

14 januari 2019

Han de Jong
Chief Economist

Tel: 020 628 4201

 han.de.jong@nl.abnamro.com

Hoe pakt de optelsom uit?

- **Gele hesjes en auto-industrie remmen Europese economie**
- **Recent heel slechte cijfers moet men niet extrapoleren**
- **Minder cijfers in VS, maar wel reageren huishoudens op lagere hypotheek-rente**
- **In Chinese handelscijfers is zwakke invoer uit VS het meest opmerkelijk**

De macrocijfers voor de eurozone tonen nog steeds tekenen van zwakte. De index van de Europese Commissie voor het economisch sentiment is verder gedaald, van 109,5 in november naar 107,3 in december. Dit was de twaalfde maand op rij dat de index daalde, maar toch ligt deze nog steeds ruim boven het langetermijngemiddelde.

Eurozone: economisch sentiment



Bron: Bloomberg

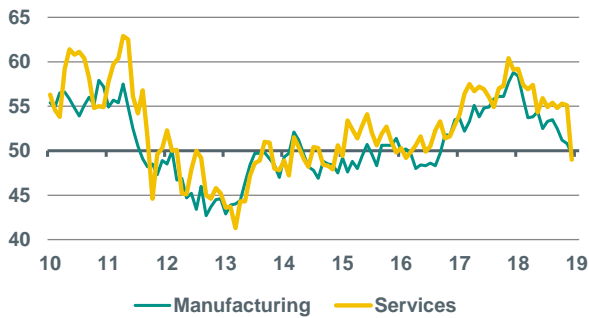
De twee grootste economieën van de eurozone worstelen met factoren die als tijdelijk kunnen worden beschouwd. Zo wordt de Franse economie danig ontwricht door de acties van de 'gele hesjes'. Illustratief in dit verband is de PMI voor de dienstensector in Frankrijk: deze is gezakt van een heel fraaie 55,1 in november naar 49,0 in december. Een heel forse daling, die de samengestelde PMI naar beneden heeft getrokken. De PMI voor de verwerkende industrie is ook gedaald, maar veel minder.

Duitsland kampt met problemen in de auto-industrie. Voor een deel hebben deze te maken met de nieuwe methode om de CO₂-uitstoot te meten, maar ze kunnen ook fundamenteeler van aard zijn. De cijfers voor de Duitse industrie over november waren slecht. De orders waren 1,0% m-o-m en 4,3% j-o-j lager (-3,0% in oktober). Mogelijk schetsen deze cijfers een te negatief beeld. De zwakke orders van het Franse Airbus hadden namelijk een behoorlijke impact, want de overige orders waren helemaal niet zo slecht. Dat neemt niet

weg dat de industriële productie in november zwak was: -1,9% m-o-m en -4,7% j-o-j (+0,5% in oktober). De Duitse auto-industrie had het ook in december moeilijk: die maand werden er slechts 296.000 nieuwe auto's geproduceerd, een daling van 18% j-o-j. Deze cijferreeks is echter van nature heel volatiel.

Frankrijk: PMI

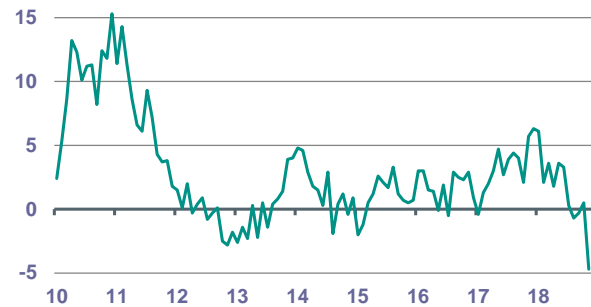
Index, 50 = neutraal



Bron: Thomson Reuters Datastream

Duitsland: industriële productie

% j-o-j



Bron: Bloomberg

Wel of geen recessie?

De Franse PMI's en de cijfers voor de Duitse industrie roepen de vraag op of de eurozone afstevent op een recessie (of mogelijk daarin al is beland). Ik denk van niet, zij het met het voorbehoud dat bijzondere factoren (de ontwrichting in Frankrijk en mogelijk het brexit-proces) een serieuze bedreiging kunnen vormen. Ik denk dat de economie van de eurozone op zich fundamenteel in orde is en dat de recente zwakke cijfers de problemen te sterk uitvergrooten: specifieke maar vermoedelijk tijdelijke factoren zijn momenteel aan het werk. Bovendien lijkt de Amerikaanse economie nog steeds vrij krachtig te zijn en nemen de Chinese beleidsmakers een reeks maatregelen om de economische bedrijvigheid te stimuleren. De recente trends moeten volgens mij dan ook niet worden geëxtrapoleerd. Niettemin hebben we naar aanleiding van de recente zwakke cijfers onze groeiramingen voor dit jaar naar beneden bijgesteld.

Minder cijfers in VS na shutdown; huishoudens reageren op lagere hypotheekrente

De sluiting van niet-essentiële overheidsdiensten (*shutdown*) treft zo'n 800.000 ambtenaren, onder wie de statistici van het Bureau of Economic Analysis. Hierdoor is de cijferstroom uit de VS geslonken. Voor elders werkzame statistici (bij de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve), het Bureau of Labour Statistics en particuliere bureaus die gegevens verzamelen) heeft de shutdown geen gevolgen. Zij werken gewoon door, zodat er nog steeds cijfers verschijnen. Tot de vorige week gepubliceerde cijfers behoren de ISM voor de niet-verwerkende industrie. Deze is teruggelopen van 60,7 in november naar 57,6 in december. Dit is een flinke terugval, maar het niveau is nog steeds heel behoorlijk. Het ondernemersvertrouwen in het mkb is iets afgenomen (van 104,8 in november naar 104,4 december), maar is nog steeds robuust. Het meest interessante Amerikaanse cijfer van vorige week was wellicht het aantal hypotheekaanvragen. Dit cijfer wordt wekelijks gepubliceerd en kan sterk schommelen. In de week eindigend per 4 januari stegen de aanvragen voor een hypotheek met 23,5%, na een daling van 8,5% in de voorgaande week. Deze cijfers zijn mogelijk beïnvloed door kalendereffecten. Opmerkelijk is dat de stijging van vorige week vooral te danken was aan overgesloten

hypotheken. Naar historische maatstaven is de sterke toename nog altijd bescheiden, maar het duidt er wel op dat huishoudens gevoelig zijn voor de lagere hypotheekrente. Hierdoor verbetert hun financiële positie. En dat is helemaal niet verkeerd.

VS: hypotheekaanvragen - oversluitingen



Bron: Bloomberg

De Fed is klaar

De communicatie van de Federal Reserve (Fed) is, los van de macro-economische cijfers, in de afgelopen weken opmerkelijk geweest. De toon is duidelijk milder geworden: de Fed zegt geduldig te kunnen zijn. En geduld vinden we in de huidige omstandigheden een goede deugd. We zijn dan ook tot de conclusie gekomen dat de door ons voor maart voorziene renteverhoging er waarschijnlijk niet meer komt. Omdat we verwachten dat de groei van de Amerikaanse economie in de loop van het jaar vertraagt, denken we nu dat de rente in 2019 helemaal niet wordt verhoogd. De Fed is klaar.

Is de vertraging in Europa in 2018 de uitkomst van een optelsom?

In 2017 groeide de wereldeconomie verrassend sterk, maar 2018 was met de vertragende groei een teleurstellend jaar. Zoals ik hier met enige regelmaat heb gezegd, kan ik nog steeds niet goed de vinger op de pols leggen. Als ik onze groeiprognoses van begin 2018 vergelijk met onze huidige verwachtingen, dan zie ik het meest teleurstellende verschil in Europa. Uit een nadere analyse van de cijfers blijkt dat de internationale handel de grootste negatieve bijdrage aan de groei van de eurozone heeft geleverd en dat de binnenlandse vraag vrij robuust is gebleven. Analyse van de handelscijfers leert vervolgens dat vooral de handel met Azië zwak was. Het zou dan niet meer dan logisch zijn als de totale groeicijfers voor Azië ook fors zouden tegenvallen. Dat is echter op de een of andere manier niet het geval.

Chinese handelscijfers doen vermoeden dat Trump zich in de voet schiet

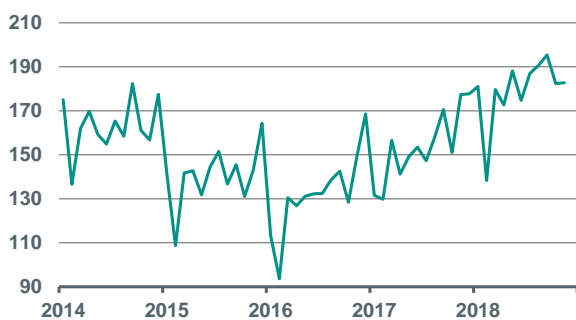
Een van de grootste problemen is volgens mij dat de cijfers voor de grootste economie van Azië mogelijk geen goed beeld van de bewegingen van de conjunctuurcyclus op de korte termijn geven. Ik denk dat de Chinese beleidsmaatregelen om de schuldenlast in de nationale economie te verminderen, de groei hebben vertraagd. Dat ligt ook in de lijn der verwachting. Misschien is het effect zelfs iets sterker geweest dan waarop de autoriteiten rekenden. Daarnaast heeft het handelsconflict het vertrouwen aangetast en mogelijk ook de handelsstromen beïnvloed. De handelscijfers voor China blijven niettemin verbazingwekkend goed. Ik kijk graag naar de handelscijfers omdat deze het best de

rechtstreekse relatie tussen verschillende economieën laten zien. De Chinese cijfers op dit gebied zijn naar mijn mening heel betrouwbaar. In 2015 en 2016 was de groei van de Chinese invoer zwak, maar in 2017 bedroeg de nominale stijging in USD 16,8% en in de eerste elf maanden van 2018 steeg de invoer met 18,8%. Overigens was de stijging in november slechts 3%, maar dit kan te maken hebben met basiseffecten.

Een verrassend element in de Chinese handelscijfers is dat de invoer uit de VS in de loop van het jaar is afgenomen, in tegenstelling tot de invoer uit andere landen. De invoer uit de VS was, overigens mede door basiseffecten, in november 25% (!) j-o-j lager. De invoer uit Duitsland bleef veel beter op peil en ook de invoer uit andere landen zoals Japan vertoonde geen tekenen van zwakte. Deze cijfers bieden geen verklaring voor de teleurstellende ontwikkeling van de economie van de eurozone. Wat ze wel duidelijk maken, is dat Trump zich met zijn handelsoorlog in de voet lijkt te schieten.

China: invoer

In USD mld



Bron: Bloomberg

China: invoer

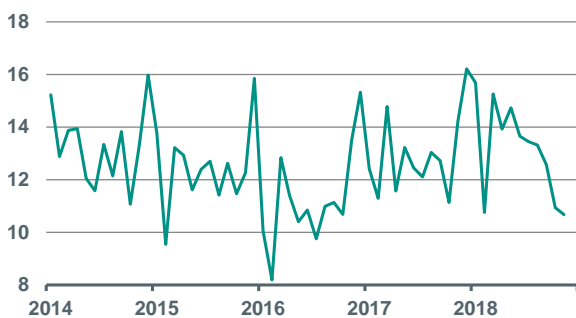
% j-o-j



Bron: Bloomberg

China: invoer uit VS

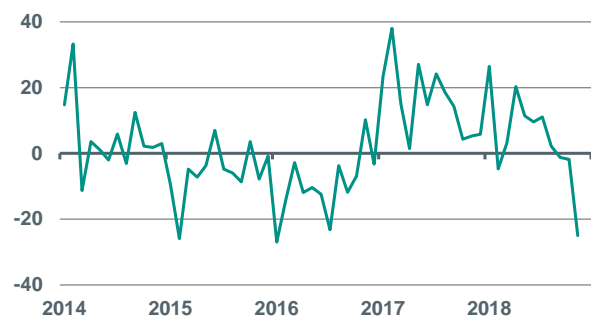
In USD mld



Bron: Bloomberg

China: invoer uit VS

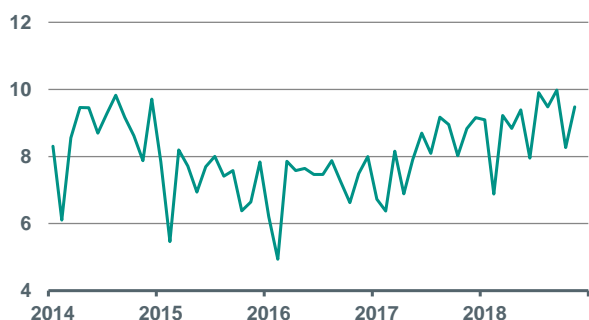
In USD, % j-o-j



Bron: Bloomberg

China: invoer uit Duitsland

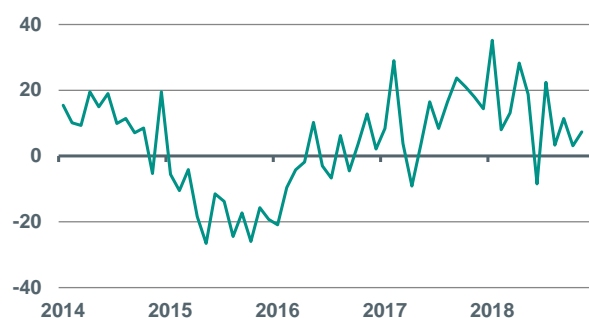
In USD mld



Bron: Bloomberg

China: invoer uit Duitsland

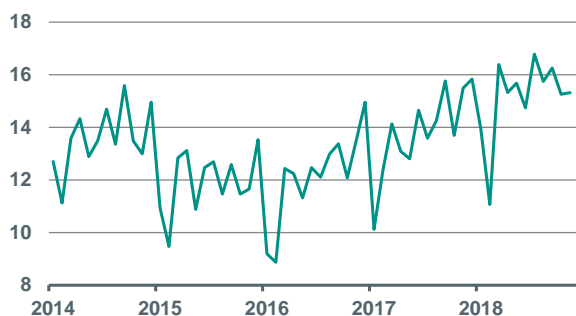
In USD, % j-o-j



Bron: Bloomberg

China: invoer uit Japan

In USD mld



Bron: Bloomberg

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren

BBP-groei (%)	2017	2018e	2019e	2020e	3M interbank rente	3-1-2019	10-1-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.2	3.0	2.7	1.7	Verenigde Staten	2.80	2.80	2.90	2.80	2.70
Eurozone	2.5	1.9	1.4	1.3	Eurozone	-0.31	-0.31	-0.33	-0.33	-0.05
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	1.7	1.9	Verenigd Koninkrijk	0.91	0.90	0.80	1.20	1.45
China	6.9	6.6	6.3	6.0						
Nederland	3.0	2.6	2.0	1.7						
Wereld	3.8	3.7	3.5	3.3						
Inflatie (%)	2017	2018e	2019e	2020e	10j-rente	3-1-2019	10-1-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.1	2.4	1.6	2.0	VS Treasury	2.55	2.73	3.10	2.70	2.60
Eurozone	1.5	1.8	1.2	1.5	Duitse Bund	0.15	0.20	0.30	0.50	0.80
Japan	0.5	1.0	1.1	1.6	Euro swap rente	0.76	0.82	1.10	1.25	
Verenigd Koninkrijk	2.7	2.4	1.4	1.8	Japans overheidspapier	0.00	0.03	0.00	0.30	0.50
China	2.1	2.2	2.5	2.5	VK gilts	1.20	1.28	1.50	1.80	2.10
Nederland	1.3	1.6	2.7	1.8						
Wereld	3.0	3.6	3.9	3.3						
Beleidsrente	10-1-2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	3-1-2019	10-1-2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2.50	2.75	2.75	2.75	EUR/USD	1.14	1.15	1.17	1.25	1.30
European Central Bank	-0.40	-0.40	-0.40	-0.20	USD/JPY	107.7	108.4	111	105	100
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.26	1.28	1.36	1.45	1.50
Bank of England	0.75	0.75	1.00	1.25	EUR/GBP	0.90	0.90	0.86	0.86	0.87
People's Bank of China	4.35	4.35	4.35	4.35	USD/CNY	6.87	6.79	6.85	6.70	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 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 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