

7 januari 2019

Han de Jong
Chief Economist
Tel.: 020 628 42 4201
han.de.jong@nl.abnamro.com

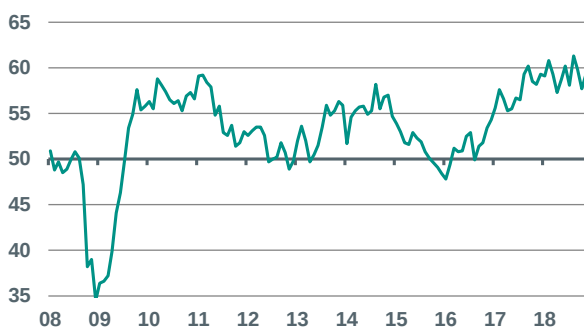
Momentum zwakt verder af, maar recessie is te vermijden

- Ondernemersvertrouwen VS vertoont grootste daling in tien jaar ...
- ... ook wereldwijd daalt het, op enkele opvallende uitzonderingen na
- Markten geven sterk signaal af aan beleidsmakers
- Inflatie daalt flink door lagere olieprijs

Begin vorig jaar was het ondernemersvertrouwen vrijwel overal uitzonderlijk hoog, maar in de loop van het jaar nam het vertrouwen af, behalve in de VS. De hervorming van het belastingstelsel en de belastingverlagingen gaven de Amerikaanse economie een impuls. Dit vertaalde zich in een groeiversnelling en een onverminderd hoog ondernemersvertrouwen. Hieraan lijkt nu een einde te komen. De ISM-index voor het Amerikaanse ondernemersvertrouwen maakte in december een duikeling van 59,3 naar 54,1. Dit niveau wijst nog steeds op een behoorlijke groei, maar de daling was wel de grootste in één maand tijd sinds 2008 (hoewel de index nu van een veel hoger niveau kwam dan in 2008). Eerder gepubliceerde regionale indices gaven al een waarschuwing. De meeste regionale indices waren in december flink gedaald, maar in een aantal gevallen suggereerde het begeleidende commentaar dat de dalingen, als gevolg van methodologische verschillen, zich niet zouden vertalen naar de ISM. Die aanname bleek dus niet juist. Overigens duiden veel indicatoren nog steeds erop dat de Amerikaanse economie krachtig groeit.

VS: ISM-index

Index, 50 is neutraal



Bron: Bloomberg

Wat veroorzaakte de sterke daling van de ISM-index?

Het is onduidelijk of de sterke daling van de ISM-index een daadwerkelijke verslechtering van het bedrijfsklimaat weerspiegelt of wordt veroorzaakt door het afgenomen vertrouwen als gevolg van het aanhoudende handelsconflict met China en de gedeeltelijke sluiting van

overheidsloketten. Als het laatste het geval is, kan het vertrouwen verbeteren wanneer de beleidsmakers een oplossing voor deze kwesties vinden. Een goede Amerikaanse vriend vertelde mij afgelopen zomer dat president Trump maar twee cijfers volgt: zijn populariteit en de S&P500. Zijn populariteit is vrij stabiel gebleven (zeer groot bij Republikeinen, gering bij onafhankelijke stemmers en heel gering bij Democraten). De aandelenmarkt is echter hard onderuitgegaan. De president riep in de loop van 2018 dat de stijging van de aandelenkoersen aan hem te danken was. Het is de vraag of hij gaat erkennen dat de koersdalingen van de afgelopen maanden, misschien in ieder geval voor een deel, te wijten zijn aan de handelsoorlog en de meer recente sluiting van overheidsloketten. In het verleden duurden deze *shutdowns* nooit lang omdat geen van beide politieke partijen daar de schuld van wilde krijgen. In plaats van te proberen de achterliggende problemen op te lossen, lijkt Trump veel energie te steken in het afschuiven van de schuld op de Democraten. Op het moment van schrijven zijn de meningsverschillen nog steeds niet uit de wereld. Van een afstand lijkt dit een dwaze ruzie tussen koppige en onvolwassen mensen. Trump wil USD 5 miljard voor zijn grensmuur met Mexico. De Democraten weigeren dit geld beschikbaar te stellen. De muur heeft grote symbolische waarde, want USD 5 miljard is op de totale begroting veeleer een peulenschil.

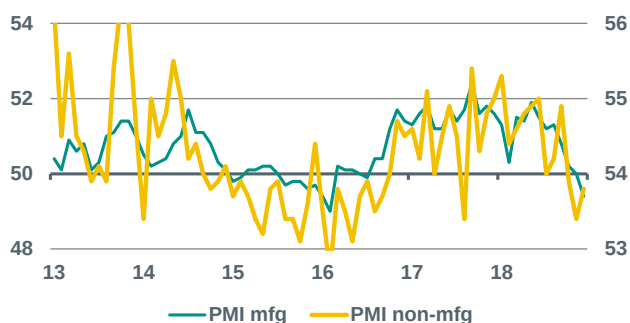
De zwakte van de aandelenmarkten kan de regering-Trump ook onder druk zetten om een akkoord met China te sluiten. De gesprekken tussen beide partijen lijken nu meer urgentie te krijgen. De Chinezen zullen zich er sterk van bewust zijn dat de aandelenmarkt Trump onder druk zet om het conflict te beëindigen. Economische indicatoren en ook anekdotisch gegevens wijzen steeds meer erop dat het handelsconflict schadelijk voor de Amerikaanse economie is. Hierdoor neemt de binnenlandse druk toe om het conflict op te lossen.

Verwerkende industrie in China verzwakt verder; beleidsmakers reageren

Het ondernemersvertrouwen in de Chinese verwerkende industrie, zoals weergegeven door de verschillende inkoopmanagersindices (PMI's), nam in december ook af. Zowel de landelijke als de Caixin-indices daalden tot onder 50, wat wijst op een krimpende productie. Ik weet niet hoe nauwkeurig deze indicatoren zijn, maar de Chinese economie vertraagt duidelijk en waarschijnlijk sterker dan de autoriteiten aanvaardbaar vinden.

China: PMI verwerkende en niet-verwerkende industrie

Index, 50 is neutraal



Bron: Bloomberg

De autoriteiten hebben het dan ook nog steeds over nieuwe maatregelen om de bedrijvigheid aan te zwengelen. De reservevereiste voor banken is vorige week met nog



ABN-AMRO

[Insights.abnamro.nl](https://insights.abnamro.nl)

eens 1 procentpunt verlaagd in een poging de bancaire kredietverlening te stimuleren. Het is afwachten wanneer dit effect begint te sorteren, maar zoals ik al vaker heb gezegd, leert de ervaring dat de Chinese beleidsmakers met nieuwe maatregelen blijven komen tot ze hun doel hebben bereikt. Interessant is dat de PMI's voor de dienstensector in december verbeterden. Omdat China de fabriek voor de wereld is, zijn deze PMI's echter minder relevant voor de beoordeling van de mondiale conjunctuurencyclus.

In de regel heb ik het niet over individuele ondernemingen, maar ik moet nu wel een uitzondering maken voor Apple. Niet vanwege de recente omzetwaarschuwing, maar wel vanwege wat het zegt over de economie. Apple wijt de tegenvallende omzet aan de verkopen in China. Dat kan verschillende dingen betekenen. Een teleurstellende afzet van Apple-producten in China kan wijzen op een vertraging van de Chinese economie. Maar het kan ook betekenen dat Apple marktaandeel verliest, hetzij omdat de prijzen niet concurrerend zijn of omdat Chinese consumenten er als gevolg van de handelsoorlog minder voor voelen om Amerikaanse producten te kopen.

Uitzonderingen op de regel

Hoewel het mondiale ondernemersvertrouwen in december verder is afgezwakt, is het vertrouwen in verschillende landen juist verbeterd. In Japan, bijvoorbeeld, is de PMI iets gestegen: van 52,4 naar 52,6. Dit kan betekenen dat de economie de negatieve gevolgen van de natuurrampen van een aantal maanden geleden te boven begint te komen. Ook in de verwerkende industrie in het Verenigd Koninkrijk (VK) en Nederland verbeterde het ondernemersvertrouwen. Dit kan verband houden met de brexit, doordat importeurs anticiperen op het vertrek van het VK uit de EU. Het ondernemersvertrouwen verbeterde echter ook in, bijvoorbeeld, Hongkong, Indonesië en Korea.

Recessie kan worden vermeden; signalen vanuit economie en markten zijn duidelijk

Zijn de belangrijkste economieën op weg naar een recessie? Ik ben nog steeds geneigd om nee te antwoorden. De afzwakkende groei en het afnemende vertrouwen lijken het gevolg te zijn van een samenstel van factoren, waarvan de meeste kunnen worden weggenomen of omgekeerd. De vertraging in China kan door de beleidsmakers worden omgekeerd. De onzekerheid over het handelsconflict en de *shutdown* in de VS kan door politici worden weggenomen. En voor zover de vertraging van de economie het gevolg is van eerdere verkrapping van het Amerikaanse monetaire beleid, kan de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve) simpelweg de renteverhogingen tijdelijk of zelfs definitief stopzetten.

De belangrijkste signalen die de markten en economische indicatoren afgeven aan beleidsmakers, zijn: houd op met die onzinnige handelsoorlog, maak een eind aan de *shutdown* van de Amerikaanse overheid en houd – in ieder geval tijdelijk – op met de verkrapping van het Amerikaanse monetaire beleid. Is dat echt teveel gevraagd?

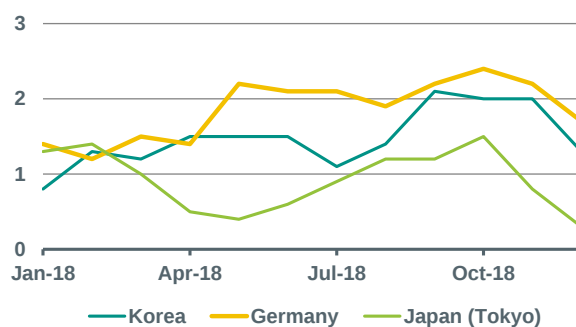
Inflatie zakt in

Er is één ontwikkeling die op dit moment niet veel aandacht krijgt, maar toch relevant is. De daling van de olieprijs in de afgelopen maanden oefent enorme neerwaartse druk uit op de totale inflatie. Dit is duidelijk een wereldwijd verschijnsel. De totale inflatie is bijvoorbeeld in Duitsland gedaald van 2,2% j-o-j in november naar 1,7% in december. Dit is belangrijk, ook als dit niet direct tot uiting komt in de kerninflatie. De sterke daling van de

totale inflatie is positief voor de reële koopkracht van huishoudens en biedt centrale banken ook ruimte om meer tijd uit te trekken voor de 'normalisering' van hun beleid. Dit is uiteraard vooral relevant voor de VS, waar de Fed probeert te bepalen hoe lang zij de rente moet blijven verhogen.

Totale inflatie

% j-o-j



Bron: Bloomberg

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren

BBP-groei (%)	2017	2018e	2019e	2020e	3M interbank rente	27/12/2018	03/01/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.2	3.0	2.7	1.7	Verenigde Staten	2.80	2.79	2.90	2.80	2.70
Eurozone	2.5	1.9	1.4	1.3	Eurozone	-0.31	-0.31	-0.33	-0.33	-0.05
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	1.7	1.9	Verenigd Koninkrijk	0.90	0.91	0.80	1.20	1.45
China	6.9	6.7	6.3	6.0						
Nederland	3.0	2.6	2.0	1.7						
Wereld	3.8	3.7	3.5	3.3						
Inflatie (%)	2017	2018e	2019e	2020e	10j-rente	27/12/2018	03/01/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.1	2.4	1.6	2.0	VS Treasury	2.74	2.55	3.10	2.70	2.60
Eurozone	1.5	1.8	1.2	1.5	Duitse Bund	0.23	0.15	0.30	0.50	0.80
Japan	0.5	1.0	1.1	1.6	Euro swap rente	0.83	0.76	1.10	1.25	
Verenigd Koninkrijk	2.7	2.4	1.4	1.8	Japans overheidspapier	0.02	0.00	0.00	0.30	0.50
China	1.6	2.2	2.5	2.5	VK gilts	1.31	1.20	1.50	1.80	2.10
Nederland	1.3	1.6	2.7	1.8						
Wereld	3.0	3.6	3.9	3.3						
Beleidsrente	03/01/2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	27/12/2018	03/01/2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2.50	2.75	2.75	2.75	EUR/USD	1.14	1.14	1.17	1.25	1.30
European Central Bank	-0.40	-0.40	-0.40	-0.20	USD/JPY	111.0	107.7	111	105	100
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.26	1.26	1.36	1.45	1.50
Bank of England	0.75	0.75	1.00	1.25	EUR/GBP	0.90	0.90	0.86	0.86	0.87
People's Bank of China	4.35	4.35	4.35	4.35	USD/CNY	6.87	6.87	6.85	6.70	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 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