

Visie op eurozone 2019

DISCLAIMER: Dit rapport is niet tot stand gekomen in overeenstemming met de vereisten van wet- en regelgeving die tot doel hebben de onafhankelijkheid van beleggingsonderzoek te bevorderen, en is niet onderhevig aan enig verbod op handel met voorwetenschap. Dit rapport betreft marketingcommunicatie en geen beleggingsonderzoek en is uitsluitend bestemd voor professionele en andere in aanmerking komende klanten.

28 januari 2019

Door trage groei bevindt ECB zich op dun ijs

Aline Schuiling
Senior econoom
Tel: +31 20 343 5606
aline.schuiling@nl.abnamro.com

- We verwachten dat de economie van de eurozone in 2019 slechts licht groeit en achterblijft bij de consensuseramingen
- De uitvoer blijft zwak, omdat de wereldeconomie door de verkrappende financiële condities vaart heeft verloren, terwijl de Amerikaanse economie gaat afkoelen wanneer in de loop van 2019 het effect van de begrotingsstimulansen afzwakt
- De groei van de investeringen in vaste activa nemen in lijn met de uitvoer af, maar dankzij de afzwakkende inflatie, budgettaire stimulering en lage rente neemt de groei van de particuliere consumptie vermoedelijk wat toe
- De onbenutte capaciteit op de arbeidsmarkt is nog steeds aanzienlijk en de loongroei en de kerninflatie blijven nog langere tijd gematigd
- De politieke risico's blijven hoog. In de meeste eurolanden is het politieke landschap gefragmenteerd, waardoor minderheids-, demissionaire of wankele coalitieregeringen het land besturen. Dit belemmert de besluitvorming en economische hervormingen
- De ECB heeft haar aankoopprogramma beëindigd, maar laat de rente naar verwachting heel 2019 ongewijzigd
- De eerste renteverhoging door de ECB verwachten we in maart 2020, al zal dit eerder later dan vroeger gebeuren
- De obligatierentes blijven in de komende maanden waarschijnlijk laag door beleidsverschuivingen in verruimende richting, maar lopen tegen het einde van het jaar mogelijk licht op wanneer de markten op renteverhogingen door de ECB anticiperen

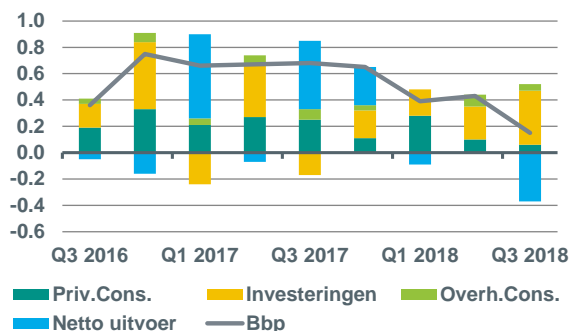
Na zwakke groei in tweede helft 2018 en begin 2019 volgt licht herstel

De economie van de eurozone heeft in 2018 flink aan vaart verloren: de groei viel terug van circa 0,7% kwartaal-op-kwartaal (k-o-k) in 2017 naar ongeveer 0,4% in de eerste twee kwartalen van 2018. Vervolgens kreeg de economie in het derde kwartaal van 2018 een extra klap van tijdelijke problemen in de auto-industrie, waardoor de groei verder daalde naar slechts 0,2%. Deze problemen lijken nog steeds niet voorbij te zijn: volgens vroege economische indicatoren komt de groei in het vierde kwartaal van 2018 en het eerste kwartaal van 2019 wederom ruim onder het trendmatige niveau van circa 1,5% (geannualiseerd) uit. De uitvoer en de industriële productie krimpen waarschijnlijk in deze twee kwartalen, doordat

de wereldeconomie en de wereldhandel verder aan kracht inboeten. In Frankrijk is bovendien de groei door stakingen en straatprotesten tijdelijk verstoord. We denken dat na het eerste kwartaal van 2019 de bbp-groei van de eurozone iets aantrekt tot circa 0,3% à 0,4% k-o-k en dus weer het trendmatige niveau nadert. Belangrijk is dat de tijdelijke factoren die de groei in de tweede helft van 2018 en het begin van 2019 drukken, verdwijnen. Voor de industrie en de uitvoer voorzien we bovendien een bescheiden stijging, gesteund door een iets aantrekkende groei van de wereldhandel in de tweede helft van het jaar en een herstel van de particuliere consumptie en overheidsbestedingen in de eurozone.

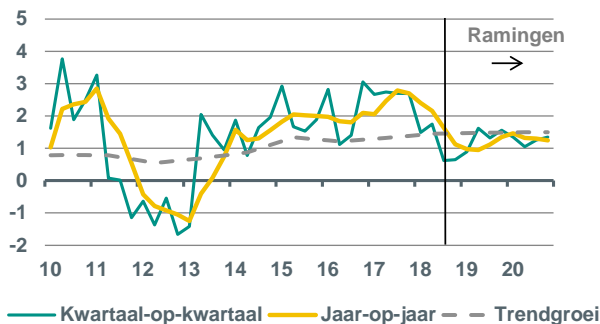
Eurozone: bbp-groei en belangrijkste componenten

% k-o-k / pp k-o-k



Bbp-groei en trend

%



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Tragere wereldwijde groei remt uitvoer

De belangrijkste factor die in 2018 de economische groei van de eurozone remde, was de geringere bijdrage van de netto uitvoer. Dit kwam hoofdzakelijk doordat de uitvoer naar de opkomende markten sterk inzakte (zie grafieken hierboven en hieronder). Onze visie op de verdere ontwikkeling van de wereldeconomie en de wereldhandel doet vermoeden dat de uitvoer uit de eurozone in het vierde kwartaal van 2018 en het eerste kwartaal van 2019 verder krimpt en daarna iets opveert. Belangrijk in dit verband is onze verwachting dat de beleidsmakers een bescheiden herstel van de groei van de wereldhandel zullen faciliteren.

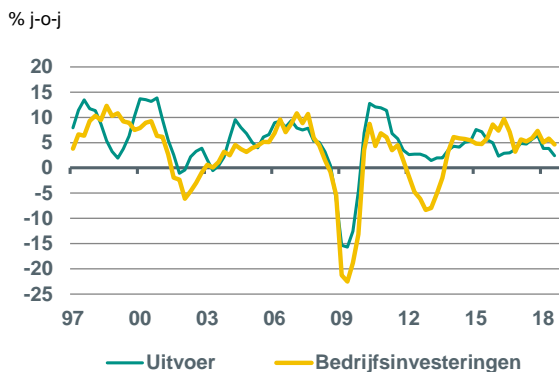
Het FOMC, het beleidscomité van de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve), lijkt minder op verdere renteverhogingen gefixeerd te zijn, de Europese Centrale Bank (ECB) laat de rente mogelijk nog langer ongewijzigd en de beleidsmakers in China hebben hun stimuleringsmaatregelen opgevoerd. Voorts gaan we ervan uit dat het protectionisme niet verder escaleert, al zal de onzekerheid nog wel even voortduren. Omdat de voor handelsstromen gewogen wisselkoers van de euro zich sinds de zomer van 2017 binnen een smalle bandbreedte beweegt, zal de waarde van de euro naar verwachting geen wezenlijk effect op de concurrentiekracht of de handelsstromen hebben.

Uitvoer gedrukt door opkomende markten



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Uitvoer en bedrijfsinvesteringen bewegen synchroon

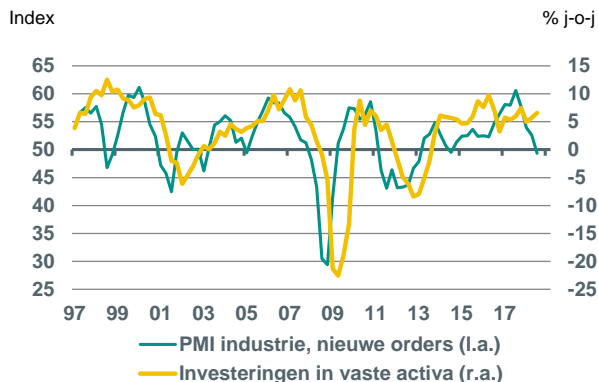


Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Zwakkere uitvoer drukt investeringen, particuliere consumptie neemt toe

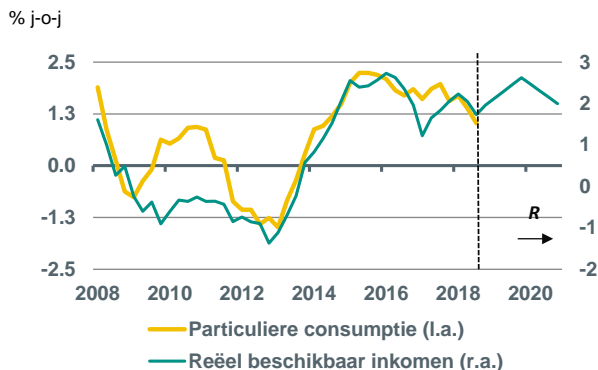
De binnenlandse vraag vertoont waarschijnlijk ook in 2019 een robuuste groei. Het accent van de groei verschuift hierbij van de investeringen in vaste activa (wat zwakker), naar de particuliere consumptie (wat sterker). De investeringen in machines en installaties worden waarschijnlijk gedrukt door de groeivertraging van de uitvoer; deze twee componenten van het bbp bewegen doorgaans immers synchroon. Daarbij komt dat de financiële condities in 2018 zijn verkrapt als gevolg van de zwakkere aandelenmarkten en de oplopende spreads op bedrijfsobligaties. Dit heeft doorgaans ook een remmende werking op de investeringen.

Tekenen dat bedrijfsinvesteringen verder afnemen



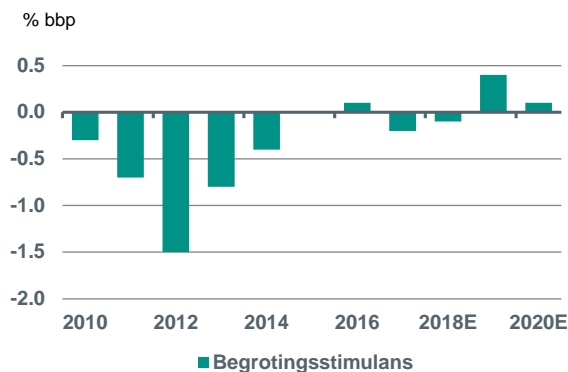
Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Reële inkomensgroei biedt steun aan consumptie

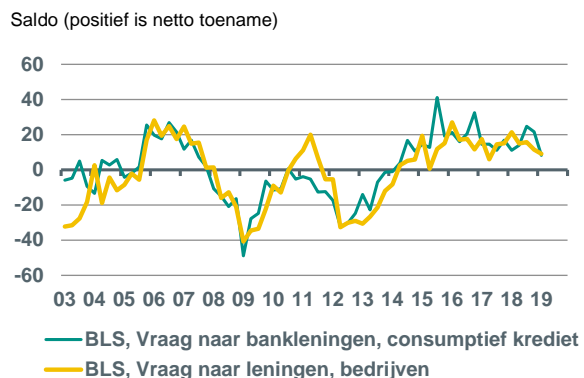


Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Door de gestegen inflatie als gevolg van de hogere energieprijzen is de groei van de particuliere consumptie in het tweede en derde kwartaal van 2018 afgezwakt, maar we verwachten dat in 2019 de particuliere consumptie weer aantrekt. Dit zal dan vooral te danken zijn aan het feit dat de totale inflatie door de sterk dalende energieprijzinflatie weer terugloopt. Bovendien zal de verwachte lichte verdere groei van de werkgelegenheid steun aan de ontwikkeling van het gezinsinkomen bieden. De nominale loonstijging neemt naar verwachting echter iets af omdat de capaciteit op de arbeidsmarkt van de eurozone nog steeds niet volledig is benut (zie hieronder). Het consumentenvertrouwen is in het tweede halfjaar van 2018 fors afgenomen, maar blijft vanuit historisch perspectief redelijk hoog. Dit duidt op een verdere toename van de particuliere consumptie.

Begrotingsstimulansen liggen in het verschiet

Bron: EC, ABN AMRO Economisch Bureau

Lage rente steunt binnenlandse vraag

Bron: ECB, Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO GE

Beperkte budgettaire stimulering ligt in verschiet, monetair beleid blijft groeivriendelijk

Het begrotingsbeleid zal per saldo de groei van de binnenlandse vraag bevorderen, maar dit zal niet voldoende zijn om de vertraging van de groei van de uitvoer en de investeringen te compenseren. Europese regelgeving en nationale beleidskeuzes beperken de ruimte voor een expansief begrotingsbeleid. De recente gebeurtenissen in Italië (de Italiaanse regering stelde haar oorspronkelijke expansieve begroting voor 2019 naar beneden bij en verlaagde het beoogde tekort voor 2019 van 2,4% naar 2,04%) tonen aan hoe pressie vanuit de Europese Commissie de budgettaire stimulering beperkt in landen met een relatief hoog structureel begrotingstekort en/of een hoge staatsschuld. Daarnaast hebben nationale beleidskeuzes de omvang van budgettaire stimulering beperkt in landen met een relatief hoog structureel begrotingsoverschot en/of lage staatsschuld (Duitsland, Nederland, Oostenrijk, Finland en Ierland). De begrotingsstimulansen in de hele eurozone worden voor 2019 geraamd op circa 0,4 pp van het bpb. Ter vergelijking: In de VS was de budgettaire stimulering door de regering-Trump ongeveer vier keer zo groot.

Naast het begrotingsbeleid zullen ook het monetaire beleid en de lage rente in 2019 de groei van de binnenlandse vraag ondersteunen. Uit de meest recente Bank Lending Survey (BLS), het rapport dat de ECB ieder kwartaal publiceert over de bancaire kredietverlening, blijkt dat banken per saldo nog steeds een aanzienlijke toename van de kredietvraag rapporteren. We verwachten niet dat de ECB de rente al vóór maart 2020 verhoogt (zie hieronder). Hoewel het programma van kwantitatieve verruiming (Quantitative Easing – QE) is beëindigd, blijft de rente voorlopig laag omdat de ECB vrijvallende bedragen onder het QE-programma herinvesteert (zie hieronder).

Al met al verwachten we dat het bpb met gemiddeld circa 1,1% groeit in 2019. Hiermee zitten we onder de consensusraming van 1,5% en ook onder de meest recente groeiprognozes van de ECB (1,7%), de Europese Commissie (1,9%) en de OESO (1,8%).

Daling werkloosheid is afgenomen; op arbeidsmarkt is nog steeds onbenutte capaciteit

De economische groeivertraging sinds begin 2018 heeft zich al vertaald in een teruglopende daling van de werkloosheid. Bedroeg halverwege 2018 de daling ten opzichte van drie maanden eerder nog 0,3 pp, in november was dit nog maar 0,1 pp.

Het werkloosheidspercentage blijft in 2019 naar verwachting in grote lijnen zijdelings bewegen. Omdat de arbeidsmarkt met vertraging op veranderingen in de economische omstandigheden reageert, zal de zwakte van de economie in de tweede helft van 2018 en het begin van 2019 waarschijnlijk in de loop van 2019 het werkloosheidspercentage iets opdrijven. Hier staat echter tegenover dat het voortgaande proces van arbeidsmarkthervormingen (inclusief arbeidsmarktgerelateerde heffingen en socialezekerheidsstelsels) naar verwachting een structureel neerwaarts effect op het werkloosheidspercentage in de eurozone heeft.

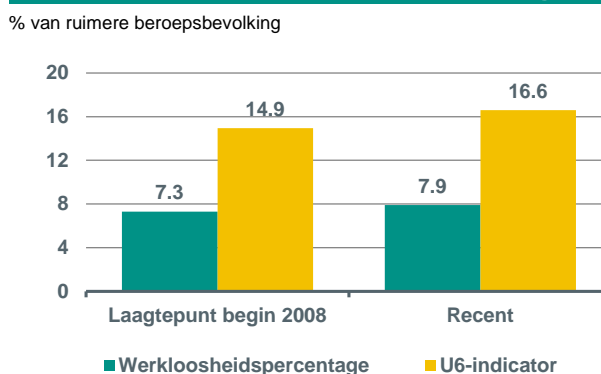
Per saldo blijft het werkloosheidspercentage dan ook vermoedelijk rond het huidige niveau van 7,9% (november 2018) liggen. Dit is nog altijd duidelijk hoger dan het laagtepunt van voor de crisis. Bovendien is de U6-indicator van de onbenutte capaciteit op de arbeidsmarkt (hierin worden ook meegeteld parttimers die graag meer willen werken, en mensen die marginaal actief zijn) nog altijd aanzienlijk hoger dan het laagtepunt van voor de crisis (16,6% in het tweede kwartaal van 2018 tegen 14,9% in het eerste kwartaal van 2008).

Daling werkloosheid is afgenomen ...



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

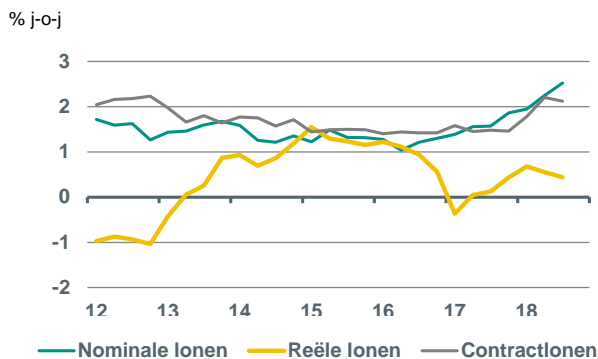
... maar capaciteit arbeidsmarkt is niet volledig benut



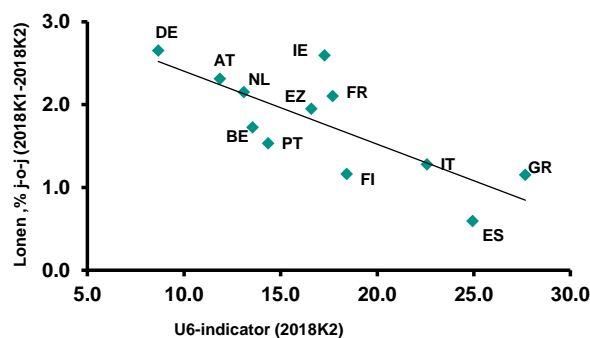
Bron: EC, Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Loongroei zal in de loop van 2019 afzwakken

Hoewel de capaciteit op de arbeidsmarkt nog steeds niet volledig is benut, is de loonstijging sinds begin 2018 opgelopen. De loonsom per werknemer was in het derde kwartaal van 2018 2,5% j-o-j hoger tegen 1,9% in het vierde kwartaal van 2017. We denken dat dit grotendeels een inhaaleffect op de daling van de reële lonen in 2017 was (zie grafiek hieronder). Deze daling was het gevolg van de onverwacht sterke stijging van de inflatie als gevolg van de hogere energieprijzen. We verwachten dan ook dat in 2019 de nominale loongroei iets afzwakt, maar wel hoger blijft dan de inflatie. Een vroege indicator van een iets geringere loongroei is wellicht dat de stijging van de contractlonen (volgens ECB-president Mario Draghi is dit de favoriete maatstaf van de ECB voor de loongroei) is afgenomen van 2,2% in het tweede kwartaal van 2018 naar 2,1% in het derde kwartaal.

Versnelling van loongroei is inhaaleffect voor 2017

Bron: ECB, Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO GE

Loongroei illustreert verschil in onbenutte capaciteit

Bron: ECB, Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO GE

Kerninflatie blijft komende paar jaar ruim onder ECB-doel

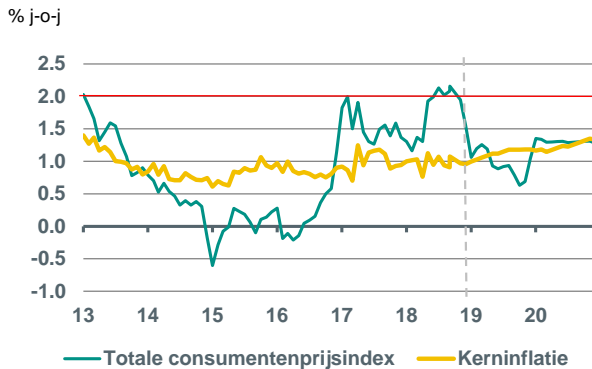
De kerninflatie (exclusief voeding, energie, alcohol en tabak) schommelt sinds begin 2017 rond 1%. We verwachten dat de kerninflatie ook in 2019 in de buurt van dit niveau blijft. Zoals hierboven aangegeven, denken we dat de onderliggende inflatiedruk vanuit de arbeidsmarkt beperkt blijft, omdat de loongroei vermoedelijk iets afzwakt. De productiviteitsstijging neemt echter waarschijnlijk ook af, want de groei van de werkgelegenheid reageert altijd met enige vertraging op een lagere groei van de productie. De stijging van de arbeidskosten per eenheid product (een combinatie van loongroei en productiviteitsgroei, en bepalend voor de inflatoire druk uit de arbeidsmarkt) zal vermoedelijk dan ook een stabielere verloop laten zien. Naast het ontbreken van inflatiedruk vanuit de arbeidsmarkt blijft volgens ons ook het inflatoire effect van de invoerprijzen per saldo beperkt. Door de vertraging van de wereldeconomie zwakt waarschijnlijk de prijsstijging van industriële producten wereldwijd wat af. Kortom, we verwachten dat de kerninflatie gedurende 2019 dicht bij 1% ligt. Dit is ongeveer de helft van het inflatiedoel van de ECB.

Politieke risico's blijven hoog

Het politieke landschap is in 2018 in de meeste afzonderlijke eurolanden gefragmenteerd gebleven. Traditionele centrumrechtse en centrumlinkse partijen zagen hun aanhang verder afbrokkelen, terwijl populistische en extremistische partijen juist aan populariteit wonnen. Hierdoor hebben bepaalde landen nu een minderheidsregering (onder meer Spanje, Portugal en Ierland), een demissionaire regering (België) of een wankele of kwetsbare coalitieregering (Finland, Italië, Nederland en Griekenland). Dit maakt het in een groot aantal landen van de eurozone lastig om ingrijpende beleidswijzigingen, waaronder ook beleid gericht op de verdere Europese integratie, of significante economische hervormingen door te voeren.

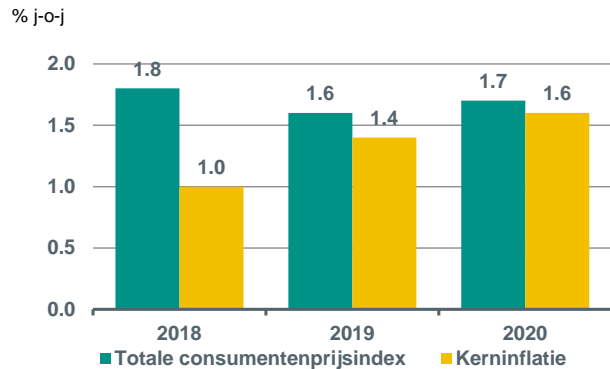
In 2019 worden parlementsverkiezingen gehouden in Finland (14 april), België (26 mei), Portugal (6 oktober) en Griekenland (20 oktober). Daarnaast kan niet worden uitgesloten dat in een aantal landen, waaronder Italië (met een volledig populistische coalitieregering van de centrumrechtse Lega en de linkse Vijfsterrenbeweging M5S) en Spanje (met een minderheidsregering onder leiding van premier Pedro Sánchez van de centrumlinkse sociaaldemocratische PSOE, die minder dan 25% van de zetels in het parlement heeft) vervroegde verkiezingen moeten worden uitgeschreven.

ABN AMRO inflatieprognose ...



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

... ruim onder laatste raming ECB



Bron: macro-economische projecties door medewerkers Eurosystem, december 2018

ECB laat rente in 2019 ongewijzigd

De ECB heeft in 2018 haar beleidstarieven niet gewijzigd. De huidige indicatie van de ECB van haar toekomstige rentebeleid is dat "de basisrentetarieven van de ECB ten minste de hele zomer van 2019 op hun huidige niveau zullen blijven, en in ieder geval zo lang als noodzakelijk is om te zorgen voor een verdergaande duurzame convergentie van de inflatie naar een niveau dat in overeenstemming is met de doelstelling voor de middellange termijn". In december vorig jaar beëindigde de ECB haar netto-aankopen in het kader van het programma voor de aankoop van activa (*Asset Purchase Programme – APP*) en specificerde zij haar toekomstige herinvesteringsbeleid nader. De ECB is "voornemens de aflossingen op effecten die zijn aangekocht in het kader van het APP en die de vervaldatum hebben bereikt, volledig te blijven herinvesteren, en wel voor geruime tijd voorbij het moment waarop de ECB begint haar basisrentetarieven te verhogen."

Omdat onze ramingen van de bbp-groei en de inflatie ruim onder die van de ECB liggen, denken we dat de ECB haar rentetarieven in 2019 ongewijzigd laat. We verwachten wel dat de indicatie van het toekomstige rentebeleid de wordt aangepast als de vooruitzichten verder verslechteren, en dat de ECB aan zal geven dat de basisrentetarieven ook de rest van 2019 niet worden gewijzigd. Onze huidige verwachting is dat de ECB in maart 2020 alle beleidsrentes met 10 bp verhoogt, gevolgd door een tweede rentestap van 10 bp in september 2020. Gezien het gematigde economische klimaat denken we overigens dat de rente eerder later dan vroeger zal worden verhoogd. Voorts verwachten we dat de ECB niet eerder dan eind 2021 de herinvestering van vrijvallende gelden stopzet.

Tot slot verwachten we dat de ECB in maart aankondigt dat het programma voor gerichte langlopende financieringstransacties (*targeted long-term financing transactions – TLTRO*, oftewel goedkope leningen van de ECB voor banken) wordt verlengd. ECB-president Mario Draghi heeft gezegd dat de ECB voldoende liquiditeit beschikbaar zal stellen en dat de ECB zich bewust is van de factoren die de liquiditeit in de komende paar jaar zullen beïnvloeden. We verwachten dat het TLTRO-programma in maart wordt gewijzigd, in die zin dat banken de terugbetaling over een langere periode mogen spreiden dan nu het geval is.

Rentes op staatsobligaties blijven voorlopig laag, maar lopen later dit jaar op

De rentes op staatsobligaties daalden in 2018 toen de financiële markten hun verwachtingen ten aanzien van renteverhogingen door de ECB terugschroefden. In dit verband is het nuttig

om naar de impliciete rentes op basis van Euribor-futures met verschillende einddatums te kijken (zie linkergrafiek hieronder), omdat deze nauw correleren met de rente op tienjarige Duitse staatsobligaties (Bunds) (zie rechtergrafiek hieronder). In de eerste helft van 2019 gaat de rente op Bunds volgens ons waarschijnlijk iets naar beneden. Dit weerspiegelt de verschuivingen in het ECB-beleid in verruimende richting en de marktverwachting dat de groei- en inflatieramingen waarschijnlijk naar beneden worden bijgesteld.

In het tweede halfjaar loopt naar verwachting de rente op tienjarige Bunds op wanneer de eerste renteverhoging door de ECB in maart 2020 dichterbij komt. Zoals hierboven al gezegd, zien we als risico voor ons ECB-basisscenario dat de ECB haar beleidstarieven langer dan verwacht ongewijzigd laat.

Renteverwachtingen stortten in 2018 in

Impliciete rente op basis van futures, %



Rente op Bunds is gedaald door ECB herprijzing

% Impliciete rente op basis van futures, %



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Kerncijfers eurozone				
	2017	2018e	2019e	2020e
Economie (% mutaties)				
Bbp	2,5	1,8	1,1	1,3
- Particuliere consumptie	1,7	1,3	1,7	1,7
- Investerings	2,9	3,0	1,6	1,8
- Netto uitvoer (bijdrage aan BBP-groei, %-punt)	0,8	0,2	-0,3	-0,1
Inflatie				
- Kerninflatie	1,0	1,0	1,1	1,2
Wereldhandel				
	4,3	4,0	3,5	3,5
Rente en valuta (jaarultimo)				
ECB deposito rente	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2
3M Euribor rente	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1
10-jrs Duitsland	0,42	0,25	0,5	0,8
EUR/USD	1,20	1,15	1,25	1,30
Brent olie (USD/vat)				
	67	53	70	80

Source: ABN AMRO Group Economics

