

11 juni 2019

Han de Jong
Chief Economist
Tel.: +31 20 628 4201
han.de.jong@nl.abnamro.com

Historisch bezoek aan Duitsland

- **Ons scenario voor het handelsconflict en de gevolgen daarvan is negatiever geworden**
- **Zwakke Duitse productie- en handelscijfers voor april**
- **Centrale bankiers laten van zich horen**
- **Mijn unieke ervaring in Duitsland**

Ik ben vorige week een paar dagen in Duitsland geweest en heb daar samen met mijn collega's van de Bethman Bank in vijf steden gesproken met en presentaties gegeven voor onze Duitse klanten. Dit soort tournees door Duitsland doe ik al een jaar of tien. In mijn presentatie neem ik altijd een paar multiplechoicevragen op. Ik vraag klanten dan om deze te beantwoorden door hun hand op te steken. Op die manier krijgen we een goed beeld van wat de meerderheid denkt. Een van de vragen die ik deze keer stelde, was hoe men dacht over de inflatie. Een van de mogelijke antwoorden was dat de inflatie sterk toeneemt. Voor de eerste keer in de tien jaar dat ik deze Duitse uitstapjes onderneem, was er niet één klant die dacht dat de inflatie fors aantrekt. Tien jaar geleden, toen de centrale banken een agressieve monetaire koers gingen varen, dacht de meerderheid van onze Duitse klanten dat de inflatie hoog zou oplopen. Deze angst werd verder aangewakkerd toen de ECB in 2015 begon met het opkopen van obligaties. De ervaring van de laatste paar jaar lijkt echter de diepgewortelde inflatieangst in Duitsland de kop te hebben ingedrukt. Het overgrote deel van de mensen die ik deze vraag stelde, had niettemin een sterke voorkeur voor Bundesbankpresident Jens Weidmann als opvolger van Mario Draghi als voorzitter van de ECB.

Verder gaven de inflatiecijfers voor de eurozone aan dat de recente toename van de inflatie, zoals we al hadden verwacht, niet een onderliggende trendmatige beweging in de richting van de doelstelling van de ECB weerspiegelde. De totale inflatie daalde namelijk van 1,7% j-o-j in april naar 1,2% in mei, terwijl de kerninflatie afnam van 1,3% j-o-j naar 0,8%.

Negatiever handelsconflictscenario

Na de Amerikaanse dreigementen aan het adres van Mexico en de schijnbare verharding van de toon in het conflict tussen de VS en China, zijn wij overgestapt op een negatiever scenario. In ons oude basisscenario zou het conflict tussen de VS en China binnen een paar maanden worden opgelost.

Wij hebben alternatieve scenario's met een negatievere uitkomst steeds voor mogelijk gehouden en hieraan een niet-verwaarloosbare kans toegekend. Wij hebben nu de kans op een negatiever scenario verhoogd; hierdoor is het ons

basisscenario geworden. Als gevolg hiervan hebben we onze prognoses voor de economische groei in de meeste regio's verlaagd, hebben we onze ramingen voor de korte en lange rentes naar beneden bijgesteld en gaan we nu uit van diverse verruimingsmaatregelen door centrale banken. [Klik hier](#) voor een overzicht van de gewijzigde ramingen.

Ik denk dat we uiteindelijk moeten bepalen of we wel of niet in een beslissende fase in de strijd om het mondiale economische, politieke en technologische leiderschap zijn beland. Als de leiders van de betrokken landen denken dat we ons in zo'n beslissende fase bevinden, dan zullen ze bereid zijn om economische pijn te accepteren en zijn ze zelfs bereid om hun eigen economie te schaden als dit de tegenpartij nog meer pijn doet. Dat zou de wereldconjunctuur ernstige schade toebrengen. De wereldeconomie zou dan uit elkaar vallen. Zelfs als de huidige controverses 'slechts' één van de waarschijnlijk vele schermutselingen in de strijd om de wereldhegemonie is, dan nog is er een grote kans dat er een, in ieder geval voorlopige, oplossing wordt gevonden. Ik denk nog steeds dat Trump deze keer een akkoord sluit. Hij kan zich in de aanloop naar de verkiezingen van volgend jaar geen heel zwakke economie veroorloven. Ook vindt hij het niet leuk als de aandelenmarkten dalen en zou een verdere escalatie van het conflict daar veel kwaad kunnen doen. Maar Trump hoeft geen haast te maken. Er is nog tijd en het is onwaarschijnlijk dat hij al op korte termijn tot een compromis bereid is.

Als we aannemen dat zijn mogelijke herverkiezing van grote invloed zal zijn op het gedrag van Trump, dan moeten we ons afvragen wat er kan gebeuren tijdens zijn volgende termijn (mocht hij opnieuw worden gekozen), wanneer hij zich geen zorgen hoeft te maken over zijn politieke toekomst....

ISM en ISM nieuwe orders VS



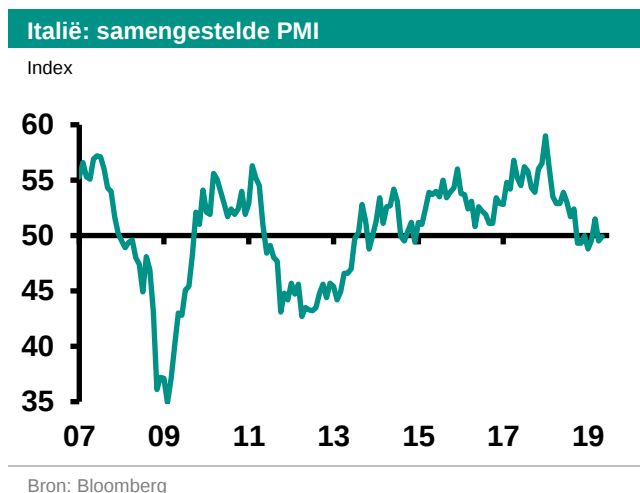
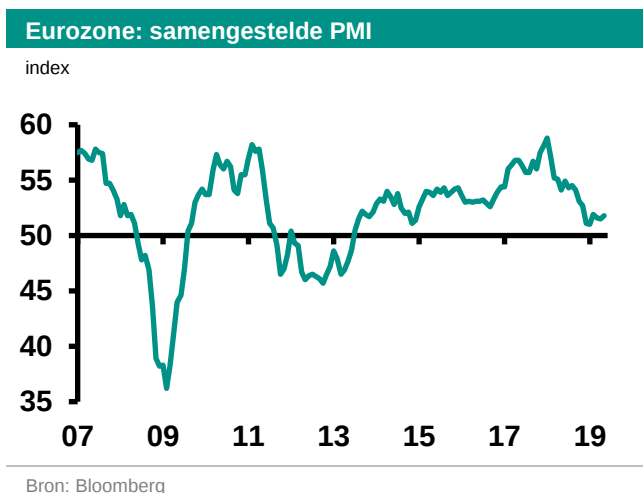
Bron: Bloomberg

Zwakke economieën, maar geen recessie

De mondiale indicatoren voor het ondernemersvertrouwen blijven zwak. De gezaghebbende Amerikaanse ISM-index voor de verwerkende industrie daalde van 52,8 in april naar 52,1 in mei. Dit is het laagste cijfer sinds 2016, maar de

grafiek die teruggaat tot 2007, geeft aan dat de index zich nog steeds op een heel redelijk niveau bevindt en dat een recessie nog vrij ver verwijderd is. De belangrijke deelindex voor nieuwe orders verbeterde in mei zelfs licht.

Een vergelijkbare boodschap komt naar voren uit de samengestelde PMI voor de eurozone. De index voor het ondernemersvertrouwen in de verwerkende industrie en de dienstensector gaf in mei een lichte verbetering te zien: naar 51,8 tegenover 51,6 in april. Belangrijker is echter dat de index, na een daling ten opzichte van het zeer hoge niveau van begin 2018, sinds het begin van dit jaar opmerkelijk stabiel is gebleven. De index ligt op een veel hoger niveau dan met een recessie overeenkomt. Hetzelfde geldt voor de Italiaanse samengestelde PMI, zij het dat sinds oktober vorig jaar is gestabiliseerd.

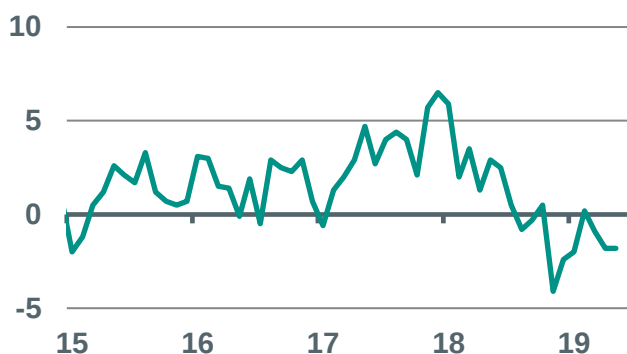


Zwakke Duitse cijfers

De Duitse fabrieksorders stegen in april met 0,3% m-o-m, iets sterker dan verwacht, terwijl de cijfers voor maart zijn bijgesteld van +0,6% naar +0,8%. Dit is positief, maar het optimisme werd al snel de kop ingedrukt door de cijfers voor de industriële productie voor april (-1,9% m-o-m, na +0,5% in maart). De daling op jaarbasis versnelde naar -1,8%. Hoewel de Duitse producenten positief zijn over hun orderportefeuilles, zijn dit geen heel goede cijfers. Het negatieve beeld werd bevestigd door de handelscijfers, die een exportdaling van maar liefst 3,7% lieten zien. Nu is het wel zo dat deze cijferreeks volatiel is en het cijfer voor april misschien zo laag was doordat Pasen dit jaar laat viel, maar toch...

Duitsland: industriële productie

% j-o-j



Bron: Bloomberg

Centrale banken laten van zich horen

In de afgelopen dagen hebben diverse centrale bankiers vergelijkbare uitspraken gedaan. Na de hernieuwde escalatie van het handelsconflict en mogelijk ook naar aanleiding van de nogal zwakke economische en vertrouwenscijfers en de slechte performance van de aandelenmarkt in mei, lieten Fed-functionarissen doorschemeren dat de rente mogelijk wordt verlaagd. Wij denken dat een renteverlaging in de VS in de komende paar maanden inderdaad nu het meest waarschijnlijke scenario is.

De ECB volgde. Tijdens zijn persconferentie lichtte de heer Draghi toe waarom de ECB heeft besloten om aan te geven dat een renteverhoging niet tot eind 2019, maar tot medio 2020 uitblijft. Opmerkelijker was echter dat hij tegen journalisten zei dat in de Raad van Bestuur was gesproken over mogelijke verruimingsmaatregelen. Wij denken daarom dat de ECB later dit jaar waarschijnlijk opnieuw obligaties gaat inkopen in reactie op de zwakke groei en aanhoudend lage inflatie, bij dalende inflatieverwachtingen.

Tot slot verklaarde de gouverneur van de Chinese centrale bank, Yi Gang, dat de Chinese centrale bank (PBoC) en de Chinese overheid beschikken over een heel arsenaal van beleidsopties, mocht het nodig zijn om de economie opnieuw te stimuleren. Ik denk dat dat juist is.

Over het geheel genomen is de wereldwijde economische groei zwak en is een hernieuwde escalatie van het handelsconflict slecht nieuws voor de vooruitzichten op korte termijn. Het is dan logisch dat mensen negatiever geworden. Maar ik zie geen reden om overdreven negatief te worden. Een recessie lijkt in de komende paar kwartalen niet waarschijnlijk. En recessies vormen het echte gevaar.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren

BBP-groei (%)	2017	2018	2019e	2020e	3M interbank rente	30-5-2019	6-6-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2,2	2,9	2,2	1,5	Verenigde Staten	2,52	2,45	2,20	1,90	1,80
Eurozone	2,5	1,9	0,7	0,9	Eurozone	-0,32	-0,32	-0,33	-0,33	-0,33
Japan	1,9	0,8	0,7	0,3	Japan	0,07	0,07	-0,10	-0,10	-0,10
Verenigd Koninkrijk	1,8	1,4	1,2	1,2	Verenigd Koninkrijk	0,80	0,79	0,80	0,80	0,80
China	6,9	6,6	6,2	5,8						
Nederland	3,0	2,6	1,3	1,1						
Wereld	3,7	3,6	3,2	3,3						
Inflatie (%)	2017	2018	2019e	2020e	10j-rente	30-5-2019	6-6-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2,1	2,4	1,6	2,0	VS Treasury	2,23	2,12	1,95	1,90	2,00
Eurozone	1,5	1,7	1,1	1,0	Duitse Bund	-0,17	-0,23	-0,30	-0,35	-0,20
Japan	0,5	0,9	1,1	1,6	Euro swap rente	0,37	0,28	0,70	0,80	1,10
Verenigd Koninkrijk	2,7	2,5	1,4	1,8	Japans overheidspapier	-0,08	-0,12	-0,10	-0,10	0,00
China	1,6	2,1	2,5	2,5	VK gilts	0,90	0,83	0,80	0,80	1,00
Nederland	1,3	1,6	2,3	1,5						
Wereld	3,0	3,5	3,7	3,2						
Beleidsrente	6-6-2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	30-5-2019	6-6-2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2,50	2,25	2,00	1,75	EUR/USD	1,11	1,13	1,12	1,12	1,20
European Central Bank	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	USD/JPY	109,6	108,4	104	100	95
Bank of Japan	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	GBP/USD	1,26	1,27	1,24	1,24	1,40
Bank of England	0,75	0,75	0,75	0,75	EUR/GBP	0,88	0,89	0,90	0,90	0,86
People's Bank of China	4,35	4,10	4,10	3,85	USD/CNY	6,90	6,91	6,90	6,90	6,70

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 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