

28 januari 2019

Han de Jong
Chief Economist

Tel: 020 628 4201

 han.de.jong@nl.abnamro.com

Hard bewijs vraagt om oordeel

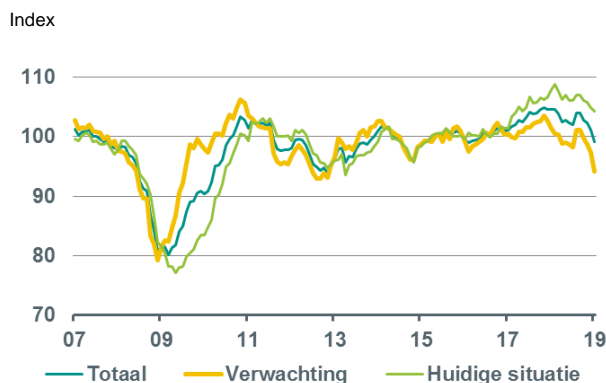
- **Recente gegevens duiden op verder inzakkende wereldhandel ...**
- **... maar dit lijkt de VS onberoerd te laten**
- **Onzekerheden rond de brexit, het handelsconflict tussen de VS en China en de gedeeltelijke sluiting van overheidsdiensten in de VS hangen nog steeds als donkere wolken boven de vooruitzichten voor de korte termijn**

De meeste, maar niet alle recent verschenen macrocijfers waren slecht en duiden op een verder afzwakkende groei van de wereldhandel. De gegevens die het CPB maandelijks over de wereldhandel publiceert, zijn daarentegen helemaal niet zo zwak als sommige onderzoeken doen vermoeden. De meest recente harde cijfers wijzen echter op een aanzienlijke vertraging van ook de CPB-cijfers.

Verwachtingencomponent van Duitse Ifo-index stort in

De gezaghebbende Duitse Ifo-index van het ondernemersvertrouwen is in januari verder gedaald naar 99,1 tegen 101,0 in december. Analisten hechten doorgaans de meeste waarde aan de 'verwachtingencomponent' van deze index. Deze component zakte sterk in, van 97,3 naar 94,2, en bereikte hiermee de laagste stand sinds 2012. De component 'huidige situatie' liep ook verder terug, maar minder sterk.

Duitsland: Ifo-index van ondernemersvertrouwen



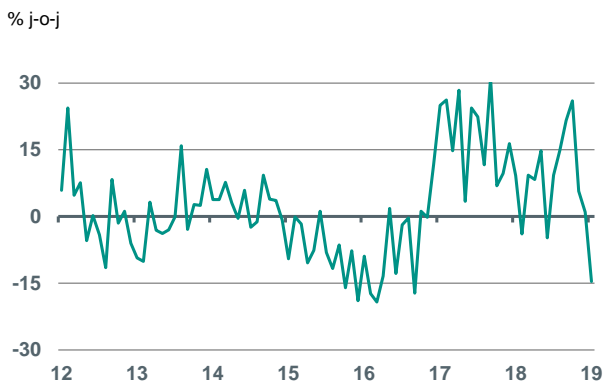
Bron: Bloomberg

Aziatische handelscijfers duiden op sterke groeivertraging van wereldhandel

Ook de handelscijfers voor sommige Aziatische landen zijn de laatste tijd opmerkelijk zwak. Voor Zuid-Korea zijn de meest actuele handelscijfers beschikbaar. Iedere maand publiceert het land data over de handelsstromen in de eerste 20 dagen van die maand. In januari daalde in de eerste 20 dagen de uitvoer met 14,6% j-o-j, terwijl er in december nog

sprake was van een stijging van 1,0%. De invoer verzwakte ook: -9,5% j-o-j na +2,2% in december. Taiwan maakte de cijfers voor nieuwe orders in december bekend: -10,5% j-o-j na een daling van 2,1% in november. De geografische analyse van de ordercijfers levert een interessant beeld op. De uitvoerorders uit de VS waren 5,6% j-o-j hoger en die uit Japan 2,6% j-o-j. De exportorders uit China en Hongkong daalden echter met 10,3% j-o-j en de orders uit Europa lieten een verontrustende daling van 28,1% j-o-j zien. Hierbij moet wel worden aangetekend dat deze cijfers sterk kunnen schommelen en dat basiseffecten een grote invloed op de maandcijfers kunnen hebben.

Zuid-Korea: uitvoer (eerste 20 dagen)



Bron: Bloomberg

Taiwan: uitvoer orders



Bron: Bloomberg

Deze cijfers doen vermoeden dat de Amerikaanse economie nog steeds goed draait, dat de Japanse economie het redelijk goed doet en dat China en Europa met problemen kampen. Wat China betreft, denken we dat de economische groei is vertraagd, en waarschijnlijk sterker dan het beoogde pad van geleidelijke vertraging. De Chinese beleidsmakers hebben inmiddels een reeks maatregelen genomen om de groei te steunen. Ik denk dat de beleidsmakers erin slagen om de groei weer op het gewenste pad te brengen. Uit de laatste cijfers over de industriële productie en de detailhandelsverkopen in China kan worden afgeleid dat de economie stabiliseert.

Divergentie in Europa

En dan Europa. Hier tekent zich een verbazingwekkende divergentie af. De Italiaanse economie is heel zwak, maar dit zal allerminst een verrassing zijn. De Spaanse economie ontwikkelt zich sterk, maar de Franse economie sukkelde achteruit, mede door de protestacties van de gele hesjes. De grootste verrassing in Europa is Duitsland. Zoals we vorige week al aangaven, daalde de industriële productie in november met bijna 5% j-o-j. De verwachtingencomponent van de Ifo-index lijkt een vrije val te maken en de voorlopige Market PMI voor de verwerkende industrie liep terug van 51,5 in december naar 49,9 in januari. Voor Frankrijk steeg dit laatste cijfer juist, van 49,7 naar 51,2.

Hoe komt het dat de Duitse economie plotsklaps zo zwak is? Glijdt Duitsland mogelijk af naar een recessie? Mijn oordeel is dat bijzondere factoren Duitsland parten spelen, in ieder geval op dit moment.

Recessies worden door iets veroorzaakt en blijven zelden tot één land beperkt

Wanneer een economie in een recessie belandt, is hier doorgaans een aanwijsbare reden voor. Bijvoorbeeld een of andere schok, te krappe monetaire condities of enorme negatieve vermogenseffecten doordat zeepbellen uiteenspatten. Bovendien raakt een land in het algemeen niet spontaan in een recessie, terwijl andere economieën blijven doorgroeien. De wereldeconomie is immers in hoge mate geïntegreerd en meerdere economieën worden door dezelfde factoren beïnvloed.

De traditionele factoren die een economie in een recessie duwen, signaleer ik op dit moment in Duitsland niet. De huidige divergentie tussen Duitsland en andere economieën doet vermoeden dat bijzondere factoren aan het werk zijn. Ik zie er drie.

Drie bijzondere factoren spelen in Duitsland een rol

Ten eerste (hier heb ik al vaker op gewezen) ondervonden Duitse autofabrikanten grote problemen met de nieuwe uitstoottest. Als gevolg hiervan is de autoproductie ingezakt. Sommige cijfers wijzen echter op een herstel van de orders. De tweede factor betreft China. Voor Duitsland is dit een belangrijke exportmarkt. De groeivertraging in China, die het gevolg was van de strategie van de overheid om de schuldenlast in de economie te verminderen, heeft ongetwijfeld de Duitse uitvoer van machines naar China gedrukt. Ten derde is door de droogte in de afgelopen zomer de waterstand in grote Duitse rivieren, zoals de Rijn, laag. Dit belemmert de scheepvaart en heeft tot aan- en afvoerproblemen bij ondernemingen geleid.

Ik denk dat Duitse autofabrikanten hun problemen overwinnen en dat de autoproductie weer opveert. Verder denk ik dat de Chinese beleidsmaatregelen om de economische bedrijvigheid te steunen, vruchten afwerpen en dat Duitse exporterende bedrijven hiervan profiteren. Tot slot heb ik begrepen dat de waterstand in de grote rivieren weer normaal is zodat de scheepvaart weer op gang kan komen. Mocht dit toch niet het geval zijn, dan vinden bedrijven vermoedelijk wel andere oplossingen.

Mijn oordeel luidt dan ook dat een recessie heel onwaarschijnlijk is en dat in de komende paar maanden de cijfers op enig moment iets moeten verbeteren. Ik besef dat ik hiermee wel mijn nek uitsteek.

Zwakke elders lijkt economie VS beperkt te deren

Doordat het US Bureau of Economic Analysis is gesloten, is het de laatste weken in de VS rustig aan het cijferfront. Vorig week werd bekendgemaakt dat het aantal aanvragen voor een werkloosheidsuitkering was gedaald tot 199.000. Voor zover ik me kan heugen, ligt dit cijfer hiermee voor het eerst onder 200.000. Dit onderstreept de kracht van de arbeidsmarkt. Het ondernemersvertrouwen in de verwerkende industrie is, zoals hierboven reeds aangegeven, verbeterd, namelijk van 53,8 in december naar 54,9 in januari. De Amerikaanse economie lijkt dus niet hard te worden geraakt door de zwakte elders in de wereld.

VS: Markt PMI voor verwerkende industrie

Index, 50 = neutraal



Bron: Thomson Reuters Datastream

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren

BBP-groei (%)	2017	2018e	2019e	2020e	3M interbank rente	17-1-2019	24-1-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.2	3.0	2.7	1.7	Verenigde Staten	2.78	2.77	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	0.93	0.92	0.80	1.20	1.45
China	6.6	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	17-1-2019	24-1-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.4	2.4	1.6	2.0	VS Treasury	2.75	2.71	3.10	2.70	2.60
Eurozone	1.5	1.7	1.0	1.3	Duitse Bund	0.24	0.18	0.15	0.50	0.80
Japan	0.9	1.0	1.1	1.6	Euro swap rente	0.80	0.73	0.75	1.10	1.40
Verenigd Koninkrijk	2.5	2.4	1.4	1.8	Japans overheidspapier	0.01	0.01	0.00	0.30	0.50
China	2.1	2.1	2.5	2.5	VK gilts	1.34	1.27	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	24-1-2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	17-1-2019	24-1-2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2.50	2.50	2.50	2.50	EUR/USD	1.14	1.14	1.17	1.25	1.30
European Central Bank	-0.40	-0.40	-0.40	-0.20	USD/JPY	109.2	109.6	111	105	100
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.29	1.30	1.36	1.45	1.50
Bank of England	0.75	0.75	1.00	1.25	EUR/GBP	0.88	0.87	0.86	0.86	0.87
People's Bank of China	4.35	4.35	4.35	4.35	USD/CNY	6.78	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