

Macro Weekly

Han de Jong, Chief Economist

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

Im Westen nichts Neues¹, im Osten eigentlich auch nicht

- ▶ **De markten krijgen druppelsgewijs nieuws over akkoord tussen VS en China**
- ▶ **Recente cijfers bieden enige hoop...**
- ▶ **...maar niet veel meer dan alleen hoop, of beter gezegd, reden voor hoop**

We hebben dit al eerder gezien. Nieuws over de besprekingen tussen de VS en China dat hoopgevend lijkt. Er schijnt dus een akkoord aan te komen. Niet alle problemen zullen hiermee opgelost zijn, maar het is een begin. Het akkoord zal volgens de geruchten onder meer inhouden dat enkele al ingegane invoerheffingen worden teruggedraaid. In het voorjaar leken beide partijen het ook bijna eens te zijn, maar in mei ging het vervolgens helemaal mis. Dat kan ook nu weer gebeuren. Aan de andere kant kennen beide partijen de schade die het mislukken van de onderhandelingen in mei veroorzaakte. Je zou dus verwachten dat ze het niet nog eens laten gebeuren. Wij kunnen niet veel anders doen dan afwachten. Beleggers hebben die luxe niet. De aandelenmarkt lijkt ervan uit te gaan dat er een akkoord komt. Beleggers moeten dus beslissen of ze die mening delen.

Probeert de obligatiemarkt ons iets te vertellen?

Intussen loopt de lange rente ook op. De tienjaarsrente op Amerikaanse overheidsleningen is terug op het niveau van eind juli, dat wil zeggen ongeveer 50 basispunten boven het laagtepunt van begin september. De rente op Duitse tienjarige staatsleningen is eveneens met ongeveer 50 basispunten gestegen vanaf het laagtepunt in augustus. Dit zijn forse bewegingen en de vraag is of de markt ons iets probeert te vertellen. Uiteraard kan elke beweging van de lange rente ook aan technische factoren of herpositionering te wijten zijn. Maar als het iets fundamenteelers is dat de markt ons vertelt, dan kan het niets anders zijn dan optimisme dat de conjunctuur begint te verbeteren. We moeten de cijfers daarom heel goed tegen het licht houden om te zien of ze iets bevatten dat het optimisme ondersteunt, hoe voorzichtig dat optimisme ook is. Ook als we niets kunnen vinden in die cijfers, betekent dat niet dat de markt geen gelijk heeft. De markt kijkt vooruit en alle economische cijfers zijn een terugblik.

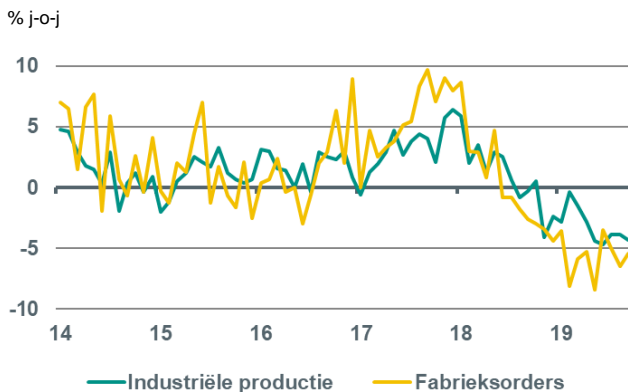
Duitsland: fabrieksorders goed, industriële productie slecht

Er is weinig reden voor overdreven optimisme op de korte termijn, maar er zijn wel een paar factoren die in de loop van volgend jaar voor een lichte conjunctuurverbetering kunnen zorgen. Ik schreef vorige week dat sommige indicatoren mogelijk aangeven dat de maatregelen in China om de groei te stimuleren effect beginnen te sorteren. Hoewel het bewijs nog lang niet overdonderend is, bieden recente cijfers iets meer reden tot hoop. De Duitse fabrieksorders stegen in september met 1,3% m-o-m, maar waren nog wel 5,4% j-o-j lager. Dit was echter wel iets beter dan de -6,7% in augustus. De orders voor kapitaalgoederen ontwikkelden zich uitstekend: +3,1% m-o-m, vooral dankzij buitenlandse

¹'Im Westen nichts Neues' (1929) is de titel van een boek van Erich Maria Remarque dat ik op de middelbare school met veel plezier heb gelezen.

orders (+3,5%). Deze cijfers zijn echter heel volatiel en de positieve cijfers voor september kunnen best alleen maar ruis zijn. Deze geregistreerde verbetering is wel wat je zou verwachten als de wereldhandel en de economische groei in China aantrekken. Het Duitse exportcijfer voor september was ook positief en liet een stijging zien van 1,5% m-o-m.

Duitsland: industriële productie en fabrieksorders



Bron: Bloomberg

Industriële productie in Nederland: hoogste niveau sinds november 2018

De Duitse industriële orders lieten op maandbasis een goede ontwikkeling zien, maar de industriële productie stelde teleur: -0,6% m-o-m en -4,3% j-o-j. De daling op jaarbasis zal in de komende maanden sterk afnemen dankzij basiseffecten, omdat de industriële productie in oktober en november vorig jaar sterk daalde. De Franse industriële productie groeide in september met 0,3% m-o-m en 0,1% j-o-j. Het verschil tussen Duitsland en Frankrijk bestaat al enige tijd en is toe te schrijven aan de kenmerkende structuur van de Duitse economie: opener dan de Franse (dus exportgevoeliger) en meer gericht op kapitaalgoederen en auto's. Voor de Nederlandse verwerkende industrie was september ook een goede maand. De productie nam toe met 1,7% m-o-m. De groei op jaarbasis bedroeg 1,2%, het beste cijfer sinds november 2018. De detailhandelsomzet in de eurozone trekt aan: in september nam de omzet toe met 0,1% m-o-m en versnelde de stijging op jaarbasis van +2,7% naar +3,1%, het hoogste niveau sinds november 2017. Het lijkt onwaarschijnlijk dat deze opgaande lijn in de komende maanden en kwartalen kan worden vastgehouden, omdat de arbeidsmarkt ongetwijfeld gaat verzwakken.

Nederland: productie verwerkende industrie



Bron: Bloomberg

Eurozone: detailhandelsomzet



Bron: Bloomberg

China nog steeds een remmende factor

De Chinese invoer nam in oktober af met 6,4%, na een daling van 8,3% in september. Dit is geen geweldig cijfer, maar is ook niet heel erg slecht. Maar iemand zoals ik, die de cijfers analyseert in de hoop tekenen te vinden die aangeven dat de Chinese beleidsmaatregelen effect beginnen te sorteren, had gehoopt dat de importcijfers voor oktober beter zouden zijn. De uitvoer daalde met 0,9% j-o-j. Dit betekent een verbetering ten opzichte van de daling van 3,2% in september en ligt dicht in de buurt van het gemiddelde van -0,6% sinds het begin van het jaar. Hoewel de Chinese uitvoer tot dusverre dit jaar dus met 0,6% j-o-j is gedaald, is de invoer met 5,3% afgenomen. Deze cijfers moeten vanwege de samenstelling en prijseffecten met enige voorzichtigheid worden geïnterpreteerd, maar het verschil lijkt erop te wijzen dat China de rest van de wereldeconomie dit jaar in feite heeft afgeremd.

Reden voor hoop, maar meer ook niet

Al met al bevatten de recente cijfers weinig nieuws. De wereldeconomie groeit traag en de vooruitzichten voor de korte termijn zijn niet echt geweldig. Doordat de ontwikkelingen die aan de vertraging vanaf 2018 hebben bijgedragen, langzaam maar zeker beginnen om te slaan, zou de wereldeconomie ook geleidelijk een keer ten goede moeten nemen. Recente cijfers geven enige aanleiding voor hoop dat de conjunctuur in het komende jaar verbetert. Voorlopig is het echter nog niet meer dan dat en blijft een eventuele groeiversnelling waarschijnlijk relatief bescheiden.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren										
BBP-groei (%)	2017	2018	2019e	2020e	3M interbank rente	31-10-2019	7-11-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2,4	2,9	2,2	1,3	Verenigde Staten	1,90	1,90	1,43	1,43	1,55
Eurozone	2,7	1,9	0,8	0,6	Eurozone	-0,40	-0,41	-0,55	-0,55	-0,55
Japan	1,9	0,8	1,0	0,3	Japan	0,07	0,07	-0,10	-0,10	-0,10
Verenigd Koninkrijk	1,9	1,4	1,2	1,2	Verenigd Koninkrijk	0,81	0,80	0,80	0,80	0,80
China	6,9	6,6	6,2	5,8						
Nederland	3,0	2,5	1,6	1,0						
Inflatie (%)	2017	2018	2019e	2020e	10j-rente	31-10-2019	7-11-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2,1	2,4	1,8	2,0	VS Treasury	1,69	1,92	1,50	1,50	1,50
Eurozone	1,5	1,7	1,1	0,9	Duitse Bund	-0,40	-0,25	-0,80	-0,80	-0,80
Japan	0,5	0,9	1,1	1,6	Japans overheidspapier	-0,14	-0,08	-0,10	-0,10	0,00
Verenigd Koninkrijk	2,7	2,5	1,9	1,8	VK gilts	0,63	0,79	0,30	0,30	0,30
China	1,6	2,1	2,5	2,5						
Nederland	1,3	1,6	2,6	1,5						
Beleidsrente	7-11-2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	31-10-2019	7-11-2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	1,75	1,50	1,50	1,50	EUR/USD	1,12	1,10	1,12	1,12	1,15
European Central Bank	-0,50	-0,60	-0,60	-0,60	USD/JPY	108,0	109,3	104	104	100
Bank of Japan	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	GBP/USD	1,29	1,28	1,24	1,24	1,30
Bank of England	0,75	0,75	0,75	0,75	EUR/GBP	0,86	0,86	0,90	0,90	0,88
People's Bank of China	4,20	4,10	4,10	3,85	USD/CNY	7,04	6,98	7,20	7,20	7,50

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 directeuren, 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.

Voor dat 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