

Macro Weekly

Economisch Bureau

11 maart 2019

Sandra Phlippen
Hoofd Economisch Bureau Nederland
Tel: 020 628 1368
sandra.phlippen@nl.abnamro.com

Het is tijd om in actie te komen

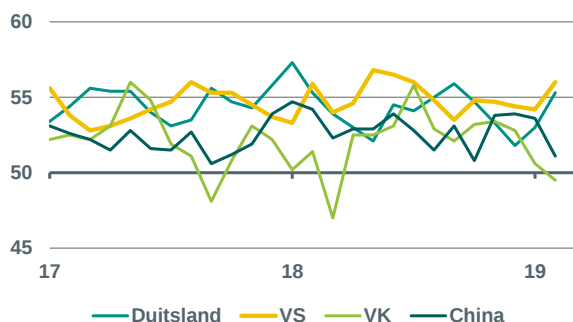
- VS is niet langer immuun voor wereldwijde vertraging ...
- ... nu handelstekort VS naar historisch niveau groeit
- President Trump heeft een handelsakkoord hard nodig, maar ...
- ... China nog harder, gezien de drastisch exportdaling
- Groeivoorzichten voor eurozone blijven zwak
- ECB reageert op sterk verslechterde vooruitzichten

Heeft een verruimend beleid op tijd effect? Dit was een van de vragen waarmee we onze vorige Macro Weekly afsloten. In de afgelopen week heeft de ECB extra verruimende maatregelen genomen. Om te beginnen is de indicatie van het toekomstige rentebeleid gewijzigd: de ECB laat haar beleidstarieven gedurende een langere periode ongewijzigd (ten minste tot eind 2019, maar langer indien nodig). Verder heeft ECB-president Mario Draghi een derde TLTRO-ronde aangekondigd om via goedkope bankleningen de groei te stimuleren. We betwijfelen of dit voldoende is om de inflatieverwachtingen opnieuw te verankeren en verwachten meer maatregelen in de komende maanden ([lees hier meer](#)).

Uit de vorige week gepubliceerde inkoopmanagerindices (PMI's) blijkt dat de dalende trend in de verwerkende industrie vermoedelijk aanhoudt, terwijl de dienstensector overwegend bestand blijft tegen de wereldwijde onrust. De verwachtingen van Britse inkoopmanagers in diensten wijken duidelijk af van de trend; voor veel brexit-kwesties rond de dienstverlening aan klanten op het Europese vasteland moet nog een oplossing worden gevonden. Wat de dalende trend van de verwerkende industrie betreft, geeft Duitsland het slechte voorbeeld: de PMI is hier gedaald tot onder 50, de grens tussen groei en krimp.

Markit PMI diensten

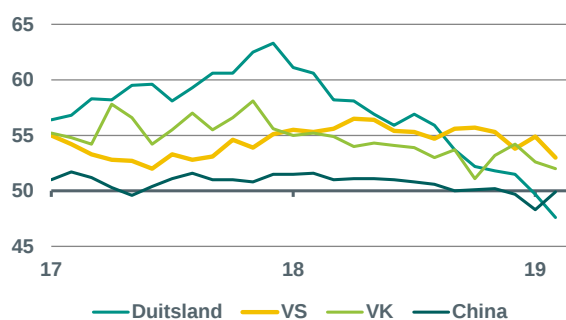
Index, 50=neutraal



Bron: Thomson Reuters Datastream

Markit PMI verwerkende industrie

Index, 50=neutraal



Bron: Thomson Reuters Datastream

VS is niet langer immuun

De Amerikaanse handelscijfers (exclusief olie) voor december waren als gevolg van de sluiting van bepaalde overheidsdiensten (*shutdown*) vertraagd, maar werden vorige week woensdag eindelijk bekendgemaakt. De export is in december met 2,0% j-o-j gedaald en het handelstekort is hierdoor opgelopen tot het hoogste niveau van de afgelopen tien jaar. Voor president Trump moet dit een nachtmerrie zijn, want vermindering van het handelstekort was een belangrijke verkiezingsbelofte.

Op grond van een combinatie van factoren, namelijk de afnemende export, de forse – en sterker dan door ons verwachte – daling van de PMI van het ISM voor de verwerkende industrie naar 54,2 en de directe en indirecte negatieve gevolgen van de shutdown, hebben we onze prognose van de bbp-groei in 2019 verlaagd van 2,7% naar 2,3% (Bill Diviney, [lees hier meer](#)).

Noodzaak van handelsakkoord wordt groter ...

De stijging van het handelstekort tot USD 621 miljard, de hoogste stand in tien jaar, vergroot de noodzaak voor het Witte Huis om een akkoord met China te sluiten en het handelsconflict te beëindigen. De door de VS ingevoerde en aangekondigde handelstarieven waren bedoeld om de invoer uit China te ontmoedigen, maar het heeft er alle schijn van dat importeurs de kosten van de heffingen voor een deel voor eigen rekening hebben genomen, terwijl de koopkracht van de Amerikaanse consument sterk genoeg was om prijsverhogingen als gevolg van de invoerheffingen te absorberen. Bovendien hebben Amerikaanse fabrikanten mogelijk ruimere voorraden opgebouwd om verdere tariefverhogingen voor te blijven. Daarbij komt dat door de groeivertraging van de meeste andere economieën de uitvoer naar deze landen is gedaald; het handelstekort is hierdoor alleen maar verder opgelopen.

... maar afdwinging van commitments kan tot nieuwe onzekerheid leiden

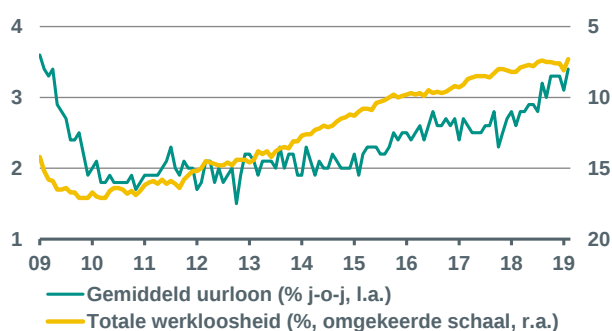
Eind februari werd al gespeculeerd over een op handen zijnd akkoord dat in Trumps golfresort Mar-al-Lago zou worden ondertekend. Deze geruchten werden vorige week iets concreter, toen de Amerikaanse handelsgezant Robert Lighthizer verklaarde dat met het akkoord over een mechanisme om de nakoming van door China aangegane commitments af te dwingen, een belangrijke horde was genomen. Als China zijn commitments niet nakomt, zal het akkoord op verschillende regeringsniveaus worden besproken, maar kan de VS uiteindelijk strafmaatregelen nemen in de vorm van nieuwe tarieven. Of dit akkoord duurzame onzekerheid over een plotselinge herinvoering van tarieven creëert, is iets dat nauwgezet moet worden gevolgd. Veel zal ervan afhangen of Amerikaanse verzoeken voor zaken als de beteugeling van staatsbedrijven en de beëindiging van gedwongen technologieoverdracht onderdeel van het akkoord vormen. Als dergelijke zaken tot het akkoord behoren, zal dit waarschijnlijk de Chinese bereidheid tot naleving verminderen en daarmee de onzekerheid rond een herinvoering van handelstarieven vergroten.

De consument is nog steeds de kurk waarop de Amerikaanse economie drijft

Zolang werkgevers in de VS nieuwe banen blijven creëren, werknemers hogere lonen kunnen eisen en consumenten geld willen en kunnen uitgeven, blijft de economie op peil. De ruim een week geleden gepubliceerde werkgelegenheidscijfers bevestigden dit beeld. Omdat de gedeeltelijke werkloosheid afneemt – de meeste mensen die meer willen

werken, doen dit inmiddels ook – verkeren werknemers in een betere positie om hogere lonen te eisen. Het gemiddelde uurloon is verder gestegen van 3,1% naar 3,3% j-o-j in februari. De feitelijke stijging zou, volgens een [recente studie](#) van de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve), wel eens hoger kunnen zijn dan het gepubliceerde gemiddelde uurloon doet vermoeden. Hierin is namelijk, naast de gemiddelde individuele loonstijging, ook de verandering begrepen als gevolg van de uitstroom van oudere werknemers en de instroom van jongere werknemers. Gecorrigeerd voor de verandering in de samenstelling van de beroepsbevolking komen de loonstijgingen hoger uit dan eerder werd aangenomen.

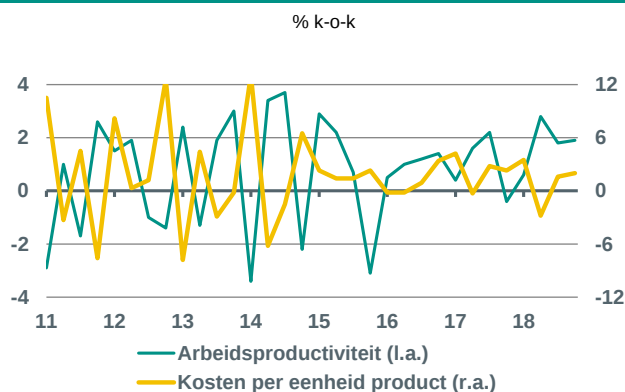
VS: werkgelegenheid



Bron: Bloomberg

De begin maart gepubliceerde cijfers de productiviteitsgroei zorgden ook voor goed nieuws. De arbeidsproductiviteit groeit in een robuust tempo (1,9% k-o-k, geannualiseerd). Hierdoor blijft de stijging van de arbeidskosten per eenheid product onder controle, ook al versnelt de loongroei. Naarmate de onderhandelingskracht van werknemers verder toeneemt, zal de neerwaartse trend van het aandeel van arbeid in het inkomen naar verwachting worden omgebogen.

VS: productiviteit en kosten per eenheid product



Bron: Bloomberg

De andere kant van het handelsspectrum: Chinese export daalt spectaculair

Het jaarlijkse Nationaal Volkscongres dat vorige week is begonnen, heeft opnieuw bevestigd dat de Chinese regering op dit moment aan macro-economische stabilisering

prioriteit geeft boven terugdringing van de schuldenlast. Beijing zal het budgettaire en monetaire beleid mondjesmaat blijven verruimen. In lijn met onze verwachtingen heeft premier Li Keqiang een groeidoelstelling van 6,0% - 6,5% voor 2019 bekendgemaakt (onze groeiraming voor 2019 ligt met 6,3% in het midden van deze bandbreedte).

De afgelopen vrijdag gepubliceerde Chinese handelscijfers moeten met enige omzichtigheid worden geïnterpreteerd. Doordat de langere vakantieperiode rond het Chinees Nieuwjaar van jaar tot jaar verschilt, fluctueren de maandelijkse handelscijfers sterk. Het Chinese handelsoverschot is fors geslonken, van USD 39,2 miljard naar USD 4,1 miljard in februari. De exportgroei daalde sterk (-20,7% j-o-j versus consensus van -5,0%). Ook de importgroei zakte sterker in dan verwacht (-5,2% versus consensus van -0,6%), vooral door een lagere import voor verwerking ten behoeve van wederexport. Niet verrassend werd de export naar de VS het hardst getroffen (-28,6% j-o-j), maar de export naar Europe was ook fors lager (-13,2% j-o-j). De import uit de VS daalde verder (-26% j-o-j). Ook de import uit de EU liep op maandbasis terug, maar deze is op jaarbasis nog relatief positief (+2,5% j-o-j).

Chinese export/importgroei lager sinds eind 2018

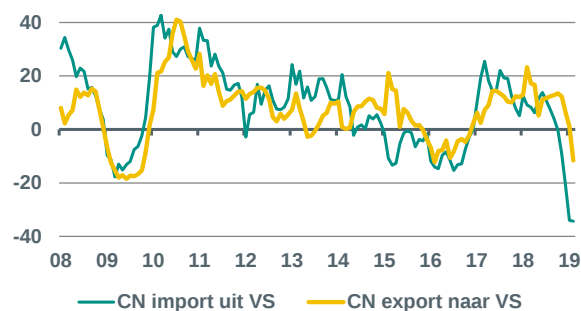
% j-o-j



Bron: Bloomberg

VS-China handel is snel vertraagd

% j-o-j, 3 maanden voortschrijdend gemiddelde



Bron: Bloomberg

Het sterk tanende Chinese handelsmomentum maakt een akkoord met de VS des te urgenter. Het is echter onzeker of in dat geval de bestaande Amerikaanse heffingen van 10% op Chinese producten worden verlaagd. Amerikaanse handelsgezanten willen deze heffingen misschien behouden als drukmiddel.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren										
BBP-groei (%)	2017	2018e	2019e	2020e	3M interbank rente	28/02/2019	07/03/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.2	2.9	↓ 2.3	↑ 1.9	Verenigde Staten	2.62	2.60	2.60	2.60	2.50
Eurozone	2.5	1.8	0.8	1.3	Eurozone	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.20
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	1.1	1.8	Verenigd Koninkrijk	0.85	0.84	0.80	1.00	1.25
China	6.9	6.6	6.3	6.0						
Nederland	3.0	2.5	1.4	1.6						
Wereld	3.8	3.6	3.4	3.3						
Inflatie (%)	2017	2018e	2019e	2020e	10j-rente	28/02/2019	07/03/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.1	2.4	1.6	2.0	VS Treasury	2.71	2.64	2.60	2.60	2.50
Eurozone	1.5	1.7	1.0	1.3	Duitse Bund	0.19	0.07	0.00	0.20	0.50
Japan	0.5	0.9	1.1	1.6	Euro swap rente	0.71	0.60	0.60	0.80	1.10
Verenigd Koninkrijk	2.7	2.5	1.4	1.8	Japans overheidspapier	-0.02	-0.01	0.00	0.10	0.30
China	1.6	2.1	2.5	2.5	VK gilts	1.30	1.17	1.50	1.50	1.80
Nederland	1.3	1.6	2.3	1.6						
Wereld	3.0	3.5	3.8	3.3						
Beleidsrente	07/03/2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	28/02/2019	07/03/2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2.50	2.50	2.50	2.50	EUR/USD	1.14	1.12	1.10	1.16	1.25
European Central Bank	-0.40	-0.40	-0.40	-0.30	USD/JPY	111.4	111.6	111	108	105
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.33	1.31	1.28	1.35	1.45
Bank of England	0.75	0.75	0.75	1.00	EUR/GBP	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86
People's Bank of China	4.35	4.35	4.35	4.35	USD/CNY	6.69	6.72	6.70	6.60	6.60

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