

21 januari 2019

Han de Jong
Chief Economist

 Tel.: 020 628 42 4201
 han.de.jong@nl.abnamro.com

In voor- en tegenspoed

- **Duitsland ontsnapt aan recessie; dat is niet verkeerd**
- **Erg slechte Chinese handelscijfers**
- **Woningcijfers en hypotheekrenten in VS reageren op lagere hypotheekrente**
- **Fed heeft geduld**
- **Brexit is puinhoop**
- **Licht aan het eind van de tunnel voor het handelsconflict**

Volgens voorlopige cijfers is de Duitse economie vorig jaar met een bescheiden 1,5% gegroeid, na een groei van 2,2% in 2017. Er is nog geen apart cijfer voor het vierde kwartaal gepubliceerd, maar het lijkt erop dat de Duitse economie is opgeveerd na de krimp van 0,2% k-o-k in het derde kwartaal. Mijn collega Aline Schuiling [heeft berekend](#) dat de groei in het vierde kwartaal mogelijk 0,3% heeft bedragen. Zelfs als dit iets lager uitkomt, vind ik dat nog steeds heel behoorlijk. Ik heb al eerder de inzinking van de autoproduktie in Europa en in Duitsland in het bijzonder aangestipt. Volgens cijfers van de VDA (de Duitse vereniging van autofabrikanten) werden er het vierde kwartaal op jaarbasis bijna 13% minder auto's geproduceerd. Dit cijfer is weliswaar niet gecorrigeerd voor seizoensinvloeden of het aantal werkdagen, maar dat neemt niet weg dat de autoproduktiecijfers er slecht uitzien. Dat de economie als geheel toch is gegroeid, wijst erop dat andere delen van de economie het redelijk goed doen.

Duitsland: autoproduktie

X 1.000, 12-maands voortschrijdend gemiddelde



Bron: Bloomberg

De cijfers voor de Duitse autoproduktie lijken zo slecht dat je je niet aan de indruk kunt onttrekken dat de neergang die uit de cijfers naar voren komt, een te somber beeld van de onderliggende ontwikkeling geeft. De vraag naar Duitse auto's is toch niet definitief ingestort? Het is dus tijd om op zoek te gaan naar tekenen van verbetering. Een van de

onderdelen van de maandelijkse Ifo-enquête naar het ondernemersvertrouwen is de inschatting van de orderontvangst in de auto-industrie. Het meest recente cijfer (december) is het hoogste in zes maanden. Biedt dit een glimp van hoop? Ik denk het wel, maar ik wil dat dan ook heel graag... Omdat zoveel commentatoren op dit moment pessimistisch zijn, neemt de kans op een positieve verrassing volgens mij snel toe.

Duitsland: Ifo - inschatting van nieuwe orders in auto-industrie



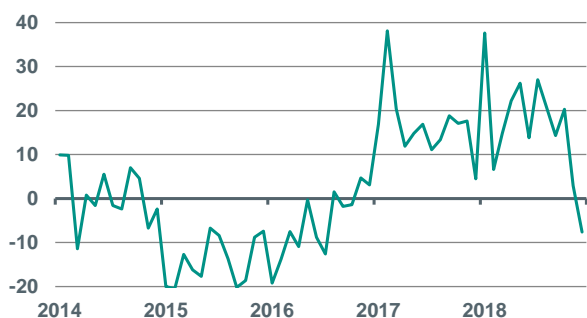
Bron: Bloomberg

Erg slechte Chinese handelscijfers geven mogelijk geen goed beeld

De Chinese handelscijfers zijn in december duidelijk verslechterd. Vorige week had ik het over de Chinese handel en liet toen zien dat de invoer het grootste deel van 2018 in het algemeen verder is gegroeid en dat de Chinese invoer vanuit Duitsland in november op jaarbasis nog steeds een stijging liet zien. Dat is in december allemaal veranderd en ik laat opnieuw enkele grafieken zien die ik vorige week heb gebruikt (alleen zien ze er nu slechter uit). De waarde van de Chinese invoer in USD is in december afgenomen met 7,6% j-o-j. Dit is het eerste negatieve cijfer sinds medio 2016. Hierbij moeten we wel bedenken dat dit cijfer waardes betreft en dat de daling van de prijs van olie en andere grondstoffen hierbij een rol speelt. Ook kunnen er basis- en valuta-effecten meespelen. Bovendien hebben Chinese importeurs mogelijk geprobeerd om de invoerheffingen voor Amerikaanse producten vóór te zijn, wat de cijfers kan hebben opgedreven in de periode dat dat gebeurde, maar wat onvermijdelijk tot een daling leidt wanneer dit voorbij is. Een dergelijke daling is echter tijdelijk en schetst een te negatief beeld van de onderliggende ontwikkelingen. Verder dient een groot deel van de Chinese invoer als input voor exportproducten. Een vertraging van de uitvoer vertaalt zich dus in een vertraging van de invoer en duidt niet per se op een tragere groei van de binnenlandse economie.

China: invoer

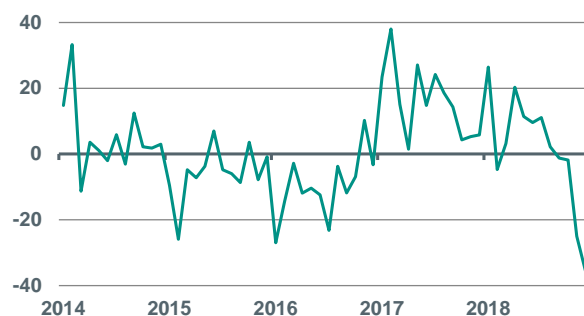
In USD, % j-o-j



Bron: Bloomberg

China: invoer vanuit VS

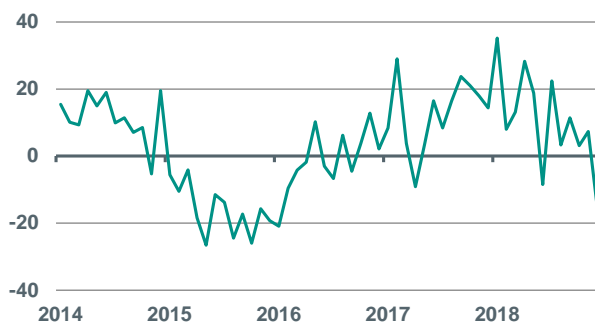
In USD, % j-o-j



Bron: Bloomberg

China: invoer vanuit Duitsland

In USD, % j-o-j



Bron: Bloomberg

Los van al deze kanttekeningen, waren de cijfers voor december zwak en moeten deze in ieder geval voor een deel worden toegeschreven aan de groeivertraging van China of de handelsoorlog. Waarschijnlijk is het een beetje van allebei. Toch ben ik, naarmate ik langer naar deze cijfers kijk, steeds meer geneigd om te denken dat de vertraging wordt overdreven. De stijging van de waarde van de invoer heeft een vrije val gemaakt van +20,3% j-o-j in oktober naar -7,6% in december. Het is heel onwaarschijnlijk dat de daadwerkelijke bedrijvigheid zo drastisch is ingestort. Ik zie dan ook een glimp van hoop: omdat zoveel commentatoren op dit moment pessimistisch zijn, neemt de kans op een positieve verrassing volgens mij snel toe.

Wisselende cijfers VS terwijl woningmarkt reageert op lagere hypotheekrente

Er komen minder cijfers uit de VS als gevolg van de stillegging van overheidsdiensten (*shutdown*), waardoor de statistici van het Bureau of Economic Analysis thuis zitten. Uit de cijfers die de afgelopen tijd wel zijn gepubliceerd in de VS, komt een duidelijke boodschap naar voren: de economische groei is over de top heen, maar stort niet in, terwijl de woning- en hypotheeksector reageert op de daling van de hypotheekrente. Op dit moment worden de uitkomsten van de eerste regionale enquêtes onder ondernemers voor januari bekendgemaakt. De Empire State index (staat New York) is gedaald van 11,5 naar 3,5. Dit is de tweede forse daling op maandbasis. De index bewoog het grootste deel van 2018 rond 20, terwijl het gemiddelde sinds 2002 8,8 bedraagt. Het is niet duidelijk of en in

hoeverre de stand van deze index beïnvloed is door de *shutdown*. Hoe dan ook, de cijfers wijzen erop dat de groei afzwakt. De Philly Fed index voor het ondernemersvertrouwen, daarentegen, is in januari verbeterd: naar 17, tegenover 9,1 in december. De trend van deze index blijft echter negatief.

Vorige week schreef ik dat het aantal overgesloten hypotheeksterk was toegenomen. De US Mortgage Bankers Association publiceert wekelijks cijfers. De door deze vereniging gepubliceerde index voor hypotheekaanvragen steeg afgelopen week met 13,5%, na een toename van 23,5% in de week daarvoor. Ik weet niet of hierbij veranderingen op het gebied van regelgeving of de fiscaliteit een rol spelen, maar mij lijkt het dat de vraag naar hypotheeksterk reageert op de hypotheekrente. De rente voor een hypotheek van 30 jaar is sinds november met ongeveer 50 basispunten gedaald, in lijn met de daling van de rente op Amerikaanse staatsobligaties. Het was daarom goed om te zien dat de vertrouwensindex voor woningbouwers, die een aantal maanden was gedaald, in januari ook verbeterde. Dit kan een teken zijn dat de huizensector reageert op een daling van de leenkosten. Het ligt voor de hand dat de Amerikaanse economie in de loop van het jaar vertraagt, doordat de investeringsuitgaven afnemen en de begrotingsstimulans uitgewerkt raakt. Omdat de woningsector nu lijkt op te leven, is er volgens mij meer dan een glimp van hoop dat de vertraging niet al te fors zal zijn. Omdat zoveel commentatoren op dit moment pessimistisch zijn, neemt de kans op een positieve verrassing volgens mij snel toe.

Fed-haviken worden duiven

Ik heb dit al eens eerder gezegd, maar de toon van Fed-functionarissen wordt vriendelijker. Esther George, President van de Kansas City Fed, staat bekend als een van de meest agressieve leden van het FOMC, het beleidscomité van de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve). In de afgelopen dagen heeft zij gezegd dat de Fed geduldig kan zijn. De Fed kan een afwachtende houding aan te nemen, omdat de inflatie heel bescheiden is. Zoals mijn collega Bill Diviney heeft [opgemerkt](#), is Mw George nog veel verder gegaan in een interview met de Wall Street Journal. Hierin gaf zij aan dat de Fed haar beleid van balansverkorting mogelijk gaat heroverwegen. Dit beleid staat nu in feite op de automatische piloot. Onze conclusie is dat we gelijk hadden toen we de renteverhoging waarmee wij rekening hielden voor maart, schrapten. Wij hebben dan ook vertrouwen in onze visie dat de Fed de rente dit jaar onveranderd laat.

De brexit-puinhoop

Ik moet toegeven dat ik met plezier heb gekeken naar de stemprocedure over de brexit en over premier May in het Britse Lagerhuis. Dat betekent niet dat ik een duidelijk idee heb over hoe dit gaat aflopen. Wij zijn van mening dat een brexit zonder deal voor zo veel parlementsleden onaanvaardbaar is dat deze als optie van tafel verdwijnt. Naar onze mening is nu een tweede referendum, met als uitkomst dat het Verenigd Koninkrijk in de EU blijft, veel waarschijnlijker geworden. Maar alles is mogelijk.

Hoop met betrekking tot het Amerikaans-Chinese handelsconflict

China heeft aangekondigd dat bij de volgende ronde handelsgesprekken de vicepremier van het land de Chinese delegatie leidt. Dat moet een goed teken zijn. Hoger geplaatste personen komen over het algemeen alleen opdagen als hun ondergeschikten voldoende voortgang hebben geboekt. Ik denk ook dat beide partijen zich bewust zijn van het risico

dat hun economie bij een verdere escalatie van het conflict grote schade oploopt. De Amerikaanse president Trump denkt inmiddels waarschijnlijk aan de verkiezingen van volgend jaar. Het laatste wat hij nodig heeft, is een economie die in zwaar weer verkeert of een aandelenmarkt die langdurig daalt. De beste manier om deze risico's te verminderen is een handelsakkoord te sluiten. Hij is een meester in het verkopen van een akkoord als een overwinning, dus het doet er echt niet toe wat dat akkoord inhoudt. Volgens een artikel in de Wall Street Journal zou de Amerikaanse minister van financiën, Steve Mnuchin, bereid zijn om de invoerheffingen op producten uit China terug te draaien (dit bericht is niet bevestigd). Dit kan ook een positief signaal zijn.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren										
BBP-groei (%)	2017	2018e	2019e	2020e	3M interbank rente	10-1-2019	17-1-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.2	3.0	2.7	1.7	Verenigde Staten	2.80	2.78	2.75	2.70	2.60
Eurozone	2.5	1.8	1.1	1.3	Eurozone	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-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	0.92	0.93	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	3.6	3.4	3.3						
Inflatie (%)	2017	2018e	2019e	2020e	10j-rente	10-1-2019	17-1-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.4	2.4	1.6	2.0	VS Treasury	2.73	2.75	3.10	2.70	2.60
Eurozone	1.5	1.7	1.0	1.3	Duitse Bund	0.20	0.24	0.30	0.50	0.80
Japan	0.9	1.0	1.1	1.6	Euro swap rente	0.82	0.80	1.10	1.25	
Verenigd Koninkrijk	2.5	2.4	1.4	1.8	Japans overheidspapier	0.03	0.01	0.00	0.30	0.50
China	2.1	2.1	2.5	2.5	VK gilts	1.28	1.34	1.50	1.80	2.10
Nederland	1.6	1.6	2.7	1.8						
Wereld	3.0	3.6	3.9	3.3						
Beleidsrente	17-1-2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	10-1-2019	17-1-2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2.50	2.50	2.50	2.50	EUR/USD	1.15	1.14	1.17	1.25	1.30
European Central Bank	-0.40	-0.40	-0.40	-0.20	USD/JPY	108.4	109.2	111	105	100
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.28	1.29	1.36	1.45	1.50
Bank of England	0.75	0.75	1.00	1.25	EUR/GBP	0.90	0.88	0.86	0.86	0.87
People's Bank of China	4.35	4.35	4.35	4.35	USD/CNY	6.79	6.78	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 hierboven 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