

11 februari 2019

Nick Kounis

Hoofd Financial Markets Research

Tel: 020 343 56165

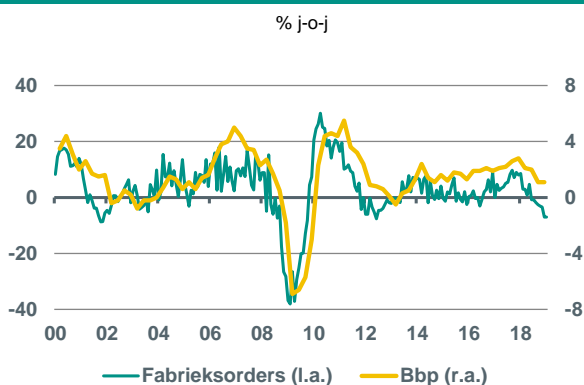
nick.kounis@nl.abnamro.com

## Doen beleidsmakers voldoende?

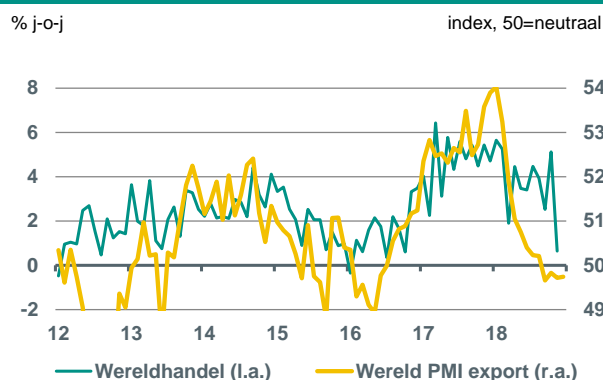
- **De wereldeconomie is begin dit jaar verder vertraagd en blijft waarschijnlijk nog wel even zwak**
- **Centrale banken wereldwijd reageren op tragere economische groei**
- **Financiële condities zijn verruimd en later dit jaar verbetert het momentum, mogelijk gesteund door afnemende beleidsonzekerheden**
- **We betwijfelen of de economische groei sterk aantrekt, want de maatregelen van centrale banken zijn tot dusverre vrij bescheiden**
- **Het duurt even voordat de verbeterde financiële condities doorwerken in de vraag**

### Wereldeconomie vertraagt verder

De vorige week gepubliceerde macrocijfers waren in het algemeen negatief en duiden erop dat de wereldeconomie verder aan kracht verliest. Het drukst aan het cijferfront was het in Europa, waar de Duitse cijfers opmerkelijk zwak waren. In Duitsland waren de fabrieksorders in december 1,6% m-o-m lager, waarmee de daling op jaarbasis kwam op 7%. De ordercijfers kunnen sterk schommelen, maar het tempo waarin ze nu dalen, zagen we in het verleden alleen tijdens een recessie van de Duitse economie. De industriële productie zag er 'beter' uit met een daling van 0,4% m-o-m en 3,9% j-o-j. Ook in andere landen was de industriële productie zwak: Italië -5,5% j-o-j, Spanje -6,2% j-o-j en Nederland -4,2% j-o-j. Frankrijk deed het met -1,4% j-o-j verrassend goed. De zwakte van de Europese industriële sector komt overeen met de recent verschenen PMI voor de wereldwijde verwerkende industrie. De PMI voor de wereldwijde uitvoerorders is verder gedaald van 49,7 in december naar 49,4 in januari. Deze PMI is een voorlopende indicator van de groei van de wereldhandel, die eind vorig jaar al aanzienlijk is verzwakt.

**Duitsland: fabrieksorders en bbp**


Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

**Wereldhandel en PMI uitvoerorders**


Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

### **Steeds meer instanties stellen vooruitzichten naar beneden bij**

Officiële instellingen in Europa hebben hun vooruitzichten voor de economische groei naar beneden bijgesteld. De Europese Commissie verrichtte de aftrap, waarna de Britse centrale bank (BoE) volgde. In haar 'European Economic Forecast – Winter 2019 (interim)' heeft de Europese Commissie de groeiprognose voor 2019 sterk verlaagd. De economische groei in de eurozone voor dit jaar wordt nu geraamd op 1,3% in plaats van eerder 1,9%. Als redenen worden genoemd de zwakkere wereldwijde vraag, de onzekerheid die het vertrouwen aantast en bepaalde tijdelijke binnenlandse factoren. De landen waarvoor de groeiprognose het sterkst is verlaagd, zijn Duitsland (van 1,8% naar 1,1%), Italië (van 1,2% naar 0,2%) en Nederland (van 2,4% naar 1,7%). De BoE raamt de economische groei van het Verenigd Koninkrijk nu op 1,2% in plaats van 1,7%.

### **Verdere verlagingen liggen in het verschiet**

Hierbij moeten we echter enkele belangrijke kanttekeningen plaatsen. Ten eerste zijn de prognoses van de economische groei weliswaar flink verlaagd, maar waarschijnlijk niet voldoende. Zo raamt de Europese Commissie de groei nog op 0,3% k-o-k voor dit kwartaal en 0,4% voor het tweede kwartaal, terwijl conjunctuurenquêtes in de richting van een veel zwakker groeipad op de korte termijn wijzen. Zelf hebben we de bbp-groei voor de eurozone in 2019 op 1,1% geraamd, maar we bekijken op dit moment of dit percentage moet worden verlaagd. Ten tweede volgt de Europese Centrale Bank (ECB) waarschijnlijk de Europese Commissie. De ECB verwacht nu nog een economische groei van 1,7% voor dit jaar, maar waarschijnlijk wordt dit aanzienlijk naar beneden bijgesteld. Dit zal ook de visie op de inflatie beïnvloeden. De Europese Commissie maakte geen prognose voor de kerninflatie bekend, maar liet in haar schriftelijke verklaring wel doorschemeren dat de kerninflatie waarschijnlijk pas in 2020 aantrekt. Gezien de verlaagde economische verwachtingen zal de ECB vermoedelijk aangeven dat zij de rente nog langer ongemoeid laat, en daarnaast een nieuw programma voor langlopende leningen aan banken (TLTRO) lanceren.

### **Italië versus de Commissie – ronde 2**

Ten derde duidt de verlaging van de groeiprognose voor Italië erop dat de overheidsfinanciën verslechteren. Hierdoor zullen de spanningen met de Europese instanties weer oplopen. De recessie in Italië houdt waarschijnlijk in ieder geval ook in het eerste kwartaal aan. We denken dat bij de huidige economische ontwikkeling en het huidige begrotingsbeleid het Italiaanse tekort dit jaar vermoedelijk de 3% nadert. Vanwege het toegenomen kredietrisico deden beleggers vorige week Italiaanse staatsobligaties op grote schaal van de hand.

### **Beleidsmakers komen in actie ... maar is dit voldoende?**

Het slechte nieuws is dat de wereldeconomie flink aan kracht heeft verloren en de bodem nog niet echt in zicht is. De zwakte lijkt het vertraagde effect van de verkrapping van de financiële condities eind vorig jaar te weerspiegelen. Als gevolg van de renteverhogingen door de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve) en de gerichte verkrapping door de Chinese overheid verkrapten de financiële condities in de opkomende markten en vertraagde de Chinese vraag in het bijzonder. De zwakte van de eurozone, en met name van Duitsland, illustreert de sterke afhankelijkheid van de uitvoer en de mondiale kapitaalgoederencyclus. De zwakke uitvoer werkt door in de bedrijfsinvesteringen. Ook

enkele eenmalige factoren hebben de economische groei in de eurozone gedrukt, maar het effect hiervan moet niet worden overschat. Zo bleef de Duitse industrie in december zwak ondanks het herstel van de orders voor en productie van auto's. Een laatste groeiremmende factor is de onzekerheid die het handelsgeschied tussen de VS en China en de moeizame onderhandelingen over het vertrek van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese Unie veroorzaken.

Het goede nieuws is dat de beleidsmakers de laatste paar maanden niet aan de zijlijn zijn blijven staan. De Federal Reserve en de BoE hebben kenbaar gemaakt dat de rente dit jaar niet verder wordt verhoogd en de ECB volgt binnenkort waarschijnlijk hun voorbeeld. De Federal Reserve staat bovendien ervoor open om, indien nodig, de verkorting van haar balans stop te zetten, terwijl de ECB een nieuw programma voor de verstrekking van langlopende leningen aan banken lijkt te overwegen. Tot slot hebben de Chinese autoriteiten in de laatste paar maanden de budgettaire en monetaire teugels laten vieren. De financiële condities zijn door deze maatregelen niet verder verkrappt en zelfs wat verruimd.

### Financiële condities in Azië

Financial Conditions Index Azië ex Japan (hoger = ruimer)



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

### Verwachte ontwikkeling beleidsrente VS

Impliciete rente op basis van Fed funds futures december 2019, in %



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Enige voorzichtigheid is niettemin op zijn plaats. Om te beginnen duurt het even voordat veranderingen in financiële condities in de vraag tot uitdrukking komen. Daarbij komt dat dankzij de genomen maatregelen het economisch momentum op termijn waarschijnlijk verbetert, maar voor een krachtig herstel van de economische bedrijvigheid zijn deze maatregelen niet voldoende. De centrale banken van ontwikkelde economieën hebben als het ware hun voet van de rem gehaald, maar het gaspedaal trappen ze (nog) niet in. De Chinese autoriteiten hebben stimuleringsmaatregelen genomen, maar deze gaan minder ver dan in het verleden. In 2014-2015 verlaagde de Chinese centrale bank (PBOC) haar beleidsrente met meer dan 150 bp. Deze keer heeft zij de beleidsrente niet verlaagd, maar alleen de reservevereisten voor banken versoepeld.

Al met al denken we dat de wereldeconomie in de loop van dit jaar iets aantrekt. De economische groei van de eurozone zal op de korte termijn heel zwak zijn. In het eerste halfjaar zal de groei waarschijnlijk min of meer stagneren, om vervolgens in het tweede halfjaar tot het trendmatige niveau aan te trekken. Het heeft er alle schijn van dat de beleidsmakers voldoende doen om het schip op koers houden, maar niet voldoende om voor de wind te zeilen.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren										
BBP-groei (%)	2017	2018	2019e	2020e	3M interbank rente	01/02/2019	08/02/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.2	3.0	2.7	1.7	Verenigde Staten	2.73	2.70	2.75	2.70	2.60
Eurozone	2.5	1.8	1.1	1.3	Eurozone	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.05
Japan	1.9	0.8	0.9	0.7	Japan	0.07	0.07	-0.10	-0.10	-0.10
Verenigd Koninkrijk	1.8	1.4	1.7	1.9	Verenigd Koninkrijk	0.91	0.88	0.80	1.20	1.45
China	6.9	6.6	6.3	6.0						
Nederland	3.0	2.6	2.0	1.7						
Wereld	3.7	3.6	3.4	3.3						
Inflatie (%)	2017	2018	2019e	2020e	10j-rente	01/02/2019	08/02/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.1	2.4	1.6	2.0	VS Treasury	2.69	2.63	2.70	2.70	2.60
Eurozone	1.5	1.7	1.0	1.3	Duitse Bund	0.17	0.09	0.15	0.50	0.80
Japan	0.5	0.9	1.1	1.6	Euro swap rente	0.71	0.64	0.75	1.10	1.40
Verenigd Koninkrijk	2.7	2.5	1.4	1.8	Japans overheidspapier	-0.02	-0.03	0.00	0.30	0.50
China	1.6	2.1	2.5	2.5	VK gilts	1.25	1.15	1.50	1.80	2.10
Nederland	1.3	1.6	2.7	1.8						
Wereld	3.0	3.5	3.8	3.3						
Beleidsrente	08/02/2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	01/02/2019	08/02/2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2.50	2.50	2.50	2.50	EUR/USD	1.15	1.13	1.17	1.25	1.30
European Central Bank	-0.40	-0.40	-0.40	-0.20	USD/JPY	109.5	109.7	111	105	100
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.31	1.29	1.36	1.45	1.50
Bank of England	0.75	0.75	1.00	1.25	EUR/GBP	0.88	0.88	0.86	0.86	0.87
People's Bank of China	4.35	4.35	4.35	4.35	USD/CNY	6.75	6.74	6.85	6.70	6.70

Bron: Thomson Reuters Datastream, 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, geleerde 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.

Voor dat 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