

Macro Weekly

Economisch Bureau

29 juli 2019

Han de Jong

Chief Economist

Tel: 020 628 4201

han.de.jong@nl.abnamro.com

“Slechter en slechter”

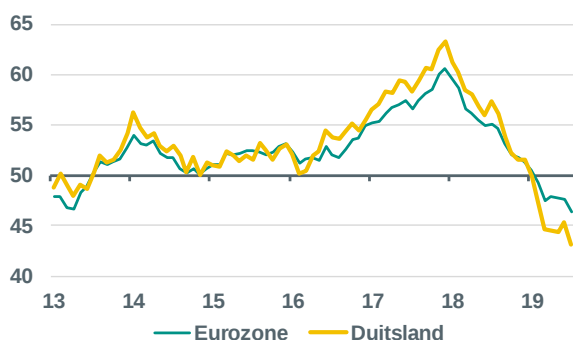
- **Vertrouwen daalt in verwerkende industrie bijna overal verder**
- **Eurozone stevent af op stagnatie (of misschien nog wel erger?)**
- **ECB maakt weg vrij voor nieuwe stimulering in september**

De voorlopige indicatoren van het ondernemersvertrouwen in juli, zoals gemeten naar de inkoopmanagersindices (PMI's), stelden teleur in een groot aantal landen, en bovendien met een royale marge. Dit is slecht nieuws. De cijfers voor de eurozone, en vooral die voor Duitsland, waren het zwakst. De PMI voor de Duitse verwerkende industrie daalde in juli sterk van een reeds lage 45,0 naar 43,1 en is in de recessiezone beland. De dienstensector houdt op dit moment de economie draaiende, in ieder geval tot op bepaalde hoogte. De PMI voor de Duitse dienstensector liep slechts licht terug, van 55,8 in juni naar 55,4 in juli. De PMI voor de verwerkende industrie voor de hele eurozone liep terug van 47,6 in juni naar 46,4 in juli, met zwaargewicht Duitsland als de grootste maar niet de enige boosdoener. De PMI voor de Franse verwerkende industrie was namelijk in juli ook fors lager, maar lag nog wel op een hoger niveau: 50,0 in juli tegen 51,9 in juni.

De gezaghebbende Duitse Ifo-index die het ondernemersvertrouwen in alle sectoren weergeeft, ging ook hard omlaag, namelijk van 97,5 in juni naar 95,7 in juli.

Markit PMI voor verwerkende industrie

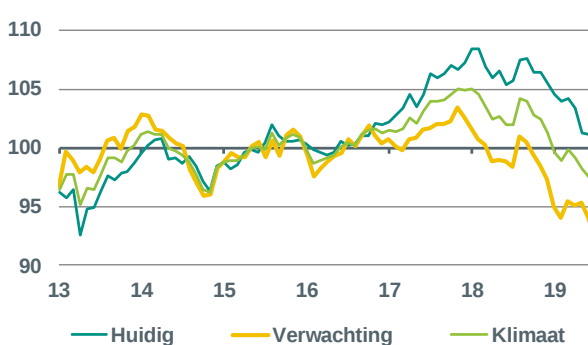
Index, 50 = neutraal



Bron: Thomurcen Reuters Datastream

Duitsland: Ifo-index

Index



Bron: Bloomberg

Deze cijfers duiden erop dat de verwerkende industrie in zwaar weer verkeert, vooral in Duitsland. Dit is op zich niet nieuw, maar dat de zwakte verder toeneemt is wel enigszins verrassend en vormt uiteraard een bron van zorg. Mij is niet echt duidelijk welke factoren aan deze zwakte ten grondslag liggen. De huidige situatie is het gevolg van een samenspel van factoren. De handelsoorlog en de daarmee gepaard gaande onzekerheid

drukt wereldwijd de bedrijfsinvesteringen. Dit raakt Duitsland, de grootste economie van de eurozone, bijzonder hard: Duitsland behoort namelijk tot de belangrijkste producenten en exporteurs van machines. Daarnaast hebben in Duitsland zelf bepaalde sectoren (auto-industrie) en bedrijfsspecifieke factoren (chemie) een negatief effect. Mogelijk speelt ook de brexit een rol. Omdat het Verenigd Koninkrijk in eerste instantie aanstuurde op een vertrek uit de Europese Unie in maart van dit jaar, bouwden Britse bedrijven eind vorig jaar en begin dit jaar aanzienlijke voorraden op. Zo wilden ze anticiperen op de logistieke chaos die wellicht na de brexit zou ontstaan. Dit kan de economische bedrijvigheid in de rest van de EU eerder dit jaar een impuls hebben gegeven. Mogelijk dat dit effect nu ongedaan wordt gemaakt.

In de persconferentie na afloop van de beleidsvergadering van 25 juli zei president Mario Draghi van de Europese Centrale Bank (ECB) dat de economische vooruitzichten "slechter en slechter" werden. Dit is duidelijke taal. Op de vraag van een van de aanwezige journalisten of de eurozone op een recessie afstevent, antwoordde hij "nee". Hij gaf hiervoor drie redenen aan. Ten eerste bevindt de consument zich in een redelijk goede positie: de werkgelegenheid groeit nog steeds en de loonstijging versnelt. Ten tweede is het momentum in de dienstensector veel sterker dan in de verwerkende industrie. En ten derde neemt dankzij de lage rente en het woningtekort in veel landen de bedrijvigheid in de bouw toe. Ik ben het op deze punten met Draghi eens, maar denk wel dat de eerste twee punten (arbeidsmarkt en dienstensector) meer een verklaring vormen waarom de eurozone waarschijnlijk niet op de korte termijn in een recessie belandt. Om een recessie te voorkomen, is echter meer nodig. De arbeidsmarkt is een achterlopende indicator en de dienstensector zal waarschijnlijk aan kracht inboeten als de verwerkende industrie verder afzwakt. We verwachten dat de economie van de eurozone in het tweede halfjaar nauwelijks groeit. Een kleine krimp sluiten we zelfs niet uit: de kans hierop is net zo groot als de kans dat de economische groei net in de plus blijft. Mocht de economie twee kwartalen achtereen krimpen, dan zitten we technisch gesproken in een recessie. Dit zou overigens de financiële markten niet bijzonder verontrusten. Deze gaan zich vermoedelijk pas meer zorgen maken als de economische bedrijvigheid sterk inzakt en de werkloosheid fors toeneemt. Dat is echter niet het scenario dat we voorzien.

Stimulering door ECB komt er aan

Zoals mijn collega's Nick Kounis en Aline Schuiling al na de ECB-persconferentie schreven, heeft de ECB duidelijk aangekondigd dat zij na de vergadering in september met [nieuwe stimuleringsmaatregelen](#) komt. Met de passage in het persbericht dat "de basisrentetarieven ten minste de gehele eerste helft van 2020 op hun huidige niveau of lager blijven" heeft de ECB de deur opengezet voor verdere renteverlagingen. Draghi liet ook over een nieuw activa-aankoopprogramma geen misverstand bestaan. De bijzonderheden van dit programma worden op dit moment uitgewerkt.

Er wordt in brede kring gediscussieerd over de noodzaak en de effectiviteit van deze maatregelen. Draghi zei tijdens de persconferentie meerdere keren dat de ECB helemaal niet gelukkig is met het huidige inflatieniveau. De ECB verwacht dat de inflatie op de middellange termijn op 1,6% uitkomt. Volgens Draghi vindt de ECB dit te laag. De laatste tijd heeft de ECB de marktgebaseerde inflatieverwachtingen gebagatelliseerd, maar Draghi heeft er nu op gewezen dat een peiling onder professionele analisten inmiddels ook een daling van de inflatieverwachtingen laat zien. Hij benadrukte ook dat het monetair

beleid alleen geen wonderen kan verrichten en dat er ook voor het begrotingsbeleid een belangrijke rol is weggelegd om te voorkomen dat de economie te sterk verzwakt. Hiermee spoorde hij de Duitse regering duidelijk aan tot begrotingsstimulansen. Draghi maakte in dit verband nog een interessante opmerking: budgettaire maatregelen kunnen helpen om de negatieve neveneffecten van het huidige agressieve monetaire beleid te verminderen, terwijl de resultaten dan sneller zichtbaar worden.

Gedurende de persconferentie vroeg een sceptische (Amerikaanse) journalist waarom verdere renteverlagingen en activa-aankopen nu wel zouden werken. Eerdere acties sorteerden immers geen effect. Draghi reageerde, met nauwelijks verholten irritatie, dat eerdere maatregelen duidelijk wel effect sorteerden.

Nederlandse consument is optimistischer

Ondanks de malaise in de verwerkende industrie in de eurozone stabiliseren of verbeteren sommige conjunctuurindicatoren, zoals het consumentenvertrouwen in Nederland. In de laatste maanden van vorig jaar en de eerste drie maanden van dit jaar was dit sterk gedaald. Na het laagtepunt in maart is het vertrouwen van de Nederlandse consument nu vier maanden op rij toegenomen. Wanneer de zwakte in de verwerkende industrie naar andere sectoren overslaat en de arbeidsmarkt raakt, zal het consumentenvertrouwen waarschijnlijk afnemen. Op dit moment lijkt het echter de constatering van Draghi dat de consument in goede doen is en een sterke terugval van de totale economie kan voorkomen, te ondersteunen. Zoals ik hierboven al heb gezegd, ben ik het met Draghi eens, in ieder geval voor de komende paar kwartalen.

Nederland: consumentenvertrouwen



Bron: Bloomberg

VS: zelfde beeld, maar wel op hoger niveau

Het groeimomentum is in de VS duidelijk sterker dan in de eurozone. Dat neemt niet weg dat ook in de VS de verwerkende industrie moeilijke tijden doormaakt. De voorlopige PMI voor de verwerkende industrie in de VS is teruggelopen van 50,6 in juni naar 50,0 in juli. De PMI voor de dienstensector is echter verbeterd van 51,5 naar 52,2.

VS: Markit PMI voor verwerkende industrie

Index, 50 = neutraal



Bron: Thomson Reuters Datastream

De orders voor duurzame goederen waren in juni goed, maar het cijfer voor mei is wel naar beneden bijgesteld. In juni stegen de totale orders voor duurzame goederen met 2,0% m-o-m, na een daling van 2,3% in mei. Relevanter voor de bedrijfsinvesteringen is echter dat de orders exclusief defensie en luchtvaart in juni 1,9% m-o-m hoger waren, na een stijging van 0,3% in mei. De toename van leveringen van duurzame goederen exclusief defensie en luchtvaart versnelde van 0,5% m-o-m in mei naar 0,6% in juni. Op jaarbasis is de groei echter verder vertraagd tot nu tussen 1% en 2%. Deze vertraging duidt erop dat ondernemingen voorzichtig zijn, maar afgaande op de cijfers voor de laatste paar maanden lijkt een krimp niet waarschijnlijk.

Dat de VS zich economisch veel beter dan de eurozone staande kan houden, kan aan meerdere factoren worden toegeschreven. Zo profiteert de Amerikaanse economie nog steeds van de vorig jaar doorgevoerde belastingverlagingen. Het effect hiervan zal echter binnenkort vervagen. Belangrijker is dat de Amerikaanse economie aanzienlijk minder open van karakter is dan de economie van de eurozone. Hierdoor is de VS minder gevoelig voor de zwakke groei van de wereldhandel.

Cijfers in Azië tonen nog steeds een wisselend beeld

Volgens recent gepubliceerde cijfers zijn in China de detailhandelsverkoop en de industriële productie in juni verbeterd. Mogelijk is dit te danken aan de maatregelen die de beleidsmakers hebben genomen om de economie te stimuleren. Het zou heel gunstig voor de wereldeconomie zijn als aan de groeivertraging in China een einde is gekomen en de groei weer aantrekt. Uit andere landen in de regio komen echter wisselende cijfers. Zo is de PMI voor de verwerkende industrie in Japan licht gestegen van 49,3 in juni naar 49,6 in juli. De uitvoer van Zuid-Korea laat echter nog steeds een somber beeld zien. Het Zuid-Koreaanse bureau voor de statistiek publiceert uitvoercijfers voor de eerste 20 dagen van elke maand. Dit cijfer was in juli met -13,6% j-o-j nog slechter dan de -10,0% j-o-j in juni, maar bleef hiermee wel binnen de recente bandbreedte.

Japan: PMI voor verwerkende industrie

Index, 50 = neutraal



Bron: Thomson Reuters Datastream

De Taiwanese cijfers voor de uitvoerorders in juni bieden een interessant inzicht hoe de wereldhandel zich ontwikkelt. De totale uitvoerorders daalden met 4,5% j-o-j, een geringe verbetering ten opzichte van de -5,8% in mei. De uitvoerorders die uit China (inclusief Hongkong) werden ontvangen, waren een forse 14,6% j-o-j lager. Dit was iets slechter dan in de voorgaande maanden. De exportorders uit Europa daalden met 5,3% j-o-j. Alleen de exportorders uit de VS zaten in de plus (+6,8%) en vertoonden nog steeds een stijgende lijn. De VS is de belangrijkste exportmarkt voor Taiwan, met China als een goede tweede. De grootste Taiwanese exportsector is elektronica. De stijging van de exportorders in deze sector was met 4,3% j-o-j sterker dan in de voorgaande maanden. In informatie- en communicatietechnologie, de op een na grootste exportsector, waren de exportorders 4,7% j-o-j hoger. Er is dus nog hoop

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren										
BBP-groei (%)	2017	2018	2019e	2020e	3M interbank rente	19/07/2019	26/07/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.4	2.9	2.2	1.5	Verenigde Staten	2.26	2.27	2.20	1.90	1.80
Eurozone	2.6	1.9	0.7	0.9	Eurozone	-0.38	-0.37	-0.45	-0.45	-0.52
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	0.76	0.78	0.80	0.80	0.80
China	6.9	6.6	6.2	5.8						
Nederland	3.0	2.5	1.3	1.1						
Wereld	3.8	3.5	2.9	3.0						
Inflatie (%)	2017	2018	2019e	2020e	10j-rente	19/07/2019	26/07/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.1	2.4	1.8	2.0	VS Treasury	2.05	2.08	1.95	1.90	2.00
Eurozone	1.5	1.7	1.1	1.0	Duitse Bund	-0.32	-0.38	-0.40	-0.50	-0.30
Japan	0.5	0.9	1.1	1.6	Euro swap rente	0.12	0.06	0.25	0.20	0.35
Verenigd Koninkrijk	2.7	2.5	1.4	1.8	Japans overheidspapier	-0.14	-0.15	-0.10	-0.10	0.00
China	1.6	2.1	2.5	2.5	VK gilts	0.74	0.69	0.80	0.80	1.00
Nederland	1.3	1.6	2.3	1.5						
Wereld	3.0	3.4	3.9	3.4						
Beleidsrente	26/07/2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	19/07/2019	26/07/2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2.50	2.25	2.00	1.75	EUR/USD	1.12	1.11	1.12	1.12	1.20
European Central Bank	-0.40	-0.50	-0.50	-0.60	USD/JPY	107.7	108.7	104	100	95
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.25	1.24	1.24	1.24	1.40
Bank of England	0.75	0.75	0.75	0.75	EUR/GBP	0.90	0.90	0.90	0.90	0.86
People's Bank of China	4.35	4.10	4.10	3.85	USD/CNY	6.88	6.88	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 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 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