

Macro Monthly

Sandra Phlippen, Chief Economist

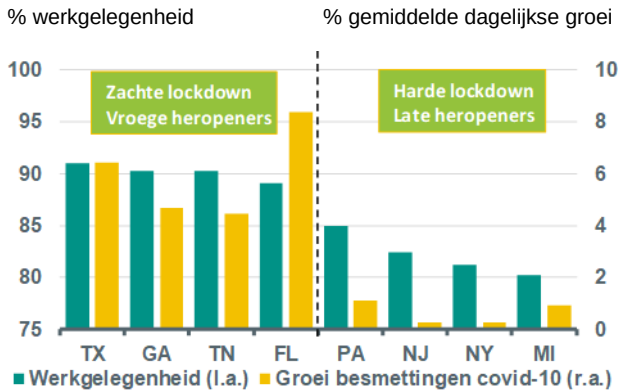
sandra.phlippen@nl.abnamro.com

De valkuilen van een snelle herstart

- ▶ Alle landen willen dolgraag uit de lockdown, maar het is lastig om de juiste balans te vinden tussen een maximale herstart en een minimaal risico van een nieuwe besmettingsgolf. In sommige delen van de wereld, in het bijzonder in de VS, gaat de herstart sneller dan verwacht. De weer toenemende besmettingen leiden tot hernieuwde restricties en een daling van de economische bedrijvigheid.
- ▶ Elders in de wereld, en vooral in China, verloopt de herstart veel langzamer en wordt deze strakker geregisseerd. Ondanks lokale brandhaardjes lijkt de situatie relatief goed onder controle te blijven en hoeven economische activiteiten niet opnieuw te worden ingeperkt.
- ▶ Cruciaal voor Europa is of het de lessen van het Oosten heeft geleerd, de valkuilen van het Westen vermijdt en het precaire evenwicht voor economisch herstel vindt. Ons basisscenario van een traag maar gestaag herstel lijkt nog steeds het meest waarschijnlijk. De roep om een V-vormig herstel klinkt echter steeds luider. Gegeven bovengenoemde risico's van een overhaaste herstart, neemt de kans op een tweede besmettingsgolf en hernieuwde lockdown toe, zij het in een mildere variant.
- ▶ In de komende weken zijn in Europa alle ogen gericht op de onderhandelingen over het herstelfonds. De discussie gaat meer over hoe de taart wordt verdeeld dan over het herstell potentieel. Als we de door de Europese Commissie voorgestelde budgetallocatie afzetten tegen een allocatie op basis van de feitelijk geleden covid-19-schade, staan grote allocatiewijzigingen op het spel.

Snelle herstarters in de VS

De dynamiek van een haastige heropening van de economie, een toename van de besmettingen en een hernieuwde inperking van de economische bedrijvigheid is vooral in de VS zichtbaar. De consumptieve bestedingen zijn in de VS gestegen en veel met verlov gestuurde werknemers zijn weer aan de slag gegaan, maar we signaleren ook nieuwe regionale besmettingshaarden. De figuur hieronder laat zien dat in staten zoals Texas en Florida waar de lockdownbeperkingen in een vroeg stadium zijn versoepeld, de werkgelegenheid inderdaad het niveau van voor de pandemie dichterbij is genaderd. Hier staat tegenover dat de besmettingen sindsdien sterk zijn toegenomen. De grafiek toont echter alleen correlaties en geen causale relaties. Waarschijnlijker is het dat in staten waar de besmettingen snel oplopen, weer meer mensen de laan uit worden gestuurd als gevolg van opnieuw ingestelde beperkingen. Dat we tot dusverre het tegenovergestelde beeld zien, onderstreept alleen maar de relatie tussen heropening, werkgelegenheidsgroei en daaropvolgende toename van besmettingen.

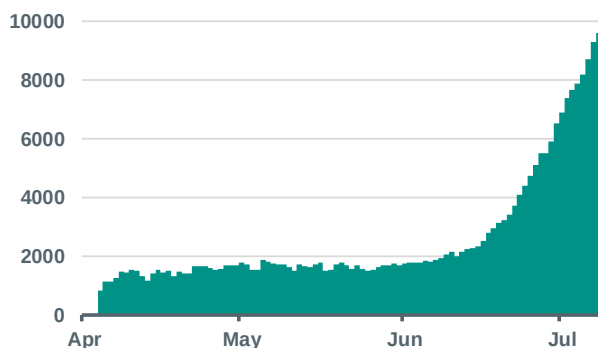
VS: zachte versus harde lockdown

Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

In Texas, dat als een van de eerste staten van slot ging, stijgen de besmettingen nu in een onhoudbaar tempo. Wat we hier zien, en ook in andere staten waar de besmettingen sterk toenemen, is dat consumenten huiverig zijn om uit te gaan eten. Dit zou wel eens de teloorgang van de economische opleving die in mei begon, kunnen inluiden.

Ziekenhuisopnames in Texas stijgen nog steeds in onhoudbaar tempo

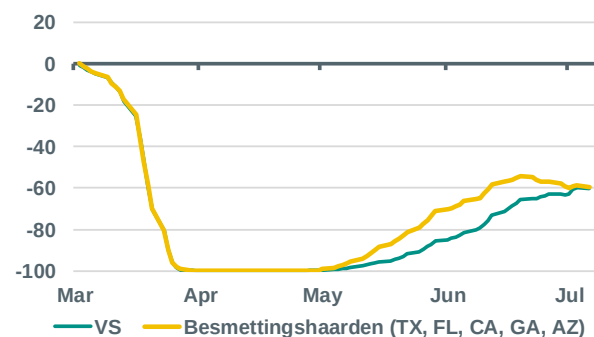
Aantal covid-19-patiënten in ziekenhuizen in Texas



Bron: Texas Government, ABN AMRO Economisch Bureau

Restaurantbezoek vertoont in brandhaarden lichte daling

OpenTable seated dining, % j-o-j



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Hoewel deze dynamiek de negatieve risico's aanzienlijk vergroot, zien we nog geen redenen om onze prognose aan te passen. Tot dusverre zijn lokale overheden, met name in brandhaarden, minder geneigd om weer lockdownmaatregelen in te stellen zolang er nog geen gebrek aan ziekenhuiscapaciteit is. Naar onze mening is het echter een gok om economieën open te houden terwijl de besmettingsgraad toeneemt. Dit houdt een risico in voor zowel de volksgezondheid als de economie. Uit recente studies (zie bijvoorbeeld [hier](#)) die mobiele telefoongegevens gebruiken om de locaties van consumenten te traceren, blijkt overtuigend dat van de daling van de particuliere consumptie met 60% tijdens de lockdown in de VS slechts 7% tot wettelijke beperkingen kon worden herleid. De vrees voor besmetting veroorzaakte de grootste economische schade. Deze uitkomsten doen vermoeden dat een benadering waarin de volksgezondheid op de eerste plaats staat, ook de minste economische schade aanricht.

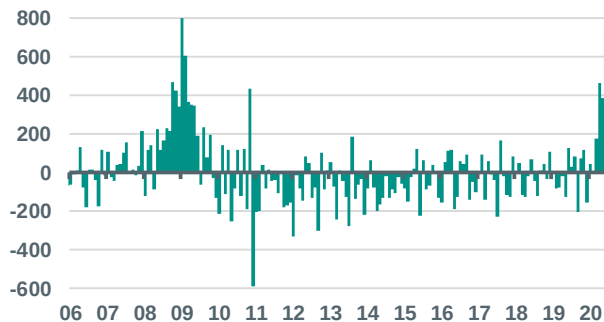
Langdurige werkloosheid stijgt

Een andere reden waarom de consument mogelijk minder bereid is om geld uit te geven, betreft de toename van de langdurige werkloosheid (klik [hier](#) voor onze analyse van de arbeidsmarkt in de VS). De schommelingen in het aantal met

verlof gestuurde werknemers zorgden voor spectaculaire krantenkoppen, maar de onderliggende trend is dat de langdurige werkloosheid gestaag toeneemt. Door de snelle stijging van het aantal langdurig werklozen tot 3,7 miljoen is in slechts enkele maanden de banengroei van zes jaar weggevaagd.

Werkgelegenheid VS: permanente ontslagen

Duizenden



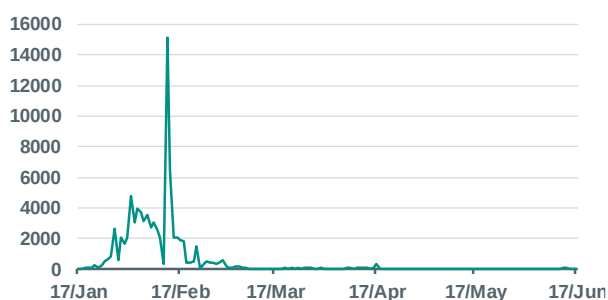
Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

China wijst de weg

Wat kunnen we redelijkerwijs verwachten van een economisch herstel? China lijkt ons de weg te wijzen. Dankzij de combinatie van strenge regelgeving, quarantainemaatregelen op microniveau en technologiegedreven nationaal toezicht is China er vrij goed in geslaagd om de derde minigolf van besmettingen onder controle te houden (lees [hier](#) onze China Focus voor meer informatie).

Nieuwe uitbraak vooralsnog geen game changer

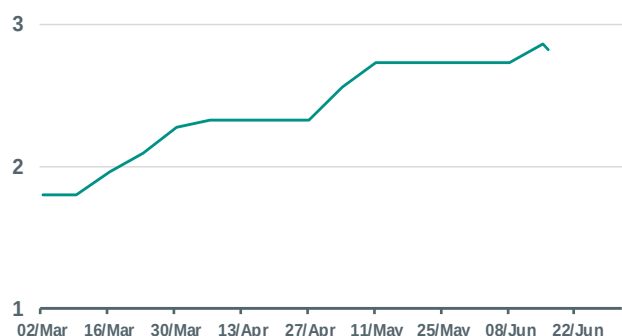
Aantal



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Maatregelen in heel China versoepeld sinds maart

Gemiddeld niveau van noodmaatregelen, bnp-gewogen per regio (hogere score = minder beperkingen)



Bron: IHS, ABN AMRO Economisch Bureau

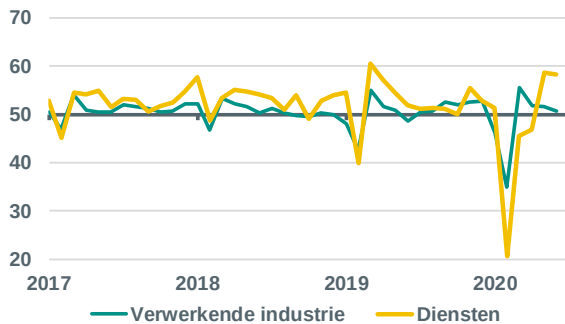
Voorzichtige heropening leidt tot gestaag herstel

Dankzij een voorzichtige heropening herstelt de verwerkende industrie zich op gecontroleerde wijze naar de niveaus van voor de uitbraak van de coronapandemie. De groeicijfers over het tweede kwartaal die donderdag verschijnen, zullen een duidelijker beeld van het herstel geven. De PMI's voor zowel de verwerkende industrie als de dienstensector liggen echter al ruim boven 50 (de grens tussen groei en krimp). De dienstensector is tot dusverre achtergebleven bij de verwerkende industrie, maar lijkt aan een inhaalslag te zijn begonnen nu huishoudens beseffen dat het virus goed onder controle lijkt te

zijn. Illustratief voor het industrieel herstel is dat zelfs in het epicentrum van het coronavirus, de provincie Hubei, de productie weer toeneemt.

China: PMI Caixin

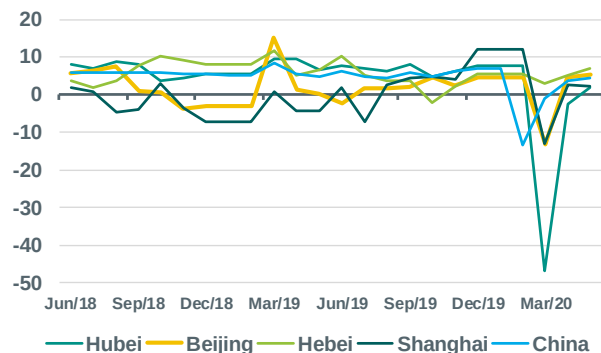
Index, 50 = neutraal



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Positieve productiegroei in Hubei op jaarbasis

Industriële productie per regio, % j-o-j



Bron: IHS, ABN AMRO Economisch Bureau

Kan China ons uit het dal trekken?

Of het herstel in China de wereld uit de mondiale recessie kan trekken, zoals na de wereldwijde financiële crisis, is heel twijfelachtig. Mocht Joe Biden in november de verkiezingen winnen, dan nemen de handelsspanningen tussen China en de VS wellicht af, maar de rol van China als motor van de mondiale vraag is inmiddels sterk veranderd. Dit komt omdat a) de Chinese economie door de coronacrisis veel harder is geraakt dan door de wereldwijde financiële crisis, b) een steunpakket ter grootte van 13% van de productie, zoals in 2008, nu niet haalbaar is gegeven de schuld niveaus en c) China minder afhankelijk is geworden van de invoer van grondstoffen.

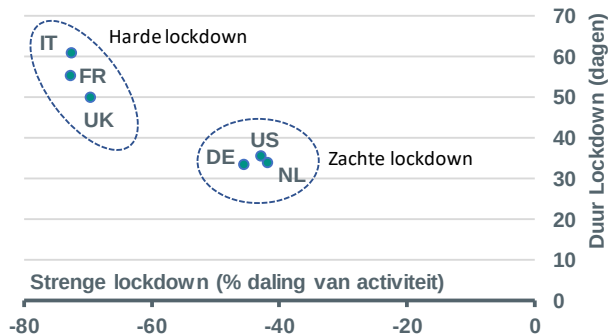
Trekt Europa lering uit de ervaringen in andere regio's?

Kan Europa de valkuilen van de VS vermijden waar de heropening van de economie gepaard gaat met een onhoudbare stijging van de besmettingen? En als Europa hierin slaagt, wat is dan het herstell potentieel?

Het antwoord op deze vragen hangt in belangrijke mate af van een gezamenlijke aanpak van het hersteltraject. In het oorspronkelijke voorstel van de Europese Commissie (EC) kan de omvang van het herstellfonds oplopen tot 3,2 procentpunt van het bbp in 2024. De kans dat het initiële voorstel wordt afgezwakt, schatten we echter heel hoog in. Zelfs als de omvang van het herstellfonds de voorgestelde EUR 750 miljard niet haalt, de verdeling van het bedrag tussen giften en leningen wijzigt en de allocatie verandert, dan nog komt een gezamenlijke aanpak het herstell potentieel van Europa ten goede.

Zonder een gezamenlijke aanpak zal het economisch herstell potentieel per land sterk verschillen, afhankelijk van de lengte en de strengheid van de lockdown en de begrotingsstimulansen van individuele lidstaten. De lockdown in Nederland bijvoorbeeld behoorde tot de kortste (35 dagen) en minst strenge (daling van economische bedrijvigheid met 42%) lockdowns. Italië ging 60 dagen op slot en de bedrijvigheid zakte hier meer dan 70% in. Deze verschillen in lockdown beïnvloeden niet alleen de diepte van de economische neergang, maar ook het herstell potentieel. Andere belangrijke bepalende factoren voor de verschillen in economische schade en herstel zijn de afhankelijkheid van toerisme (deze is in Middellandse Zeelanden uiteraard veel groter) en de potentiële substitutie van offline- door onlineconsumptie (in Frankrijk werden de consumptieve bestedingen verhoudingsgewijs hard getroffen door de gebrekkige digitale infrastructuur en het beperkte online aankoopgedrag van consumenten). Onze analyse van de verschillen in economische impact in Europa kunt u [hier](#) lezen.

Strengheid lockdown vs aantal dagen



Bron: Google, ABN AMRO Economisch Bureau

Het herstelpotentieel

Het herstelpotentieel hangt sterk af van de bereidheid van consumenten om weer geld uit te geven en het vermogen van ondernemers om hun bedrijf aan te passen en de omzet weer zo dicht mogelijk tot het pre-coronaniveau op te krikken. Een eerste vereiste hiervoor is dat consumenten zich veilig voelen.

In Nederland volgen we de particuliere consumptie aan de hand van betaaltransactiegegevens van onze klanten. Deze laten zien dat na de eerste versoepeling van de lockdownmaatregelen consumenten voorzichtig meer gingen uitgeven. Nadat in juni, afgezien van anderhalve meter afstand houden, de meeste beperkingen zijn versoepeld, lijkt de consumptie zich te hebben hersteld en inmiddels een niveau van 95% van voor de uitbraak van het coronavirus te naderen.

	Lockdown ingesteld											Eerste versoepeling		(Grotendeels) Opheffing			
Week van...	Consumentenbestedingen in verschillende bestedingscategorieën, % verschil tov 2019																
	2 mrt	9 mrt	16 mrt	23 mrt	30 mrt	6 apr	13 apr	20 apr	27 apr	4 mei	11 mei	18 mei	25 mei	1 jun	8 jun	15 jun	22 jun
Boodschappen (online)	60,7	135,6	93,0	156,3	181,3	287,3	311,1	212,2	351,4	380,8	254,8	226,5	243,1	226,1	236,4	197,5	221,9
Elektronica	3,4	12,7	40,5	29,4	29,2	38,6	32,1	36,2	35,4	23,7	40,1	27,7	29,4	43,8	17,5	20,2	23,2
Boodschappen (offline)	9,4	45,3	38,3	25,4	24,9	27,8	17,8	26,5	22,9	23,4	27,2	28,1	31,3	21,7	22,8	17,7	18,5
Huis- en tuin interieur	7,9	14,2	5,2	-8,5	-4,6	19,2	6,9	19,7	26,3	31,2	37,3	45,4	14,2	48,1	23,4	24,7	30,8
Overige spullen*	24,5	24,9	26,3	28,9	37,0	41,0	27,5	37,1	38,1	40,4	49,6	29,6	49,1	48,2	39,0	23,6	35,2
Wolven	15,4	25,2	0,0	-22,2	-28,3	-31,1	-31,4	-29,6	-26,3	-19,4	3,5	-15,0	5,8	0,3	-0,1	1,4	-2,3
Vervoer	3,6	-9,0	-34,7	-42,9	-43,3	-41,2	-41,0	-33,6	-32,2	-26,4	-23,0	-27,7	-8,7	-19,0	-10,1	-10,7	-5,3
Apparatuur***	-6,4	-22,4	-61,7	-55,9	-58,4	-53,6	-54,2	-49,4	-38,3	-24,5	-5,1	-17,6	-6,5	-6,8	-9,6	-17,2	-9,0
Uiteten/horeca***	7,3	-12,1	-61,0	-53,6	-49,5	-49,0	-48,1	-40,9	-47,6	-43,8	-39,2	-37,6	-39,3	-1,3	-11,9	-4,2	2,3
Reizen	-7,1	-20,8	-66,6	-75,3	-78,6	-81,4	-81,7	-82,6	-83,9	-77,0	-73,5	-71,3	-71,5	-65,7	-63,6	-50,8	-41,5
Entertainment	25,1	-40,5	-85,4	-86,5	-81,0	-66,4	-81,3	-77,9	-80,9	-79,4	-79,5	-79,4	-74,4	-65,3	-64,6	-55,5	-58,0

Totaal aantal pintransacties, onlinebetalingen en geldopnames, ex. creditcard gegevens; deze data is nominaal en niet gecorrigeerd voor seizoens effecten, feestdagen, inflatie of andere trends in pintransacties

*Daarboven, speelgoed, bloemen; data bestaat uit: totaal aantal pintransacties, onlinebetalingen en geldopnames, ex. creditcard gegevens; ***Online en fysiek

Bron: transactiedata ABN AMRO Economisch Bureau

Het is niet al goud wat blinkt

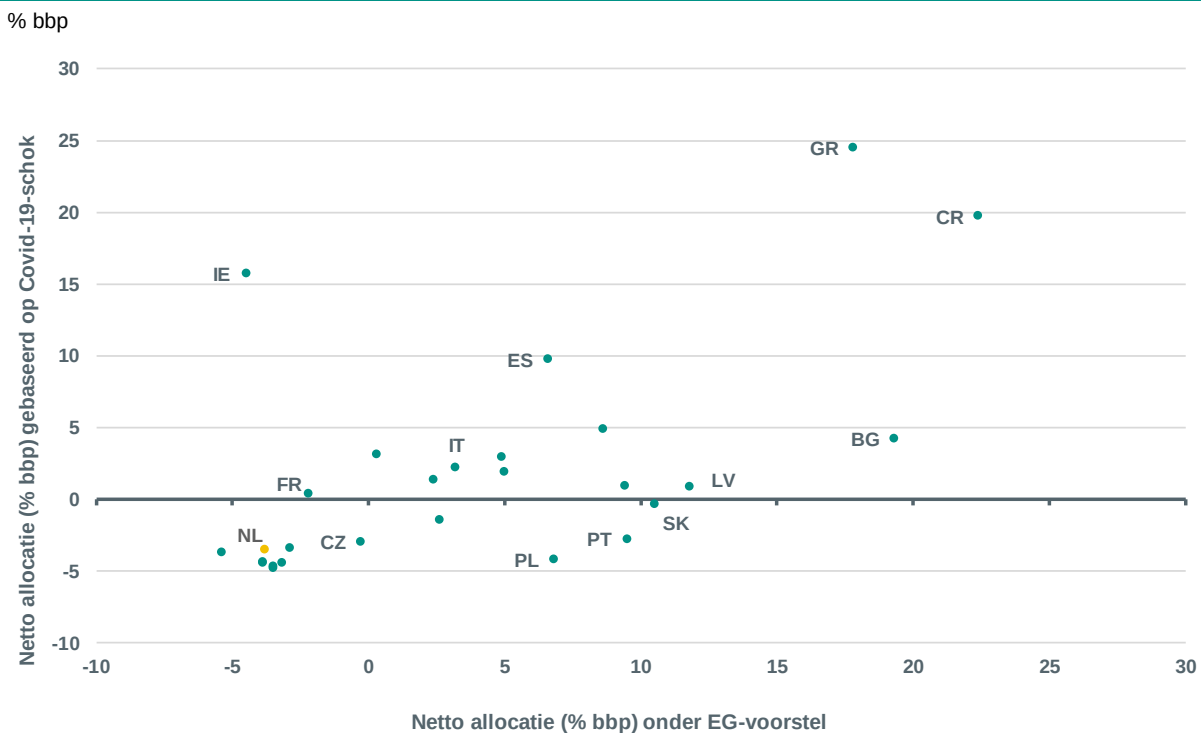
Voorzichtigheid blijft echter geboden en we moeten waken voor een te optimistische interpretatie van de consumptiecijfers. In Frankrijk bijvoorbeeld steeg de consumptie in mei met 36,6% op maandbasis. Hiermee leek het verlies van de lockdown te zijn goedgehaakt. Deze stijging is zeker positief, maar weerspiegelt deels een puur statistisch herstel vanaf het eerder uitzonderlijk lage niveau. In brede zin is de consumptie nog lang niet terug op het pre-coronaniveau, zelfs niet in China. Bovendien liggen tweede-ronde-effecten in het verschiet. Wanneer de overheidssteun langzaam wordt afgebouwd en de werkloosheid oploopt, ontstaat nieuwe onzekerheid en gaan consumenten uit voorzorg meer sparen en dus minder uitgeven. Daarnaast zullen vanaf het einde van het derde kwartaal verminderde investeringen en aangescherpte kredietvoorwaarden naar verwachting het herstel drukken, ondanks de agressieve monetaire stimulering. We verwachten dat deze tweede-ronde-effecten eind dit jaar een 'double dip' in de eurozone teweegbrengen.

Herstelfonds: wie krijgt hoeveel?

Tegen deze achtergrond moet het door de EC voorgestelde herstelfonds de broodnodige budgettaire prikkel geven om langdurige economische schade te verminderen. Het voorstel is van historisch belang, in die zin dat het voorziet in een

gezamenlijke Europese schulduitgifte rechtstreeks op de kapitaalmarkten (een gedetailleerde beschrijving van het herstellfonds kunt u [hier](#) lezen). Een van de kernpunten in de zich voortslepende discussie over het fonds is of lidstaten budget toegewezen moeten krijgen op basis van hun vermogen om de crisis het hoofd te bieden of op basis van de schade die ze door covid-19 lijden. Een groeiend aantal lidstaten vindt de tweede optie eerlijk, terwijl het EC-voorstel van de eerste optie uitgaat. Het vermogen van een lidstaat om de crisis te overwinnen – het allocatiecriterium dat de EC hanteert – hangt sterk af van historische economische variabelen, zoals het bbp per hoofd van de bevolking, de omvang van de bevolking en de werkloosheid. De uitkomst van de onderhandelingen over de budgetallocatie zal voor sommige lidstaten significante gevolgen hebben. Samen met Floortje Mertens, sinds kort onze specialist voor het herstellfonds, heb ik de nettoallocatie volgens de door de EC voorgestelde verdeelsleutel (horizontale as) afgezet tegen de allocatie op basis van de feitelijke schade als gevolg van covid-19 zoals ingeschat door de EC (verticale as). Voor lidstaten linksboven en rechtsonder in de grafiek zal de uitkomst van de onderhandelingen ingrijpende gevolgen hebben. Ierland is bijvoorbeeld een nettobetaler in het oorspronkelijke voorstel maar een netto-ontvanger indien de feitelijk door covid-19 geleden schade leidend is. Voor lidstaten zoals Polen en Portugal geldt het tegenovergestelde. Voor het zwaarst getroffen land, Italië, maakt het niet veel uit.

Netto allocatie gebaseerd op Covid-19-schok vs onder EC voorstel



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

Belangrijkste economische / financiële ramingen

BBP-groei (%)	2018	2019	2020e	2021e	3M interbank rente	02/07/2020	09/07/2020	+3M	2020e	2021e
Verenigde Staten	2.9	2.3	-4.8	3.4	Verenigde Staten	0.30	0.27	0.20	0.20	0.20
Eurozone	1.9	1.2	-6.9	3.2	Eurozone	-0.42	-0.43	-0.40	-0.45	-0.44
Japan	0.3	0.7	-4.3	1.1	Japan	-0.05	-0.05	-0.10	-0.10	-0.10
Verenigd Koninkrijk	1.3	1.5	-8.5	5.2	Verenigd Koninkrijk	0.14	0.12	0.80	0.30	0.30
China	6.7	6.1	2.0	7.0						
Nederland	2.3	1.7	-5.6	2.7						
Inflatie (%)	2018	2019	2020e	2021e	10j-rente	02/07/2020	09/07/2020	+3M	2020e	2021e
Verenigde Staten	2.4	1.8	1.4	2.2	VS Treasury	0.67	0.61	0.50	0.50	1.00
Eurozone	1.7	1.2	0.4	1.0	Duitse Bund	-0.43	-0.46	-0.70	-0.55	-0.50
Japan	0.9	0.5	0.3	1.0	Japans overheidspapier	0.04	0.01	0.00	0.00	0.00
Verenigd Koninkrijk	2.5	1.8	1.0	1.9	VK gilts	0.19	0.16	0.30	0.30	0.70
China	2.1	2.9	3.0	2.5						
Nederland	1.6	2.7	0.9	1.2						
Beleidsrente	09/07/2020	+3M	2020e	2021e	Wisselkoersen	02/07/2020	09/07/2020	+3M	2020e	2021e
Federal Reserve	0.25	0.25	0.25	0.25	EUR/USD	1.12	1.13	1.08	1.12	1.20
European Central Bank	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	USD/JPY	107.5	107.2	108	110	116
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.25	1.26	1.22	1.25	1.38
Bank of England	0.10	0.75	0.10	0.10	EUR/GBP	0.90	0.90	0.89	0.90	0.87
People's Bank of China	3.85	3.70	3.50	3.40	USD/CNY	7.07	6.99	7.15	7.20	7.20

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, 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.

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