

17 juni 2019

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

Desintegratie van wereldeconomie is slecht nieuws

- **Zwakke Aziatische handelscijfers**
- **Bedrijvigheid in industrie is zwak**
- **Toch enkele lichtpuntjes**
- **Inflatie in VS daalt**

Afgelopen week kreeg ik een e-mail van een van mijn vroegere bazen. Hij vroeg zich af wat ik precies bedoelde met de constatering dat de wereldeconomie uit elkaar zou vallen. Volgens hem wekte ik de suggestie dat de wereld zou instorten en hij wilde weten hoe ik dat dan zag. Het was vooral een semantische kwestie, maar misschien was hij niet de enige bij wie deze vraag opkwam. Het lijkt me daarom goed om mijn stelling hier nader toe te lichten. Daarbij komt dat recent verschenen cijfers verder licht op dit proces werpen.

In de afgelopen circa 100 jaar (en waarschijnlijk nog langer) is de wereldhandel gemiddeld sneller dan de wereldeconomie gegroeid. Dit geldt zelfs voor de meeste jaren afzonderlijk. Uitzondering op de regel zijn de recessies. In periodes waarin de wereldeconomie in het verleden kromp, liep de wereldhandel vaak nog sterker terug. De wereldhandel heeft als het ware een heel consistente 'hoge bèta' ten opzichte van de wereldeconomie.

Doordat de wereldhandel sneller dan de wereldeconomie groeide, is de wereldeconomie steeds sterker geïntegreerd. Dit is gunstig voor de levensstandaard geweest, omdat het een betere verdeling van arbeid weerspiegelt. Het heeft de economische efficiëntie verhoogd en een groot aantal landen in staat gesteld om sneller te groeien dan anders mogelijk was geweest. Deze landen konden een inhaalslag maken. In mijn ogen hebben honderden miljoenen, en mogelijk zelfs miljarden, mensen van dit fenomeen geprofiteerd.

Op microniveau is de toenemende verdeling van arbeid onder meer via de vorming van wereldwijde toeleveringsketens tot stand gekomen.

In de afgelopen jaren heeft zich een kentering voorgedaan. Na de recessie van 2008/2009 groeide de wereldhandel gedurende een aantal jaren minder hard dan de wereldeconomie. Een ongebruikelijk verschijnsel. Misschien zat er geen rek meer in de toeleveringsketens. Wie zal het zeggen? De groei van de wereldhandel is hoe dan ook de laatste paar jaar relatief zwak geweest.

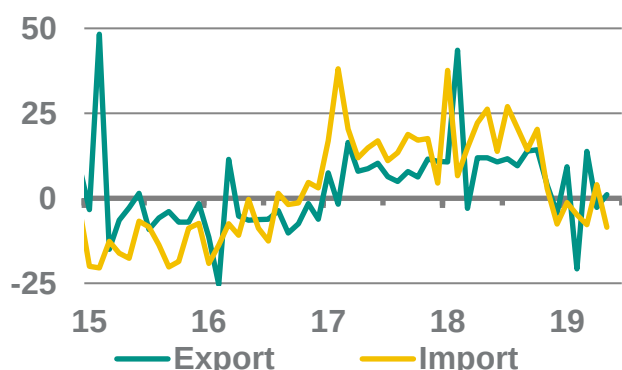
Wat wel duidelijk is, is dat het handelsconflict veel schade aanricht. Het verstoort de handelsstromen en creëert grote onzekerheid voor alle ondernemingen die bij de

internationale handel betrokken zijn. Door de handelsfricties is de wereldhandel gekrompen, terwijl de wereldeconomie in haar totaliteit juist is blijven groeien, zij het slechts in een gematigd tempo. Deze combinatie van een krimpende wereldhandel en een aantrekkende wereldeconomie symboliseert de desintegratie van de wereldeconomie. Dit is nadelig geweest voor alle economieën die van de internationale handel afhankelijk zijn, en vormt een ernstige bedreiging voor de huidige levensstandaard en de mogelijkheden om deze in de toekomst te verhogen.

Omdat de internationale handel in de afgelopen circa 100 jaar een sterke groeiaanjager is geweest, is de omkering van dit proces schadelijk.

China: uitvoer en invoer

Verandering in % j-o-j



Bron: Bloomberg

China: uitvoer en invoer

3-m voortschrijdend gemiddelde van verandering j-o-j



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

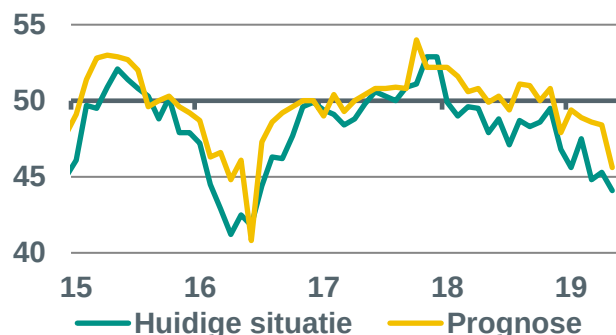
De recent verschenen cijfers zijn niet bijzonder fraai. In China is de groei van de industriële productie in mei tot 5,0% j-o-j vertraagd, het laagste niveau sinds 1991. De handelscijfers waren niet veel beter. De Chinese invoer liet in mei een teleurstellende daling van 8,5% j-o-j in USD zien, na een stijging van 4,0% in april. Omdat China een heel grote importeur is, belooft dit weinig goeds voor de rest van de wereld. De Chinese uitvoer deed het beter met een stijging van 1,1% j-o-j in mei na een daling van 2,7% in april. Hierbij moeten we bedenken dat de maandcijfers sterk fluctueren. Het driemaands voortschrijdend gemiddelde schetst een iets positiever beeld. Bovendien zorgen basiseffecten voor moeilijk te interpreteren vertekeningen. Vorig jaar rond deze tijd namen de invoer en de uitvoer van China sterk toe, vermoedelijk deels om goederen nog voor de inwerkingtreding van tarieven in en uit het land te krijgen. Dit heeft de vergelijkingsbasis verhoogd en heeft dit jaar dan ook een negatief effect op de groeicijfers.

De Chinese detailhandelsomzet ontwikkelde zich positiever: +8,6% j-o-j in mei na +7,2% in april. Dit is goed nieuws, maar valt binnen de normale fluctuatiemarge van de trendmatige vertraging. Al met al zijn de recent gepubliceerde Chinese cijfers niet heel bemoedigend.

De Taiwanese handelscijfers waren evenmin hoopgevend. De groei van de uitvoer zwakte af van -3,3% j-o-j in april naar -4,8% in mei. De invoer steeg nog in april (+2,6% j-o-j), maar daalde in mei (-5,9%).

Japan Economy Watchers

Index, 50 = neutraal



Bron: Bloomberg

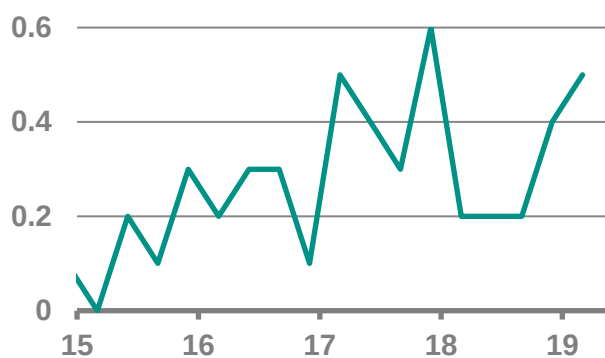
Japan is een andere economie die sterk in de wereldwijde handelsstromen is geïntegreerd en onder de onzekerheid op handelsgebied lijdt. Uit een maandelijks onderzoek onder economen en analisten bleek dat 'eco-volgers' negatiever over de huidige toestand van de economie en de vooruitzichten zijn geworden. Deze trend was al enige tijd zichtbaar, maar de terugval van de component 'vooruitzichten' was in mei bijzonder sterk. De oorzaak moet zonder enige twijfel worden gezocht in het afbreken van de handelsbesprekingen tussen de VS en China.

Een zwakke industriële productie is ook in de eurozone de norm: de daling is versneld van 0,4% m-o-m in maart naar 0,5% in april. Het j-o-j cijfer is echter iets verbeterd, van -0,7% naar -0,4%. Dit is nog steeds slecht, maar de neergaande trend lijkt in ieder geval niet te verergeren.

In de eurozone waren er ook enkele positievere cijfers. De detailhandelsomzet in Nederland trok sterk aan van +1,1% j-o-j in maart naar +4,7% in april. Misschien nog wel belangrijker was de verbetering van de werkgelegenheid in Frankrijk in het eerste kwartaal. Het aantal banen in de private sector was 0,5% k-o-k hoger. De grafiek hieronder laat zien dat de banengroei in de private sector in de loop van 2018 vertraagde, maar in de laatste kwartalen weer is opgeveerd, onder aanvoering van de dienstensector en de bouw. De dienstensector is goed voor circa 60% van de werkgelegenheid in de Franse private sector en Frankrijk doet het opmerkelijk goed in hightech- en creatieve diensten. Frankrijk is duidelijk minder gevoelig voor het handelsconflict dan Duitsland.

Franse werkgelegenheid

KoK%



Bron: Bloomberg

In de VS steeg de industriële productie met 0,4% m-o-m in mei na een daling van 0,4% in april. De productie in de verwerkende industrie nam toe met 0,2% m-o-m na een daling van 0,5% in april. De j-o-j cijfers verbeterden ook: voor de totale industriële productie van +0,9% in april naar +2,0% in mei en voor de verwerkende industrie van een minieme daling in april naar +0,7% j-o-j in mei.

Het vertrouwen in het Amerikaanse midden- en kleinbedrijf ('small business' volgens Amerikaanse terminologie) verbeterde in mei: de NFIB-index steeg van 103,5 in april naar 105,0. Deze sector vormt de ruggengraat van de Amerikaanse economie. Het vertrouwen nam tussen augustus vorig jaar en januari dit jaar af, maar vertoont sindsdien een stijgende lijn. In februari en maart was de verbetering nog heel bescheiden, maar in april en mei is deze versneld. Ik ben me bewust van de vele geluiden dat de obligatiemarkt een naderende recessie in de VS signaleert. Ongetwijfeld belandt de VS op enig moment in een recessie, maar volgens de vertrouwensindicator voor het mkb is dit zeker nog geen acuut gevaar.

De detailhandelsomzet in de VS was in mei 0,5% m-o-m hoger. De Amerikaanse consument laat het blijkbaar dus niet afweten. Om de Amerikaanse economie in een recessie te duwen, is eigenlijk een daling van de consumptieve bestedingen nodig, gegeven het aandeel van de particuliere consumptie in het bbp. Een verslechtering van de arbeidsmarkt of een andere schok voor consumenten kan uiteraard de aanzet tot een daling van de consumptie geven, maar hiervan is op dit moment zeker nog geen sprake. Het cijfer voor de detailhandelsomzet in april is bovendien bijgesteld van -0,2% m-o-m naar +0,3%. Dit onderstreept mijn eerdere opmerking, maar is ook illustratief voor de volatiliteit van deze cijferreeks. De detailhandelsomzet exclusief auto's nam in mei toe met 0,5% m-o-m, na een stijging van eveneens 0,5% in april (het oorspronkelijk gerapporteerde cijfer was een kleinere stijging van 0,1%).

VS: ondernemersvertrouwen kleine bedrijven

Bron: Bloomberg

De Amerikaanse inflatiecijfers duiden op een verder afnemende inflatiedruk. Zowel de totale inflatie (CPI) als de kerninflatie bedroeg in mei 0,1% m-o-m. Op jaarbasis zwakte de totale inflatie af van 2,0% in april naar 1,8% en de kerninflatie van 2,1% naar 2,0%. De producentenprijsinflatie was ook heel gematigd. De invoerprijzen daalden zelfs, wat doet vermoeden dat de inflatiedruk in de pijplijn afzwakt. De ontwikkeling van de inflatie hoeft voor de Fed dus geen belemmering te zijn om de rente op korte termijn te verlagen en zo de dreiging van een verdere vertraging van de economische groei af te wenden.

VS: inflatie en kerninflatie (% JoJ)

Bron: Bloomberg

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren

BBP-groei (%)	2017	2018	2019e	2020e	3M interbank rente	6-6-2019	13-6-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2,2	2,9	2,2	1,5	Verenigde Staten	2,45	2,43	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	0,79	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	3,1	3,1						
Inflatie (%)	2017	2018	2019e	2020e	10j-rente	6-6-2019	13-6-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2,1	2,4	1,6	2,0	VS Treasury	2,12	2,09	1,95	1,90	2,00
Eurozone	1,5	1,7	1,1	1,0	Duitse Bund	-0,23	-0,24	-0,30	-0,35	-0,20
Japan	0,5	0,9	1,1	1,6	Euro swap rente	0,28	0,26	0,70	0,80	1,10
Verenigd Koninkrijk	2,7	2,5	1,4	1,8	Japans overheidspapier	-0,12	-0,11	-0,10	-0,10	0,00
China	1,6	2,1	2,5	2,5	VK gilts	0,83	0,84	0,80	0,80	1,00
Nederland	1,3	1,6	2,3	1,5						
Wereld	3,0	3,5	3,7	3,3						
Beleidsrente	13-6-2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	6-6-2019	13-6-2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2,50	2,25	2,00	1,75	EUR/USD	1,13	1,13	1,12	1,12	1,20
European Central Bank	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	USD/JPY	108,4	108,4	104	100	95
Bank of Japan	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	GBP/USD	1,27	1,27	1,24	1,24	1,40
Bank of England	0,75	0,75	0,75	0,75	EUR/GBP	0,89	0,89	0,90	0,90	0,86
People's Bank of China	4,35	4,10	4,10	3,85	USD/CNY	6,91	6,92	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