

20 mei 2019

Han de Jong
Chief Economist
Tel: 020 628 4201
han.de.jong@nl.abnamro.com

Op een kruispunt

- **Verwerkende industrie kampt nog steeds met windstille**
- **Chinese cijfers voor april stellen teleur na goede cijfers voor maart**
- **Ook een aantal positieve ontwikkelingen**
- **Handelsconflict is echter een risico**

Zelden heb ik meegemaakt dat de meningen over de vooruitzichten voor de wereldconjunctuur zo sterk uiteenlopen als nu. Als ik praat met collega's en klanten en het commentaar lees, kan ik denk ik terecht concluderen dat sommigen verwachten dat de mondiale groei in de loop van het jaar gaat aantrekken. Anderen denken dat die groei rond het huidige niveau blijft steken, weer anderen van mening zijn dat er een recessie op komst is.

Het grappige hierbij is dat we allemaal naar dezelfde cijfers kijken. De huidige cijfers geven dus duidelijk geen ondubbelzinnig antwoord op de vraag welke kant het op gaat met de wereldconjunctuur. Dat is niet echt heel verrassend, want de cijfers hebben betrekking op het verleden en vertellen ons dus waar we zijn geweest en hoogstens waar we nu staan, maar niet waar we naartoe gaan. Mensen die deze cijfers extrapoleren doen dus niets meer dan het verleden op de toekomst projecteren. Vaak zal dat wel kloppen, maar het gaat fout wanneer er een keerpunt aan komt.

Je moet een 'verhaal' hebben

Om een beeld van de toekomst te schetsen, heb je een 'verhaal' nodig. En uiteraard kan iedereen zijn eigen verhaal hebben. Ik zie de economische toekomst graag als de uitkomst van een combinatie van tegenwind en rugwind. Ik heb het al vaker gehad over de belangrijkste bronnen van tegenwind in 2018: beleid gericht op schuldafbouw binnen de Chinese economie; verkrapping door de Fed, de kracht van de dollar en de mondiale verkrapping van de financiële omstandigheden; het ontstaan en escaleren van het handelsconflict; de problemen binnen de Europese auto-industrie als gevolg van 'dieselgate' en de invoering van nieuwe procedures voor emissietests; etc.

Er kan geen twijfel over bestaan dat de mondiale groei vorig jaar is vertraagd. Hoewel ik niet had verwacht dat de vertraging zo sterk zou zijn, heb ik in ieder geval wel een 'verhaal' (achteraf gezien) dat in overeenstemming is met de vertraging en verklaart wat er is gebeurd.

Voor 2019 had ik verwacht dat het grootste deel van deze tegenwind zou verdwijnen en zelfs zou omslaan in rugwind, met als resultaat een veel gunstiger bodem voor groei. En tot dusver heb ik volgens mij gelijk gekregen. De Chinese beleidsmakers zijn in de loop

van vorig jaar van tactiek veranderd. In plaats van schuldafbouw heeft nu het ondersteunen van de groei de hoogste prioriteit. Naar mijn mening bevestigen de cijfers voor de eerste maanden van dit jaar dat hun aanpak werkt. De Fed is ook van koers veranderd. Europese autofabrikanten doen er verbazend lang over om hun problemen te boven te komen. Maar vergeet niet dat de autoproductie in Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en Italië vorig jaar bijna 10% is gekrompen (terwijl die in Frankrijk verrassend genoeg licht is gegroeid). Alles beter dan een daling van 10% dit jaar betekent een verbetering. Hoe lastig is dat? Niet heel erg.

Het handelsconflict zorgt voor onverwachte risico's

Helaas is het Amerikaans-Chinese handelsconflict weer een belangrijke factor geworden. Het is moeilijk, zo niet onmogelijk, om te kwantificeren hoe sterk het conflict vorig jaar de mondiale bedrijvigheid heeft gedrukt. Ik vermoed dat het effect significant is geweest. En de hernieuwde escalatie van het conflict kan dit jaar nog veel meer schade veroorzaken. De Economist schrijft deze week dat Chinese leiders zich tijdens het conflict opvallend gedisciplineerd hebben gedragen. Veel mensen denken dat China in het conflict een kwetsbare positie heeft, omdat het een groot bilateraal handelsoverschot heeft met de VS. Maar vergeet niet dat veel Amerikaanse bedrijven omvangrijke activiteiten hebben in China. China kan het leven voor deze bedrijven heel onaangenaam maken. Dat kan grote gevolgen hebben voor de VS en voor de wereldeconomie. Misschien is dat wel het grootste risico voor de wereldeconomie: dat de Chinezen hun zelfbeheersing verliezen en er niet voor terugschrikken om de VS veel pijn te doen, zelfs als dat serieuze pijn voor China zelf oplevert.

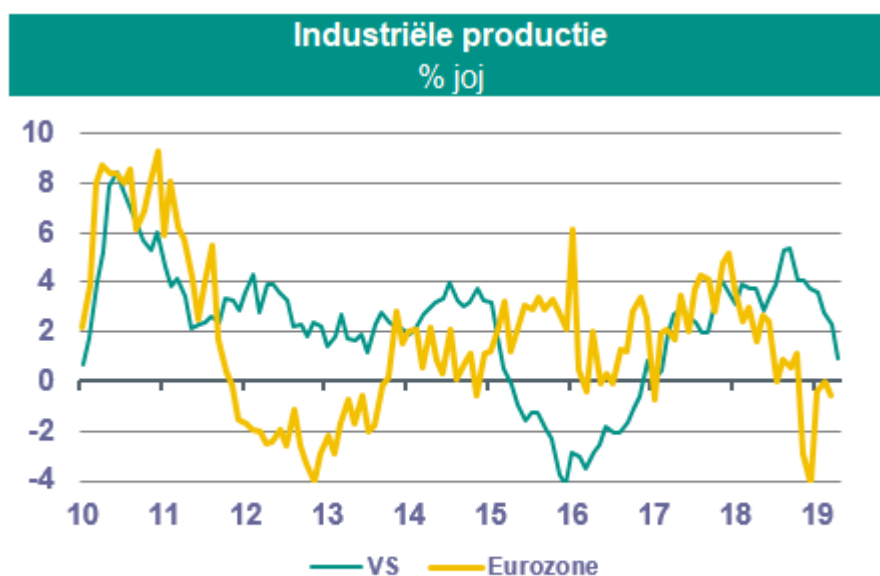
Per saldo ben ik nog steeds van mening dat het grootste deel van de tegenwind waarmee we in 2018 te maken hadden begint weg te vallen, maar tot dusver met één grote uitzondering. Als ik alles tegen elkaar afweeg, vind ik het moeilijk om te begrijpen waarom het slechter zou moeten gaan met de wereldconjunctuur. Er zijn mensen die kijken naar de Amerikaanse yield curve en daaruit concluderen dat de kans op een recessie toeneemt. Ik respecteer de yield curve als vroege indicator voor problemen, maar er zijn ook andere dingen waar we naar moeten kijken. Recessies in de VS worden niet alleen voorafgegaan door het invers worden van de yield curve, maar ook door een daling van de ondernemingswinsten (binnen de nationale rekeningen). Dat is nu niet het geval. De Amerikaanse economie belandt over het algemeen in een recessie wanneer de consumptieve bestedingen inzakken of wanneer de prijzen van beleggingen sterk dalen. Er is weinig reden om dat op korte termijn te verwachten. Amerikaanse huishoudens hebben op dit moment een heel gezonde balans, met weinig schuld, historisch lage schuldverplichtingen en een relatief hoge spaarquote. Hun vertrouwen is sterk, wat niet verrassend is.

Het verhaal van de obligatie- en de aandelenmarkt

Gisteren had ik een discussie met iemand die aanvoerde dat de obligatiemarkt een recessie voerspelt en dat de obligatiemarkt wat dit betreft altijd gelijk heeft. Ik ben het ermee eens dat wanneer de obligatiemarkt en de Fed het niet met elkaar eens zijn, de obligatiemarkt over het algemeen gelijk lijkt te hebben. Maar niet altijd. Hoewel de obligatiemarkt misschien aangeeft dat er een recessie aankomt, doet de aandelenmarkt dat zeker niet. Verre van dat. Een vuistregel is dat obligatiebeleggers beter zijn in het

herkennen van een naderende recessie dan aandelenbeleggers, maar dat aandelenbeleggers een herstel eerder zien aankomen. Op wie wil je nu dus je geld inzetten? Op de verontruste obligatiebelegger of op de optimistische aandelenbelegger? Gegeven dat de inflatie opvallend en hardnekkig laag is, zou ik heel voorzichtig zijn met het interpreteren van wat de obligatiemarkt eigenlijk zegt.

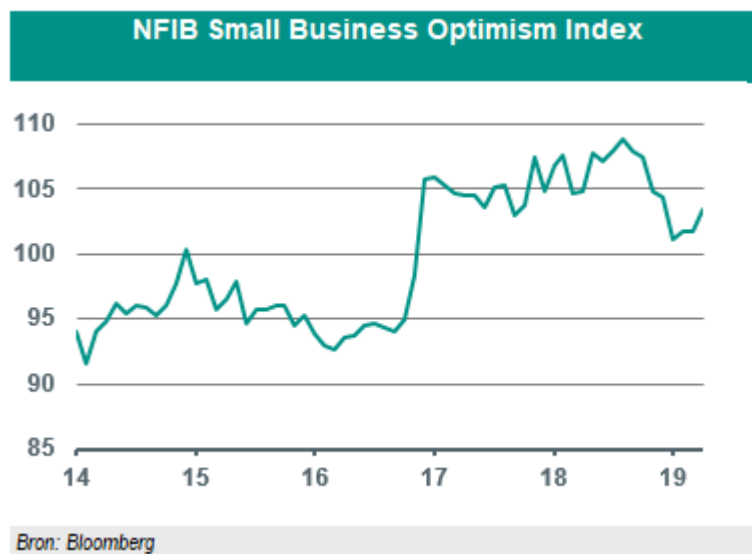
Mijn 'verhaal' is niet echt veranderd, behalve dat het handelsconflict weer een negatieve factor is geworden. Toch denk ik dat de tegenwind over het geheel genomen afneemt en dit zou betere voorwaarden moeten opleveren voor de mondiale groei. Het volgende is dat we moeten afwachten of de cijfers mijn verhaal gaan bevestigen of onderuithalen. Als de cijfers consequent mijn 'verhaal' tegenspreken, moet ik overwegen om mijn 'verhaal' aan te passen. Dat zal nooit 100% zwart-wit zijn. En wanneer dat wel zo is, is dat volledig door de markten verdisconteerd.



Source: Bloomberg

Verwerkende industrie kampt nog steeds met windstilte

De verwerkende industrie heeft zich de afgelopen kwartalen zeer zwak ontwikkeld en daar komt nog geen verandering in. Het verschil tussen de verwerkende industrie en de dienstensector is groot. Uit recente Amerikaanse cijfers blijkt dat de industriële productie en de productie binnen de verwerkende industrie in april beide met 0,5% m-o-m zijn afgenomen. De productie in de verwerkende industrie vertoont nu een daling op jaarbasis, al is het een marginale. De industriële productie in de eurozone doet het niet veel beter. Deze nam in maart met 0,3% m-o-m af en is op jaarbasis met 0,6% gedaald. De zwakke ontwikkeling binnen de verwerkende industrie is volledig in overeenstemming met de moeizame ontwikkeling van de wereldhandel en zou ook verband kunnen houden met de voorraadcyclus. Dat laatste zou uiteraard tijdelijk zijn. Wil mijn verhaal uitkomen, dan moeten deze cijfers in de komende paar maanden gaan verbeteren.



De eerste indicatoren voor het ondernemersvertrouwen in de VS in mei zijn beter

De cijfers voor het ondernemersvertrouwen die de afgelopen tijd in de VS bekend zijn gemaakt schetsen een positiever beeld. Het vertrouwen onder kleine en middelgrote bedrijven, zoals weergegeven door de index van de National Federation of Independent Business, is in mei verbeterd van 101,8 naar 103,5. Deze index was tussen augustus vorig jaar en januari van dit jaar in een rechte lijn gedaald, maar loopt nu al vier maanden achter elkaar op. De Empire State index, die het ondernemersvertrouwen in de staat New York weergeeft, is verbeterd van 10,1 in april naar 17,8 in mei. De vergelijkbare maatstaf voor de regio van de Fed in Philadelphia, de Philly Fed index, is opgelopen van 8,5 in april naar 16,6 in mei. Geen van beide indices bevindt zich historisch gezien op een opmerkelijk niveau, maar de verbetering van beide graadmeters is consequent (en ik wil hier bescheiden aan toevoegen: ondersteunt mijn 'verhaal').

In de eurozone zijn de afgelopen dagen weinig economische cijfers bekendgemaakt. Naast de cijfers voor de industriële productie, werd de ZEW-index voor mei gepubliceerd. Deze index geeft het vertrouwen onder analisten weer. De index voor de eurozone is, na een stijging in de vier voorgaande maanden, gedaald van 4,5 naar -1,6. De kans is denk ik groot dat de uitkomst van de enquête sterk is beïnvloed door de onverwachte opleving van het Amerikaans-Chinese handelsconflict. Dezelfde index voor Duitsland is ook gedaald (van 3,1 naar -2,1), maar een interessant gegeven is dat de ZEW-index voor Duitsland die niet de 'verwachtingen' maar de 'actuele toestand' weergeeft juist is verbeterd, van 5,5 naar 8,2. Dit is de eerste verbetering na een maandenlange daling.

Het Duitse BBP is in het eerste kwartaal gegroeid met 0,4% k-o-k. Dit is in lijn met de verwachtingen, hoewel deze verwachtingen beïnvloed waren door meevallende BBP-cijfers elders. Het is interessant dat de BBP-groei in de VS, China en de eurozone in het eerste kwartaal de oorspronkelijke verwachtingen heeft overtroffen en hoger was dan in het voorgaande kwartaal. In alle gevallen spelen er incidentele factoren die de cijfers flatteren, maar het is beter om positieve verrassingen te hebben dan negatieve, wat de achterliggende oorzaak ook is.



Bron: Bloomberg

De Chinese economische cijfers voor april stelden teleur. De industriële productie groeide met 5,4% j-o-j. Dit is de laagste groei in vele jaren. Dit leverde vrij veel negatief commentaar op. We moeten echter bedenken dat de groei in maart 8,5% bedroeg - het hoogste cijfer in bijna vijf jaar. Als je het gemiddelde van deze twee maanden neemt, is de groei nog steeds aanzienlijk hoger dan we in de afgelopen jaren hebben gezien. Iets vergelijkbaars, maar misschien in minder duidelijke vorm, geldt voor de groei van de detailhandelsomzet. Deze vertraagde van 8,7% j-o-j in maart naar 7,2%.



Source: Bloomberg

De afgelopen dagen heb ik me wat verder verdiept in de Chinese PMI-cijfers. Wat ik interessant vond is de beoordeling van de export- en importorders. Uit beide cijfers komt een aanzienlijke verslechtering in de loop van 2018 naar voren. Dit is in overeenstemming

met wat er lijkt te zijn gebeurd met de wereldeconomie en in het bijzonder met de wereldhandel. Maar deze beide Chinese PMI-cijfers laten ook zien dat beide reeksen zich herstellen. Naar mijn mening rechtvaardigt dit een voorzichtig optimistische visie, zeker in de zin dat het ergste van de mondiale vertraging achter de rug lijkt.

Geen reden om mijn 'verhaal' aan te passen

Al met al zie ik weinig reden voor het aanpassen van mijn 'verhaal' dat de wereldeconomie dit jaar waarschijnlijk blijft groeien en dat het groeitempo waarschijnlijk iets gaat versnellen. Let wel, ik zeg niet dat we een spectaculaire groei gaan zien. Het handelsconflict is een risico, maar het evenwicht tussen tegenwind en rugwind begint in positieve zin te veranderen, ondanks de ongelukkige wending van het handelsconflict tot dusver.

BBP-groei (%)	2017	2018	2019e	2020e	3M interbank rente	09/05/2019	16/05/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.2	2.9	2.3	1.9	Verenigde Staten	2.54	2.53	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	0.81	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	09/05/2019	16/05/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.1	2.4	1.6	2.0	VS Treasury	2.46	2.41	2.60	2.60	2.50
Eurozone	1.5	1.7	1.2	1.2	Duitse Bund	-0.05	-0.09	0.10	0.20	0.50
Japan	0.5	0.9	1.1	1.6	Euro swap rente	0.48	0.45	0.70	0.80	1.10
Verenigd Koninkrijk	2.7	2.5	1.4	1.8	Japans overheidschapier	-0.05	-0.06	0.10	0.10	0.30
China	1.6	2.1	2.5	2.5	VK gilts	1.12	1.08	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	16/05/2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	09/05/2019	16/05/2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2.50	2.50	2.50	2.50	EUR/USD	1.12	1.12	1.13	1.16	1.25
European Central Bank	-0.40	-0.40	-0.40	-0.30	USD/JPY	109.8	109.9	110	108	105
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.30	1.28	1.33	1.35	1.45
Bank of England	0.75	0.75	0.75	1.00	EUR/GBP	0.86	0.87	0.85	0.86	0.86
People's Bank of China	4.35	4.35	4.35	4.35	USD/CNY	6.83	6.88	6.60	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 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 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