

Visie op de Eurozone 2023 - Recessie beperkt onderliggende inflatiedruk

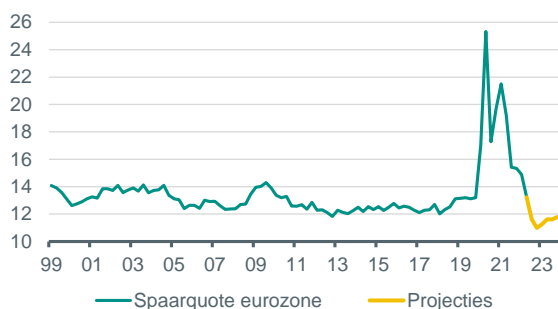
Aline Schuiling - Senior Economist | aline.schuiling@nl.abnamro.com

- ▶ De economie van de eurozone is in de eerste drie kwartalen van 2022 solide gegroeid, ondanks het uitbreken van de oorlog in Oekraïne in februari, die de inflatie heeft aangewakkerd en het reële inkomen van huishoudens en de winstgevendheid van het bedrijfsleven heeft aangetast
- ▶ De groei werd ondersteund door een opleving van de consumptie van diensten en inhaalgroei in de industrie, die eerder werd belemmerd door knelpunten in de toelevering van halffabricaten
- ▶ Er ligt een krimp van het bbp in het vierde kwartaal van 2022 en de eerste twee kwartalen van 2023 in het vooruitzicht. Ten eerste omdat de factoren die de groei eerder in 2022 hebben gestimuleerd, grotendeels zijn verdwenen en ten tweede omdat de financieringscondities slechter zijn geworden als gevolg van agressieve renteverhogingen, waarbij verdere verhogingen in het verschiet liggen.
- ▶ De inflatie is in 2022 tot recordhoogte gestegen, maar zou in de loop van 2023 fors moeten dalen
- ▶ De loonstijging zal naar verwachting aantrekken, maar wel binnen de perken blijven omdat de werkgelegenheidsvooruitzichten verslechteren
- ▶ De overheidsfinanciën zullen in 2023 waarschijnlijk verslechteren, waarbij de schuldquotes van de drie grote EZ-landen stijgen

Binnenlandse bestedingen zullen de komende kwartalen krimpen. Na een verrassend robuuste bbp-groei in de eerste drie kwartalen van 2022, verwachten wij dat het bbp van de eurozone in het vierde kwartaal en de eerste helft van 2023 zal krimpen. Vervolgens valt in de tweede helft van 2023 slechts een bescheiden groei te verwachten. Verwacht wordt dat zowel de particuliere consumptie als de bedrijfsinvesteringen in vaste activa in 2023 per saldo zullen krimpen. Hierbij speelt een belangrijke rol dat de ruimte voor een verdere daling van de spaarquote om de groei van de particuliere consumptie te stimuleren nu lijkt uitgeput. Het volume van de particuliere consumptie steeg in het derde kwartaal van 2022 met 0,9% kwartaal-op-kwartaal. Hoewel er nog geen gegevens over het beschikbare inkomen van huishoudens in het derde kwartaal zijn gepubliceerd, is het reëel beschikbaar inkomen waarschijnlijk gekrompen doordat de stijging van de voedsel- en energieprijzen hoger was dan de stijging van het nominale inkomen.

Spaarquote van huishoudens zal niet langer dalen

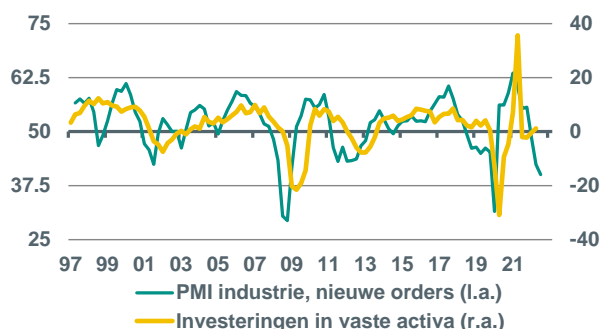
Besparingen als % van het beschikbare inkomen



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Group Economics

Krimp van de investeringen in vaste activa op komst

Index % jaar-op-jaar



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Group Economics

Wij denken dat aan de daling van de spaarquote rond de jaarwisseling een einde zal komen, wanneer de vooruitzichten voor de arbeidsmarkt verslechteren en huishoudens weer meer zullen gaan besparen uit voorzorg. Volgens onderzoek van de Europese Commissie is de reële waarde van het netto vermogen (inclusief huizen) van huishoudens, dat tijdens de pandemie een hoge vlucht nam, in 2022 scherp gedaald. Dit wijst erop dat de potentiële ruggeleuning voor de consumptie uit vermogenswinst of eerder opgebouwd vermogen grotendeels is verdwenen. De verslechterde vooruitzichten voor de consumptie, de vertraging van de wereldhandel, slechtere financieringscondities en strengere kredietvoorwaarden van banken - in combinatie met druk op de marges door de stijging van de energiekosten en hogere loongroei - zouden allemaal

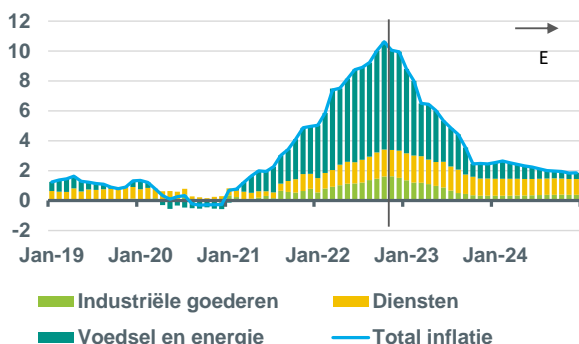
moeten bijdragen aan een daling van de bedrijfsinvesteringen in vaste activa in de komende kwartalen. De extra investeringssteun uit het Europese Herstelfonds (RRF), die in 2023 naar schatting ongeveer 0,5% van het eurozone bbp zal bedragen, zal de krimp van de totale investeringen wel beperken.

De totale inflatie zal in 2023 sneller dalen dan de kerninflatie. De inflatie is in de loop van 2022 tot historisch hoge niveaus gestegen. De stijging werd voornamelijk veroorzaakt door de hogere energie- en voedselprijsinflatie als gevolg van de stijgende mondiale grondstoffenprijzen. Toch is in de loop van het jaar ook de prijsinflatie voor industriële goederen en diensten (samen de kerninflatie) versneld. Deze stijging van de kerninflatie was deels te wijten aan het feit dat de hoge energieprijzen werden doorberekend in de prijzen van goederen en diensten (de ECB schat dat ongeveer de helft van de huidige kerninflatie toe te schrijven is aan de doorberekening van hoge energiekosten). Bovendien is de hoge voedselinflatie ook van invloed geweest op de kerninflatie, omdat voedsel een belangrijke component is in de horeca en aanverwante diensten. Daar komt nog bij dat de inflatie is aangewakkerd door de depreciatie van de handelsgewogen wisselkoers van de euro in 2021 en in de eerste helft van 2022 (hierdoor stijgen de invoerprijzen), door de normalisatie van de prijzen van diensten die tijdens de pandemie op slot zaten, en door knelpunten in de mondiale toeleveringsketens, waardoor de prijzen van industriële goederen zijn gestegen.

De daling van mondiale grondstofprijzen voor voedsel en energie (uitgedrukt in euro's) sinds de zomer heeft de inflatie in de eurozone in november al gematigd (naar 10,0% van 10,6% in oktober). Dit zal in de komende maanden leiden tot een verdere scherpe daling van de inflatie. De kerninflatie (exclusief voedsel en energie) zou in 2023 ook moeten dalen, maar wij verwachten dat dit langzamer zal gaan dan de totale inflatie. Hoewel de dalende grondstoffenprijzen ook de inflatie van voedsel- en energie-intensieve goederen en diensten zouden moeten verminderen, verwachten wij dat dit proces traag zal verlopen, aangezien de stijgingen van de voedsel- en energieprijzen in het verleden nog steeds niet volledig aan de consument lijken te zijn doorgegeven. De prijsinflatie van industriële goederen zou in de komende maanden moeten afnemen, aangezien deze prijzen vooral worden bepaald door het mondiale aanbod van en de vraag naar industriële goederen, die nu meer in evenwicht zijn gekomen. De inflatie van de dienstenprijzen zal naar verwachting echter hoger blijven. De diensteninflatie wordt meer door binnenlandse factoren bepaald en is gevoeliger voor de loonstijging, die naar verwachting in de eerste helft van 2023 zal toenemen en in de tweede helft van 2023 hoog zal blijven. Al met al zou de inflatie de komende maanden merkbaar moeten dalen. Wij verwachten dat de inflatie tegen eind 2023 terugkeert naar een niveau dat al vrij dicht bij de ECB-doelstelling ligt, maar de risico's voor deze prognose lijken naar boven te liggen.

Inflatie en bijdrage belangrijkste componenten

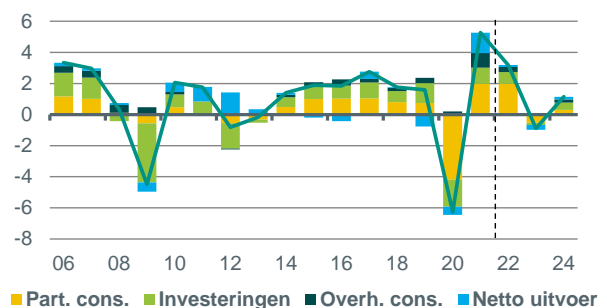
% / pps joj



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Group Economics

Bbp-groei en bijdrage belangrijkste componenten

% / pps



Bron: ECB, ABN AMRO Group Economics

Verslechterende arbeidsmarkt zal een rem zetten op de loonstijging. Wij verwachten dat de loongroei in 2023 aantrekken, omdat werknemers proberen het verlies aan reëel loon dat zij in 2022 hebben geleden (gedeeltelijk) te compenseren. De krapte op de arbeidsmarkt die ik veel landen na de pandemie heerste zal de loongroei in 2023 ondersteunen. Toch verwachten wij dat de loonstijging binnen de perken zal blijven doordat de recessie de arbeidsmarkt zal

treffen, waarbij de werkloosheid vanaf begin 2023 zal oplopen. Aangezien de loongroei naar verwachting binnen de perken zal blijven en de inflatie waarschijnlijk rond eind 2023 zal dalen in de richting van de 2%-doelstelling van de ECB, verwachten wij dat de ECB de rente tegen eind van 2023 weer zal beginnen te verlagen. Voor het zover is, verwachten wij eerst dat de centrale bank de rente in december 2022 met 50 basispunten zal verhogen en in het eerste kwartaal van 2023 met nog eens 50 basispunten.

Staatsschuld zal in 2023 stijgen. Overheden hebben grote steunpakketten doorgevoerd om huishoudens en bedrijven te beschermen tegen de stijgende energiekosten. De EC schat dat de steunmaatregelen van de overheid die rechtstreeks van invloed zijn op het begrotingssaldo in 2022 in de eurozone als geheel 1,2% van het bbp zullen bedragen. Volgens de huidige plannen zal hiervan in 2023 ongeveer 0,4pp weer teniet worden gedaan. Ondanks deze afname van de steunmaatregelen voor energie zullen de begrotingssaldi van de overheid in 2023 naar verwachting verslechteren als gevolg van de economische neergang en de hogere rentebetalingen. Grotendeels dankzij de uitzonderlijk hoge nominale bbp-groei zal de schuldquote van de overheid in 2022 waarschijnlijk dalen. Wij verwachten evenwel dat de schuldquotes in de meeste eurolanden in 2023 weer zullen stijgen.

Kerncijfers eurozone				
	2021	2022e	2023e	2024e
Economie (% mutaties)				
Bbp	5,3	3,2	-0,9	1,2
- Particuliere consumptie	3,7	3,8	-1,0	0,6
- Investerings	3,7	2,7	-0,5	2,2
- Netto uitvoer (bijdrage aan bbp-groei, %-punt)	1,3	0,1	-0,3	0,2
Inflatie	2,6	8,5	5,1	2,2
- Kerninflatie	1,5	3,9	3,4	2,1
Werkloosheidspercentage	7,7	6,7	7,3	7,5
Rente en valuta (jaarultimo)				
ECB deposito rente	-0,5	2,00	2,00	1,50
3M Euribor rente	-0,6	2,25	2,05	1,65
10-jrs Duitsland	-0,2	2,00	1,50	1,70
EUR/USD	1,10	1,00	1,08	1,12

Source: 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.

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 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