

10 februari 2020

Trage groei plaatst ECB voor uitdaging

Aline Schuiling

Senior econoom

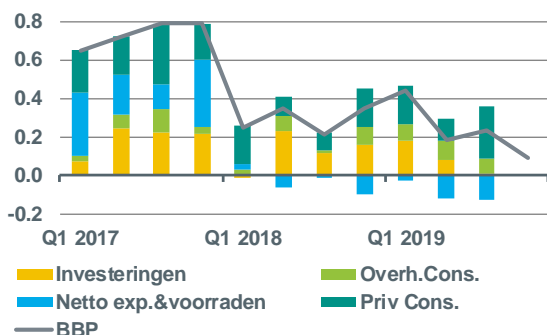
Tel: +31 20 343 5606

aline.schuiling@nl.abnamro.com

- De economische groei in de eurozone is tot ruim onder het trendmatige niveau gedaald en blijft in de eerste helft van 2020 naar verwachting zwak
- In de loop van 2020 wint de economie vermoedelijk wat aan kracht, maar het herstel blijft bescheiden: eind dit jaar ligt de groei rond het trendmatige niveau
- Een herstel van de wereldeconomie en wereldhandel kan de uitvoer en de industriële productie in het tweede halfjaar een impuls geven ...
- ... terwijl de groei van de investeringen in vaste activa en de particuliere consumptie afneemt door lagere winsten en verslechterende arbeidsmarktomstandigheden
- De toenemende onbenutte capaciteit op de arbeidsmarkt en lage inflatieverwachtingen beperken de loongroei
- De kerninflatie zwakt in de loop van 2020 vermoedelijk iets af
- De budgettaire stimulering blijft naar verwachting beperkt: Europese regelgeving en nationale beleidskeuzes belemmeren begrotingsstimulansen die de groei boven het trendmatige niveau zouden kunnen tillen
- De ECB verruimt haar beleid de komende maanden naar verwachting verder door de depositorente nog één keer te verlagen en het tempo van de activa-aankopen op te schroeven; binnen onze prognoseperiode voorzien we geen restrictieve maatregelen
- De obligatierentes zullen de komende maanden waarschijnlijk dalen door de verwachte verruiming van het monetaire beleid

Eurozone: bbp-groei en belangrijkste componenten *

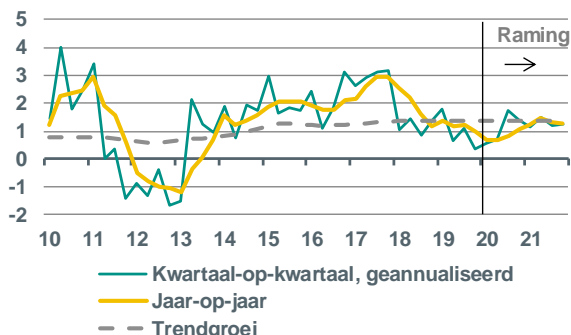
% k-o-k / pp k-o-k



* Gecorrigeerd voor effect van investeringen in intellectueel eigendom
 Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Bbp-groei en trend

%



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

Na zwak begin trekt groei later in 2020 aan

De economie van de eurozone was in 2019 lusteloos. De groei zwakte geleidelijk af van 0,4% kwartaal-op-kwartaal in het eerste kwartaal naar slechts 0,1% in het vierde kwartaal. We verwachten dat de groei in de eerste helft van 2020 zwak blijft, omdat de wereldhandel en de wereldwijde industriële sector onder druk blijven staan, terwijl de particuliere consumptie en de investeringen in vaste activa in de eurozone vermoedelijk vaart verliezen. Ergens halverwege het jaar trekt de bbp-groei naar verwachting aan, zodat de groei in het tweede halfjaar in de buurt van het trendmatige niveau van circa 0,3-0,4% kwartaal-op-kwartaal komt. Belangrijk is dat de wereldwijde industriële sector en de wereldhandel inmiddels uit het dal lijken te klimmen en naar verwachting vanaf ongeveer halverwege het jaar aan kracht winnen. Een spectaculaire versnelling voorzien we echter niet.

Wereldwijde krimp van industriële sector remt uitvoer en voorraadvorming

Om een beter inzicht in de onderliggende sterke en zwakte punten van de economie te krijgen, hebben we de bbp-componenten gecorrigeerd voor investeringen door buitenlandse IT-ondernemingen in intellectueel eigendom. Deze investeringen vertekenen namelijk het fundamentele beeld aanzienlijk en wisselen heel sterk (in het tweede kwartaal van 2019 stegen ze bijvoorbeeld met 25% kwartaal-op-kwartaal en voegden ze bijna 5 procentpunten toe aan de groei van de totale investeringen in vaste activa) en ze worden in belangrijke mate bepaald door fiscale voordelen (vooral in Ierland en Nederland). De grafiek links hierboven laat zien dat de zwakte van de economie van de eurozone hoofdzakelijk te wijten was aan de aanhoudende zwakte van de wereldhandel en de krimp van de wereldwijde industriële sector (de details van het bbp voor het vierde kwartaal van 2019 zijn nog niet gepubliceerd). Deze factoren hebben sinds begin 2018 de uitvoer uit en de voorraadvorming in de eurozone gedrukt, waarbij het negatieve effect op de groei in het tweede en derde kwartaal van 2019 sterker werd. Bovendien is door de zwakte van de uitvoer en de industrie de toename van de investeringen in vaste activa (exclusief intellectueel eigendom) vertraagd; in het derde kwartaal droegen ze helemaal niet aan de economische groei bij.

Uitvoer blijft voorlopig nog zwak



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Uitvoer naar opkomende markten is sterkst vertraagd



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

We denken dat de buitenlandse handel en de wereldwijde industriële sector het dieptepunt zijn gepasseerd, al zal het vermoedelijk nog drie tot zes maanden duren voordat het herstel echt inzet. Bovendien blijft de verbetering waarschijnlijk vrij flets. Sinds de vertraging van de wereldeconomie vanaf begin 2018 zijn de wereldwijde budgettaire en monetaire beleidsstimulansen vrij bescheiden van omvang gebleven. Een sterke opleving van de

wereldeconomie wordt dan ook niet verwacht, temeer niet gezien de remmende werking die uitgaat van de onzekerheid rond het protectionisme en het handelsconflict. De voor handelsstromen gewogen wisselkoers van de euro heeft zich de afgelopen twee jaar binnen een smalle bandbreedte bewogen en voor 2020 worden geen significante koersbewegingen voorzien. De waarde van de euro zal daarom vermoedelijk geen wezenlijk effect op de concurrentiekracht of de handelsstromen van de eurozone hebben. Al met al verwachten we dat de netto uitvoer en de voorraadvorming in 2020 circa 0,3 pp aan de BBP-groei van de eurozone toevoegen.

Door de recente uitbraak van het coronavirus komt de groei van de wereldeconomie (en dus ook van de eurozone) in het eerste halfjaar waarschijnlijk lager uit dan in ons basisscenario, maar is deze in de tweede helft van het jaar mogelijk sterker. Dit impliceert een tijdelijke schok die qua effect vergelijkbaar is met het SARS-virus in 2003. Hierbij gaan we ervan uit dat het lukt om het coronavirus in de komende paar maanden onder controle te krijgen, maar dit is uiteraard verre van zeker.

Krimp van industrie drukt investeringen, groei van particuliere consumptie vertraagt

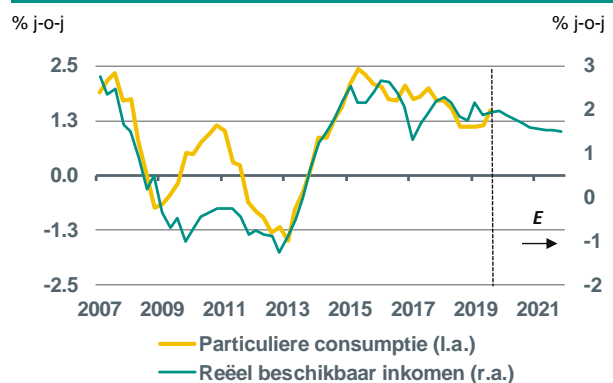
De groei van de binnenlandse vraag zwakt naar verwachting in 2020 af. De investeringen in vaste activa (exclusief intellectueel eigendom) bleven in het derde kwartaal van 2019 gelijk en nemen als gevolg van de dalende industriële productie, de zwakkere bedrijfsresultaten en het slinkende ondernemersvertrouwen in de komende paar kwartalen vermoedelijk af. Maar er zijn nog andere tekenen die op een daling van de investeringen in vaste activa wijzen, zoals de component nieuwe orders van de inkoopmanagersindex (PMI) voor de verwerkende industrie en het verslechterde sentiment in de Duitse kapitaalgoederensector. Uit de Bank Lending Survey (BLS), het rapport dat de Europese Centrale Bank (ECB) ieder kwartaal publiceert over de bancaire kredietverlening, bleek bovendien dat in het vierde kwartaal van 2019 de kredietvraag voor investeringen in vaste activa voor het eerst sinds het tweede kwartaal van 2015 was afgenomen. We denken dat bij een herstel van de uitvoer en de industriële productie vanaf ongeveer medio 2020 de investeringen in vaste activa tegen het einde van het jaar weer toenemen.

Malaise in industrie drukt investeringen in vaste activa



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Consumptieve groei vertraagt maar blijft positief



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

De groei van de particuliere consumptie versnelde van 0,2% kwartaal-op-kwartaal in het tweede kwartaal van 2019 naar 0,5% in het derde. Voor de komende kwartalen voorzien we een hernieuwde vertraging tot een bescheiden niveau. Belangrijk in dit verband is dat de arbeidsmarktomstandigheden in de voorbije kwartalen zijn verslechterd. De groei van de

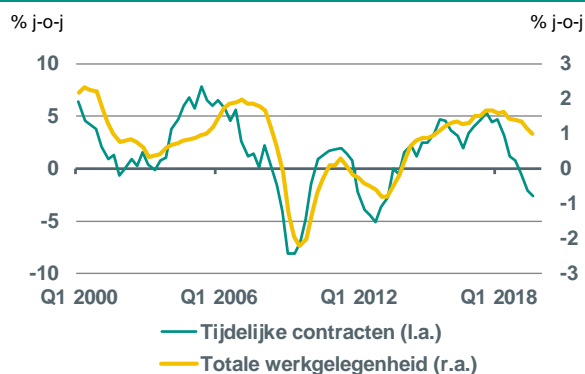
werkgelegenheid is door de economische zwakte vertraagd en de werkloosheid daalt niet langer. Hierdoor is het consumentenvertrouwen afgenomen, waarbij vooral de component die de verwachtingen ten aanzien van de arbeidsmarktomstandigheden meet, zwak was (zie grafiek hieronder). Hoewel de nominale loonstijging in 2020 naar verwachting hoger dan de inflatie blijft, wordt het verschil vermoedelijk wel kleiner omdat de loongroei vertraagd (zie hieronder).

Werkloosheid loopt dit jaar iets op

Na ongeveer zes jaar te zijn gedaald is de werkloosheid in de eurozone sinds maart 2019 stabiel. In het derde kwartaal van 2019 zwakte de groei van de werkgelegenheid af tot 0,1% kwartaal-op-kwartaal (1,0% jaar-op-jaar). De werkgelegenheidscomponent van de samengestelde PMI is gedaald tot een niveau dat met stagnatie van de werkgelegenheid overeenkomt.

We verwachten dat het werkloosheidspercentage in de komende kwartalen langzaam gaat oplopen. Omdat de arbeidsmarkt met vertraging reageert op wijzigingen in de economische omstandigheden, zal de economische zwakte die we sinds begin 2018 zien, waarschijnlijk het werkloosheidspercentage in de loop van 2020 licht opdrijven. Van deze trend waren overigens al voorbodes zichtbaar, zoals het gedaalde aanbod van tijdelijk werk en het rapport van de Europese Commissie (EC) over het consumentenvertrouwen (zie grafieken hieronder).

Tijdelijk werk en totale werkgelegenheid



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Inschatting van arbeidsmarkt door consumenten



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

Beperkte budgettaire stimulering ligt in verschiet, monetair beleid blijft groeivriendelijk

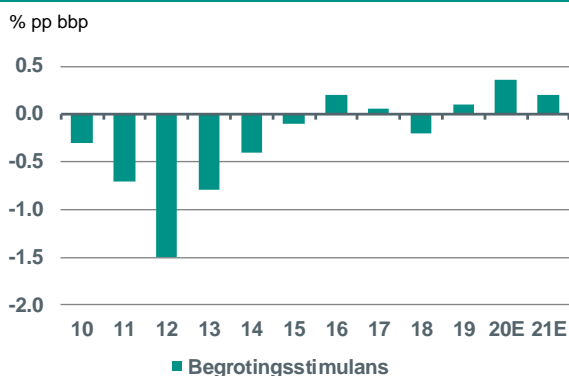
Ondanks het krachtige en herhaalde pleidooi van de ECB voor begrotingsstimulansen verwachten we in 2020 slechts bescheiden budgettaire groeiprikkels. In een aantal landen waar beleidsmakers graag meer geld willen uitgeven (o.a. Italië en Spanje), verhindert Europese regelgeving stimulering, terwijl in landen waar er wel ruimte is voor stimulering (o.a. Duitsland en Nederland), nationale beleidskeuzes een expansief beleid in de weg staan. De budgettaire stimulering in de hele eurozone in 2020 wordt geraamd op circa 0,4 pp van het bbp. Volgens onze berekeningen zou dit in theorie twee tot drie keer zo hoog kunnen zijn als alle landen die aan de EC-criteria voor begrotingssaldo en staatsschuld voldoen, hun beleid zover zouden verruimen dat hun schuldquote de komende jaren stabiel blijft in plaats van daalt. Laten we Duitsland als voorbeeld nemen. Op basis van de ramingen voor het primaire begrotingssaldo (het begrotingssaldo minus rentebetalingen), de nominale bbp-groei en de rentebetalingen neemt in 2020 de schuldquote van de overheid naar schatting af met circa 2,5 pp van het bbp. In theorie heeft Duitsland dus ruimte voor begrotingsstimulansen tot een

bedrag van circa EUR 80 miljard (dit is gelijk aan ongeveer 0,7% van het bbp van de eurozone), terwijl de schuldquote dan nog steeds ruim onder 60% blijft.

Naast het begrotingsbeleid blijven ook het monetair beleid en de lage rentestand in 2020 de groei van de binnenlandse vraag ondersteunen. Dit verzacht de groeivertraging van de particuliere consumptie en investeringen. Uit de meest recente BLS (zie grafiek rechts hieronder) bleek bijvoorbeeld dat banken per saldo nog steeds een toenemende vraag naar hypotheekleningen en consumptief krediet rapporteerden. We verwachten dat de ECB de komende paar jaar nog een verruimend beleid blijft voeren en de monetaire teugels in 2020 verder laat vieren (zie hieronder).

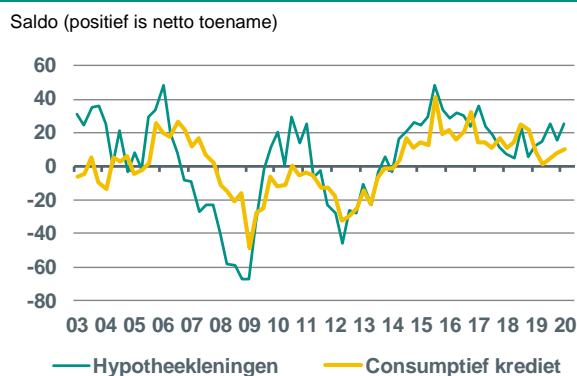
Al met al verwachten we dat het bbp met gemiddeld circa 0,8% groeit in 2020. Hiermee zitten we iets onder de consensusraming van 1,0% en ook iets onder de meest recente prognoses van de ECB (1,1%), de EC (1,2%) en de OESO (1,1%).

Beperkte budgettaire stimulering ligt in verschiët



Bron: EC, ABN AMRO Economisch Bureau

Binnenlandse vraag wordt gesteund door lage rente



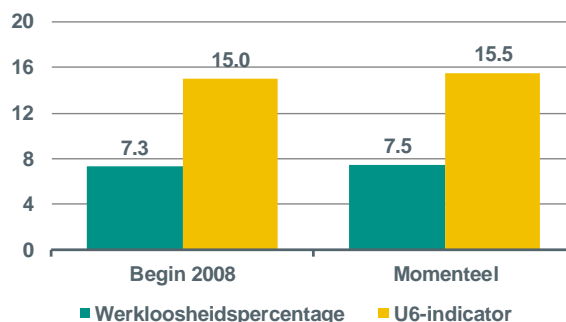
Bron: ECB, Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO GE

Loongroei zwakt af

De loongroei vertraagt sinds medio 2018. De stijging van de loonsom per werknemer bereikte een piek op 2,5% in het derde kwartaal van 2018 en liep daarna geleidelijk terug tot 2,1% in het derde kwartaal van 2019. Deze vertraging was deels het gevolg van wijzigingen in het Franse systeem van loonheffingen die begin 2019 van kracht werden. Dit eenmalige effect valt in het eerste kwartaal van 2020 weg uit de vergelijkingsbasis. We denken dat de stijging van de nominale loongroei in de tweede helft van 2017 en de eerste helft van 2018 hoofdzakelijk een inhaaleffect betrof voor de sterke inflatiestijging in 2017 en 2018 als gevolg van hogere energieprijzen. Hierdoor daalde de reële loongroei (zie grafiek links hieronder). In de grafiek rechts hieronder is te zien dat de arbeidsmarkt in de eurozone in zijn totaliteit niet als krap kan worden bestempeld: zowel het werkloosheidspercentage als de U6-indicator ligt nog steeds iets boven het niveau van voor de crisis. Bovendien zijn in een groot aantal eurolanden in de afgelopen jaren arbeidsmarkthervormingen doorgevoerd. Hierdoor is het niveau van de werkloosheid waarop de lonen versneld gaan stijgen, gedaald.

Loongroei zwakt naar verwachting verder af

Bron: ECB, Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO GE

Arbeidsmarkt eurozone is in zijn totaliteit niet krap

Bron: ECB, Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO GE

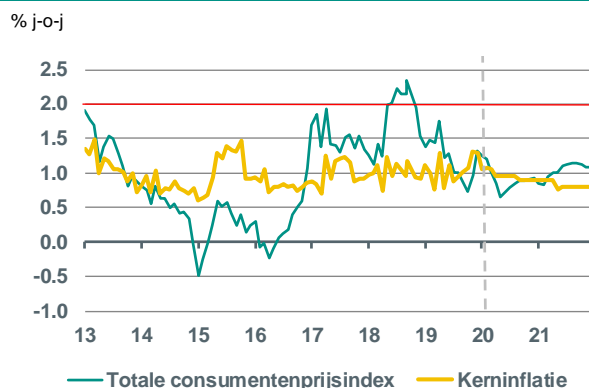
We denken dat door de daling van de totale inflatie en de verslechtering van de arbeidsmarktomstandigheden die in de loop van 2019 inzette, de nominale loongroei in 2020 verder afzwakt. De stijging van de loonsom per werknemer schatten we voor 2020 op circa 1,8%, wat lager is dan de 2,2% in 2019 maar ruim boven de verwachte inflatie ligt (zie hieronder).

Kerninflatie blijft komende paar jaar ruim onder ECB-doel

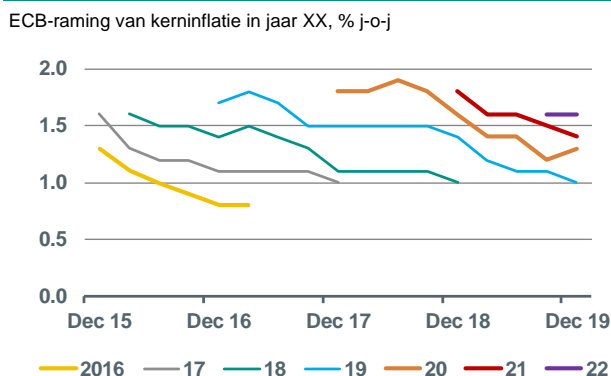
De kerninflatie (exclusief voeding, energie, alcohol en tabak) schommelt sinds begin 2017 rond 1%. In de laatste twee maanden van 2019 liep de kerninflatie op tot 1,3%. Als gevolg van de tijdelijke opwaartse druk van de altijd volatiele prijzen van pakketreizen nam de dienstenprijsinflatie toe. In januari 2020 werd dit effect weer ongedaan gemaakt en zakte de kerninflatie terug naar het niveau van 1,1%. We verwachten dat de onderliggende inflatiedruk beperkt blijft, omdat de loongroei vermoedelijk afzwakt (zie hierboven), terwijl het herstel van de wereldeconomie waarschijnlijk niet sterk genoeg is om de prijzen van industriële producten wereldwijd sterk op te drijven. Kortom, we verwachten dat de kerninflatie gedurende 2020 nog wat verder afzwakt tot iets onder 1%. Dit is ongeveer de helft van het inflatiedoel van de ECB.

Politieke risico's blijven hoog

Het politieke landschap in de eurozone is nog steeds gefragmenteerd. In veel landen brokkelde de aanhang van de traditionele centrumrechtse en centrumlinkse partijen verder af, terwijl populistische, groene en/of extremistische partijen aan populariteit wonnen. Hierdoor hebben bepaalde landen nu een minderheidsregering (onder meer Spanje en Portugal), terwijl in België de onderhandelingen over een nieuwe regeringscoalitie zich al sinds de algemene verkiezingen van mei 2019 voortslepen. Daarnaast bestaat in een aantal landen de coalitie uit een groot aantal partijen (Finland – vijf) of uit partijen die nooit eerder hebben samengewerkt (Oostenrijk en Italië). Dit maakt het lastig om ingrijpende beleidswijzigingen, waaronder ook beleid gericht op de verdere Europese integratie, of significante economische hervormingen door te voeren, terwijl het risico van vervroegde verkiezingen in deze landen hoog blijft. We verwachten overigens niet dat gedurende onze prognoseperiode politieke instabiliteit tot een aanzienlijke toename van het kredietrisico leidt.

ABN AMRO inflatieprognose

Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

ECB-raming kerninflatie toont dalende lijn

Bron: macro-economische projecties door medewerkers Eurosystem, december 2019

ECB gaat beleid waarschijnlijk verder verruimen

In september 2019 implementeerde de ECB een pakket stimuleringsmaatregelen. Het activa-aankoopprogramma (*Asset Purchase Programme – APP*) werd met ingang van 1 november 2019 hervat in een tempo van EUR 20 miljard per maand, nadat het eerste programma van kwantitatieve verruiming in december 2018 was beëindigd. Daarnaast nam de ECB in haar persbericht de passage op dat ze “verwacht deze aankopen voort te zetten zo lang als noodzakelijk is om de accommoderende invloed van de beleidstarieven te versterken, en ze te beëindigen kort voordat de Raad van Bestuur aanvangt met de verhoging van de basisrentetarieven van de ECB”. Verder verlaagde de ECB de rente op de depositofaciliteit met 10 bp tot -0,50% (nadat dit tarief 3,5 jaar niet was gewijzigd). De ECB zinspeelde ook op de mogelijkheid van verdere renteverlagingen door te verklaren dat ze “verwacht dat de basisrentetarieven van de ECB op hun huidige niveau of lager zullen blijven totdat de Raad van Bestuur heeft vastgesteld dat de inflatieverwachtingen binnen de projectieperiode krachtig convergeren naar een niveau dat voldoende dicht bij maar onder 2% ligt, en een dergelijke convergentie consequent in de onderliggende inflatiedynamiek tot uitdrukking komt”. Tot slot versoepelde de ECB de voorwaarden van het programma voor gerichte langlopende financieringstransacties (*targeted long-term financing transactions – TLTRO*, oftewel goedkope leningen van de ECB voor banken) om de nadelige gevolgen van de negatieve rente voor het bankwezen te verlichten.

Gegeven onze ramingen van de bbp-groei en inflatie, alsook het feit dat de inflatieverwachtingen ruim onder het ECB-doel liggen, verwachten we dat de ECB haar beleid dit jaar verder verruimt. We gaan ervan uit dat de rente nog een laatste keer met 10 bp wordt verlaagd, dat de omvang van de maandelijkse activa-aankopen tot EUR 40 miljard wordt verhoogd en dat het TLTRO-programma wordt verlengd. Ons basisscenario is dat dit pakket maatregelen in maart wordt aangekondigd, maar wellicht zal dit pas later gebeuren.

Rentes op staatsobligaties dalen op korte termijn maar stijgen later dit jaar

We verwachten dat de rente op Duitse staatsobligaties (Bunds) in de komende paar maanden naar beneden gaat. De financiële markten hebben de extra stimulering door de ECB nog niet ingeprijsd. Later dit jaar loopt de rente op tienjarige Bunds naar verwachting op, mits de groei van de wereldeconomie aantrekt en de grote centrale banken wereldwijd de monetaire

teugels niet verder laten vieren. Dat neemt niet weg dat de Duitse tienjaarsrente vermoedelijk negatief blijft, omdat een eerste renteverhoging door de ECB nog lang niet aan de orde is.

Kerncijfers eurozone				
	2018	2019e	2020e	2021e
Economie (% mutaties)				
Bbp	1,9	1,2	0,8	1,3
- Particuliere consumptie	1,4	1,3	0,8	1,0
- Investerings	2,4	4,1	-1,2	2,0
- Netto uitvoer (bijdrage aan BBP-groei, %-punt)	0,4	-0,3	0,5	0,1
Inflatie	1,8	1,2	1,0	1,0
- Kerninflatie	1,0	1,0	1,0	0,9
Wereldhandel	4,0	0,0	1,0	2,0
Rente en valuta (jaarultimo)				
ECB deposito rente	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6
3M Euribor rente	-0,3	-0,4	-0,6	-0,5
10-jrs Duitsland	0,25	-0,2	-0,4	-0,4
EUR/USD	1,14	1,12	1,16	1,20
Brent olie (USD/vat)	54	66	60	65

Source: ABN AMRO Group Economics

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 relatie manager 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

