

Focus eurozone

Aline Schuiling, Senior Econoom

Nick Kounis, Head of Financial Markets Research

tel.: 020 343 5606 / aline.schuiling@nl.abnamro.com

Groei- en inflatievooruitzichten zetten ECB aan tot verdere actie

- ▶ De verspreiding van Covid-19 heeft de economie van de eurozone in een diepe recessie gestort
- ▶ Als gevolg van de lockdowns in de hele eurozone zijn de consumentenbestedingen en de productie in grote delen van de economie drastisch gedaald
- ▶ Door het abrupte (en unieke) karakter van de verstoringen van de economische bedrijvigheid daalt elke week dat de lockdown langer duurt, de bbp-groei in 2020 met circa 0,75 procentpunt ...
- ▶ ... terwijl de groei sterk zal opveren nadat de lockdown is afgelopen
- ▶ We denken echter dat de negatieve neveneffecten – werkloosheid, faillissementen, verkrapting van financiële condities en verstoringen aan aanbodzijde – de economie van de eurozone na dit aanvankelijke herstel weer terug in een recessie duwen
- ▶ Deze negatieve tweede-ronde-effecten zijn bovendien niet lineair en worden sterker naarmate de lockdown langer duurt
- ▶ We verwachten dat door de aanhoudende economische zwakte de onderliggende inflatiedruk afneemt en de (kern)inflatie die al een aantal jaar onder het ECB-doel ligt, verder daalt
- ▶ Door discretionaire begrotingsstimulansen en de conjuncturele neergang verslechteren de overheidsfinanciën drastisch en ontstaat er een extra financieringsbehoefte van EUR 690 miljard
- ▶ We verwachten dat de ECB binnenkort het PEPP met EUR 500 miljard verhoogt tot EUR 1.250 miljard

Lockdowns worden verlengd

Medio maart hadden alle eurolanden hun economie op slot gegooid om de verspreiding van het coronavirus (Covid-19) tegen te gaan. Sommige landen deden dit wat sneller en rigoureuzer dan andere, maar in het algemeen kwam toen de economische bedrijvigheid voor een groot deel abrupt tot stilstand. De oorspronkelijke lockdownperiode van vier tot vijf weken is inmiddels in de meeste landen verlengd. In Frankrijk duurt de lockdown nog tot minstens 11 mei, wat zo'n vier weken langer is dan de aanvankelijke einddatum van 15 april. De geplande einddatum in Duitsland en Italië is nu 3 mei en Spanje heeft de lockdown verlengd tot 9 mei. Sommige landen hebben plannen aangekondigd om enkele van de strengste lockdownmaatregelen (zoals de sluiting van scholen en niet-essentiële winkels) al binnen een paar weken op te heffen.

Economie maakt vrije val en belandt in recessie

Bij de beoordeling van de directe economische gevolgen die de verspreiding van het coronavirus aan de uitgavenkant van de economie heeft, valt op dat in eerste instantie de particuliere consumptie het zwaarst door de lockdown wordt getroffen. De niet-essentiële consumptie, exclusief e-commerce, vormt ongeveer 30% van de totale consumptie en neemt tijdens

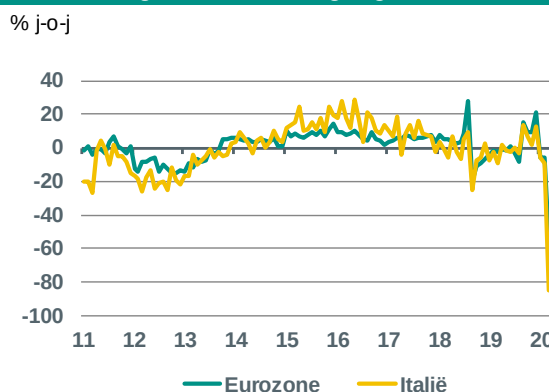
lockdownperiodes naar schatting met ongeveer 90% af. Aan de productiekant van de economie stortten de bouw en grote delen van de dienstensector (onder meer toerisme, cultuur en vrije tijd) en de industrie in. Uit diverse studies van centrale banken en internationale organisaties en ook uit statistische gegevens komt naar voren dat gedurende een gemiddelde lockdownperiode de productie in de eurozone met ongeveer een derde in zakt. Volgens een rapport van de Franse centrale bank (Banque de France) werden in de eerste twee weken van de lockdown de bouw (-75%) en diensten in de brede categorie groothandel, detailhandel, transport en horeca (-65%) het zwaarst getroffen. Binnen de verwerkende industrie (in totaal -48%) kregen vooral autoproducenten en metaal- en machinebouwbedrijven de hardste klappen.

Dienstensector het zwaarst getroffen



Bron: Thomson Reuters Datastream

Kentekenregistraties volledig ingestort in maart



Bron: Thomson Reuters Datastream

Los van de eenmalige initiële economische schade zal door tweede-ronde-effecten – stijgende werkloosheid, bedrijfsfaillissementen, verkrapting van financiële condities en verstoringen aan de aanbodzijde – de economisch zwakte langer voortduren. Deze effecten blijven de particuliere consumptie en de investeringen in vaste activa drukken nog lang nadat de lockdowns zijn beëindigd. De omvang van deze tweede-ronde-effecten hangt af van de duur van de lockdowns. De relatie tussen enerzijds de duur van de beperkende maatregelen en anderzijds de omvang en duur van de economische schok is waarschijnlijk dan ook niet lineair. Daarnaast wordt de tweede-ronde-schade voor de economie mede bepaald door de effectiviteit en de omvang van de macro-economische stimulering.

Veronderstelde duur van lockdown is sterk bepalend voor groeiscenario's voor 2020-21

Voor de economische ontwikkeling van de eurozone hebben we drie scenario's uitgewerkt (zie grafiek hieronder). In ons basisscenario gaan we ervan uit dat de lockdowns tot eind april voortduren. Dit lijkt aan te sluiten bij de verlenging tot zondag 3 mei in een aantal landen, maar is voor bijvoorbeeld Frankrijk (waar de lockdown nog een week langer duurt) te optimistisch.

In ons basisscenario krimpt het bbp in 2020 met circa 4,5% en groeit in 2021 met 1,6%. De lockdown heeft aanzienlijke tweede-ronde-effecten en een duurzaam en krachtig herstel komt niet voor het tweede kwartaal van 2021 op gang. Ons negatieve scenario veronderstelt dat de lockdownperiode tot eind mei wordt verlengd. Het bbp krimpt in 2020 met circa 8% en groeit in 2021 met slechts ongeveer 1%, omdat ondanks de agressievere macro-economische stimulering de tweede-ronde-effecten veel sterker zijn. In het positieve scenario is de lockdownperiode gelijk aan die in het basisscenario, maar door de opheffing van genomen maatregelen en de normalisatie van het consumentengedrag keert de economische bedrijvigheid sneller op een normaal niveau terug. De reële economie en het marktvertrouwen herstellen zich sterk, al zal de groei in de tweede helft van 2021 waarschijnlijk lager zijn doordat de budgettaire en monetaire stimulering minder agressief wordt.

Bbp eurozone (niveau) in meerdere scenario's

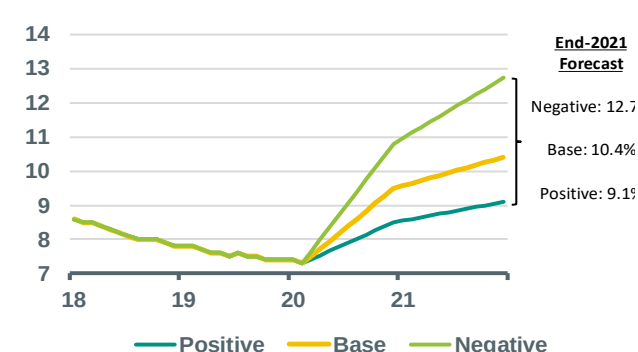
K4 2019 = 100



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

Werkloosheid in meerdere scenario's

%

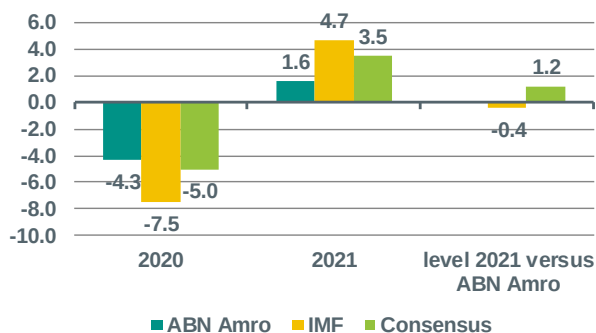


Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

We hebben onze ramingen vergeleken met die van het IMF en de consensus. Onze ramingen blijken voor 2020 minder negatief te zijn, maar voor 2021 aanzienlijk minder positief.

Ramingen ABN AMRO versus IMF en consensus

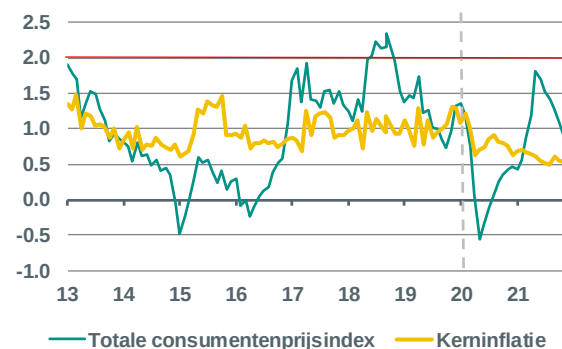
Bbp-groei, %



Bron: IMF, Bloomberg, ABN Amro Economisch Bureau

Kerninflatie zal dalen

HICP-inflatie, %



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN Amro Economisch Bureau

Werkloosheid stijgt snel

De arbeidsmarkt in de eurozone wordt naar verwachting hard getroffen door de economische recessie (zie grafiek hierboven), ondanks door de overheid gefinancierde tijdelijke werkloosheidsregelingen. De werkende bevolking in de eurozone bestaat voor ongeveer 15% uit zelfstandigen en voor ongeveer 13% uit contractanten. Verwacht wordt dat dit flexibele deel van de arbeidsmarkt voor een aanzienlijk deel snel werkloos wordt. Gegevens uit Spanje en Duitsland geven al een indicatie van de impact van de lockdowns. Zo is in Duitsland het aantal aanvragen voor een tijdelijke werkloosheidsuitkering gestegen van 1.900 in februari naar 470.000 in maart. Dit is gelijk aan ongeveer 1% van de Duitse beroepsbevolking. Ter vergelijking, op het hoogtepunt van de wereldwijde financiële crisis was dit circa 1,4 miljoen ofwel zo'n 3% van de toenmalige beroepsbevolking. De meeste aanvragen in maart kwamen uit de handel en de horeca. Het Spaanse ministerie voor Werkgelegenheid en Sociale Zaken meldde voor maart een toename van het aantal aanvragen voor een werkloosheidsuitkering met 302.000 (circa 1,3% van de beroepsbevolking) en een daling van de werkgelegenheid met bijna 834.000 banen (meer dan 4% van de beroepsbevolking); het toerisme en de bouw waren de zwaarst getroffen sectoren. Volgens het ministerie was de stijging van het aantal aanvragen voor een werkloosheidsuitkering 1,5 keer zo groot

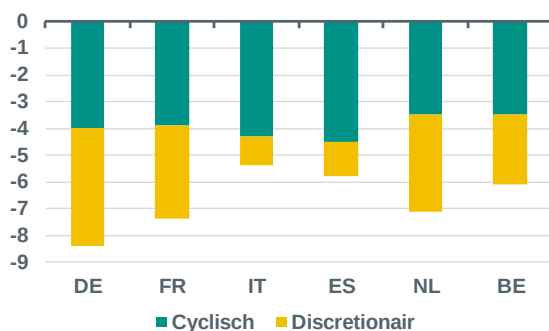
als de sterkste stijging in één maand tijdens de wereldwijde financiële crisis. Al met al verwachten we dat de werkloosheid in ons basisscenario toeneemt tot boven 10% eind 2021 (tegen nu 7,3%).

Kerninflatie zwakt geleidelijk af

De klap die de Covid-19-crisis aan de wereldeconomie toebrengt, lijkt het gecombineerde effect van een schok aan zowel de vraagzijde (lagere productie en prijzen) als de aanbodzijde (lagere productie maar hogere prijzen) te zijn. Naar onze mening zal de vraagschok waarschijnlijk de aanbodschock overvleugelen. De belangrijkste reden om onze groeiramingen naar beneden bij te stellen, is de scherpe daling van de consumenten bestedingen. Daarnaast voorzien we een tweede-ronde-vraagschok als gevolg van verkrappende financiële condities, stijgende werkloosheid en bedrijfsfaillissementen. Omdat in de komende maanden de onbenutte capaciteit toeneemt, zal de onderliggende inflatiedruk afzwakken. Naast deze neerwaartse druk die veeleer op de middellange termijn speelt, zorgt de ineensstorting van de olieprijs voor een onmiddellijke neerwaartse inflatiedruk. De totale inflatie (HICP – geharmoniseerde index van consumentenprijzen) gaat in de komende maanden dan ook naar beneden en wordt in het tweede kwartaal van dit jaar waarschijnlijk zelfs even negatief (jaar-op-jaar). Ervan uitgaande dat de olieprijs later dit jaar weer stijgen, zal de totale inflatie vermoedelijk sterk aantrekken richting 2% halverwege 2021. Eerst zal de totale inflatie echter dalen en convergeren naar het niveau van de kerninflatie. In de komende kwartalen vertraagt de kerninflatie waarschijnlijk aanzienlijk. Gegeven de zwakke vraag verwachten we dat de kerninflatie terugloopt van nu 1% naar circa 0,5% eind dit jaar. Na de wereldwijde financiële crisis daalde de kerninflatie met ongeveer één procentpunt. In ons negatieve scenario zwakt de kerninflatie af tot bijna het nulpunt.

Wijziging in begrotingssaldo in 2020

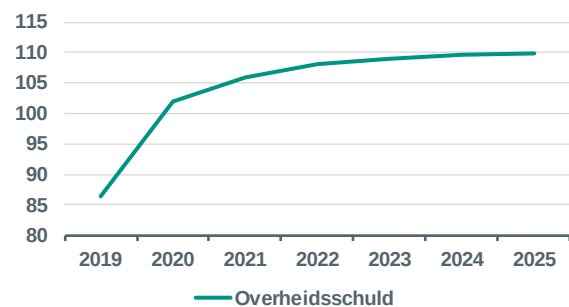
%-punt bbp



Bron: IMF, Bloomberg, ABN Amro Economisch Bureau

Staatsschuld eurozone loopt op

% bbp



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN Amro Economisch Bureau

Begrotingstekorten en staatsschulden nemen toe door budgettaire stimulering

Sinds medio maart hebben regeringen een hele reeks maatregelen aangekondigd om tijdens en na de Covid-19-schok de economie van de eurozone te steunen. De maatregelen vallen uiteen in discretionaire begrotingsstimulansen, conjuncturele verslechtering van overheidsfinanciën (vaak automatische stabilisatoren genoemd) en liquiditeitssteun (garanties voor bankleningen en kredietregelingen). Alle begrotings- en liquiditeitsmaatregelen voor de gehele eurozone bedragen in totaal circa EUR 2 biljoen (ongeveer 18% van het bbp). Het merendeel hiervan is afkomstig uit liquiditeitsmaatregelen, maar de budgettaire steun is ook substantieel. Discretionaire begrotingsstimulansen bedragen op het niveau van de eurozone ongeveer 3% van het bbp, waarbij Duitsland en Nederland het verst lijken te gaan (zie grafiek hierboven). De automatische stabilisatoren zijn ook groter dan in bijvoorbeeld de VS. Door het verslechterende begrotingssaldo en de verwachte krimp van het bbp loopt de staatsschuldquote in 2020 en 2021 waarschijnlijk op (zie grafiek hierboven). Om de ontwikkeling van de staatsschuld op de langere termijn te berekenen, is het belangrijk of regeringen ter compensatie van de huidige discretionaire begrotingsstimulansen bezuinigingsmaatregelen doorvoeren. In de grafiek hierboven hebben we aangenomen dat de discretionaire begrotingsstimulansen voor ongeveer de helft structureel worden en voor eveneens ongeveer de helft in de jaren na de crisis door bezuinigingsmaatregelen weer worden ingelopen. Daarnaast hebben we aangenomen dat de

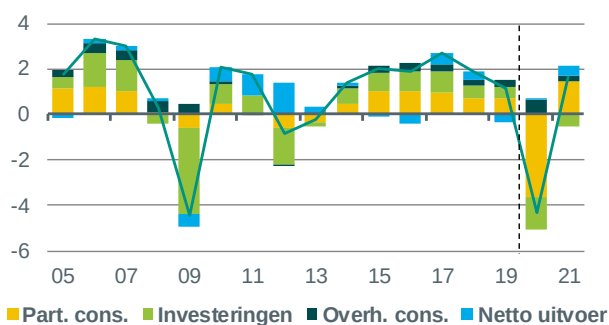
rentes op staatsobligaties (hoofdzakelijk dankzij het beleid van de ECB) lager blijven dan de nominale bbp-groei van de totale eurozone op de langere termijn. Dit heeft een gunstige uitwerking op de staatsschuld en compenseert voor een groot deel het schuldopdrijvend effect van de structurele verslechtering van het begrotingssaldo. Tussen de afzonderlijke landen zullen er echter grote verschillen zijn, waarbij de trends in Italië en, zij het in mindere mate, in Frankrijk ongunstiger zullen zijn.

ECB gaat het PEPP uitbreiden

Op 18 maart maakte de Europese Centrale Bank (ECB) een nieuw programma van EUR 750 miljard bekend voor de aankoop van privaat en publiek schuld papier (het Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP). Naar verwachting kondigt de ECB, waarschijnlijk in april, aan dat de omvang van het programma met nog eens EUR 500 miljard wordt verhoogd, bovenop de eerder toegezegde EUR 750 miljard. Bij deze inschatting spelen meerdere factoren een rol. Om te beginnen de forse krimp van de economie op de korte termijn, maar ook onze visie dat een krachtig en duurzaam herstel pas in de tweede helft van 2021 op gang komt. Ten tweede de verwachte afzwakking van de inflatie (zie hierboven). Ten derde het vermoedelijke extra aanbod van staatsobligaties als gevolg van de verslechterende overheidsfinanciën (zie hierboven). We denken dat de ECB streeft naar controle van de rentecurve en renteversillen. De ECB probeert namelijk de verkrapping van de financiële condities in de hele eurozone te beperken. Daarom denken we dat de ECB de aankopen uitbreidt om de extra uitgifte van staatsleningen te absorberen. Recente uitspraken van ECB-functionarissen duiden er ook op dat de centrale bank bereid is om haar monetaire beleid verder te verruimen.

Bbp-groei en bijdrage van belangrijkste componenten

% j-o-j, %-punt j-o-j



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN Amro Economisch Bureau

Hoofindicatoren eurozone

	2018	2019	2020e	2021e
Economie				
Bbp (% j-o-j)	1,9	1,2	-4,3	1,6
- Part. consumptie (bijdrage in ppt)	0,7	0,7	-3,6	1,4
- Inv. in vaste activa (bijdrage in ppt)	0,5	0,9	-1,6	-0,7
- Netto-export (bijdrage in ppt)	0,4	-0,3	0,1	0,5
Inflatie (CPI)	1,8	1,2	0,3	1,2
- Kerninflatie (CPI)	1,0	1,0	0,8	0,6
Rente en wisselkoers (jaarultimo)				
ECB-depositofaciliteit	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
3m-Euribor	-0,31	-0,38	-0,44	-0,44
10j-rente Duitse Bund	0,25	-0,19	-0,55	-0,50
EUR/USD	1,15	1,12	1,12	1,20
WTI olie (USD/pervat, per jaar)	65,8	61,1	35,0	44,0

Bron: 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 directieuren, 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