

Eurozone

Wie trekt de Europese kar?

De eerste helft van 2012 bracht in de eurozone minder economische krimp dan gevreesd. Maar door de aanhoudende Europese schulden crisis is er ondertussen al ruim een jaar sprake van stagnatie. Aangezien een snelle oplossing van de crisis niet voorhanden lijkt, zorgen dalende binnenlandse bestedingen naar verwachting ook in de tweede jaarhelft voor aanhoudende zwakte.

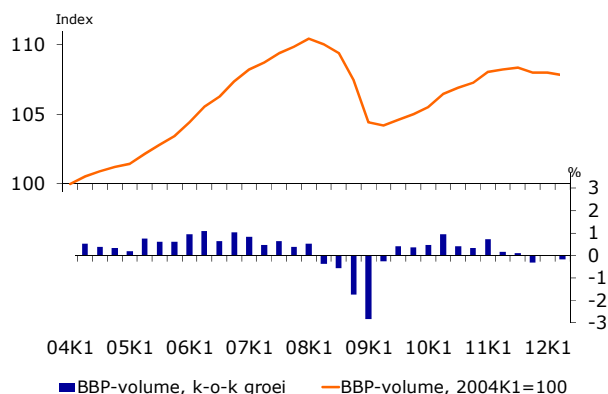
Kar stond afgelopen kwartalen geparkeerd...

Na de stagnatie van het reële Bruto Binnenlands Product (BBP) in het eerste kwartaal van het jaar, was de kleine krimp van 0,2% k-o-k in het tweede kwartaal slechts een beperkte verslechtering ten opzichte van het kwartaal ervoor (figuur 1). De terugval was bovendien minder heftig dan verwacht. De forse afkoeling van het sentiment onder inkoopmanagers (PMI) wees immers op een krimp van om en nabij de 0,5% k-o-k (figuur 2).

Ondanks het meevallende kwartaalcijfer moet men concluderen dat het economische herstel sinds de crisis van 2008/2009 alweer vijf kwartalen op rij per saldo is gestagneerd. Er is zelfs sprake van een kleine terugval van de economische activiteit sinds het eerste kwartaal van 2011. Het gebrek aan groei is ook duidelijk zichtbaar op de Europese arbeidsmarkt. De banencreatie kan de toename van de beroepsbevolking niet langer compenseren. Gemiddeld liep de werkloosheid in de eurozone op van 10% begin 2011 naar 11,2% medio 2012.

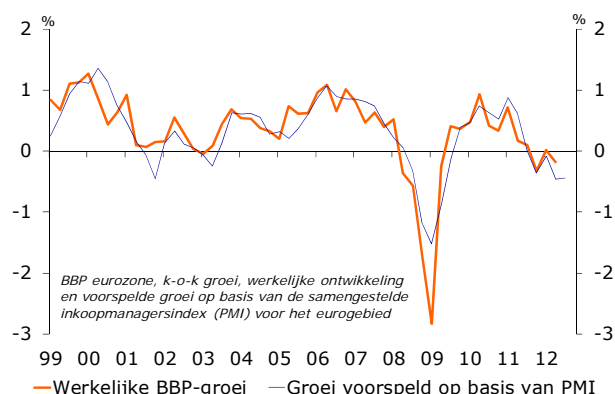
Net als in de voorgaande kwartalen bestond er ook in het tweede kwartaal van 2012 een groot verschil tussen de economische ontwikkeling in de noordelijke en zuidelijke lidstaten van het eurogebied. Als gevolg van de aanhoudende afname van hun binnenlandse bestedingen werd in Italië, Spanje, Portugal en Griekenland opnieuw BBP-krimp genoteerd. De milde groei in een aantal noordelijke lidstaten kon deze krimp slechts ten dele compenseren. In het kielzog van Duitsland groeiden ook de Nederlandse en Oostenrijkse economie licht. De meevallende kwartaalcijfers in deze lidstaten waren vooral het gevolg van een hoger dan verwachte bijdrage van de netto-export.

Figuur 1: BBP-ontwikkeling eurozone



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 2: BBP-ontwikkeling op basis PMI



Bron: Reuters EcoWin

Eurozone

... en schuldencrisis houdt voorlopig de rem erop...

Ook voor het derde kwartaal van 2012 houden wij rekening met een BBP-krimp in de eurozone. Na de forse daling van de PMI's voor het eurogebied in april is de stabilisatie sindsdien een lichtpuntje. Ook de eerste schatting van de samengestelde PMI voor augustus laat verbetering noch verslechtering zien ten opzichte van de afgelopen maanden. Het huidige niveau is echter nog altijd zeer laag en de historische relatie met de k-o-k ontwikkeling van het BBP-volume wijst op krimp in het derde kwartaal (figuur 2). De Economische Sentiment Indicator (ESI) is sinds maart van dit jaar eveneens gedaald, zij het geleidelijker.

De Europese schuldencrisis loopt nog altijd als een rode draad door het economische klimaat. Zoals beschreven in het hoofdstuk *Rente en Valuta* elders in dit Kwartaalbericht, is een snelle oplossing voor de crisis niet realistisch. Wel verwachten wij dat Europese beleidsmakers stappen blijven zetten waardoor een uitweg uit de crisis gaandeweg waarschijnlijker wordt. Aangezien wij de kans op een Griekse uittreding uit de eurozone kleiner achten dan 50%, gaan wij er daarnaast in ons basisscenario vanuit dat de eurozone als geheel bij elkaar blijft. Ondanks bovenstaande aannames omtrent de schuldencrisis is een snel herstel van het ernstig bekoelde consumenten- en producentenvertrouwen niet te verwachten. De terughoudendheid van huishoudens en bedrijven kan pas in de loop van 2013 zeer geleidelijk afnemen, aangezien hun onzekerheid voorlopig zal blijven gevoed door incidentele berichtgeving over de schuldhoudbaarheid van perifere lidstaten en de nog altijd magere economische vooruitzichten. Zeker in de tweede helft van 2012 zal dit nog resulteren in een verdere daling van de binnenlandse bestedingen, waardoor wij verwachten dat de reële economische activiteit in de eurozone in 2012 met ½% zal krimpen. Een voorzichtige terugkeer naar groei in de noordelijke lidstaten en een afname van de krimp in de zuidelijke lidstaten zal naar verwachting in 2013 resulteren in een BBP-volume-groei voor het eurogebied van ¾%. Hierbij moet worden opgemerkt dat de schuldencrisis het voornaamste risico blijft voor neerwaartse afwijkingen van onze economische verwachtingen.

... binnenlandse vraag krijgt kar nauwelijks in beweging...

Sinds het tweede kwartaal van 2011 krimpt de binnenlandse vraag in de eurozone en wij verwachten dat zij dat ook in de tweede helft van dit jaar zal blijven doen.

Aanhoudende druk op het reëel beschikbaar inkomen en terughoudendheid onder consumenten raken de particuliere consumptie in het eurogebied. Het nominaal beschikbaar inkomen zal naar verwachting op korte termijn niet significant groeien gezien de zwakte op de Europese arbeidsmarkt en de aanhoudende noodzaak tot lastenverzwaring om de begrotingstekorten terug te dringen.

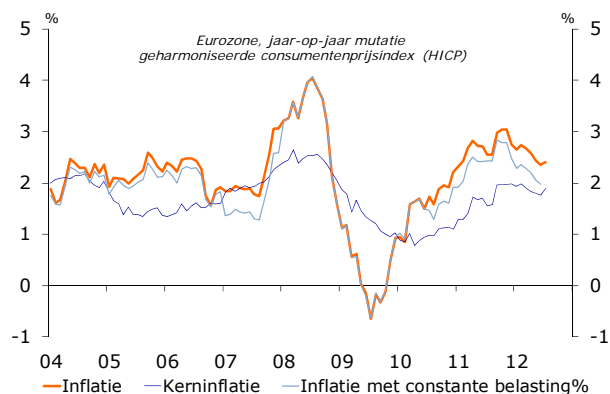
Eurozone

De daling van de inflatie sinds eind 2011 blijft een lichtpuntje voor de koopkrachtontwikkeling, al laat figuur 3 zien dat indirecte belastingverhogingen deze daling beperken. Het verhogen van de BTW wordt niet alleen in Italië en Spanje gebruikt om de begroting in het gareel te krijgen; ook Nederland krijgt er vanaf 1 oktober 2012 mee te maken. In Frankrijk heeft president Hollande het voorstel tot BTW-verhoging van voormalig president Sarkozy ingetrokken. Naast deze indirecte belastingen resulteert de recente prijsstijging van vooral maïs, graan en sojabonen de komende tijd naar verwachting in een lichte, positieve bijdrage van voedsel- en energieprijzen aan het inflatiecijfer¹. Voor 2012 verwachten wij een gemiddelde inflatie van 2½%. Omdat de kerninflatie naar verwachting zal dalen en de jaar-op-jaar bijdragen van de bovengenoemde stijgingen van voedsel- en energieprijzen automatisch zullen wegvallen, verwachten wij voor 2013 een inflatie van 1¾%.

Ook het bedrijfsleven blijft voorlopig terughoudend met investeren. Hier is een aantal verklaringen voor. Allereerst is de wens om te investeren waarschijnlijk beperkt vanwege het onzekere investeringsklimaat als gevolg van de Europese schuldencrisis. Deze onzekerheid zal pas afnemen wanneer er geloofwaardige beleidsstappen worden gezet om de crisis het hoofd te bieden. Daarnaast speelt dat de noodzaak tot investeren de afgelopen kwartalen is afgenomen vanwege de lagere bezettingsgraad. Enquêtes uit de maakindustrie laten zien dat de bezettingsgraad -de door ondernemers ingeschatte benutting van hun productiecapaciteit- in de belangrijkste eurolanden het afgelopen jaar is gedaald (figuur 4). Ondernemers gaven aan ook voor het derde kwartaal van 2012 een verdere daling te verwachten ten opzichte van het tweede kwartaal.

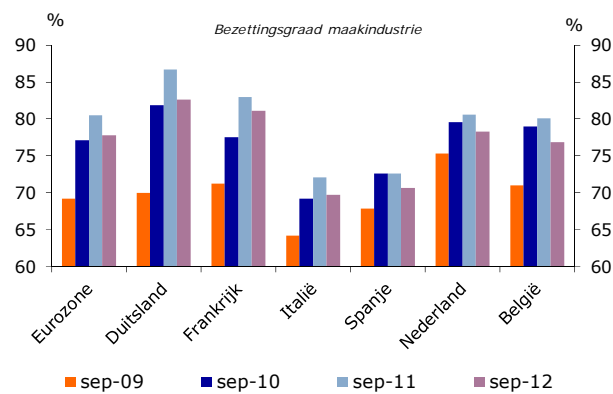
¹ Zie Rabobank Eurozone Special 16/08 'Food price inflation still a manageable risk' voor een verdere analyse van de recente voedselprijsstijging.

Figuur 3: Inflatieontwikkeling eurozone



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 4: Bezettingsgraad maakindustrie



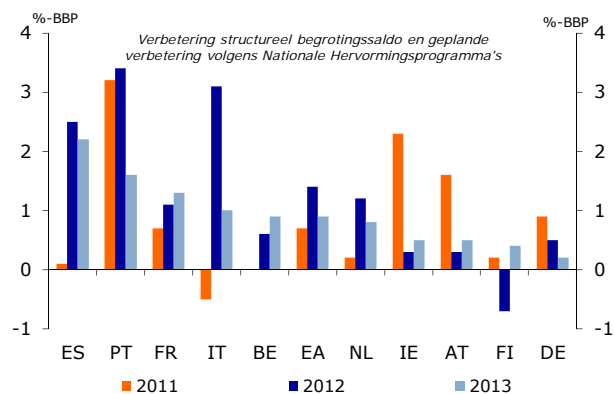
Bron: Reuters EcoWin

Eurozone

Naast de lagere investeringsbehoefte speelt ook de beperkte toegang tot financiering een rol. Uit ECB-enquêtes blijkt dat banken verwachten de kredieteisens ook in het derde kwartaal van 2012 verder aan te scherpen. De verwachte

toename van de aanscherping is wel minder groot dan in het begin van 2012. De negatieve impact van de beperkte toegang tot financiering is vermoedelijk veel groter in de zuidelijke lidstaten, waar relatief veel banken niet of nauwelijks toegang hebben tot de internationale kapitaalmarkt. Wij verwachten dat de private investeringen in 2012 zullen krimpen met 2¾% en dat zij in 2013 slechts licht zullen groeien met 1¼%. Hoewel de omvang van de krimp in 2013 vooral in de perifere lidstaten zal afnemen, blijven de verschillen tussen de lidstaten zeer groot. Zo verwachten wij in Duitsland volgend jaar een groei van de private investeringen van 2½% en in Italië een krimp van dezelfde omvang.

Figuur 5: Begrotingsinspanning lidstaten



Bron: Reuters EcoWin

... Duitse werkpaarden kúnnen de kar trekken...

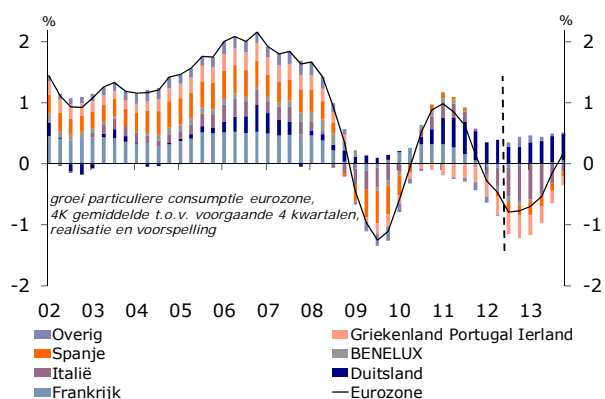
Niet alleen op politiek vlak heeft Duitsland een voortrekkersrol in Europa. Gezien de krimp of zeer beperkte groei van de binnenlandse bestedingen in veel eurozonelanden zijn de ogen voor groei eveneens gericht op Duitsland. Allereerst hebben onze Oosterburen een zeer laag begrotingstekort, naar verwachting minder dan 1%-BBP in 2012. Toch wijst het huidige nationale hervormingsprogramma van Duitsland op een beperkte structurele begrotingsombuiging in 2013 (figuur 5). Deze ombuiging is echter zeer klein in vergelijking met die in de rest van de eurozone. Frankrijk, Nederland en België zullen volgend jaar een forse inspanning moeten leveren om de afspraken in hun nationale hervormingsprogramma's te kunnen nakomen. De totale inspanning van de eurozone zal volgens de Europese Commissie volgend jaar iets kunnen afnemen ten opzichte van dit jaar. Naast de relatief solide begrotingssituatie biedt het Duitse overschot op de lopende rekening en de uitzonderlijk lage stijging van de arbeidskosten per eenheid product gedurende het afgelopen decennium ruimte voor sterkere private loongroei. Waar de meeste lidstaten met een tekort op de lopende rekening de afgelopen kwartalen succesvol bezig zijn geweest dit tekort te verkleinen, blijft het overschot van Duitsland tot op heden onveranderd hoog.

Wij verwachten dat Duitsland zijn potentiële economische voortrekkersrol slechts ten dele zal vervullen. De kans op aanpassing van het nationale hervormingsprogramma is allereerst klein sinds de Duitse Eerste Kamer eerder dit jaar het coalitievoorstel tot belastingverlaging in 2013 en 2014 heeft verworpen.

Eurozone

De economische vooruitzichten zullen eerst moeten verbeteren voordat een significante begrotingsstimulans in Duitsland realistisch is. Vanuit de private sector verwachten wij volgend jaar wel een duidelijkere bestedingsgroei dan dit jaar.

Figuur 6: Consumptiebijdragen eurozone



Bron: NIESR, Rabobank

De belangrijkste reden hiervoor is de krapte op de arbeidsmarkt die zal leiden tot hogere nominale loongroei. Samen met de verwachte lagere inflatie zal dit leiden tot een sterkere stijging van het reëel beschikbaar inkomen van huishoudens. De door ons verwachte groei van de Duitse particuliere consumptie in 2013 van 1½% maakt dat Duitsland verreweg de grootste bijdrage zal leveren aan de consumptiegroei in de eurozone (figuur 6). Het is daarbij de vraag in welke mate de Duitse consumptiegroei ook daadwerkelijk de groei in andere eurozonelidstaten kan ondersteunen². Daarnaast zal de Duitse exportsector volgend jaar beperkt kunnen profiteren van een licht herstel van de wereldhandel. Hoewel dit in

directe zin alleen de Duitse productie opschroeft, zal de rest van de eurozone indirect kunnen profiteren van de stijging van de Duitse importbehoefte. De door ons verwachte stijging van de Duitse lange rente -als gevolg van beleidsstappen in de richting van een oplossing van de schulden crisis- zal vanaf de tweede helft van 2013 mogelijk een licht dempend effect hebben op de investeringsgroei.

... kan de buitenlandse vraag aan de verwachtingen voldoen?

Ondanks de Duitse bijdrage blijft de groei van de binnenlandse bestedingen in de eurozone voorlopig zeer beperkt. De afhankelijkheid van de groei van de buitenlandse vraag blijft daardoor groot. Recentelijk wijzen steeds meer signalen erop dat de stagnatie in de eurozone ook de groei in andere delen van de wereld onder druk zet. Het herstel in de Verenigde Staten verliest aan kracht, terwijl ook diverse opkomende markten teleurstellende groeicijfers laten zien. In tegenstelling tot de VS hebben de meeste opkomende markten nog monetaire- en begrotingsruimte om hun economieën te stimuleren en in de afgelopen periode hebben beleidsmakers in toenemende mate voornamelijk monetaire maatregelen afgekondigd. Indien de recent gestegen voedselprijzen hoog blijven, zullen beleidsmakers uit angst voor hoge inflatie voorzichtig blijven opereren. Het aandeel van voedsel in de totale bestedingen van huishoudens in veel opkomende markten is immers relatief groot. In veel Aziatische landen varieert dit aandeel van 20 tot 45%, terwijl het in de eurozone slechts 14% bedraagt. Zoals ook te lezen in het hoofdstuk *Opkomende markten elders*

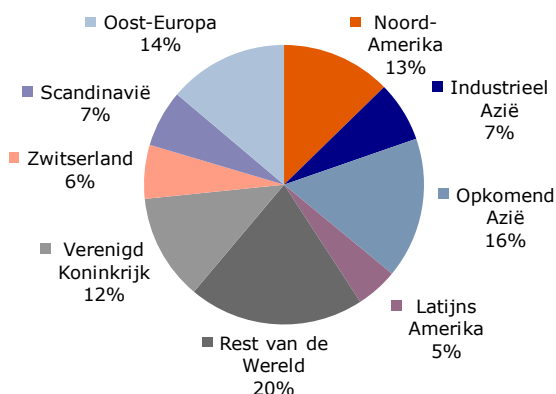
² Een recente studie van DNB 'Periferie profiteert nauwelijks van een Noord-Europese bestedings- of loonimpuls' laat zien dat een Duitse bestedingsimpuls geen positieve effecten heeft voor de handelsbalans van perifere lidstaten.

Eurozone

in dit Kwartaalbericht, verwachten wij dat beleidsmakers in de meeste opkomende markten voorlopig behoedzaam zullen doorgaan met het stimuleren van hun economieën. Het is echter de vraag in welke mate een succesvolle groei-stimulans in de opkomende markten de exportgroei in de eurozone kan verhogen. Hoewel het exportaandeel naar Azië het afgelopen decennium fors is opgelopen, vertegenwoordigt dit werelddeel nog altijd minder dan een kwart van de totale exportwaarde van de eurozone (figuur 7). Daarnaast vertegenwoordigt figuur 7 ongeveer de helft van de totale export van eurozonelidstaten, aangezien in 2011 48% van hun exporten binnen de eurozone zelf plaatsvond.

Per saldo verwachten wij dat de wereldhandel in 2013 iets harder zal groeien dan dit jaar. Op basis daarvan zal de groei van de buitenlandse vraag volgend jaar het economische herstel in de eurozone enigszins kunnen ondersteunen. De sinds afgelopen voorjaar verder verzwakte handelsgewogen wisselkoers van de euro kan hier een extra steuntje in de rug bieden. Aangezien wij verwachten dat de euro op termijn weer zal aansterken –onder de aanname dat er geleidelijk voortgang wordt geboekt met het oplossen van de eurocrisis- zal dit positieve effect uiteindelijk wegebben. Al met al moge duidelijk zijn dat er grenzen zitten aan de mogelijkheden waarmee het buitenland kan meehelpen om de Europese kar te trekken. De belangrijkste sleutel tot groei blijft om die reden in handen van Europese beleidsmakers zelf.

Figuur 7: Exportpartners eurozone in 2011



Bron: Reuters EcoWin

Tabel 1: Kerngegevens eurozone

jaar op jaar mutatie in %	'11	'12	'13
Bruto binnenlands product	1,5	-1/2	3/4
Particuliere consumptie	0,2	-3/4	1/4
Overheidsconsumptie	-0,3	-1/2	-3/4
Investeringen	1,6	-3	3/4
Uitvoer goederen en diensten	6,3	2 3/4	3 3/4
Invoer goederen en diensten	4,1	-1/2	3
Consumentenprijzen	2,7	2 1/2	1 3/4
Werkloosheid (%)	10,2	11 1/4	11 1/2

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

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