

Visie op wereldeconomie

30 november 2018

Han de Jong
Chief Economist

Tel: 020 628 4201
han.de.jong@nl.abnamro.com

2019: Voortgezette maar tragere groei

- De economische groei is wereldwijd vertraagd in 2018, maar hier achter gaan verschillen tussen regio's schuil.
- Europa is het meest vertraagd, Azië een beetje minder, terwijl de Amerikaanse economie juist sneller groeit dan vorig jaar.
- De vertraging in Europa wordt veroorzaakt door een tragere exportgroei, gekoppeld aan een verzwakking van de wereldhandelsgroei.
- Allerlei factoren hebben waarschijnlijk bijgedragen aan de vertraging: normale volatiliteit, inflatie, het handelsconflict, zwakkere groei in China en de verkrapping van de financiële condities zijn de belangrijkste.
- Fiscale stimulering heeft de groei in de VS een impuls gegeven.
- De grote vraag voor 2019 is of de belangrijkste economieën binnenkort in een recessie belanden. Recessies zijn pijnlijk omdat de werkloosheid dan omhoog schiet, net als defaults terwijl ze ravage veroorzaken op aandelenmarkten.
- Recessies worden over het algemeen veroorzaakt door schokken of overmatige monetaire verkrapping. We kunnen geen schokken voorspellen, maar een overdreven monetaire verkrapping lijkt onwaarschijnlijk.
- We denken dat de wereldwijde groei in 2019 iets lager zal zijn dan in 2018, maar niet veel. Recessies zijn onwaarschijnlijk.
- De inflatie zal iets oplopen, maar niet om je zorgen over te maken; Chinese beleidsmakers nemen maatregelen om de economische groei te ondersteunen; en de ergste verkrapping van de financiële condities is achter de rug aangezien de Fed het einde nadert van het proces van renteverhogingen of tenminste binnenkort een pauze inlast terwijl valuta's van opkomende economieën zullen stabiliseren en wellicht een deel van het verloren terrein terug zullen winnen.
- Het handelsconflict en, in mindere mate, de brexit zijn onzekerheden die meer schade aan de wereldeconomie kunnen veroorzaken dan we verwachten.

Groei is vertraagd in 2018

De economische groei is in de loop van dit jaar wereldwijd vertraagd, maar niet in alle landen even sterk. Het groeitempo ligt overigens nog steeds in de buurt van het trendmatige niveau en de groei in heel 2018 zal ongeveer gelijk zijn aan die in 2017.

Eerlijk gezegd weten we nog niet goed waaraan de vertraging nu precies te wijten is. Om de groeivoorzichten voor 2019 en volgende jaren te beoordelen, is het echter van belang dat we de factoren kennen die aan de vertraging in 2018 hebben bijgedragen. In deze publicatie zetten we deze factoren, zoals wij ze zien, op een rijtje en schetsen we aan de hand daarvan de vooruitzichten voor de wereldeconomie in 2019. In een reeks andere publicaties die gepubliceerd worden in de komende weken, zetten we onze visie uiteen op de ontwikkelingen in 2019 in afzonderlijke economieën. Tot slot gaan we in een aantal rapporten ook vooruitblikken hoe de valuta- en vastrentende markten zich volgend jaar naar verwachting ontwikkelen.

Wereld producentenvertrouwen: opmerkelijke daling, maar nog steeds acceptabel

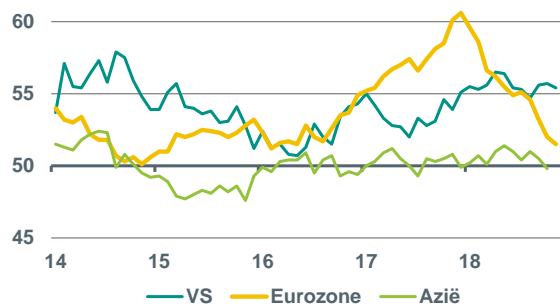
PMI, index, 50=neutraal



Bron: Thomson Reuters Datastream

Producentenvertrouwen: divergentie

PMI, index, 50=neutraal



Bron: Thomson Reuters Datastream

Het duidelijkste en eerste teken van de vertraging was de hardnekkige en sterke daling van verschillende vertrouwensindicatoren sinds het begin van dit jaar. Dit betrof in eerste instantie vooral het ondernemersvertrouwen in de eurozone en een aantal Aziatische landen. Later zwakte de groei van het bbp, de wereldhandel en de industriële productie af.

De VS heeft het dit jaar beter gedaan dan andere economieën. De economische groei is hier zelfs versneld ten opzichte van 2017, vooral dankzij de begrotingsstimulansen van de regering-Trump. Enkele opkomende economieën zaten in 2018 ook in de lift en konden zich aan de recessie ontworstelen. Producentenvertrouwen in de eurozone is sterk gedaald maar heeft nog steeds een redelijk niveau.

Voor de daling in vertrouwen en groei buiten de VS in 2018 zien we een aantal mogelijke verklaringen.

- **Volatiliteit van de conjunctuurcyclus**

De conjunctuurcyclus ontwikkelt zich niet in rechte lijnen. Periodes van boven- en benedentrendmatige groei wisselen elkaar af. Dit is een normaal patroon en dus niet iets om ons zorgen over te maken. 2017 was duidelijk een jaar van boventrendmatige groei, zeker in Europa. Dit bleek ook uit de sterke groeiversnelling van de wereldhandel na een reeks magere jaren. Drijvende krachten in 2017 waren de inhaalvraag na de vertraging in 2014/2015 en de voorraadcyclus, terwijl ook de verminderde bezuinigingen en het ECB-beleid wellicht een rol speelden. In 2018 is het beleid niet restrictief geworden, maar de vraagachterstand is inmiddels mogelijk wel ingehaald.

- **Hogere inflatie**

Kortstondige inflatieschommelingen kunnen het verloop van de conjunctuurcyclus beïnvloeden. De totale inflatie in de eurozone trok aan van 0,2% in 2016 naar gemiddeld 1,5% in 2017. In de eerste tien maanden van 2018 versnelde de totale inflatie verder naar gemiddeld 1,7%. Omdat de inflatie sneller stijgt dan de versnelling van de nominale loonstijging, is de stijging van de koopkracht afgenomen. Het effect hiervan werkt doorgaans met enige vertraging door. De detailhandelsomzet nam in de eurozone in 2017 met 2,3% in volume toe. In de eerste negen maanden van 2018 was dit gedaald naar gemiddeld 1,5%. Hierbij moet overigens wel worden aangetekend dat de totale particuliere consumptie, die een bredere maatstaf is, minder sterk is vertraagd.

Eurozone inflatie: gestegen door olie



Bron: Bloomberg

- **Handelsconflict**

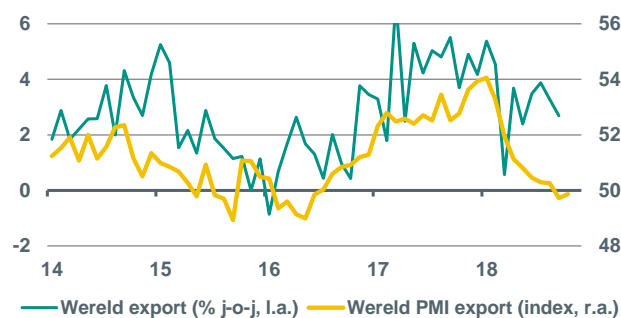
De Amerikaanse president Trump heeft dit jaar een handelsconflict gecreëerd. Ongetwijfeld heeft dit een rol gespeeld in de daling van het ondernemersvertrouwen en waarschijnlijk hebben wereldwijd bedrijven hierdoor minder geïnvesteerd. Dit is echter

moelijk meetbaar. In de onlangs verschenen World Economic Outlook raamt de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) het negatieve effect van de tot nu toe ingevoerde heffingen op de groei van het mondiale bbp op 0,1% en op de groei van de wereldhandel op 0,4%¹. Overigens verslechterde het bedrijfsklimaat al voordat de protectionistische agenda van Trump in zijn volle omvang bekend werd. Het is dan ook heel onzeker in hoeverre de vertraging van de economische groei aan het handelsconflict kan worden toegeschreven.

- **Groeivertraging van wereldhandel**

Peilingen wereldwijd laten een opmerkelijke daling van de exportorders zien. Dit doet vermoeden dat de groei van de wereldhandel aanzienlijk is vertraagd. De handelscijfers tonen inderdaad tekenen van zwakte, maar zeker niet in dezelfde mate als de vertrouwensindicatoren ons willen doen geloven. Na een krachtig herstel in 2017 is de groei van de wereldhandel dit jaar slechts licht afgezwakt. Uit analyse van de cijfers voor de eurozone komt naar voren dat de uitvoer naar Azië is teruggelopen. Dit kan heel goed uit de groeivertraging van de wereldhandel worden verklaard. De toename van de totale Chinese invoerwaarde is tot dusverre dit jaar opvallend stabiel gebleven (circa 20% j-o-j), ondanks het escalerende handelsconflict met de VS. Al is het mogelijk dat 'front loading' door bedrijven die importheffingen voor willen zijn tijdelijk de handel stimuleren. Mogelijk weerspiegelt de tragere groei het cyclische karakter van de industriële sector. In 2017 groeide de industriële productie sneller dan de wereldhandel en was een correctie misschien wel onvermijdelijk.

Wereld export en wereld PMI export



Bron: Thomson Reuters Datastream

- **Zwakkere groei van Chinese economie**

De Chinese economie is vanwege haar omvang, haar groeitempo en haar open karakter van cruciaal belang voor de mondiale conjunctuurcyclus. Helaas is de documentatie van de Chinese economie veel minder goed dan andere landen. Cijfers zijn in relatief beperkte mate beschikbaar, de betrouwbaarheid daarvan is bovendien soms twijfelachtig en het beleid is niet erg transparant. Kortom, China weet waarschijnlijk veel meer over 'ons' dan wij over 'hen' weten.

¹ De OESO schat dat de huidige tarieven de VS 0,2% en China 0,3% van het bbp kosten. Als de VS begin 2019 de heffingen op Chinese goederen van 10% naar 25% verhoogt, dan verdubbelt volgens de OESO het negatieve effect op de economische bedrijvigheid.

De Chinese beleidsmakers richten hun maatregelen al enige tijd op de hoge schuldenlast in delen van de economie. Ze zijn erin geslaagd om de schuldratio's van niet-financiële ondernemingen te stabiliseren en de rol van het schaduwbankwezen in te perken. De restrictieve maatregelen die zijn genomen om de schuldenlast te beteugelen, moeten echter als neveneffect de economische groei hebben vertraagd. Dit blijkt evenwel niet uit de verschillende indicatoren van de totale groei.

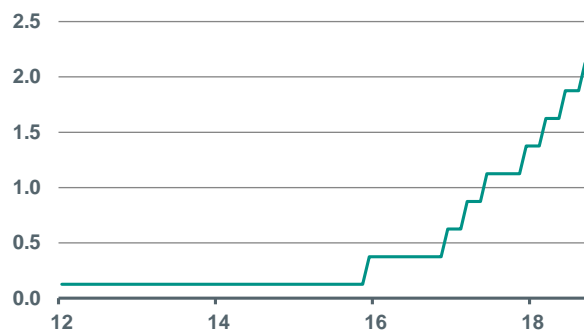
In de loop van 2018 hebben de beleidsmakers de bakens iets verzet. Er zijn verschillende maatregelen doorgevoerd om de economie een oppepper te geven en het proces van schuldafbouw lijkt minder prioriteit te hebben. Dit kan twee dingen betekenen: ofwel de vertraging is sterker dan de autoriteiten acceptabel vinden, ofwel het is een poging om een al te sterke vertraging als gevolg van de handelsmaatregelen van de VS te voorkomen.

- **Verkrappende financiële condities en 'ongeschikt' monetair beleid in de VS**

In veel landen zijn de financiële condities in 2018 verkrapt. De hogere rentes in de VS, de sterkere Amerikaanse dollar, de verkorting door de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve) van haar balans en de zwakte van de aandelenmarkten buiten de VS hebben aan deze verkrapping bijgedragen. De opkomende economieën zijn bijzonder kwetsbaar in deze situatie. In een hele reeks opkomende landen zijn de monetaire teugels dan ook aangehaald. Daarbij komt dat sommige opkomende landen ook kampen met interne problemen, die verband houden met een gebrek aan macro-economische stabiliteit.

VS: Fed funds rate: Trump is niet eens 'one bit happy' met Fed voorzitter Powell

%, midden



Bron: Bloomberg

De verdere verkrapping van het monetaire beleid in de VS is een belangrijk thema voor de wereldeconomie en de financiële markten geweest. Het tempo ligt in de huidige verkrappingscyclus van de Federal Reserve (Fed) wellicht lager dan ooit tevoren, maar is dit jaar wel versneld². En terecht. De Fed bepaalt het beleid voor de Amerikaanse economie. Meestal levert dat elders in de wereld geen grote problemen op, omdat de conjunctuurcycli doorgaans met elkaar in de pas lopen. In tijden van economische divergentie kan het wel voor problemen zorgen. De budgettaire stimulering door de

² De Fed heeft tot dusverre dit jaar de beleidsrente elk kwartaal met 25 bp verhoogd en het ziet ernaar uit dat dit ook in december weer gaat gebeuren. In 2015 en 2016 was er maar één renteverhoging per jaar. In 2017 waren het er drie. Daarnaast heeft de Fed haar balans verkort door vrijkomende gelden uit aflossingen niet te herbeleggen. Het tempo waarin de Fed haar rechtstreekse beleggingen vermindert, is vooraf duidelijk gecommuniceerd en is geleidelijk opgevoerd. Pas onlangs is het maximum van circa USD 50 miljard per maand bereikt. Tussen 1 januari en 23 november is het uitstaande bedrag in totaal met USD 319 miljard vermindert. Dit betrof vooral Amerikaanse staatsobligaties (US Treasuries – UST) en door hypotheekportefeuilles gedekte effecten (Mortgage-Backed Securities – MBS).

regering-Trump heeft de Amerikaanse economie een groei-impuls gegeven, terwijl in grote delen van de rest van de wereld de groei juist is vertraagd. De hoogte van de Amerikaanse rente is echter relevant voor de rest van de wereld en de wereldwijde financiële markten. Het behoeft dan ook geen betoog dat de hogere (Amerikaanse) rente in de huidige fase allesbehalve gunstig is voor andere economieën of de financiële markten. Het beleid van de Fed mag dan geschikt zijn voor de VS, voor de rest van de wereld is het dat niet.

Azië ex-Japan 'financial conditions index': verkrapping



Bron: Bloomberg

• Landspecifieke ontwikkelingen

De vertraging in de eurozone werd verergerd door specifieke problemen in de auto-industrie. Het dieselschandaal had al de nodige schade berokkend, maar daar kwam in september de nieuwe testprocedure voor de CO₂-uitstoot bovenop. De invoering hiervan heeft blijkbaar autofabrikanten op het verkeerde been gezet, met als gevolg dat de productie sterk is ingezakt³. Vooralsnog gaan we ervan uit dat dit een tijdelijk verschijnsel is. De meest recente cijfers laten al enige verbetering zien.

Duitsland: autoproductie: problemen emissietesten

% j-o-j, 3 maanden voortschrijdend gemiddelde



Bron: Bloomberg

³ Duitse autofabrikanten produceerden in augustus en september circa 25% minder auto's dan in dezelfde maanden van 2017. Omdat de sector 3,5% à 4% van het Duitse bbp vertegenwoordigt, is dit een gevoelige ongunstige ontwikkeling.

De Europese economie gaat ook gebukt onder de onzekerheid rond brexit en de discussie over de Italiaanse begroting. De effecten hiervan zijn moeilijk te meten, maar ongetwijfeld heeft het vertrouwen een knauw gekregen.

De Amerikaanse economie is niet vertraagd, maar rentegevoelige delen van de economie, zoals woningbouw, huizenverkoop en autoverkoop, zijn wel vertraagd. Dit wijst erop dat de gevolgen van de verkrapping van het monetaire beleid merkbaar worden.

Adempauze of recessie?

Om de vooruitzichten voor 2019 en volgende jaren te beoordelen, hebben we in de onderstaande tabel kort samengevat hoe de factoren die volgens ons een rol in de vertraging in 2018 hebben gespeeld, zich in 2019 vermoedelijk zullen ontwikkelen. Na zorgvuldige afweging van deze factoren achten we volgend jaar een recessie in de belangrijkste economieën niet waarschijnlijk. Integendeel, we voorzien een verdere groei in een gematigd tempo, zo ongeveer rond het trendmatige niveau.

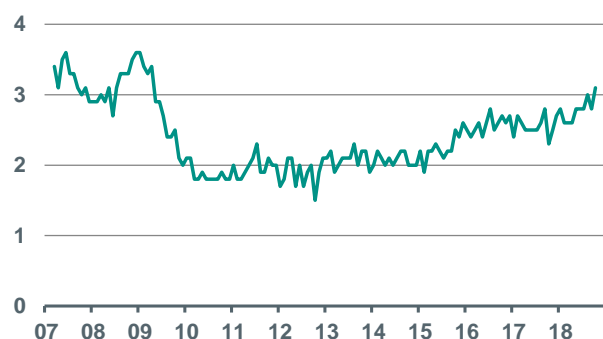
Groeiremmende factoren in 2018	Verwachtingen voor 2019
Normale cyclische volatiliteit	Status quo, maar negatieve effect neemt geleidelijk af
Hogere inflatie	Loopt verder op, voor in de VS; negatieve effect is grotendeels al verwerkt
Handelsconflict	Kan in potentie meer schade veroorzaken, afhankelijk van de onderhandelingen
Groeivertraging van wereldhandel	Onduidelijk; hangt af van een groot aantal factoren
Zwakkere groei van Chinese economie	Geleidelijke vertraging houdt aan; beleidsmakers tolereren te sterke vertraging niet en nemen steunmaatregelen
Verkrapping van financiële condities	Risico dat Fed-beleid ongeschikt is voor de rest van de wereld, maar einde van renteverhogingen komt in zicht; valuta's van opkomende landen stabiliseren en winnen in enkele gevallen terrein terug

Inflatie loopt verder op, maar niet veel; dit is cruciale prognose

In de loop van dit jaar is de inflatie in de belangrijkste economieën aangetrokken. De totale inflatie werd opgedreven door de gestegen olieprijs, terwijl in een aantal opkomende economieën valutazwakke voor extra inflatiedruk zorgde.

VS: gemiddelde uurloon: hoger, maar opmerkelijk tam

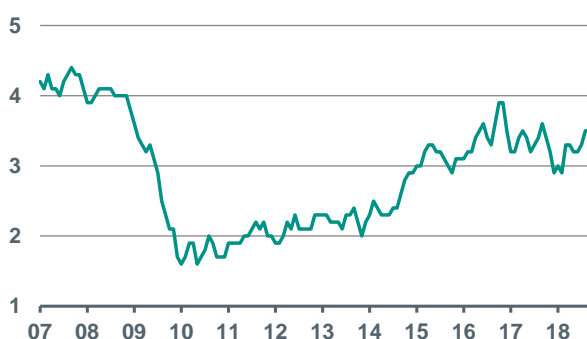
% j-o-j



Bron: Thomson Reuters Datastream

Atlanta Fed median wage growth tracker: stabiel

% j-o-j, 3 maanden voortschrijdend gemiddelde



Bron: Thomson Reuters Datastream

De kerninflatie is dit jaar in de Verenigde Staten ook versneld, maar in de eurozone stabiel gebleven. Opmerkelijk is dat in de VS de onderliggende inflatie, ondanks de iets hogere kerninflatie en de krapte op de arbeidsmarkt, nog steeds gematigd is. Dit houdt in dat

ofwel de inflatie in de VS op een bepaald moment sterk zal oplopen – en mogelijk al op niet al te lange termijn – ofwel structurele veranderingen in de economie de loongroei en inflatie binnen de perken houden. We neigen naar de tweede optie, al behoort een lichte verdere stijging van de onderliggende inflatie in de VS zeker tot de mogelijkheden. Dit is een cruciale prognose. Mocht de inflatie in de VS sterker dan verwacht aanzwellen, dan heeft de Fed geen andere keuze dan haar verkrappende beleid voort te zetten, mogelijk zelfs in versneld tempo. Dat zou een negatieve uitwerking hebben op andere economieën, en de opkomende economieën in het bijzonder, en op de wereldwijde financiële markten.

Onze visie op de oliemarkten hebben we, ondanks de recente scherpe prijsdaling, niet gewijzigd. De verhalen over blijvende aanbodoverschotten in 2019 lijken ons onjuist. Eerder zien we de vraag-aanbodverhouding verkrappen. Het is nog afwachten hoe de versterkte greep die de Amerikaanse president Trump na de moord op Khashoggi⁴ lijkt te hebben op het Saoedische olieproductiebeleid, uitpakt. Als olie aanzienlijk goedkoper blijft dan we in onze ramingen hebben verwerkt, dan zal de totale inflatie lager uitkomen dan we nu voorzien.

De kerninflatie schommelt in de eurozone al drie jaar rond 1%. De werkloosheid is weliswaar gedaald, maar de onbenutte capaciteit in de economie is naar onze mening nog altijd groot genoeg om een sterke versnelling van de loongroei en de inflatie te voorkomen. Het lagere groeitempo van de economie van de eurozone kan hier weinig aan veranderen. Door de verdere flexibilisering van de arbeidsmarkt is de onderhandelingspositie van werknemers verzwakt en is dus de relatie tussen krapte op de arbeidsmarkt en loongroei veranderd.

Handelsconflict

Het handelsconflict kan grote gevolgen voor de wereldeconomie hebben. Een verdere escalatie en nieuwe maatregelen van de VS tegen Europa zouden heel schadelijk zijn. De onzekerheid waarmee het handelsconflict nu nog is omgeven, zal het ondernemersvertrouwen en de bedrijfsinvesteringen drukken. Anderzijds kan niet worden uitgesloten dat de VS en China hun geschil oplossen en de Amerikaanse regering afziet van verdere maatregelen tegen andere handelspartners. Dit is echter in alle economische ramingen een grote onbekende factor. We gaan ervan uit dat de VS de invoerheffingen op Chinese goederen verhoogt naar 25% en de heffingen toepast op alle Chinese producten.

Groeivertraging van wereldhandel

De vooruitzichten voor de wereldhandel zijn onduidelijk. Voor zover de vertraging in 2018 door het cyclische karakter van de industriesector is veroorzaakt, is dit per definitie tijdelijk van aard. De vooruitzichten voor de wereldhandel hangen af van deze cycliciteit, de onderliggende groei in de verschillende landen en uiteraard de invloed van het handelsbeleid op de handelsrelaties.

Zwakkere groei van Chinese economie

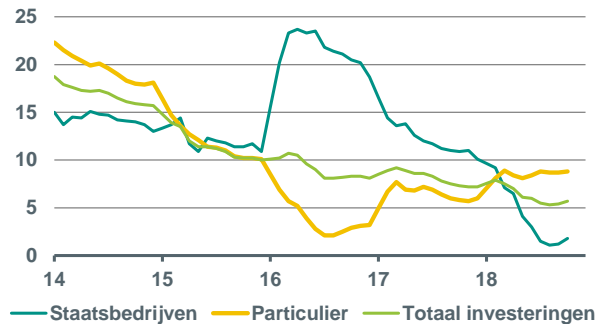
Een geleidelijke maar langere groeivertraging in China is onvermijdelijk. Dit proces is al enkele jaren gaande. We verwachten echter dat de beleidsmakers het proces onder controle houden en dat de vertraging ook de komende tijd geleidelijk blijft. De recente

⁴ Jamal Khashoggi was een Saoedische dissident en journalist voor de Washington Post. Hij werd begin oktober vermoord in het consulaat van Saoedi-Arabië in Istanboel, naar verluidt door agenten van de Saoedische regering.

maatregelen om de groei te stimuleren, onderstrepen dit. De ervaring leert dat de Chinese beleidsmakers op de ingeslagen weg doorgaan totdat ze hun doel hebben bereikt.

China: groei investeringen: beleidsondersteuning

% j-o-j

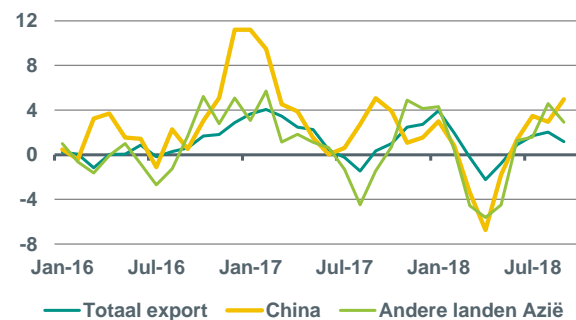


Bron: Thomson Reuters Datastream

Uit handelsgegevens blijkt dat de uitvoer naar Azië vanuit de eurozone begin dit jaar aanzienlijk is verzwakt. Maar het lijkt erop dat de groeibevorderende acties van de Chinese autoriteiten juist bijdragen aan een verbetering. Dit moet de eurozone uiteindelijk tot steun zijn.

Eurozone export naar Azië: herstel na slecht H1

% 3 maanden-op-3 maanden



Bron: Thomson Reuters Datastream

Verkrapping van financiële condities

De verkrapping van de financiële condities is moeilijk te voorspellen. De Fed gaat de rente ongetwijfeld verder verhogen, maar inmiddels zijn de meeste rentestappen in het verkrappingsproces wel gezet.

De Fed blijft haar balans in het huidige tempo verkorten. Dit betekent dat het bezit aan obligaties in 2019 sterker wordt afgebouwd dan in 2018. In hoeverre dit de economie of financiële markten zal raken, is onderwerp van discussie onder economen. Volgens sommigen was de aankondiging van het bijzondere beleid het belangrijkste moment voor de financiële condities. Als zij het bij het rechte eind hebben, dan had de balansverkorting het grootste effect op het moment dat de Fed haar strategie hiervoor bekendmaakte en zouden de gevolgen voor de wereldwijde financiële condities in 2019 dus beperkt moeten

blijven. De Europese Centrale Bank (ECB) stopt eind 2018 haar opkoopprogramma. Dit is ook duidelijk gecommuniceerd; bovendien wordt nu nog maar voor een klein bedrag aan waardepapieren opgekocht.

De valuta's van de opkomende landen zijn in 2018 aanzienlijk gedaald. De meeste opkomende valuta's zijn naar onze mening nu goedkoop en we voorzien dan ook geen forse verdere daling. Integendeel, behoorlijk wat valuta's gaan volgens ons in 2019 weer terrein terugwinnen. Dat kan helpen voorkomen dat de financiële condities in 2019 verder verkrappen.

Belangrijke beleidswijzigingen

Misschien wel de belangrijkste ontwikkeling die we voor 2019 verwachten, is een significante vertraging van de Amerikaanse economie in de tweede helft van het jaar, wanneer het effect van de budgettaire stimulering wegebt. De Amerikaanse economie vertoont al geruime tijd een boventrendmatige groei, maar in de loop van 2019 zwakt het tempo naar verwachting af naar een benedentrendmatig niveau.

VS yieldcurve: vlakkere curve betekent niet automatisch een komende recessie



Bron: Bloomberg

Een andere belangrijke verandering in 2019 wordt het vertrek van het Verenigd Koninkrijk (VK) uit de Europese Unie (EU). Op het moment van schrijven hebben de EU en de Britse regering overeenstemming bereikt over de scheidingsakte en ook over een document waarin de hoofdlijnen van de toekomstige relatie zijn beschreven. Het is echter nog uiterst onzeker of de Britse premier May de overeenkomst door het parlement kan loodsen. De kans is groot dat het parlement het bereikte akkoord afwijst. Een wanordelijke brexit zonder een deal behoort dan ook duidelijk tot de mogelijkheden. In ons basisscenario gaan we echter uit van een vrij ordelijk vertrek, waarbij de voortzetting van normale handelsrelaties in ieder geval in 2019 en 2020 en wellicht nog langer is gegarandeerd. In het geval van een harde brexit zonder deal krijgen de handels- en financiële relaties, en daarmee ook de economie van zowel het VK als de EU, flinke klappen. De economische schade voor het VK zal uiteraard veel groter zijn dan die voor de EU.

Andere mogelijke redenen voor een sterker dan verwachte vertraging in 2019

Het economisch herstel in de VS begon al in 2009. De huidige opgaande fase is, voor zover bekend, de op één na langste. Hierdoor is het verleidelijk om over een naderend

einde van de cyclus en dus een recessie te filosoferen. Volgens een oud gezegde onder economen overlijdt herstel echter niet door ouderdom. Recessies worden van oudsher veroorzaakt door schokken, knelpunten in de economie of een te agressief monetair beleid. Schokken zijn per definitie niet te voorspellen. Het belangrijkste knelpunt in de Amerikaanse economie is op dit moment de krapte van de arbeidsmarkt. Omdat het lastiger is om extra personeel aan te trekken, wordt het voor bedrijven steeds moeilijker om hun productie te verhogen. Zolang dit niet tot een inflatiespurt leidt, vertraagt dit knelpunt vermoedelijk de groei alleen maar en gaat de economie niet krimpen.

Of de Federal Reserve de monetaire teugels mogelijk te strak gaat aanhalen, is nog een kwestie van afwachten. Recent commentaar van de voorzitter en vicevoorzitter wekt de indruk dat de Fed er alert op is om een te sterke verkrapping te vermijden. De inflatievooruitzichten geven de Fed in ieder geval geen reden om hard op de monetaire rem te trappen. De Fed kan dus op haar gevoel afgaan. Het probleem hierbij is echter dat niemand weet, en dus ook de Fed niet, waar precies de 'neutrale rente' ligt. Dit is de rente waarbij de economie een stabiele koers vaart: niet te warm zodat de inflatie niet de kop opsteekt, en niet te koud zodat de werkloosheid niet oploopt. De Fed zal de cijfers die bekend worden, als leidraad nemen.

Een ander teken dat de cyclus mogelijk op een einde loopt en de VS op niet al te lange termijn in een recessie kan belanden, is de vervlakking van de rentecurve (hier gedefinieerd als het renteverskil tussen tienjarige en tweejarige Treasuries). In de komende maanden is een inverse ofwel omgekeerde rentecurve goed denkbaar. Dit is een van de meest betrouwbare signalen, zo niet het betrouwbaarste, dat een recessie in aantocht is, ook al is het niet volledig duidelijk waarom dit zo zou zijn. Moeten we, gezien de vervlakking van de rentecurve in de VS, dus rekening houden met een recessie in 2019 of 2020? We denken van niet, en wel om twee redenen. Ten eerste is de curve nog niet inverteerd. De nu relatief vlakke curve hoort bij een combinatie van lage economische groei en lage inflatie⁵. En ten tweede wordt het langere stuk van de curve mogelijk nog altijd vertekend door de grootschalige aankopen van obligaties door de Fed tussen 2008 en 2014 en andere centrale banken. Indien dit inderdaad zo is, dan geeft de rentecurve deze keer niet het juiste signaal af. We stellen ons liever voorzichtig op. 'Deze keer is het anders' is een gedachte die vaak duur is uitgevallen.

De Amerikaanse economie is sterk op dit moment. Omdat het momentum zichzelf versterkt, lijkt op de korte termijn een recessie niet waarschijnlijk. De economische vertraging buiten de VS, de verwachting dat de begrotingsstimulansen in de loop van 2019 uitgewerkt beginnen te raken, en de effecten van monetaire verkrapping in het verleden wijzen allemaal in de richting van een tragere groei volgend jaar, maar deze factoren zijn volgens ons niet sterk genoeg om de Amerikaanse economie in een recessie te duwen. De Amerikaanse consument, die de drijvende kracht is achter de economie, is in goede doen. De werkgelegenheid is hoog, de inkomensgroei is heel behoorlijk, de schuldenlast van huishoudens is in de afgelopen jaren afgenomen en de spaarquote is relatief hoog. Kortom, er zijn buffers om tegenvallers op te vangen.

⁵ De rentecurve kan worden gezien als een discussie tussen de markt (10-jaarsrente) en de Fed (2-jaarsrente). Een inverse rentecurve houdt dan in dat de markt vindt dat de Fed te ver gaat. In de laatste 50 jaar was de curve, voorafgaand aan een recessie, steeds inverteerd. Hieruit kan worden afgeleid dat de markt het meestal goed zag en de Fed niet. De Fed zou er dus verstandig aan doen om dit signaal vanuit de markt serieus te nemen.

Monetaire beleid en rente

We denken dat de Amerikaanse Federal Reserve de rente nog een aantal keer gaat verhogen. Een verdere verhoging in december 2018 lijkt een uitgemaakte zaak. Verdere rentestappen zullen afhankelijk zijn van de gepubliceerde cijfers. Volgens de 'dot plot' die de verwachtingen van de leden van het FOMC, het beleidscomité van de Federal Reserve, ten aanzien van toekomstige renteverhogingen weergeeft, bedroeg in september de mediane prognose drie rentestappen in 2019 en nog eens twee in 2020. Wij houden het op twee renteverhogingen tussen nu en het einde van 2019 en helemaal geen rentestappen in 2020. Dus na de verwachte verhoging in december zal er volgens ons nog slechts één verdere rentestap plaatsvinden in 2019.

Gegeven de verwachte afzwakking van de Amerikaanse economie in 2019, de gematigde inflatie en het naderende einde van de renteverhogingscyclus denken we dat de Amerikaanse obligatierentes inmiddels het hoogtepunt bijna hebben bereikt en in de loop van 2019 geleidelijk iets gaan dalen.

De ECB zet naar verwachting eind dit jaar een punt achter de kwantitatieve verruiming. Omdat de inflatie, en met name de kerninflatie, waarschijnlijk onder de ECB-raming uitkomt, is er nauwelijks druk om de rente te verhogen. We verwachten dan ook dat de ECB de rente pas vanaf 2020 gaat verhogen.

De obligatierentes blijven in de eurokernlanden naar verwachting rond de huidige niveaus bewegen, vooral als de ECB zich genoodzaakt ziet om haar inflatieprognose opnieuw te verlagen. Later in 2019, wanneer marktpartijen hogere beleidsrentes gaan inprijzen, lopen de obligatierentes vermoedelijk iets op. De renteopslagen (spreads) voor eurolanden met een zwakkere begrotingspositie blijven naar verwachting min of meer stabiel. Italië is een geval apart. In ons basisscenario blijven de spreads voor Italiaans schuld papier rond de huidige niveaus. Mocht de kredietwaardigheidsstatus van Italiaanse staatsobligaties verder afgewaardeerd worden, dan zijn institutionele beleggers mogelijk gedwongen om te verkopen en zullen de spreads wellicht verder uitlopen.

Maar wat als?

Een recessie is niet ons scenario voor de belangrijkste economieën, maar kan niet worden uitgesloten. Mocht dit onverhoopt toch gebeuren, welke opties hebben beleidsmakers dan? De Fed heeft enige ruimte om de rente verlagen en kan ook weer tot kwantitatieve verruiming overgaan. In theorie is de gereedschapskist van een centrale bank nooit leeg. Centrale banken kunnen altijd andere activa opkopen dan ze tot dan toe hebben gedaan en kunnen hun toevlucht tot helikoptergeld nemen. De grens tot hoever een centrale bank kan gaan, wordt bepaald door het vertrouwen van het publiek in het geldstelsel. De Fed zal ervoor waken om naar deze grens op zoek te gaan. Een andere optie is het begrotingsbeleid. Dit kan in theorie ook altijd verder worden versoepeld, maar in de VS is, gezien het al hoge begrotingstekort en de relatief hoge staatsschuld, de ruimte waarbinnen de overheid geloofwaardig kan manoeuvreren, beperkt.

De Europese beleidsmakers hebben zelfs nog minder speelruimte. De ECB kan natuurlijk de rente verlagen, maar het belangrijkste beleidstarief is al negatief. Het is niet duidelijk hoeveel verder het tarief nog onder nul kan zakken zonder dat het publiek het vertrouwen verliest. Verdere activa-aankopen zijn ook altijd mogelijk, maar de ECB moet dan wel de in

het verleden hiervoor vastgestelde limieten moeten oprekken. Dit kan op juridische problemen stuiten. De begrotingsteugels kunnen natuurlijk ook worden gevierd. In dat geval worden echter de regels van de muntunie al snel overtreden en ontstaan er moeilijke discussies.

Samenvatting

We denken dat de factoren die in 2018 hebben bijgedragen aan het vertragen van de groei in 2018 minder krachtig zullen zijn in 2019. Dus ontstaat er lucht voor voortgezette groei. Er is één factor die in de tegenovergestelde richting werkt: het effect van het Amerikaanse begrotingsbeleid. In 2018 hebben de belastingverlagingen, de hervorming van het belastingstelsel en de verhoging van de overheidsbestedingen de economische bedrijvigheid een flinke impuls gegeven. De effecten hiervan zijn nog niet uitgewerkt, maar zwakken in de loop van 2019 wel af. Al met al verwachten we dan ook dat de wereldwijde groei naar een iets lagere versnelling overschakelt. Dit zal zich vertalen in lagere totale groeicijfers in 2019 vergeleken met 2018, maar de verschillen zullen ook weer niet heel groot zijn. Een recessie verwachten we niet voor de belangrijkste economieën, noch in 2019 noch in 2020.

Mochten we het mis hebben, dan ligt de oorzaak waarschijnlijk bij een versnelling van de inflatie in de VS. In dat geval is de Fed gedwongen om haar beleid agressiever te verkrappen. Onze prognoses gaan dan niet langer op. Hoe geschikt een dergelijk beleid voor de VS ook mag zijn, voor de rest van de wereld zal het heel ongeschikt zijn.

Een tweede groot gevaar voor de vooruitzichten schuilt in een eventuele escalatie van het handelsconflict tussen de VS en China en een hernieuwde opleving van de handelsfricties tussen de VS en Europa. De rechtstreekse gevolgen verergeren dan en het vertrouwen brokkelt af.

China blijft ook een risicofactor voor de wereldeconomie, al is het maar vanwege het gebrek aan transparantie. De beleidsmakers lijken te zijn geslaagd in hun pogingen om de schuldenlast in de economie te verminderen. De risico's van financiële instabiliteit zijn afgenomen, maar zeer waarschijnlijk niet helemaal verdwenen.

Hoofdindicatoren

30/11/2018	BBP (% j-o-j)			Inflatie (% j-o-j)		
	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
VS	3.0	2.7	1.7	2.4	2.5	1.9
Japan	1.0	1.0	0.7	0.9	1.2	1.6
Eurozone	1.9	1.4	1.3	1.8	1.7	1.2
VK	1.4	1.7	1.9	2.3	1.9	1.8
Opkomende markten						
China	6.7	6.3	6.0	2.0	2.5	2.5
Azië	6.3	6.0	5.9	2.8	3.1	3.1
Opk. Europa	3.4	1.1	2.4	6.6	7.4	5.5
Latijns-Amerika	0.8	1.9	2.4	7.4	7.6	5.6
Wereld	3.8	3.5	3.4	3.5	3.7	3.2
Wereldhandel	4.0	3.5	3.5			

30/11/2018	Beleidsrente (% jaareinde)			3m interbank rente (% jaareinde)		
	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
VS	2.50	2.75	2.75	2.9	2.8	2.7
Japan	-0.10	-0.10	-0.10	0.0	-0.1	-0.1
Eurozone	-0.40	-0.40	-0.20	-0.3	-0.3	-0.1
VK	0.75	1.00	1.25	0.8	1.2	1.5

30/11/2018	10jr staatspapier (% eindejaar)		
	2018e	2019e	2020e
VS	3.2	2.7	2.6
Japan	0.0	0.3	0.5
Eurozone (Bunds)	0.4	0.5	0.8
VK	1.5	1.8	2.1

	Wisselkoers (versus USD, eindejaar)			Wisselkoers (versus EUR, eindejaar)			
	2018e	2019e	2018e	2018e	2019e	2020e	
				1.15	1.25	1.30	EUR/USD
USD/JPY	112	105	100	129	131	130	EUR/JPY
USD/EUR	0.87	0.80	0.77				
GBP/USD	1.34	1.45	1.50	0.86	0.86	0.87	EUR/GBP

Bron: Thomson Reuters Datastream, EIU, ABN AMRO Economisch Bureau

DISCLAIMER

Dit document is samengesteld door ABN AMRO. Het heeft uitsluitend als doel om financiële en algemene informatie te verstrekken over de economie. ABN AMRO behoudt zich alle rechten voor met betrekking tot de informatie in het document en het document wordt uitsluitend aan u verstrekt voor uw informatie. Het is niet toegestaan dit document (geheel of deels) te kopiëren, distribueren, door te geven aan een derde of om het voor enig ander doel te gebruiken dan hier boven bedoeld. Dit document is informatief bedoeld en vormt geen aanbieding van effecten aan het publiek, of een uitnodiging om een aanbod te doen.

U mag niet om welke reden dan ook vertrouwen op de informatie, meningen, beramingen, en aannames in dit document noch dat het compleet, accuraat of juist is. Er wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, door of uit naam van ABN AMRO, haar directeuren, functionarissen, vertegenwoordigers, gelieerde partijen, groepsmaatschappijen of werknemers met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de informatie in dit document, en geen enkele aansprakelijkheid wordt geaccepteerd voor enig verlies als direct of indirect gevolg van het gebruik van deze informatie. De opvattingen en meningen opgenomen hierin kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO heeft geen enkele verplichting om de informatie in dit document na de datum hiervan te herzien.

Voordat u in enig product van ABN AMRO investeert, dient u zich te informeren over de verschillende financiële en andere risico's, alsmede mogelijke beperkingen voor u en uw investeringen als gevolg van toepasselijke wetgeving en regels. Indien u, na lezing van dit document, overweegt een investering te doen in een product, raadt ABN AMRO aan om een dergelijke investering met uw relatiemanager of persoonlijke adviseur te bespreken om nader te bezien of het relevante product – met inachtneming van alle mogelijke risico's – past bij uw investeringen. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garanties voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor wijzigingen in dit materiaal aan te brengen.

Alle rechten voorbehouden