

Eurozone

Langzaam herstel, grote verschillen

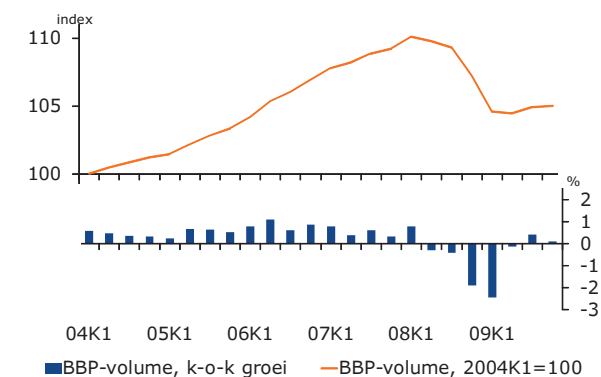
Na een diepe recessie heeft de economie van de eurozone heel voorzichtig de groei weer hervat. Maar het herstel is broos en nog te weinig gedragen door consumptie en investeringen. Grote verschillen in de gevolgen van de recessie hebben het economische beeld van de eurozone flink veranderd.

Pas op de plaats

De economie van de eurozone heeft in de tweede helft van 2009 voorzichtig de eerste stappen uit de recessie gezet. De groei van het BBP-volume met 0,4% kwartaal-op-kwartaal in het derde kwartaal werd in het vierde kwartaal gevolgd door een groei van 0,1% (figuur 1). Door deze terugval in de groei lijkt het herstel alweer voorbij voordat het begonnen is. Wij verwachten evenwel dat het herstel in de eerste helft van 2010 weer wat aan kracht zal winnen, maar wel broos blijft.

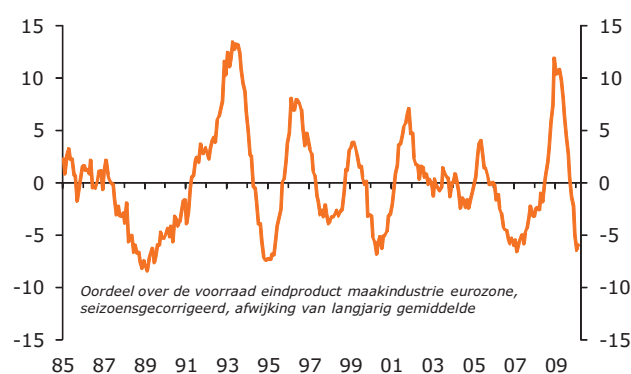
Zowel de recessie als het herstel tot nu toe kunnen goed worden afgelezen aan de ontwikkelingen in de industrie. De hernieuwde groei is te danken aan het opveren van de wereldhandel en het minder hard afbouwen van de voorraden door bedrijven. De wereldhandel bleef in het vierde kwartaal van 2009 hard groeien en trok daarmee ook de export van de eurozone omhoog. De binnenlandse vraag daalde vrijwel niet meer. Dat de groei van de industriële productie toch terugviel, lijkt er op te wijzen dat de afbouw van de voorraden, die in het derde kwartaal fors aan tempo had verloren, toch weer is hervat. Dit heeft er samen met de toegenomen export voor gezorgd dat producenten hun voorraden eindproduct inmiddels als zeer laag beschouwen (figuur 2). Zelfs bij een gelijkblijvende eindvraag zal de productie daardoor de komende kwartalen kunnen stijgen. Koppelen we daar onze verwachting voor een verder herstel van de wereldhandel aan, dan ligt een nieuwe opleving in de groei van de industriële productie voor de hand. Deze verwachting wordt ondersteund door het tot en met februari sterk gestegen producentenvertrouwen in de industrie.

Figuur 1: BBP eurozone, groei en volume



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 2: Oordeel over voorraden eindproduct

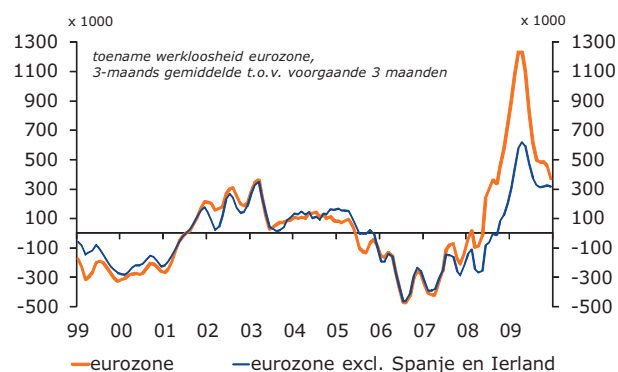


Bron: DG Ecfm

Eurozone

De door ons verwachte opleving in de economische groei kan niet worden gezien als een teken van duurzaam economisch herstel. In de loop van 2010 worden de positieve impulsen van de voorraadcyclus zwakker en voorzien wij een terugval

Figuur 3: Toename werkloosheid



Bron: Reuters EcoWin

in de groei van de wereldhandel. Verdere economische groei zal dan gebaseerd moeten zijn op het aantrekken van binnenlandse consumptie en investeringen. Hoewel wij daar wel wat ruimte voor zien, zal de groei van beide vraagcategorieën niet voldoende zijn om een terugval in de economische groei te voorkomen. Een echte dubbele dip, waarbij de economie weer terugvalt in recessie, voorzien wij echter niet.

Ondanks de nieuwe opleving in de economische groei blijft het tempo van het herstel zeer zwak, zeker gezien de forse krimp die er aan vooraf ging. Van begin 1995 tot en met het derde kwartaal van 2008 was de kwartaal-op-

kwartaal groei van het BBP-volume gemiddeld ruim 0,5%. Wij verwachten een gemiddelde groei in de eerste vier kwartalen na de recessie van tussen de 0,3% en 0,4% en in de tweede helft van 2010 zelfs nog weer iets lager. Per saldo verwachten we voor dit jaar een reële BBP-groei van zo'n 1¼%, in 2011 gevolgd door een wat steviger maar nog altijd niet erg uitbundige 1½%.

Loonkosten nog niet onder controle

De werkloosheid is in het eurogebied snel opgelopen (figuur 3). Het tempo waarmee de werkloosheid opliep, bereikte in het eerste kwartaal van 2009 een piek, maar is ondanks een forse daling nog steeds erg hoog. In het vierde kwartaal steeg het aantal werklozen ten opzichte van een kwartaal eerder nog met ruim 300 duizend. Opvallende uitschieters zijn Spanje (verantwoordelijk voor ruim de helft van de stijging in het aantal eurozonewerklozen) en Ierland, waar het werkloosheidspercentage sinds januari 2008 met respectievelijk 10,5%-punt en 8,7%-punt toenam, tegen 2,7%-punt voor de eurozone totaal.

Ondanks de forse werkloosheidsstijging is de krimp van werkgelegenheid achtergebleven bij de krimp van de productie. Door de lagere arbeidsproductiviteit is de groei van de arbeidskosten per eenheid product in het eurogebied stevig toegenomen (figuur 4). Ook hier is de ontwikkeling in de industrie weer dominant. Terwijl de arbeidskosten per eenheid product in de bouw en de zakelijke dienstverlening in het derde kwartaal niet meer toenamen, is de groei in de industrie nog zeer hoog. Een herstel van de productievolumes en lagere lonen kunnen helpen bij het naar beneden brengen van de kostengroei. Maar gezien de rigiditeit van nominale lonen en de beperkte productiegroei die wij verwachten,

Eurozone

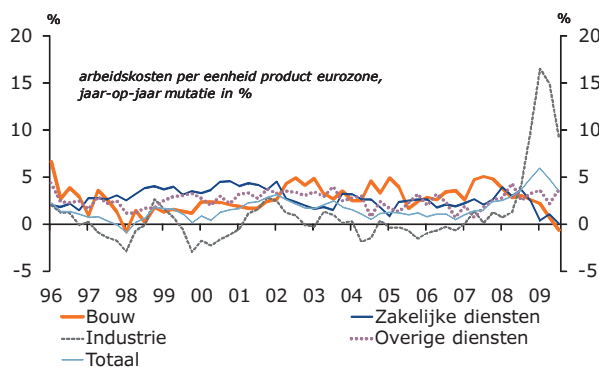
voorzien wij nog een verdere daling van de werkgelegenheid en dus een verdere stijging van de werkloosheid, tot gemiddeld 10½% in 2010.

Onzekerheid troef

Het afgelopen jaar daalde het particuliere consumptievolume in de eurozone met 1%. Consumenten hielden door onzekerheid en vermogensverlies de hand stevig op de knip. Als gevolg van de toegenomen besparingen is de consumptie in het afgelopen jaar achtergebleven bij de inkomensontwikkeling. Door overheidsbeleid in de vorm van inkomensondersteuning en autosloopregelingen is een nog grotere daling voorkomen. Dit jaar zal het ondersteunende overheidsbeleid minder sterk worden. Autosloopregelingen lopen af en in de landen met de grootste begrotingstekorten trekken overheden zich noodgedwongen terug. De werkloosheid zal dit jaar nog verder oplopen en de loongroei zal verder terugvallen. Bovendien zal de inflatie dit jaar weer positief zijn, terwijl het prijspeil vorig jaar per saldo nauwelijks steeg. Vanuit de reële inkomensgroei valt daardoor geen sterk herstel van de consumptie te verwachten. Een belangrijke bepalende factor vormt daardoor het consumentenvertrouwen.

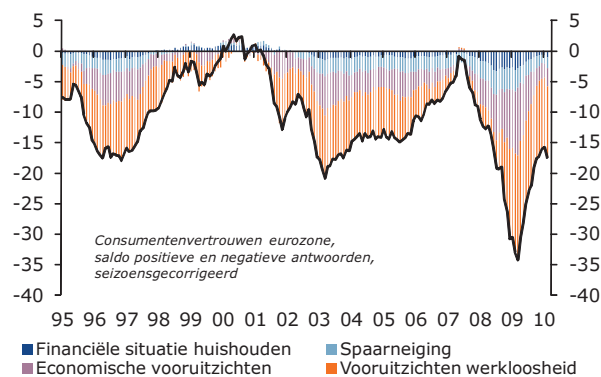
Door het uitblijven van een depressiescenario en oplopende beurskoersen is het consumentenvertrouwen vanaf maart 2009 snel, maar slechts gedeeltelijk, hersteld (figuur 5). Hoewel de consument historisch gezien nog steeds zeer pessimistisch is, lijkt er ruimte om de hand iets minder krampachtig op de knip te houden. Voor 2010 en 2011 verwachten we door een daling van de spaarquote een kleine groei van de reële consumptie met ¼% en 1%. Voorwaarde daarvoor is wel dat er niet te veel nieuwe hoofdstukken aan het Griekse drama van de afgelopen maanden worden toegevoegd. Daarnaast zal geen regering in Europa er dit jaar aan ontkomen om bij de presentatie van de begroting voor 2011 slecht nieuws te brengen. Hoe vervelend het nieuws wordt en of de consument zich daardoor uit het veld laat slaan, is moeilijk in te schatten.

Figuur 4: Arbeidskosten per eenheid product



Bron: Reuters EcoWin

Figuur 5: Consumentenvertrouwen eurozone



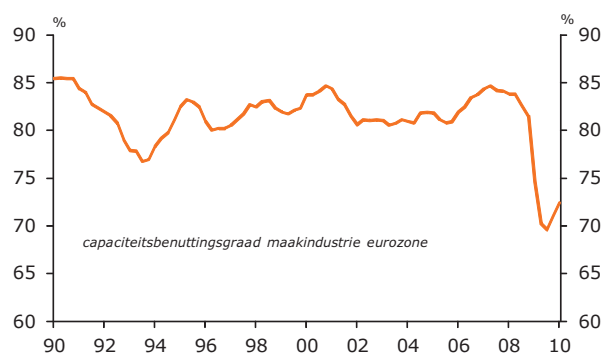
Bron: Reuters EcoWin

Eurozone

Weinig aanleiding voor extra investeringen

Door de grote daling van het BBP in 2009 en het beperkte bestedingsherstel na dien is het gebruik van de beschikbare productiecapaciteit nog steeds bijzonder

Figuur 6: Bezettingsgraad maakindustrie



Bron: DG Ecfm

laag (figuur 6). Ook met de door ons verwachte opleving in de groei in de eerste helft van 2010 zal de bezettingsgraad relatief laag blijven. Omdat het voorzichtige herstel van de vraag nog gemakkelijk kan worden geproduceerd met de bestaande kapitaalgoederenvoorraad lijkt er weinig aanleiding voor extra investeringen. Producenten zullen bovendien eerder geneigd zijn om te wachten op zekerheid over het herstel van de vraag, dan alvast een voorschot erop te nemen en de productiecapaciteit uitbreiden. Voor 2010 verwachten wij een beperkte krimp van de private investeringen met 1¾%. De bedrijfsinvesteringen laten ten opzichte van 2009 een kleine krimp

laten zien, terwijl ook de investeringen in woningen dit jaar nog afnemen. In Spanje en Ierland is de correctie na een jarenlange huizenmarktboom nog niet voorbij. Maar ook in andere landen nemen de investeringen in woningen door de lange doorlooptijd van bouwprojecten nog af.

Overheid komt met slecht nieuws

Door de recessie zijn de overheidsfinanciën in alle landen van de eurozone uit het lood geslagen. Voor een groot deel is dit het gevolg van automatische stabilisatoren (lagere inkomsten uit belastingen, hogere uitgaven aan uitkeringen). Actief overheidsbeleid om de economie te stimuleren heeft de tekorten nog verder verhoogd. De landen met de grootste tekorten (Portugal, Ierland, Griekenland, Spanje) hebben inmiddels beleid aangekondigd om deze terug te dringen. Dit jaar zal duidelijk worden hoe snel en hoe hard de overige landen hun tekorten terug willen dringen. We nemen op basis van de huidige begrotingen voor 2010 aan dat de bijdrage van overheidsuitgaven aan de economische groei dit jaar al kleiner zal zijn dan in 2009. Voor 2011 dragen de overheidsuitgaven net zo veel bij als in 2010. Het begrotingstekort voor de eurozone als geheel verbetert daardoor nauwelijks. Omdat er nog de nodige bezuinigingsvoorstellen kunnen worden gepresenteerd en in gang worden gezet, kan de bijdrage van de overheid aan de groei in 2011 lager uitvallen dan we nu verwachten. Los van de directe overheidsbestedingen kunnen maatregelen in de sfeer van overdrachten (uitkeringen en subsidies) en belastingen voor negatieve effecten op de consumptie zorgen. Voor 2011 is er dus met nadruk een risico dat de economische groei negatief zal worden beïnvloed.

Eurozone

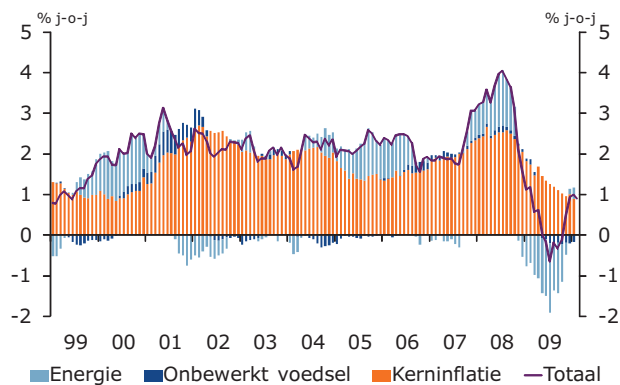
Inflatie weer even omhoog

Na vijf maanden van negatieve inflatie is de jaar-op-jaar stijging van de consumentenprijsindex sinds november weer positief (figuur 7). De omslag is vrijwel volledig te verklaren door ontwikkelingen in de energieprijzen. Gezien de ontwikkeling van de olieprijs zal de energiebijdrage aan de inflatie in de loop van het jaar weer snel afnemen. Hogere voedselprijzen en een zwakkere euro kunnen de inflatie de komende maanden enigszins op peil houden. Ondanks de forse stijging van de arbeidskosten per eenheid product is de kerninflatie sinds het najaar van 2008 gestaag gedaald. Zoals hierboven beschreven verwachten wij dat producenten de groei van de arbeidskosten onder controle zullen proberen te krijgen. Als dit lukt, kan het margeverlies worden beperkt en wordt het gemakkelijker om de prijzen slechts beperkt te verhogen, of zelfs te verlagen. Gezien het door ons voorziene langzame herstel van de eindvraag zal hier alle aanleiding toe zijn. De prijsdruk blijft daardoor tot in 2011 zeer beperkt.

Grote verschillen

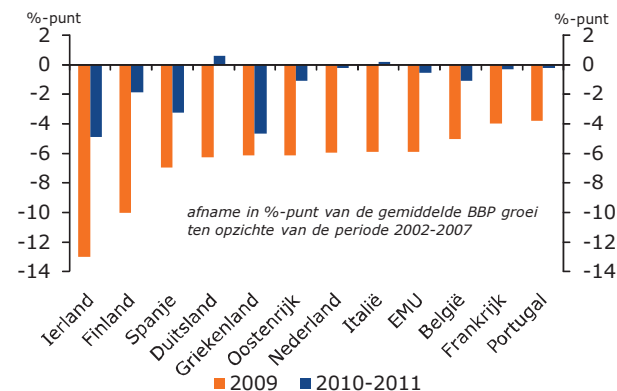
Hoewel alle landen van het eurogebied in recessie zijn geraakt, zijn de verschillen in de opgelopen schade groot. Daarbij is niet alleen de omvang van de economische krimp in 2009 van belang, maar met name ook de terugval in de groei ten opzichte van eerdere jaren (figuur 8). Als overheidsbegrotingen, werkgelegenheidsgroei, immigratie, participatie en verwachtingen van bedrijven en huishoudens gebaseerd zijn op de hoge groei van de voorliggende periode, is de ontwrichting door een sterke terugval van de groei extra sterk. In de periode 2002-2007 was de gemiddelde BBP-groei in Spanje 3,4%. Met een *krimp* van 3,6% in 2009 is de groei dus 7%-punt teruggevallen. In Portugal, dat voor de recessie gemiddeld nog geen 1% per jaar groeide, was de terugval in de groei tot een krimp van 2,8% veel minder heftig. De verschillen tussen landen zijn op deze manier bekeken sinds begin jaren negentig niet meer zo groot geweest als nu.

Figuur 7: Inflatie eurozone



Bron: Reuters EcoWin, Eurostat

Figuur 8: Terugval in BBP-groei



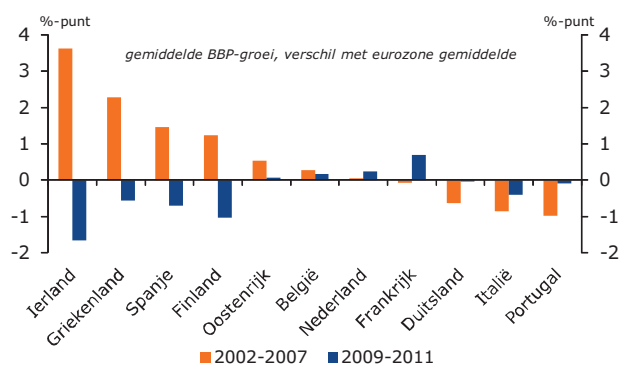
Bron: Rabobank, Europese Commissie

Eurozone

Bovendien hebben nog niet alle landen zich van recessie weten te ontdoen. Griekenland en Spanje bleven tot eind 2009 in recessie, terwijl Italië en waarschijnlijk ook Ierland na één kwartaal groei weer terugvielen in krimp. Als we kijken naar de voorspellingen voor de economische groei in 2010 en 2011, dan zien we opvallend *kleine* verschillen. Terwijl de BBP-groei in het eurogebied in 2009 tussen de -7% (Ierland) en -2% (Griekenland) lag en het gemiddelde voor 2002-2007 tussen de 0,9% (Portugal) en 5,5% (Ierland), zal de gemiddelde jaargroei in 2010-2011 tussen de -½% (Griekenland) en +1¼ % (Duitsland) liggen. Deze kleine groeiverschillen zullen er echter toe leiden dat de in 2009 ontstane grote verschillen in productievolumes en bezettingsgraden ook in 2010 en 2011 blijven bestaan.

De verschillen in de effecten van de recessie zorgen overigens nog voor een ander belangrijk verschil. Ten opzichte van de afgelopen jaren wordt er door een aantal landen haasje over gespeeld. De harde groeiers van 2002-2007 blijven in 2009-2011 achter. Achterblijvers van de eerdere periode komen meer in de buurt van het gemiddelde. Ierland en Spanje krijgen te maken met een herbalancering van de economie. Samen met Griekenland zullen deze landen ook veel last krijgen van de nodige bezuinigingen om de overheidsfinanciën onder controle te houden. Finland deint mee op de heftige golven van expansie en recessie die door de Baltische burens zijn gecreëerd. Frankrijk en Duitsland komen relatief sterk uit deze recessie. Frankrijk voert daarbij de boventoon, omdat de recessie daar relatief mild is geweest. In beide landen heeft de overheid de mogelijkheid gehad om de economie ook dit jaar nog te ondersteunen. De noodzaak om het begrotingstekort terug te dringen is er wel, maar is minder groot en minder acuut. En grote structurele aanpassingsprocessen zoals in Spanje en Ierland zijn in deze landen niet aan de orde. Een doorkijkje naar de komende jaren laat dus een heel ander beeld van de eurozone zien dan we sinds de start van de monetaire unie gewend zijn geweest.

Figuur 9: Haasje over in de eurozone



Bron: Rabobank, Europese Commissie

Tabel 1: Kerngegevens

jaar op jaar mutatie in %	'09	'10	'11
Bruto binnenlands product	-4,0	1¼	1½
Particuliere consumptie	-0,9	¼	1¼
Overheidsconsumptie	2,2	1	1¼
Private investeringen	-11,6	-1¾	2
Uitvoer goederen en diensten	-12,9	7½	4½
Invoer goederen en diensten	-11,3	5¾	4¾
Consumentenprijzen	0,3	1	¾
Werkloosheid (%)	9,4	10½	10¼
Begrotingssaldo (% BBP)	-6,4	-7	-6½
Saldo lopende rekening (% BBP)	-0,5	-1	-1¼

Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Tim Legierse
T.Legierse@rn.rabobank.nl