

Macro Weekly

Han de Jong, Chief Economist

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

Meer goed dan slecht nieuws

- ▶ **Onrust in Hongkong maakt akkoord tussen VS en China lastiger**
- ▶ **Volgens PMI's voor de eurozone heeft de verwerkende industrie het ergste gehad, maar is het vertrouwen in de dienstensector afgenomen**
- ▶ **Inflatiedruk in Duitsland neemt verder af**
- ▶ **Aziatische handelscijfers verbeteren en elektronicasector lijkt op te krabbelen**

De wereldeconomie is sinds begin 2018 afgezwakt. Maanden geleden stak de angst voor een recessie in de VS de kop op. Nu het jaar ten einde loopt, is de grote vraag voor economen en beleggers of de cyclus (ten goede) omslaat of niet.

De onrust in Hongkong is niet bevorderlijk. De economie van Hongkong is niet heel belangrijk voor de wereldeconomie, maar de gebeurtenissen zijn wel van invloed op de besprekingen tussen de VS en China. Een bestand in de handelsoorlog is moeilijker geworden omdat de VS de protesterende partijen steunt. Een voortzetting van de impasse, laat staan de invoering van nieuwe heffingen, zou een negatief effect op de wereldeconomie hebben.

Lagere hypotheekrente VS helpt de woningmarkt

Een van de zaken die dit jaar zijn veranderd, is het beleid van de Fed. In plaats van de rente te verhogen, zoals de Fed vorig jaar december verwachtte, heeft de Amerikaanse centrale bank de rente dit jaar drie keer verlaagd. Het duurt even voordat het monetaire beleid doorwerkt in de economie, maar dit proces begint wel direct.

VS: in aanbouw genomen woningen

X 1.000, 3-maands voortschrijdend gemiddelde



Bron: Bloomberg

De rente voor hypotheek met een rentevaste periode van 30 jaar is in de afgelopen 12 maanden met een vol procentpunt gedaald en de woningmarkt heeft hier snel op gereageerd. Ten opzichte van eerder dit jaar zijn er meer woningen in aanbouw genomen. In oktober was het aantal 8,5% j-o-j hoger. Dit is de sterkste toename sinds augustus 2018. Dit cijfer bereikte in februari het laagtepunt voor deze conjunctuurencyclus: -10,9%. Het nieuwste cijfer betekent een sterke omslag.

Intussen neemt de kracht van de Amerikaanse arbeidsmarkt af. Het aantal nieuwe aanvragen voor een werkloosheidsuitkering lag in de afgelopen twee weken met 227.000 boven het gemiddelde voor dit jaar. Deze cijferreeks is uiteraard volatiel, maar het is sinds 2017 niet voorgekomen dat dit cijfer langere tijd boven 227.000 lag. Wij gaan uit van een verdere vertraging van de Amerikaanse economie en redelijkerwijs kan daarom worden verwacht dat in de komende kwartalen de arbeidsmarkt enigszins verslechtert. De arbeidsmarkt is echter een achterlopende indicator is.

Het ergste is achter de rug in de verwerkende industrie in de eurozone, maar niet in de dienstensector

De voorlopige PMI voor de Duitse verwerkende industrie is in november gestegen van 42,1 naar 43,8. Dit is een veel betere uitkomst dan verwacht, hoewel het cijfer nog steeds wijst op krimp. Het cijfer voor november was het hoogste in vijf maanden en de component 'nieuwe orders' bereikte het hoogste niveau sinds januari van dit jaar. Dat is allemaal goed nieuws. Ik vermoed dat dit voor een deel aan een krachtige voorraadcyclus te danken is, maar dit (of het tegendeel) is altijd moeilijk te bewijzen. Naarmate de economie vertraagde, hebben ondernemingen waarschijnlijk hun voorraden afgebouwd, waardoor de productie achterbleef bij de afzet. Dit is per definitie een tijdelijk fenomeen. Wanneer voorraadvermindering omslaat in voorraadopbouw, kunnen de productiecijfers - in ieder geval een tijdje - voor positieve verrassingen zorgen. Een PMI tussen de 40 en 45 en een daling van de industriële productie in een tempo van 4-5% per jaar lijkt altijd negatiever dan de ontwikkeling van de eindvraag zou rechtvaardigen.

Duitsland: PMI

Index, 50 is neutraal



Bron: Bloomberg

De PMI voor de dienstensector, daarentegen, is gedaald: van 51,6 naar 51,3. Wij hebben het ongebruikelijke verschil tussen de PMI's voor de dienstensector en de verwerkende industrie al eerder genoemd. Een convergentie van beide PMI's lag in de lijn der verwachting. We hebben vaak gesteld dat de PMI voor de dienstensector op een bepaald moment die voor de verwerkende industrie naar beneden zou volgen. Door de sterke verbetering van het cijfer voor de verwerkende industrie en de bescheiden daling van de graadmeter voor de dienstensector neemt het verschil tussen de twee PMI's af.

De PMI's voor Frankrijk en de eurozone laten een vergelijkbare ontwikkeling zien. Het is echter opvallend dat de cijfers voor de eurozone zwakker zijn dan die voor Duitsland en Frankrijk. De PMI voor de verwerkende industrie is in Duitsland met 1,7 punten gestegen, in Frankrijk met 0,9 punten en in de eurozone als geheel met slechts 0,7 punten. De samengestelde PMI is op maandbasis gestegen in zowel Duitsland als Frankrijk, maar is voor de eurozone als geheel gedaald. Het is niet duidelijk hoe dat met elkaar gerijmd kan worden.

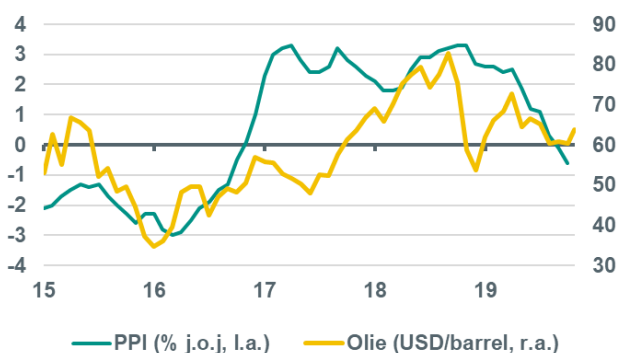
De kentekenregistraties in de eurozone stijgen op jaarbasis sterk: +9,8% j-o-j in oktober, na een stijging van 14,8% in september. Dit lijkt veel mooier dan het eigenlijk is. Het aantal kentekenregistraties stortte vorig jaar vanaf september in. De vergelijking op jaarbasis valt dus al snel beter uit omdat de vergelijkingsbasis heel laag is. Maar er zijn ook berichten dat autoproducenten weer op zoek zijn naar personeel.

Wat gebeurt er in hemelsnaam met de inflatie in de eurozone?

De kerninflatie in de eurozone beweegt zich al een aantal jaren rond 1%. De totale inflatie gedraagt zich volatieler, maar bedroeg in de afgelopen vijf jaar gemiddeld 0,9%. Eind vorig jaar was de totale inflatie opgelopen naar 2,3%, maar inmiddels is deze gedaald naar 0,7%. De olieprijs moet de belangrijkste verklaring zijn voor het verschil tussen de totale en de kerninflatie.

De Duitse PPI-cijfers, waar ik niet vaak naar kijk, bevestigen de neerwaartse trend van de totale CPI. De PPI daalde in oktober met 0,6% j-o-j. Nadere analyse leert dat hier meer achter zit dan alleen de energieprijzen. De PPI exclusief energie is gedaald van 1,3% j-o-j in april naar 0,3% in oktober. De inflatie is in de afgelopen jaren uiterst bescheiden geweest. Veel economen vragen zich dan ook af of het inflatiegedrag fundamenteel is veranderd. Als deze recente trends doorzetten, zou er een interessante situatie ontstaan voor de ECB. Iets betere groeivoorzichten, in combinatie met een verder gedaalde inflatie, maakt het leven van de ECB niet veel makkelijker.

Duitsland: PPI vs. olieprijs



Bron: Bloomberg

In haar eerste beleidstoespraak gaf ECB president Lagarde niet veel aanwijzingen over wat we kunnen verwachten. Het is wachten op haar persconferentie na de beleidsvergadering van december.

Beter nieuws over wereldhandel en technologiecyclus

De handelsconflicten zijn een belangrijke oorzaak geweest van de inkringing van de wereldhandel dit jaar. De nieuwste cijfers voor een aantal vroeg-cyclische Aziatische economieën laten echter een verbetering zien. De Taiwanese exportorders zijn gedaald met 3,5% j-o-j. Dit betekent een verbetering ten opzichte van de vorige twee maanden (-4,9% en -8,3%) en is het op een na beste cijfer van de afgelopen 12 maanden. De export van elektronica vertegenwoordigt

ongeveer 25-30% van de totale Taiwanese export en deze is duidelijk aan het herstellen. Op jaarbasis nam de export van elektronica in oktober toe met 1,7%, het eerste positieve cijfer in 12 maanden.

De elektronica-export uit Singapore daalde in oktober met 16,4% j-o-j. Dat is duidelijk geen goed cijfer, maar toch het beste in vijf maanden en de trend verbetert sinds juni.

Dit alles wijst er, naar ik denk en hoop, op dat de wereldwijde technologiecycle bezig is met een omslag. De introductie van 5G is hierbij waarschijnlijk een belangrijke factor.

Singapore: elektronica-export



Bron: Bloomberg

Taiwan: exportorders elektronica



Bron: Bloomberg

De Zuid-Koreaanse export lijkt eveneens aan de beterende hand te zijn, hoewel hier nog steeds duidelijk sprake is van een contractie. De export daalde in de eerste 20 dagen van november met 9,6% j-o-j: dit is een verbetering ten opzichte van de daling van 19,5% in oktober en is het beste cijfer sinds april.

Taiwan: exportorders



Bron: Bloomberg

Totaalbeeld

Over het geheel genomen lijkt het erop dat de wereldconjunctuur de bodem heeft bereikt. Het lijkt onwaarschijnlijk dat de conjunctuur op korte termijn sterk aantrekt, maar een akkoord tussen China en de VS, de voorraadcyclus en mogelijk enige inhaalvraag doordat de onzekerheid rond het handelsconflict afneemt, zouden voor positieve verrassingen kunnen zorgen. Iedere verbetering blijft - in ieder geval voorlopig - kwetsbaar.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren

BBP-groei (%)	2017	2018	2019e	2020e	3M interbank rente	14-11-2019	21-11-2019	+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	0,79	0,80	0,80	0,80	0,80
China	6,8	6,6	6,2	5,8						
Nederland	3,0	2,5	1,6	0,8						
Inflatie (%)	2017	2018	2019e	2020e	10j-rente	14-11-2019	21-11-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2,1	2,4	1,8	2,0	VS Treasury	1,82	1,77	1,50	1,50	1,50
Eurozone	1,5	1,7	1,1	0,9	Duitse Bund	-0,35	-0,32	-0,80	-0,80	-0,80
Japan	0,5	0,9	1,1	1,6	Japans overheidspapier	-0,07	-0,11	-0,10	-0,10	0,00
Verenigd Koninkrijk	2,7	2,5	1,9	1,8	VK gilts	0,71	0,76	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	21-11-2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	14-11-2019	21-11-2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	1,75	1,50	1,50	1,50	EUR/USD	1,10	1,11	1,12	1,12	1,15
European Central Bank	-0,50	-0,60	-0,60	-0,60	USD/JPY	108,4	108,6	104	104	100
Bank of Japan	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	GBP/USD	1,29	1,29	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	4,15	4,10	4,10	3,85	USD/CNY	7,02	7,04	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 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