

1 april 2019

Sandra Phlippen
Hoofd Economisch Bureau Nederland
Tel.: 020 628 1368
sandra.phlippen@nl.abnamro.com

Recessievrees in de eurozone

- **Recessie in de eurozone is nog steeds niet het meest waarschijnlijke scenario, maar risico's neigen wel in die richting**
 - **Rente op tienjarige Duitse Bunds is negatief geworden**
 - **Zakelijke kredietverlening ontwikkelt zich minder gunstig dan het lijkt**
 - **Werkgelegenheid Duitse verwerkende industrie krimpt voor het eerst sinds het begin van de vertraging**
- **ECB zal al het mogelijke doen, maar budgettaire steun is wellicht nodig**
- **Brexit-onderhandelingen zijn vastgelopen**

Angst voor recessie steekt de kop weer op

Afgelopen woensdag vond de veiling van de tienjarige Duitse staatslening plaats. Voor het eerst sinds het najaar van 2016 was de rente negatief. Het feit dat beleggers bereid zijn om een negatieve rendement te accepteren, geeft aan dat ze veiligheid zoeken in als 'risicovrij' beschouwde beleggingen. Deze vlucht naar veilige kan aan een aantal ontwikkelingen worden toegeschreven. De toenemende ongerustheid over de aanhoudende vertraging van de Duitse economie en de wereldeconomie, in combinatie met de aanhoudende politieke onzekerheid, zorgt er al een aantal weken voor dat beleggers veilige havens opzoeken. Hun ongerustheid blijkt niet ongerechtvaardigd. De vertrouwensindex van de Europese Commissie voor de verwerkende industrie die donderdag werd gepubliceerd en daalde van -0,4 naar -1,7, wakkerde de angst aan dat de vertraging mogelijk nog niet de bodem heeft bereikt.

Maar andere factoren spelen ook een rol. Zoals de ongerustheid onder beleggers nadat de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve) vorige week zich opnieuw milder opstelde en besloot dit jaar de rente niet meer te verhogen. Maar de lange rente werd uiteindelijk negatief tijdens de veiling van afgelopen woensdag, toen ECB-president Draghi zinspeelde op een mogelijke beleidsverschuiving van negatieve rente naar nulrente om de gevolgen voor banken te beperken (klik [hier](#) voor onze visie op verhoging van de rente naar nul).

Hoewel de risico's volgens ons in negatieve richting neigen - onze bbp-groeiverwachting van 0,8% voor 2019 is lager dan de consensus - gaan wij in ons basisscenario nog steeds niet uit van een recessie. Wij verwachten een licht herstel van de mondiale industriële productie in de tweede helft van dit jaar. Dit zal de industriële productie in de eurozone meetrokken. Een andere bron van veerkracht is de dienstensector. De inkoopmanagersindex (PMI) voor de dienstensector volgt over het algemeen de PMI voor de verwerkende industrie, maar blijft sinds eind 2018 opvallend goed op peil.

Eurozone: PMI

Index, 50 is neutraal



Bron: Thomson Reuters Datastream

Opleving zakelijke kredietverlening is mogelijk slechts kwestie van volatiliteit

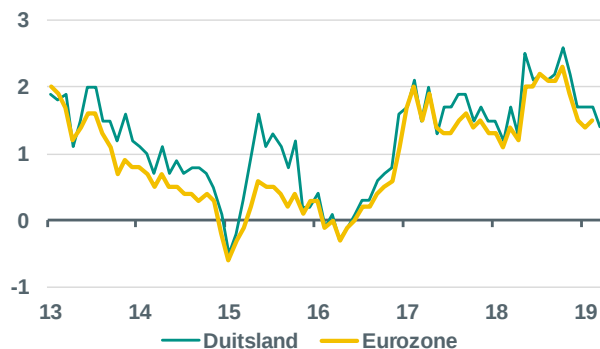
Alle economische cijfers worden nauwlettend gevolgd om te bepalen of de vertraging tot stilstand begint te komen. Het hoopgevend nieuws van afgelopen donderdag over de bancaire kredietverlening aan niet-financiële ondernemingen is misschien ook niet meer dan een maandelijks opnamemoment. In februari verleenden banken EUR 17 miljard aan kredieten, een toename van 3,7% j-o-j. Het minder volatiele driemaands voortschrijdende gemiddelde vertoont echter een aanhoudende daling: van een top van EUR 17 miljard in de zomer van 2018 naar EUR 8,6 miljard in de afgelopen drie maanden. Bovendien komt uit de onderliggende cijfers per land een vrij scheef beeld van de kredietgroei naar voren. In Duitsland en Frankrijk groeide in februari de kredietverlening aan niet-financiële ondernemingen met ongeveer 6% j-o-j, terwijl in Italië en Spanje - de landen die het meest profiteerden van eerdere maatregelen van de ECB om gunstigere kredietvoorwaarden te creëren (via het TLTRO-programma) - nauwelijks sprake was van groei.

Onvoldoende inflatiedruk

De totale inflatie in de eurozone in maart wordt vandaag bekendgemaakt, maar de cijfers voor de individuele landen laten een wisselend beeld zien. In Duitsland is de HICP-inflatie gedaald van 1,7 naar 1,4%, terwijl in andere landen, zoals Spanje en België, sprake is van een stijging. We verwachten dat de totale inflatie in de eurozone gelijk blijft op 1,5%.

Inflatie

% j-o-j



Bron: Bloomberg

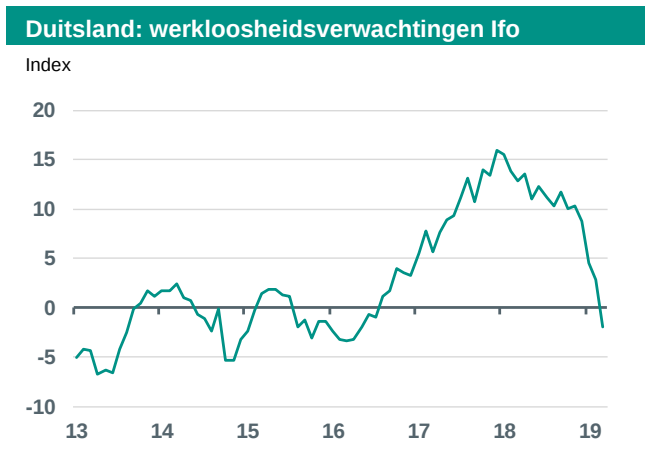


Volgens ons wordt de inflatie geremd door zowel cyclische als structurele factoren (klik [hier](#) voor meer informatie). Doordat de inflatieverwachting consequent achterblijft bij de doelstelling, blijven de lonen lager dan op basis van de huidige krapte in de arbeidsmarkt verwacht mag worden. Het is overigens de vraag of de arbeidsmarkt echt zo krap is als het lijkt.

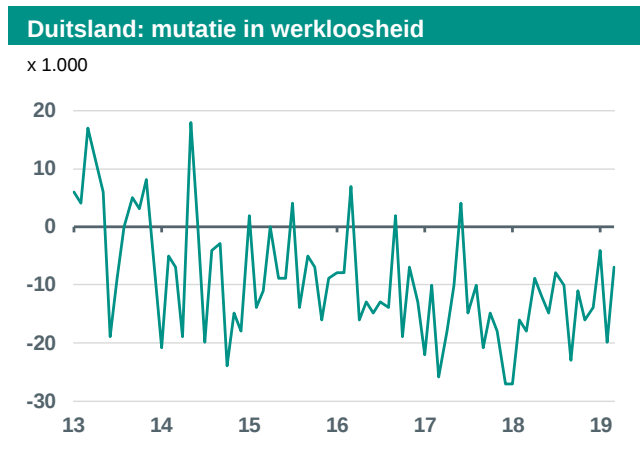
Duitse werkloosheid heeft bodem bereikt, terwijl banengroei in verwerkende industrie waarschijnlijk voor het eerst afneemt

Volgens eind vorige week gepubliceerde cijfers is de werkloosheid in Duitsland verder afgenomen, naar 4,9%. Dat is het laagste niveau sinds de hereniging van Oost- en West Duitsland. Toch was de daling minder groot dan verwacht, doordat de economische rugwind de laatste tijd is afgezwakt.

De Ifo-graadmeter voor de werkgelegenheid die donderdag bekend werd gemaakt, laat zien dat de tot dusver zeer veerkrachtige Duitse arbeidsmarkt barstjes begint te vertonen. Werkgevers in de verwerkende industrie verwachten voor het eerst sinds hun bedrijven werden getroffen door de exportvraagschok, dat ze in de komende drie maanden minder personeel aannemen.



Bron: Thomson Reuters Datastream



Bron: Bloomberg

Verwachte reactie van de ECB (door Nick Kounis)

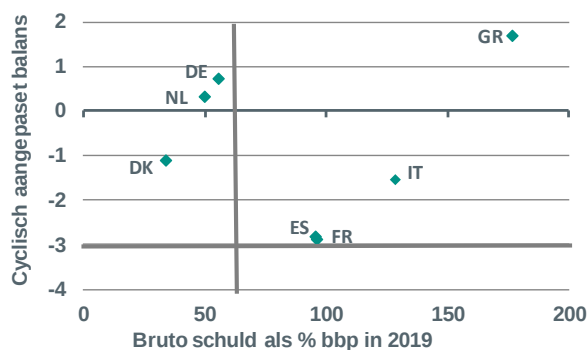
In ons basisscenario gaan wij ervan uit dat de ECB de beleidsrente langer ongewijzigd laat en de opbrengsten van aflossingen langer blijft herbeleggen. De bescheiden economische groei zal niet voldoende zijn om de onderliggende inflatiedruk te verhogen. Naar onze mening zijn de groei- en inflatieprognoses van de ECB, ondanks de recente neerwaartse bijstellingen, nog steeds te hoog. Ons basisscenario is dat de ECB de beleidsrente tot eind 2020 onveranderd laat en tot eind 2021 de opbrengst van afgeloste leningen blijft herbeleggen. De risico's zijn echter negatief. De kans neemt toe dat de ECB de stimulering moet intensiveren en weer tot kwantitatieve verruiming moet overgaan.

Wat gaat er op begrotingsgebied gebeuren?

Omdat de economieën van de eurozone nog steeds moeite hebben om zich te herstellen van de mondiale vertraging, kan het monetaire beleid wel wat hulp uit budgettaire hoek gebruiken. Men zou zelfs kunnen zeggen dat de grenzen van het monetaire beleid in zicht komen en dat dit beleid alleen kan slagen met de steun van begrotingsmaatregelen.

Volgens ramingen van de OESO kan het bbp van de eurozone op de lange termijn met 1% toenemen als landen met een begrotingsoverschot in de komende drie jaar 0,5% van het bbp investeren (en een begin maken met een aantal noodzakelijke structurele hervormingen). Vooral in Duitsland kunnen budgettaire stimulering volgens de OESO erg effectief zijn.

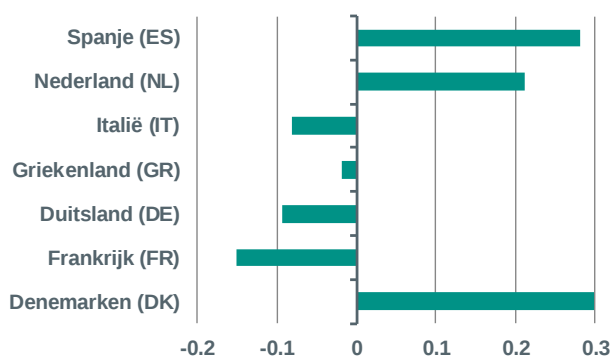
Schuld en tekort als % van het bbp



Bron: IMF, 2018, Bloomberg

Begrotingsplannen 2019

Mutatie primair saldo als % van bbp



Bron: IMF, 2018, Bloomberg

Begrotingsplannen in landen met budgettaire speelruimte

Hoewel het maar een klein stapje is doordat de Duitse regering een eigen begrotingsevenwichtsregel toepast, zijn recentelijk in het kader van de tussentijdse federale begroting plannen voor verhoging van de investeringen aangekondigd.

In Nederland bleek vorige week dat het begrotingsoverschot 1,5% van het bbp bedraagt. Dit is hoger dan verwacht en hierdoor is de schuldquote afgenomen naar 52,4%. De regering wil de extra inkomsten gebruiken om de overheidsschuld verder te verminderen.

In Frankrijk is een geringe verhoging van de begrotingsuitgaven aangekondigd om de spanningen met de gele hesjes te verminderen, maar dit is niet genoeg om als een contracyclische begrotingsuitgave te kunnen worden aangemerkt.

Tot slot had de Franse president Macron voor contracyclische begrotingssteun kunnen zorgen. Hij stelde namelijk een begroting voor de eurozone voor die als budgettaire bazooka had kunnen fungeren en het bbp van de eurozone met een aantal procentpunten had kunnen opstuwten. De Europese regeringen beperkten de begroting echter tot EUR 22 miljard, gespreid over zeven jaar.

Al met al kunnen we stellen dat regeringen nog niets doen om te bevorderen dat het monetaire beleid de economische groei versterkt.

Brexit is nog steeds even onzeker

Vorige week vrijdag was de dag waarop de brexit had moeten plaatsvinden, maar er is nauwelijks meer duidelijkheid over de toekomst van het Verenigd Koninkrijk dan op 23 juni 2016, toen het besluit om de EU te verlaten werd genomen.

Vorige week volgde de Britse politiek twee divergerende sporen. Het eerste spoor betrof de pogingen van premier May om conservatieve parlementsleden over te halen haar brexit-deal te steunen. Omdat drie uitgesproken voorstanders van de brexit zich achter haar schaalden, leek dat tot dinsdag veelbelovend. Dinsdag wees de DUP echter het verzoek af. Vrijdag verwierp het parlement echter opnieuw het door May bereikte akkoord met de EU, ondanks haar aanbod om af te treden in ruil voor steun voor haar plan. Overigens zou deze kamikazeactie, als het akkoord wel was goedgekeurd, de verdere onderhandelingen met de EU sterk hebben bemoeilijkt, omdat conservatieve parlementsleden dan zouden overgaan in de verkiezingsmodus.

Het tweede spoor dat vorige week werd ingezet, ziet er veelbelovender uit. Het parlement heeft de verschillende brexit-opties besproken en hierover geheel vrijblijvend gestemd om er achter te komen welke alternatieven de meeste kans op een compromis bieden. Hoewel geen enkele optie de steun van de meerderheid in het parlement kreeg, kwamen de douane-unie en het People's Vote referendum wel dicht in de buurt. Uit het debat kwamen bepaalde wisselwerkingen naar voren, zoals het idee dat beperking van de immigratie vanuit Europa betekent dat de gemeenschappelijke markt moet worden verlaten of dat het openhouden van de grens met Noord-Ierland niet is te combineren met een onafhankelijk handelsbeleid.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren										
BBP-groei (%)	2017	2018	2019e	2020e	3M interbank rente	22/03/2019	29/03/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.2	2.9	2.3	1.9	Verenigde Staten	2.61	2.60	2.60	2.60	2.50
Eurozone	2.5	1.8	0.8	1.3	Eurozone	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.20
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	1.1	1.8	Verenigd Koninkrijk	0.83	0.85	1.00	1.00	1.25
China	6.9	6.6	6.3	6.0						
Nederland	3.0	2.6	1.4	1.6						
Wereld	3.7	3.6	3.3	3.4						
Inflatie (%)	2017	2018	2019e	2020e	10j-rente	22/03/2019	29/03/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.1	2.4	1.6	2.0	VS Treasury	2.46	2.41	2.60	2.60	2.50
Eurozone	1.5	1.7	1.2	1.2	Duitse Bund	-0.03	-0.07	0.00	0.20	0.50
Japan	0.5	0.9	1.1	1.6	Euro swap rente	0.51	0.48	0.60	0.80	1.10
Verenigd Koninkrijk	2.7	2.5	1.4	1.8	Japans overheidspapier	-0.07	-0.09	0.10	0.10	0.30
China	1.6	2.1	2.5	2.5	VK gilts	1.01	1.00	1.70	1.50	1.80
Nederland	1.3	1.6	2.3	1.6						
Wereld	3.0	3.5	3.8	3.2						
Beleidsrente	29/03/2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	22/03/2019	29/03/2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2.50	2.50	2.50	2.50	EUR/USD	1.13	1.12	1.10	1.16	1.25
European Central Bank	-0.40	-0.40	-0.40	-0.30	USD/JPY	109.9	110.9	110	108	105
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.32	1.30	1.30	1.35	1.45
Bank of England	0.75	0.75	0.75	1.00	EUR/GBP	0.85	0.86	0.85	0.86	0.86
People's Bank of China	4.35	4.35	4.35	4.35	USD/CNY	6.72	6.71	6.65	6.60	6.60

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 directeurs, 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 relatiebeheerder 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