingen van huishoudens. Toch houden wij vast aan een relatief voorzichtige verwachting voor de consumptiegroei in het eurogebied, met ½% dit jaar en 1% in 2011.

**Figuur 7: Vertrouwen herstelt van schulden crisis**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 8: Einde stijging werkloosheid**



Bron: Reuters EcoWin

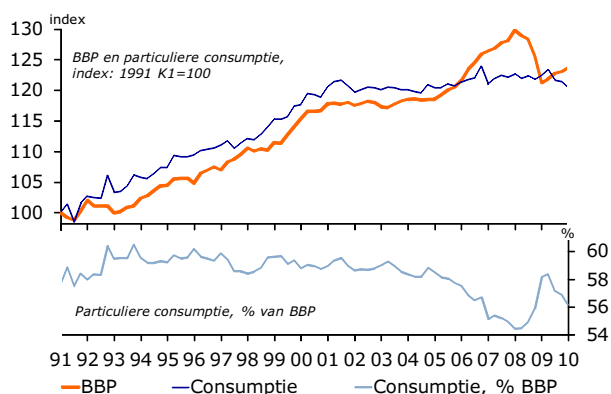
# Eurozone

## Kan de Duitse consument ons verrassen?

Onze voorzichtige raming voor de consumptiegroei in het eurogebied is in belangrijke mate gebaseerd op onze verwachting dat de groei van het Duitse consumptievolume niet sterk genoeg zal zijn om de zwakte in Zuid-Europa te compenseren. De verwachting voor de consumptiegroei in Duitsland is deels gebaseerd op het gegeven dat de particuliere consumptie er sinds 2000 ook in jaren van hoge economische groei nauwelijks toenam (figuur 9). In 2006 en 2007 was men in Duitsland lekker aan het werk, maar werden de extra geproduceerde goederen en diensten vrijwel allemaal naar het buitenland gestuurd. Daardoor werd een steeds kleiner deel van de productie in eigen land geconsumeerd en liep het spaaroverschot op. Verklaringen voor de beperkte consumptiegroei worden gevonden in loonmatiging en de arbeidsmarkthervormingen van 2003-2004 (lagere uitkeringen). Toen de Duitse huishoudens in 2006 over die schok heen waren en de hand van de knip haalden, werden ze begin 2007 al weer uit het veld geslagen door een verhoging van het BTW-tarief. In 2008 trad de internationale financiële crisis op de voorgrond en na een forse recessie nam deze de vorm aan van de Europese schuldencrisis. In 2011 start de Duitse overheid met het terugdringen van het begrotingstekort.

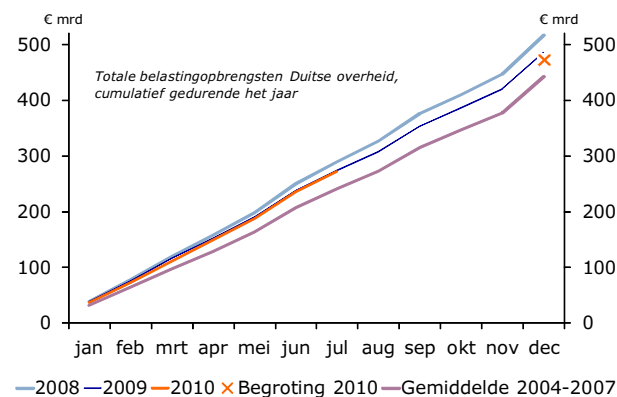
Overigens valt de omvang van de Duitse bezuinigingsplannen nogal mee. De besparingen bedragen in 2011 slechts 0,4% van het BBP en worden langzaam opgevoerd. In de plannen zijn de meevallende belastingopbrengsten tot en met juni meegenomen. Deze gunstige ontwikkeling zette zich in juli door (figuur 10). Bovendien is de Duitse staatsrente de afgelopen maand weer verder gedaald (figuur 6). De toch al meevallende tekorten zijn dus ook nog eens historisch goedkoop te financieren. Het lijkt er daarmee op dat er in ieder geval geen extra bezuinigingen nodig zullen zijn. De Duitse huishoudens weten dus waar ze de komende jaren aan toe zijn. Wellicht leidt die zekerheid samen met de dalende werkloosheid tot een wat uitbundiger herstel van de consumptieve bestedingen dan wij op dit moment voorzien. We laten ons graag verrassen.

**Figuur 9: Duitse consumptie lamgeslagen**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 10: Belastingopbrengsten vallen mee**



Bron: Reuters EcoWin, Bundesministerium der Finanzen

# Eurozone

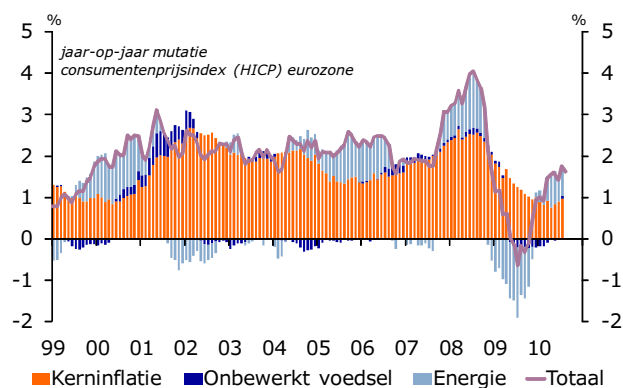
## Hogere kerninflatie is niet wat het lijkt

De totale inflatie liep in juli op tot 1,7% j-o-j, het hoogste niveau sinds november 2008. Na de daling tot een historisch dieptepunt van 0,75% in april is de kerninflatie in de eurozone langzaam weer gestegen, tot 1% in juli. De stijging van de inflatie was in juli echter niet alleen te wijten aan een hogere kerninflatie. Ook de energiebijdrage nam toe ten opzichte van de maand ervoor en voor het eerst sinds maart 2009 was er weer eens een positieve bijdrage van de voedselprijzen.

Wij interpreteren de hogere kerninflatie niet als teken van een toenemende prijsdruk. Ondanks het economisch herstel is er namelijk nog steeds veel overcapaciteit in de economie van de eurozone en de eerdere stijging van de werkloosheid zet de loongroei nog steeds onder druk. De waardedaling van de euro heeft geïmporteerde goederen wellicht iets duurder gemaakt. Maar de belangrijkste verklaring voor de gestegen kerninflatie is de verhoging van de BTW-tarieven die in juli werden doorgevoerd in Spanje, Griekenland en Portugal.

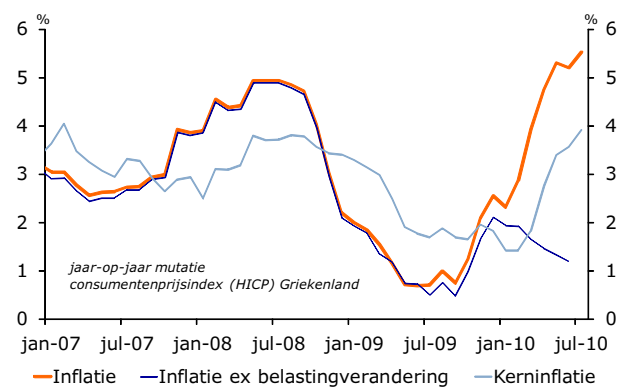
Figuur 12 laat aan de hand van de Griekse inflatie zien wat het effect is van een BTW- of accijnsverhoging op het verloop van de inflatie. De Griekse inflatie is sinds het begin van dit jaar fors gestegen. Normaal gesproken kijken we naar de kerninflatie om het onderliggende verloop van de inflatie te bepalen (los van schommelingen in de prijs van olie en voedsel). Maar omdat de BTW-verhoging op de meeste goederen en diensten van toepassing is, zien we deze verhoging ook terug in de kerninflatie. Om zicht te houden op de prijsdruk in de economie kunnen we kijken naar de consumentenprijsindex gecorrigeerd voor veranderingen in de belastingtarieven. Dit laat zien dat de onderliggende inflatie in het land juist zeer sterk is gedaald. De BTW-verhoging duwt het prijsniveau eenmalig omhoog. Dat betekent dus dat in juli 2011 de inflatie in de Zuid-Europese landen in één klap terug zal keren naar de onderliggende inflatie.

**Figuur 11: Kerninflatie terug omhoog**



Bron: Reuters EcoWin

**Figuur 12: Belastinginflatie in Griekenland**



Bron: Reuters EcoWin

# Eurozone

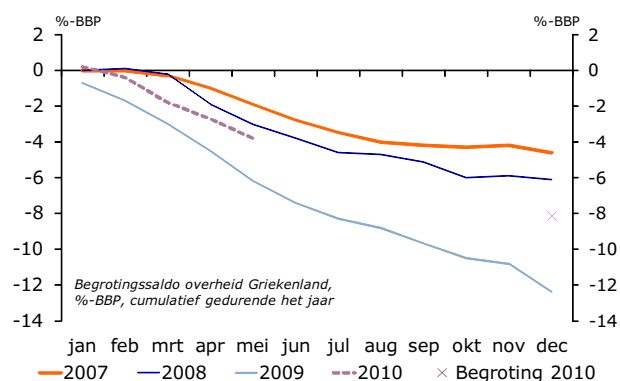
Spanje, Griekenland en Portugal hebben samen een gewicht van ruim 18% in het inflatiecijfer voor het eurogebied. Hoewel de belastingverhoging in juli plaats had, wijst de ontwikkeling van de kerninflatie in die landen erop dat bedrijven de prijzen al in mei en juni stapsgewijs hebben verhoogd. Een grove berekening laat zien dat de kerninflatie in het eurogebied zonder de verhoging van de BTW in Zuid-Europa van mei tot en met juli constant zou zijn geweest op 0,8%. En in dat cijfer zijn de hogere importprijzen een factor geweest die positief heeft bijgedragen. Daarmee lijkt er dus juist sprake van verder afnemende, in plaats van een oplopende prijsdruk zoals de ontwikkeling van de kerninflatie op het oog zou doen vermoeden. Wij verwachten dat de kerninflatie in de tweede helft van dit jaar rond de 1% zal blijven bewegen. De energiebijdrage zal de komende maanden kleiner worden terwijl de voedselprijzen in de rest van het jaar positief bij zullen blijven dragen aan de totale inflatie. Al met al voorzien wij voor dit jaar een gemiddelde inflatie van 1½%, volgend jaar gevolgd door 1%.

## Alles kan, ook als het niet leuk is

Vanaf het derde kwartaal zullen Spanje en Portugal zich bij Ierland en Griekenland in het bezuinigingskamp voegen. Griekenland kreeg in juli complimenten van het IMF bij de beoordeling van de aan de financiële steun gekoppelde bezuinigingsmaatregelen. Er is een voortvarende start gemaakt met het terugdringen van het begrotingstekort (figuur 13) en het doorvoeren van structurele hervormingen, waaronder een forse versobering van het pensioenstelsel. De negatieve consequenties voor de BBP-groei zijn overduidelijk, maar de Griekse regering maakt op dit moment goed gebruik van de rust die de financiële steun van het IMF en de eurozone lidstaten biedt.

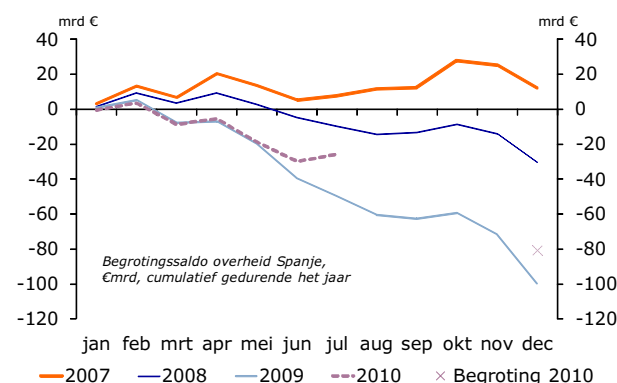
In Spanje lag het begrotingstekort tot en met mei op het schema van 2009 (figuur 14). In juni was de eerste verbetering zichtbaar, en in juli werd de eerste grote stap in het terugdringen van het tekort gezet. Op 1 juli ging het BTW-tarief

**Figuur 13: Griekenland lekker op weg...**



Bron: Reuters EcoWin, IMF, Rabobank

**Figuur 14: ... en Spanje ook begonnen**



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

# Eurozone

omhoog. Daarnaast zijn diverse bezuinigingen gestart, waaronder een verlaging van de ambtenarenlonen met gemiddeld 5%. Ook Portugal is per 1 juli gestart met het terugdringen van het begrotingstekort. Hoewel wij in de meeste eurozo-

ne lidstaten verwachten dat de groei van de finale binnenlandse bestedingen (privaat en publiek) voldoende krachtig zal zijn om de lagere exportgroei deels te compenseren, is het goed mogelijk dat Spanje en Portugal terugzakken in recessie.

Hoewel er in de overige landen van het eurogebied dit jaar nog nauwelijks wordt bezuinigd, is de stimulans van de overheidsuitgaven al een stuk kleiner dan in 2009. In 2011 zullen vrijwel alle landen beginnen met bezuinigingen, waardoor ook in dat jaar de bijdrage van de overheid aan de economische groei in de eurozone minimaal zal zijn.

**Tabel 1: Kernegevens eurozone**

<i>jaar op jaar mutatie in %</i>	'09	'10	'11
Bruto binnenlands product	-4,1	1½	1½
Particuliere consumptie	-1,2	½	1
Private investeringen	-13,0	-2	2½
Overheidsuitgaven	3,0	½	½
Uitvoer goederen en diensten	-13,2	10	6¼
Invoer goederen en diensten	-11,9	8¼	5¼
Consumentenprijzen	0,3	1½	1
Werkloosheid (%)	9,4	10	10
Begrotingssaldo (% BBP)	-6,4	-6½	-5½
Saldo lopende rekening (% BBP)	-0,6	½	1½

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

## Conclusie

In het tweede kwartaal van 2010 maakte het BBP van het eurogebied een welkome sprong van 1%. Naar aanleiding van deze hoger dan verwachte groei hebben wij onze verwachting voor de BBP-groei in 2010 bijgesteld van 1% naar 1½%. Die bijstelling wordt grotendeels bepaald door een hoger dan eerder verwachte groei van de export in het tweede kwartaal. Wij houden echter vast aan onze verwachting dat de exportgroei in de tweede helft van het jaar minder sterk zal zijn en dat de matige groei van het investerings- en consumptievolumen niet voldoende zal zijn om de economische groei in het tempo van het tweede kwartaal vol te houden. De opwaartse bijstelling voor de groei in dit jaar is dan ook niet voldoende om verandering te brengen in onze verwachting dat het BBP in het eurogebied nog tot eind 2011 ruim onder het pre-recessie niveau van begin 2008 zal blijven.

Tim Legierse  
T.Legierse@rn.rabobank.nl