

# Macro Visie

Belfius Research

**Frank Maet**  
**Senior Economist**  
+32 2 222 69 97  
[frank.maet@belfius.be](mailto:frank.maet@belfius.be)

- Voorwoord.
- V.S.: een zachte landing richting trendgroei
- Eurozone: de vrees voor een recessie in 2019 is overdreven
- V.K.: een tweede referendum is geen taboe meer
- China: hopen op beterschap in 2019
- Japan: groeikrimp in Q3 was van voorbijgaande aard
- Rente: recessievrees in de V.S.
- FX: kan de euro de negatieve trend ombuigen in 2019?
- Prognosetabel

## Voorwoord

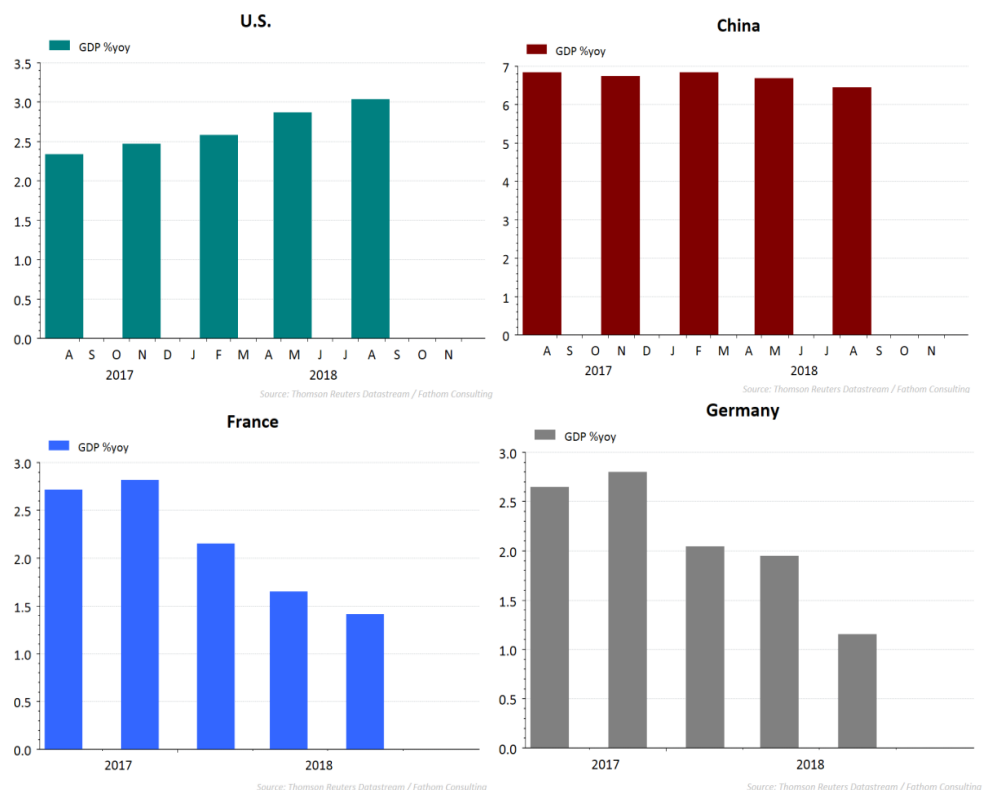
2018 was het jaar van meer divergentie op het vlak van de macro-economische conjunctuur : terwijl de BBP-groei in de V.S. versnelde tot 3% in Q3 dankzij de belastingverlagingen van president Trump , stelde de economische groei in de eurozone en China teleur door de dreiging van een handelsoorlog. De BBP-groei in Duitsland en Frankrijk vertraagde van 2,8% aan het einde van 2017 naar respectievelijk 1,2% en 1,4% (Q3 2018). Ook binnen de eurozone kwam er meer nadruk te liggen op het divergerende verloop van de macro cijfers. Met name Italië dreigt de aansluiting met het peloton van de eurozone te verliezen op het vlak van economische groei en de aanpak van de overheidsschuld.

In 2019 komen we meer dan waarschijnlijk het antwoord te weten op een reeks vragen die het afgelopen jaar de financiële markten bezig hielden:

- Komt er een Brexit en zo ja, hoe zal die er uit zien?
- Trekt de ECB in 2019 een streep door het nulrentebelied?
- Komt Italië tot een compromis met de EC over de schuldaanpak?
- Escaleert de handelsoorlog tussen de V.S. en China?

Voor Belfius Research meer dan genoeg redenen om ook in 2019 onze klanten bij te staan met de nodige macro-economisch duiding en prognoses.

Grafiek 1. BBP-groei (%)



In het recente economisch rapport van de centrale bank werd regelmatig verwezen naar de negatieve impact van de handelsoorlog.

We verwachten dat de Amerikaanse economie aan een gemiddeld tempo van 2,4% zal groeien in 2019.

### V.S.: een zachte landing richting trendgroei

Begin december werd het nieuws dat de V.S. en China hadden afgesproken om tijdens 90 dagen geen extra handelstarieven te heffen positief onthaald op de Amerikaanse financiële markten. Maar de sfeer van opluchting en de aandelenrally op Wall Street waren van korte duur. De arrestatie van Meng Wanzhou, de topvrouw van de Chinese telecomgigant Huawei dreef de spanningen tussen de V.S. en China naar nieuwe hoogtes en wakkerde de vrees voor een escalatie van de handelsoorlog opnieuw aan. De S&P500 index verloor in de eerste handelsweek nog eens 5,6% terwijl de Amerikaanse overheidsobligaties daalden naar de laagste niveaus sinds de zomer geholpen door veilige haven aankopen.

In het vierde kwartaal stevent de economie nog af op een BBP-groei van ongeveer 2,5% maar de focus van de financiële markten ligt al een tijdje op de vooruitzichten voor 2019. In het recentste 'Beige Book', het periodiek economisch rapport van de Amerikaanse centrale bank werd regelmatig verwezen naar de negatieve impact van de handelsoorlog. Vooral fabrikanten en de agrarische sector voelen de impact van de importheffingen. Het potentieel bestaat dat die vertaald worden naar stijgende prijzen en lagere winstmarges. Maar bovenal brengt de dreiging van een handelsoorlog meer ongerustheid die kan wegeen op de investeringsplannen van de bedrijven. In combinatie met het wegebben van de belastingverlagingen die Trump doorvoerde in 2018, verwachten we in 2019 een tragere groei van de investeringen. Door de vertraging van de wereldhandel houden we rekening met een negatieve groeibijdrage van de Amerikaanse nettohandel maar het is moeilijk om in te schatten hoe groot dit effect zal zijn. De consumentenuitgaven kunnen volgend jaar wel blijven groeien aan een tempo van ongeveer 2,5% omdat de werkloosheidsgraad in de V.S. zich op het laagste niveau bevindt sinds 1968.

Na de groeiversnelling richting 3% van 2018, verwachten we dat het BBP in de V.S. gemiddeld aan een tempo van 2,4% zal groeien in 2019, in de buurt van de trendgroei van de Amerikaanse economie.

V.S. %groei	2018	2019	2020
BBP	2,8	2,4	2,5
Consumptie gezinnen	2,6	2,5	2,5
Overheidsconsumptie	3,0	2,5	0,5
Kapitaalinvesteringen	5,0	1,0	2,0
Nettohandel	0,1	-0,8	0,0
Consumenteninflatie	2,4	2,1	2,5

De verwachting is dat de productie van wagens in het vierde kwartaal zal corrigeren en opnieuw zal aantrekken maar de handelsoorlog blijft wel wegen op het Duitse bedrijfsvertrouwen

Momenteel is het economisch optimisme ver te zoeken in de eurozone maar de vrees voor een heuse recessie in 2019 is overdreven.

De afgelopen maanden heerste er een crisissfeer in Europa maar we mogen het potentieel op positieve verrassingen in 2019 niet onderschatten.

### **Eurozone: de vrees voor een recessie in 2019 is overdreven**

In het derde kwartaal van 2018 kromp de Duitse economie 0,2% op kwartaalbasis, door een scherpe vertraging van de industriële productie. De terugval van de vraag was terug te leiden tot de auto-industrie, waar strengere regels inzake de emissie van uitlaatgassen zorgden voor een forse daling van de autoproduktie in Q3. De verwachting is dat de productie van wagens in het vierde kwartaal zal corrigeren en opnieuw zal aantrekken maar de handelsoorlog blijft wel wegen op het Duitse bedrijfsvertrouwen. In november daalde de IFO-index, die peilt naar het vertrouwen van de Duitse ondernemers, voor de vierde maand op rij.

In Frankrijk zijn de hervormingsplannen van president Macron afgezwakt na een toename van de sociale onrust. Na wekenlange protesten van de 'gele hesjes' was de populariteit van Macron gezakt naar 23% (\*) en werd een verhoging van de taksen op brandstof die gepland was voor 1/1/2019 met zes maanden uitgesteld.

Momenteel is het economisch optimisme ver te zoeken in de eurozone maar de vrees voor een heuse recessie in 2019 is overdreven. Na een onhoudbaar sterke groei in de tweede helft van 2017 is de BBP-groei in de eurozone in de loop van 2018 teruggekeerd naar 1,5-1,7%, wat grosso modo de trendgroei is. Tenzij de handelsoorlog tussen de V.S. en China in een stroomversnelling geraakt, zien we onvoldoende redenen om een recessie te voorspellen. In vergelijking met 2018 verwachten we het komende jaar een hogere groei van de consumptiebestedingen door de gezinnen. De werkloosheid is in de meeste landen van de eurozone gedaald naar het laagste niveau in jaren en vormt een solide bodem voor de gezinsconsumptie. Bovendien wordt er een lichte daling van de consumenteninflatie verwacht in 2019 die de koopkracht zal ondersteunen.

De afgelopen maanden heerste er een crisissfeer in Europa maar we mogen het potentieel op positieve verrassingen in 2019 niet onderschatten. De Italiaanse regering heeft recent meer compromisbereidheid getoond in haar budgetruzie met de EC en de kansen op een tweede Brexit referendum met positieve afloop zijn in december duidelijk gestegen.

(\*): <https://www.sudouest.fr/2018/12/04/sondage-emmanuel-macron-au-plus-bas-edouard-philippe-en-forte-baisse-5624737-710.php>

## Prognoses

<b>Eurozone (macro-economische kerndata; jaar-op-jaar groei in %)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
BBP	1,7	1,6	1,7
Gezinsbestedingen	1,3	1,4	1,3
Overheidsinvesteringen	1,0	0,5	0,5
Bedrijfsinvesteringen	2,0	1,5	2,0
Nettohandel	0,0	0,0	0,2
Consumenteninflatie (HICP)	1,8	1,6	1,7
<b>België (macro-economische kerndata; jaar-op-jaar groei in %)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
BBP	1,6	1,4	1,5
Gezinsbestedingen	1,4	1,2	1,2
Overheidsinvesteringen	1,0	-0,5	-0,5
Bedrijfsinvesteringen	2,0	1,5	2,0
Nettohandel	0,4	-0,2	0,5
Consumenteninflatie (HICP)	2,2	1,9	1,9

Het scenario van een tweede referendum is waarschijnlijker geworden en is vanuit het standpunt van de financiële markten te verkiezen boven de andere opties, de 'No Deal' en de 'Harde Brexit'.

Als een nieuw referendum bespreekbaar wordt dan zal het economisch vertrouwen ongetwijfeld herstellen en kan de Britse economische groei opnieuw versnellen richting 2%.

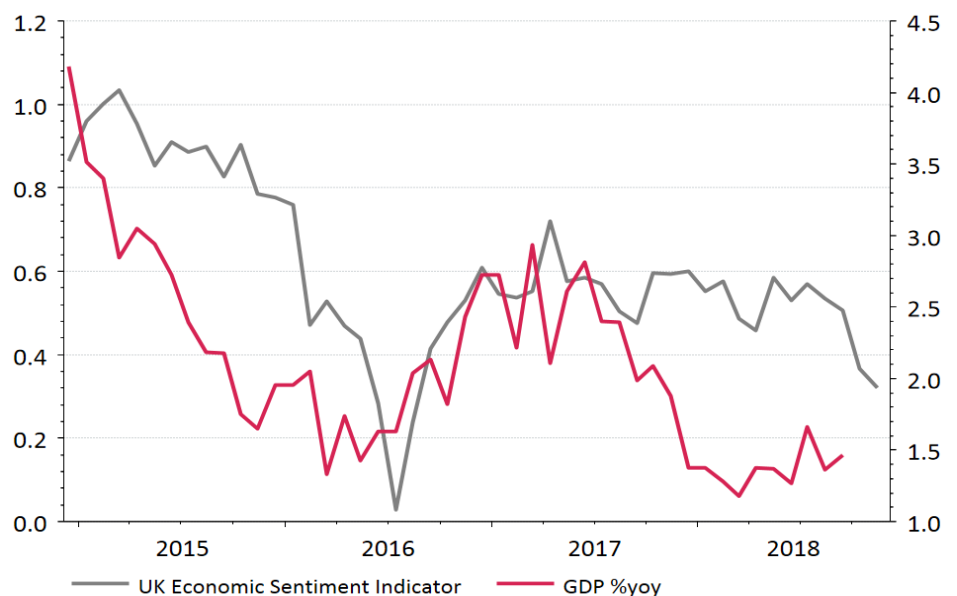
### V.K.: een tweede referendum is geen taboe meer

In het V.K. kregen de voorstanders van een tweede Brexit referendum begin december de wind in de zeilen van een uitspraak van het Europees Hof van Justitie (EHJ). Volgens het EHJ kan het V.K. zich terugtrekken uit de Brexit procedure door het unilateraal herroepen van Artikel 50 en hoeft het daarvoor niet de toestemming te krijgen van de 27 EU landen. Bovendien bleek uit een peiling in de krant The Independent dat het percentage van de Britten dat in de EU wil blijven is gestegen naar 52%.

Het scenario van een tweede referendum is waarschijnlijker geworden en is vanuit het standpunt van de financiële markten te verkiezen boven de andere opties, de 'No Deal' en de 'Harde Brexit'. De BBP-groei in de eerste negen maanden van 2018 bedroeg een magere 1,5% door de Brexit onzekerheid die een domper zet op het economisch sentiment (zie grafiek) en we blijven voorlopig voorzichtig op het vlak van de groeiprognose. Maar als een nieuw referendum weer bespreekbaar wordt dan zal het economisch vertrouwen ongetwijfeld herstellen en kan de Britse economische groei opnieuw versnellen richting 2%.

V.K. %groei	2018	2019	2020
BBP	1,5	1,6	1,9
Consumenteninflatie	2,4	2,2	2,5

Grafiek 2. V.K.: BBP-jaargroei (%), economische vertrouwensindex.



Source: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

Sinds mei van dit jaar verzwakte het optimisme in de Chinese industrie in snel tempo door een spectaculaire val van de exportvooruitzichten.

De Chinese beleidsmakers zullen niet aarzelen om steunmaatregelen te treffen als de vertraging van de groei zich doorzet in 2019.

De afkoeling van de producenteninflatie wijst in de richting van een lagere consumenteninflatie in 2019.

### China: hopen op beterschap in 2019

In november daalde het brede Chinese bedrijfsvertrouwen naar het neutrale niveau van 50, het laagste sinds 2016. Sinds mei van dit jaar verzwakte het optimisme in de Chinese industrie in snel tempo door een spectaculaire val van de exportvooruitzichten die lijden onder de oplopende spanningen met de regering in Washington. Begin december was er een lichte dooi in de handelsoorlog met de V.S. : president Trump en sterke man Xi Jinping kwamen overeen om gedurende 90 dagen (vanaf 1 januari 2019) geen nieuwe importtarieven te heffen en te proberen om een bilaterale handelsovereenkomst op poten te zetten. Toch blijft de vrees bestaan dat de V.S. in de loop van 2019 de importtarieven op een lijst van Chinese producten (ter waarde van \$200 miljard ) zal verhogen van 10% naar 25%.

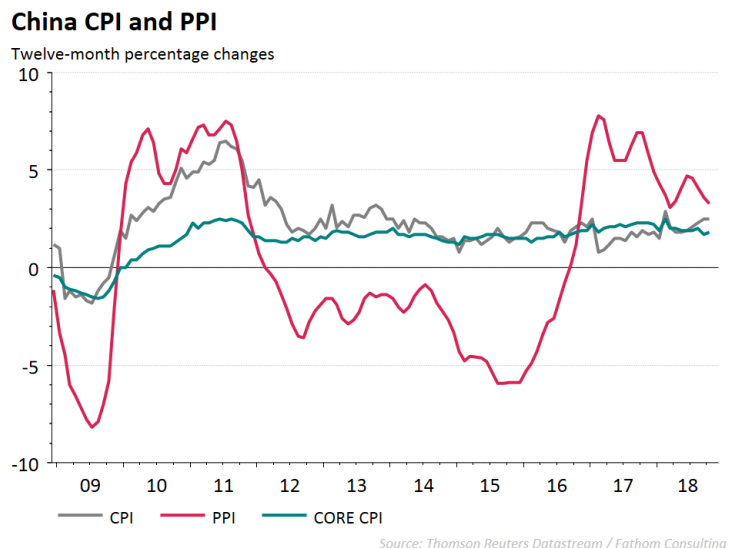
Tot nu toe is de negatieve impact op de Chinese uitvoervolumes beperkt gebleven omdat veel exporteurs naar de V.S. zoveel mogelijk tijdens 2018 hun producten willen leveren vóór een nieuwe ronde van hogere invoertarieven om de hoek komt kijken. Aangezien ook de binnenlandse consumptiegroei is vertraagd en de investeringen in de vastgoedsector zijn afgekoeld wordt er verwacht dat de Chinese beleidsmakers niet zullen aarzelen om steunmaatregelen te treffen als deze trends zich verder ontwikkelen in 2019.

De brede consumenteninflatie is in de loop van 2018 opgelopen tot 2,5% door de hogere olieprijs in de eerste helft van het jaar. Maar de kerninflatie is gedaald van 2,9% in februari tot 1,8% in oktober en bovendien was er een scherpe vertraging van de inflatie op producentenniveau (van 7,8% naar 3,3% in oktober) Hierdoor zal de brede consumenteninflatie in 2019 verder dalen naar een gemiddeld niveau van 2,2%.

Grafiek 3. China: evolutie van het bedrijfssentiment



Grafiek 4. China: inflatieverloop



De Japanse economie kreeg het tijdens het derde kwartaal door extreme weersomstandigheden hard te verduren waardoor het BBP op kwartaalbasis 0,3% kromp in Q3.

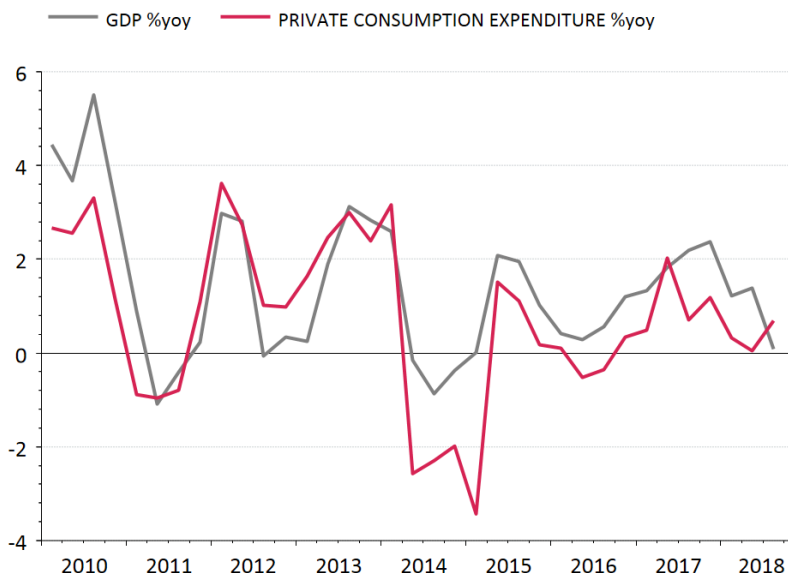
De plannen van de regering Abe om in oktober 2019 een verhoging van de consumptietaks van 8% naar 10% door te voeren kunnen in de loop van volgend jaar de gezinsbestedingen verstoren.

### Japan: groeikrimp in Q3 was van voorbijgaande aard

De Japanse economie kreeg het tijdens het derde kwartaal door extreme weersomstandigheden hard te verduren waardoor het BBP op kwartaalbasis 0,3% kromp in Q3. Een aardbeving in het noorden van het land en hevige stortregens in de regio's rond Tokio en Osaka verstoorden tijdelijk de productieketens en drukten de binnenlandse consumptie en de investeringen. Maar ook de toenemende spanningen op het vlak van de handel wogen op de economische groei: de uitvoer daalde in Q3 met 1,8% t.o.v. Q2 omdat de dreiging van extra heffingen op de uitvoer van auto-onderdelen naar de V.S. tastbaar blijft. Bovendien zal een eventuele handelsoorlog tussen de V.S. en China, de belangrijkste handelspartner, zich ook laten voelen in Japan.

Omdat een belangrijk deel van de terugval van de binnenlandse consumptie en industriële productie tijdens Q3 te wijten was aan uitzonderlijke factoren, verwachten we een positieve correctie tijdens de laatste drie maanden van 2018. De onderliggende vraag op de Japanse arbeidsmarkt blijft heel sterk en vormt een solide basis voor de gezinsconsumptie in 2019. Maar de plannen van de regering Abe om in oktober 2019 een verhoging van de consumptietaks van 8% naar 10% door te voeren kunnen in de loop van volgend jaar een de gezinsbestedingen verstoren. De vorige verhoging van de consumptiebelasting dateert van 2014 en werd gevolgd door een korte recessie van de Japanse economie. Toch wil de regering doorzetten met haar plannen maar zal ze via belastingverminderingen en andere tegemoetkomingen proberen om zoveel mogelijk van de negatieve impact van de hogere consumptietaks te compenseren. We blijven eerder voorzichtig m.b.t. de Japanse BBP groeiprognose in 2019 en 2020 omdat de dreiging van een escalerende handelsoorlog tussen de V.S. en Azië tot nader order een belangrijke risicofactor is voor de Japanse economie.

Grafiek 5. Japan: jaargroei (%) van het BBP en de privé-consumptie.



Source: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting



De inverse rentecurve in de VS is geen voorbode van een recessie maar heeft te maken met een gewijzigde vraag-aanbod dynamiek op de Amerikaanse obligatiemarkten.

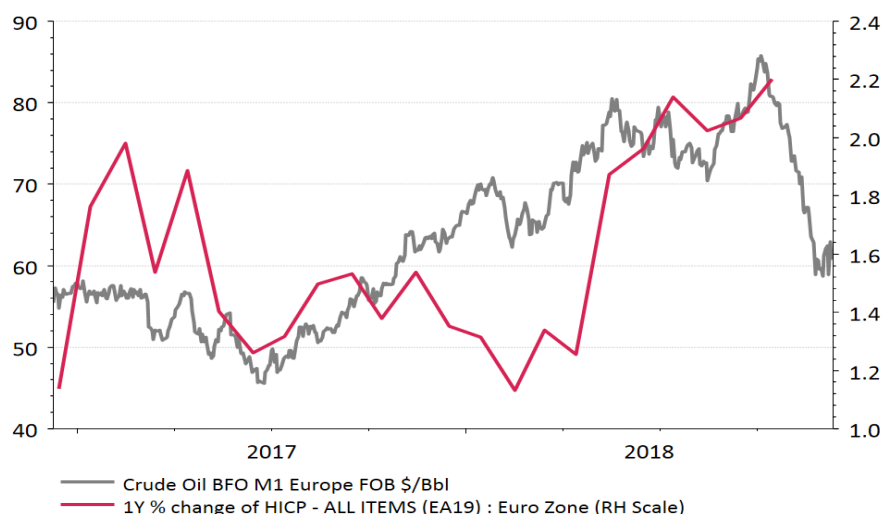
De tegenvallende economische groei, de aanhoudend lage kerninflatie, Brexit en de crisissfeer op het vlak van vrijhandel zijn stuk voor stuk argumenten die pleiten voor een heel voorzichtige afbouw van het soepele monetaire beleid door de ECB.

### Rente: recessievrees in de V.S.

In de eerste helft van december was de vorm van de rentecurve het favoriete gespreksonderwerp op de Amerikaanse obligatiemarkten. Voor het eerst sinds 2008 daalde de rente op overheidsobligaties met een looptijd van vijf jaar, onder het niveau van de twee en drie jaar rente, wat een inversie van de rentecurve wordt genoemd. Omdat in het verleden een inverse rentecurve vaak de voorbode was van een economische recessie, werd door sommigen gevreesd voor een potentiële recessie in de V.S. in de loop van 2019 of 2020. Maar die vrees is voorbarig omdat niet de volledige rentecurve zich heeft omgekeerd. Het renteverskil tussen de 10-jaars en 2-jaars rente is gedaald maar blijft wel positief. Insiders op de obligatiemarkten vermoeden dat de inversie bij de kortere looptijden te maken heeft met een relatieve schaarste van Treasuries met langere looptijden in combinatie met een overaanbod aan obligaties met een looptijd van twee jaar. De Amerikaanse schatkist heeft sinds februari van dit jaar de uitgifte van obligaties met een looptijd van twee jaar verhoogd met \$82 miljard (in vergelijking met 2017), terwijl de uitgifte van staatspapier met een looptijd van 10 jaar met slechts \$22 miljard werd opgevoerd.

In de eurozone begint er stilaan twijfel te rijzen over het tijdstip van de eerste ECB renteverhoging. De tegenvallende economische groei, de aanhoudend lage kerninflatie, het Brexit vraagstuk en de crisissfeer op het vlak van vrijhandel zijn stuk voor stuk argumenten die pleiten voor een heel voorzichtige afbouw van het soepele monetaire beleid door de ECB. In december heeft de ECB haar groeiprognoze voor 2019 met 0,1% naar beneden herzien. Ook een verdere daling van de inflatievooruitzichten voor 2019 behoort tot de mogelijkheden. Als de internationale olieprijs kunnen stabiliseren op de huidige niveaus na de prijsdaling sinds begin november (ongeveer -30%) dan moeten de inflatievooruitzichten voor de EZ in 2019-2020 met ongeveer 0,2% worden verlaagd.

Grafiek 6 . EZ: olieprijs (\$/bbl; linkerschaal) , inflatieverloop.



Source: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

In 2018 werd de USD ondersteund door de renteverhogingen van de centrale bank in Washington en kon de dollar ook profiteren van de tegenvallende groei in de eurozone en China.

Er is potentieel voor een positieve correctie van de euro en het Britse pond t.o.v. de USD als er meer duidelijkheid is over de toekomstige relatie tussen het V.K. en de Europese Unie.

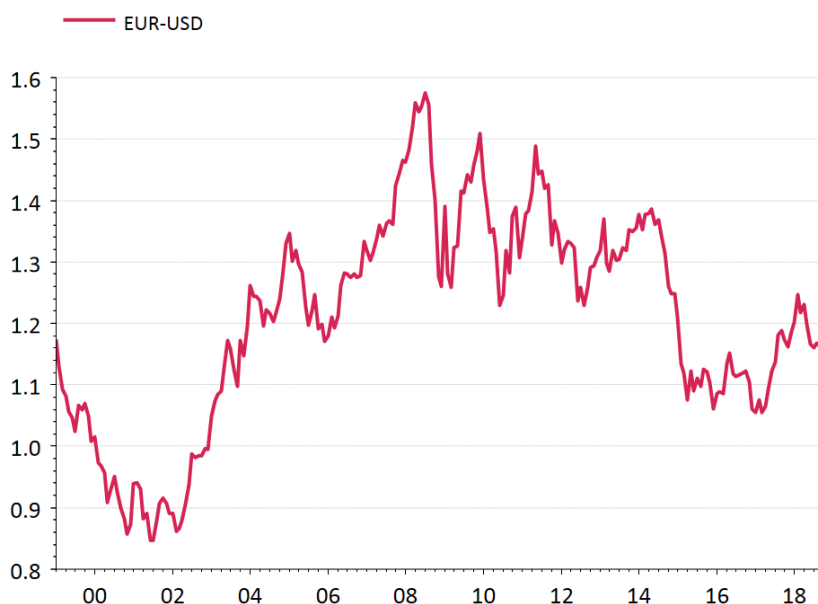
### FX: kan de euro de negatieve trend ombuigen in 2019?

In 2019 bestaat de euro twintig jaar maar van een feeststemming is geen sprake. Het voorbije jaar daalde de euro ongeveer 5,5% in waarde tegenover de Amerikaanse dollar. Bovendien hangt er een crisissfeer boven het project van de gemeenschappelijke munt in de eerste plaats door het Brexit dossier, maar ook door de scherpere politieke tegenstellingen binnen de eurozone inzake migratie en de recente onenigheid over de budgettekorten in Italië en Frankrijk. In 2018 werd de USD ondersteund door de renteverhogingen van de centrale bank in Washington en kon de dollar ook profiteren van de tegenvallende groei in de eurozone en China die risico schuwe investeerders in de richting duwde van de Amerikaanse financiële markten.

De factoren die de koers van de EUR-USD bepaalden in 2018 blijven ook het komende jaar relevant. De speculatie rond de monetaire politiek aan beide kanten van de Atlantische Oceaan blijft in 2019 de belangrijkste 'driver' van de EUR-USD. Zeker tijdens de eerste helft van 2019 speelt deze factor in het voordeel van de USD omdat wordt verwacht dat de Fed verder de rente zal optrekken, terwijl de ECB ten vroegste na de zomer begint met een verhoging van haar beleidsrente.

Naarmate de politieke probleemdossiers in Europa aangepakt worden in de loop van 2019 en de crisissfeer wegebt, zal het pessimisme rond de euro verminderen. Als er in 2019 meer duidelijkheid kan komen over de toekomstige relatie tussen het V.K. en de Europese Unie dan is er zeker potentieel voor een positieve correctie van zowel de euro als het Britse pond tegenover de USD.

Grafiek 7. EUR-USD sinds 1999.



Source: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

## PROGNOSETABELLEN.

*	Vooruitzichten BBP ( % jaar-op-jaar)			CPI vooruitzichten ( % jaar-op-jaar)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
V.S.	2,8	2,4	2,5	2,4	2,1	2,5
Eurozone	1,7	1,6	1,7	1,8	1,6	1,7
België	1,6	1,4	1,5	2,2	1,9	1,9
V.K.	1,5	1,6	1,9	2,4	2,2	2,5
Japan	0,8	1,0	1,2	0,5	1,0	1,0

**	14/12/18	Q1 19	Q2 19	Q3 19	Q4 19
3mnd \$	2,80	2,75	2,95	3,05	3,15
3mnd €	-0,31	-0,30	-0,30	-0,25	-0,20
10j IRS \$	2,90	3,00	3,25	3,35	3,45
10j IRS €	0,81	1,05	1,10	1,15	1,25
EUR-USD	1,13	1,14	1,14	1,165	1,175
USD-JPY	113,4	114	116	115	114
EUR-GBP	0,899	0,90	0,89	0,885	0,88

\*: GDP/CPI vooruitzichten zijn gemiddelden

\*\* : alle vooruitzichten van de financiële markten gelden op het einde van de periode

## Research Disclaimer.

Dit document is van louter informatieve aard, het omvat geen aanbod tot de verkoop of aankoop van financiële instrumenten, het vormt geen beleggingsadvies, noch een bevestiging van enige transactie.

Alle opinies, ramingen en verwachtingen in dit document zijn die van Belfius Bank op de datum van dit document en zijn onderhevig aan wijzigingen zonder voorafgaande kennisgeving. De informatie in dit document komt van diverse bronnen. Belfius Bank legt de grootst mogelijke zorg aan de dag bij het kiezen van zijn informatiebronnen en het doorgeven van de informatie. Fouten of weglatingen in deze bronnen of processen kunnen echter niet van tevoren worden uitgesloten. Belfius kan niet aansprakelijk worden gesteld voor directe of indirecte schade of verlies die voortvloeit uit het gebruik van dit document.

De informatie in dit document is bedoeld om de ontvanger van dienst te zijn. Er moet niet op worden gerekend als zijnde gezaghebbend of mag niet ter vervanging van het eigen oordeel van de ontvanger worden genomen.

De afsluitdatum van deze publicatie is 17 december 2018.