

6 mei 2019

Han de Jong
Chief Economist

Tel: 020 628 4201
han.de.jong@nl.abnamro.com

Heeft cyclus een keerpunt bereikt?

- **Cijfers zijn wisselend, zoals te verwachten rond keerpunt in cyclus**
- **Industriesector in eurozone bevindt zich nog steeds in windstille zone**
- **Verbeterende Zuid-Koreaanse uitvoer is als een kanarie in een kolenmijn**
- **Productiviteitsverbetering in VS versnelt**

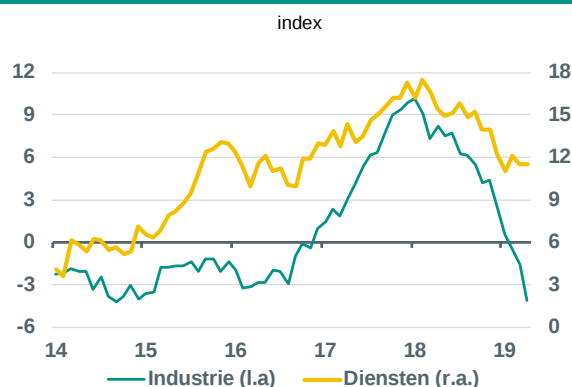
Het groeimomentum van de wereldeconomie is al ongeveer een jaar aan slijtage onderhevig. Het is dan ook de vraag of de slijtage de rest van dit jaar (en daarna) doorzet en sommige economieën in een recessie belanden. De andere optie is dat de groei aantrekt. Ik geloof in deze tweede optie. Als de economie inderdaad gaat aantrekken, zitten we nu dicht bij wat je een keerpunt in de cyclus zou kunnen noemen. Rond een cyclisch keerpunt is het normaal dat de cijfers een wisselend beeld laten zien: sommige economieën lopen immers voor op de cyclus, terwijl andere juist achterblijven. Dit is precies het beeld dat uit de recente cijfers naar voren komt.

Eurozone: vertrouwen in economie



Bron: Bloomberg

Eurozone: vertrouwen industrie- en dienstensector



Bron: Bloomberg

De eurozone behoort tot de achterblijvers. Hier is overigens niets mis mee, het is niet meer dan een constatering. Uit een analyse van cijfers blijkt dat in 'de goede oude tijd' toen China nog niet zo'n groot effect op de wereldeconomie had, de conjunctuercyclus in de eurozone doorgaans drie tot negen maanden achterliep op de Amerikaanse cyclus. In de 'brave new world', waarin China een van de hoofdrolspelers is, loopt de eurozone hoogstwaarschijnlijk nog steeds achter, maar mogelijk minder ver en alleen bij de VS. Het is dan ook niet verrassend dat in de eurozone niet veel tekenen van een verbeterend momentum zichtbaar zijn. De index van de Europese Commissie voor het economisch sentiment daalde in april verder en bleef achter bij de toch al niet heel optimistische verwachtingen. De cijfers bevestigen dat de schoen vooral in de industriële sector wringt. Het

vertrouwen in deze sector bereikte op -4,1 de laagste stand sinds 2014. Het vertrouwen in de dienstensector en het consumentenvertrouwen hielden aanzienlijk beter stand.

Het bbp van de eurozone verraste in het eerste kwartaal in positieve zin: +0,4% k-o-k en +1,2% j-o-j. Veel details zijn nog niet bekend, maar waarschijnlijk is de binnenlandse vraag de belangrijkste factor en verbloemt de groei van 0,4% de feitelijke situatie. Net zoals de groei van het Amerikaanse bbp in het eerste kwartaal met 3,2% op jaarbasis een geflatteerd beeld gaf van wat er werkelijk gebeurde.

Het belangrijkste punt voor mij is dat een eventuele fundamentele verbetering van het economisch momentum in de eurozone in belangrijke mate afhankelijk is van de wereldwijde economische omstandigheden.

Is de hogere inflatie in de eurozone vertekend?

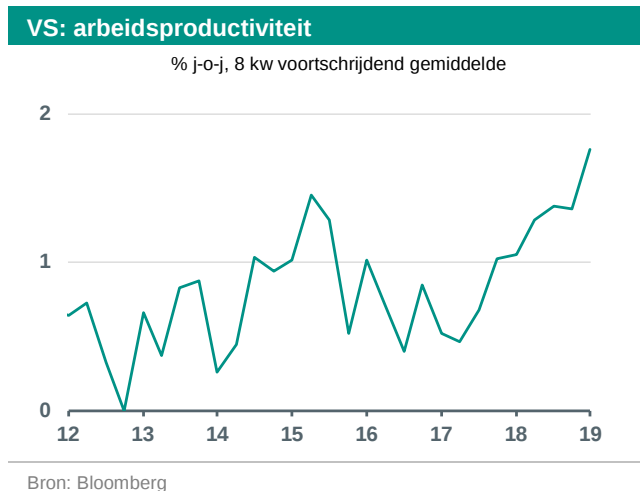
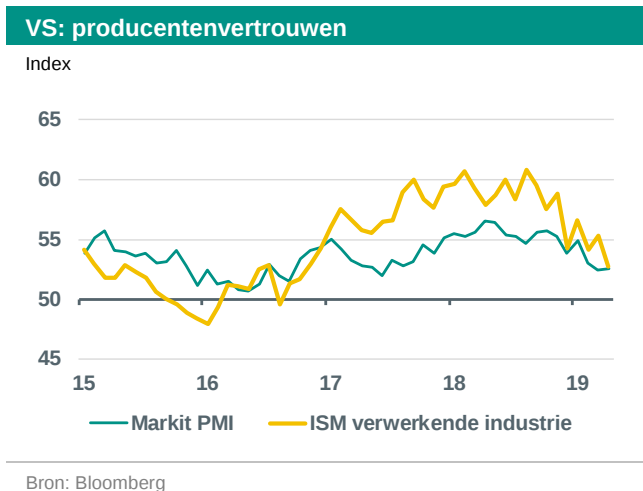
De inflatie in de eurozone is in april versneld: de totale inflatie van 1,4% j-o-j in maart naar 1,7% en de kerninflatie van 0,8% j-o-j naar 1,2%. Beweegt de inflatie nu eindelijk richting het doel van de Europese Centrale Bank (ECB)? Misschien wel, al moeten we niet te vroeg de vlag hijsen. De Duitse inflatiecijfers vertoonden een vergelijkbare stijging, maar zijn mogelijk vertekend doordat Pasen dit jaar heel laat viel. De prijzen van pakketreizen droegen aanzienlijk aan de hogere Duitse inflatie bij. Dit is echter een volatiel component, zodat de cijfers voor mei meer duidelijkheid moeten verschaffen. In de meeste andere landen was de inflatie veel gematigder. We denken dat de kerninflatie dit jaar rond 1,0% blijft schommelen en pas volgend jaar langzaam oploopt.

Verbeterd de productiviteit in de VS?

In de afgelopen kwartalen is de economie van de VS sneller gegroeid dan die van de eurozone. Voor een deel kan dit aan het expansieve begrotingsbeleid van de regering-Trump worden toegeschreven. In lijn met de wereldwijde trend is echter ook in de VS het vertrouwen van de industriële sector gedaald. De gezaghebbende ISM-index voor de verwerkende industrie duikelde van 57,5 in maart naar 52,4 in april, de laagste stand sinds 2016. De concurrerende PMI van Markit was in de voorgaande maanden al gedaald en veerde in april licht op van 52,4 naar 52,6. Absoluut gezien liggen beide indicatoren nu dus dicht bij elkaar. Het lijkt erop dat de ISM-index in de afgelopen periode te ver was doorgeschoten en naar een realistischer niveau is teruggekeerd. Een niveau van iets boven 52 is overigens niet problematisch. Ik denk dat vanuit conjunctureel perspectief de VS er vrij goed voor staat. Het persoonlijk inkomen steeg in maart weliswaar slechts met 0,1% m-o-m, maar de particuliere bestedingen waren 0,9% m-o-m hoger. Dit impliceert een daling van de spaarquote. Verontrustend is dit niet, want de spaarquote is relatief hoog en huishoudens lijken hun financiën goed op orde te hebben. Daarbij komt dat de bedrijfswinsten ook sterk zijn.

Het meest indrukwekkende Amerikaanse cijfer dat recent is gepubliceerd, is misschien wel de verbetering van de arbeidsproductiviteit in het eerste kwartaal met 3,6% k-o-k (geannualiseerd). Hierbij moet ik wel aantekenen dat deze cijferreeks heel volatiel is, zodat het cijfer voor één kwartaal op zich heel weinig zegt. De maatstaf van productiviteitsverbetering is, simpel gesteld, de uitkomst van de stijging van enerzijds de totale productie en anderzijds het aantal gewerkte uren. In het eerste kwartaal steeg het aantal gewerkte uren nauwelijks, maar de productie wel. Zoals al eerder gezegd, gaf de

sterke bbp-groei in het eerste kwartaal een te positief beeld van de onderliggende kracht. Hieruit volgt automatisch dat de productiviteitscijfers ook een niet-realistisch positief beeld schetsten. Om de cijfers voor de productiviteit goed te beoordelen, moet men vooral naar de trend kijken. Bijvoorbeeld op basis van het voortschrijdend gemiddelde over een langere periode. Het beeld dat dan naar voren komt, is minder rooskleurig, maar een verbetering begint zich wel af te tekenen. En dat is uiterst positief. Economen hebben zich de laatste jaren in bochten gewrongen om de heel zwakke productiviteitsgroei te verklaren. De vooruitgang van de ICT-sector heeft de hoop gevoed dat bij een economiebrede implementatie van nieuwe technieken de productiviteitsgroei zal toenemen in plaats van afnemen. In de cijfers kwam dit echter niet tot uitdrukking. Wie weet is het nu eindelijk zover.



De combinatie van een redelijke economische groei en een sterkere verbetering van de productiviteit zou zich moeten vertalen in een afzwakkende inflatie. Door de (nog steeds toenemende) krapte op de arbeidsmarkt zijn de lonen gestegen, maar door de hogere productiviteitsgroei loopt de inflatie niet op. Recent gepubliceerde inflatiecijfers bevestigen deze visie. De 'core PCE deflator', de favoriete inflatiemaatstaf van de Amerikaanse Federal Reserve, bedroeg in maart 0,1% m-o-m en 1,6% j-o-j (na een piek van 2,0% in juli 2018). Deze cijfers tonen opnieuw aan dat de inflatievrees die in de voorbije twaalf maanden af en toe de kop opstak, volledig onterecht was. De Fed heeft dus zelfs nog minder reden om de monetaire teugels aan te halen.

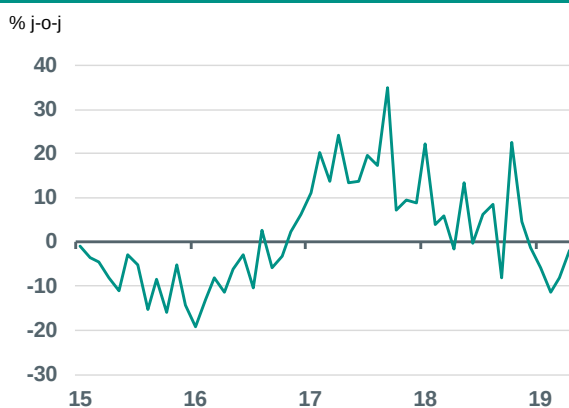
Afgezien van een geringe verlaging om technische redenen van de IOER, de rente op overtollige reserves van banken, liet het beleidscomité van de Fed tijdens zijn laatste vergadering de belangrijkste rentetarieven ongewijzigd. De toonzetting van het commentaar van Fed-voorzitter Powell was niet zo mild als de markt had gehoopt. Hier moet men naar mijn mening niet teveel belang aan hechten. De markten prijzen een redelijke kans in dat de rente tegen het einde van het jaar wordt verlaagd. Voor Powell is het nog te ver weg om nu al hierop te zinspelen. Wanneer de begrotingsstimulansen in de loop van het jaar afzakken, verliest de Amerikaanse economie waarschijnlijk wat aan vaart. Of dit voor de Fed voldoende is om de monetaire teugels te laten vieren, valt nog te bezien. De ontwikkelingen in de afgelopen maanden roepen wel een intrigerende vraag op: is de economische en monetaire intuïtie van Trump beter dan die van alle gepromoveerde economen van de Fed bij elkaar?

De poging van Trump om vacatures in het bestuur van de Fed met gelijkgestemden op te vullen, is tot dusverre niet gelukt. De twee door hem voorgestelde kandidaten, Herman Cain en Stephen Moore, trokken zich terug nadat Republikeinse senatoren duidelijk hadden gemaakt dat zij hen niet geschikt vonden en hun benoeming niet zouden steunen. Wordt vervolgd.

Trekt de wereldhandel aan?

Vroegcyclische heel open economieën in Azië zijn altijd een interessante bron van informatie over de toestand van en de vooruitzichten voor de wereldhandel. In de laatste paar maanden van vorig jaar en de eerste maanden van dit jaar verslechterde de wereldhandel aanzienlijk. Het escalerende handelsconflict tussen de VS en China, en in mindere mate tussen de VS en andere landen, heeft mogelijk hierin een rol gespeeld. Andere belangrijke factoren waren de tragere economische groei in China en de wereldwijde IT-cyclus.

Zuid-Koreaanse uitvoer



Bron: Bloomberg

Ik kijk reikhalzend uit naar een verbetering in de komende maanden. Zoals ik in mijn vorige Weekly aanstipte, laten sommige Chinese cijfers een duidelijke verbetering zien. Ik loop echter nog niet over van enthousiasme, want de Chinese cijfers zijn niet heel betrouwbaar en kunnen sterk fluctueren. Daarom wacht ik liever op bevestiging in de komende maanden in de vorm van betere cijfers voor niet alleen China maar ook voor landen met sterke economische banden met China. De nationale PMI van Taiwan verbeterde sterk in maart, maar daalde weer in april. Hard bewijs van een omslag in de Taiwanese PMI is er dus nog niet. De Zuid-Koreaanse cijfers waren beter: de nationale PMI steeg van 47,2 in februari naar 48,8 in maart en 50,2 in april. Vooral de nieuwe exportorders namen sterk toe. De feitelijke uitvoer was in april echter 2,0% j-o-j lager. Dit cijfer lijkt niet bemoedigend, maar is wel beter dan de -11,4% in februari en -8,2% in maart. De Zuid-Koreaans uitvoer naar China was in april 4,5% j-o-j lager, na dalingen van 15,6% in maart, 17,3 in februari en 19,0% in januari. Deze cijfers geven me hoop, en tot op zekere hoogte ook vertrouwen, dat het ergste voorbij is en dat de groei van de wereldhandel het laagtepunt is gepasseerd.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren										
BBP-groei (%)	2017	2018	2019e	2020e	3M interbank rente	26/04/2019	03/05/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.2	2.9	2.3	1.9	Verenigde Staten	2.58	2.56	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	0.8	1.7	Verenigd Koninkrijk	0.83	0.81	1.00	1.00	1.25
China	6.9	6.6	6.3	6.0						
Nederland	3.0	2.6	1.4	1.6						
Wereld	3.7	3.6	3.3	3.4						
Inflatie (%)	2017	2018	2019e	2020e	10j-rente	26/04/2019	03/05/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.1	2.4	1.6	2.0	VS Treasury	2.50	2.53	2.60	2.60	2.50
Eurozone	1.5	1.7	1.2	1.2	Duitse Bund	-0.02	0.02	0.00	0.20	0.50
Japan	0.5	0.9	1.1	1.6	Euro sw ap rente	0.50	0.53	0.60	0.80	1.10
Verenigd Koninkrijk	2.7	2.5	1.4	1.8	Japans overheidspapier	-0.04	-0.04	0.10	0.10	0.30
China	1.6	2.1	2.5	2.5	VK gilts	1.14	1.22	1.70	1.50	1.80
Nederland	1.3	1.6	2.3	1.6						
Wereld	3.0	3.5	3.7	3.2						
Beleidsrente	03/05/2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	26/04/2019	03/05/2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2.50	2.50	2.50	2.50	EUR/USD	1.12	1.12	1.10	1.16	1.25
European Central Bank	-0.40	-0.40	-0.40	-0.30	USD/JPY	111.6	111.1	110	108	105
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.29	1.31	1.30	1.35	1.45
Bank of England	0.75	0.75	0.75	1.00	EUR/GBP	0.86	0.85	0.85	0.86	0.86
People's Bank of China	4.35	4.35	4.35	4.35	USD/CNY	6.73	6.74	6.65	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 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