

4 februari 2019

Han de Jong
Chief Economist
Tel.: 020 628 42 4201
han.de.jong@nl.abnamro.com

Steeds weer stoorzenders, ik geef het op! Tot na Pasen

- **Verstorende factoren maken het steeds moeilijker om de ontwikkeling van de wereldeconomie te voorspellen**
- **Ondanks enkele verrassend goede Europese indicatoren houdt de zwakte aan**
- **Aziatische inkoopmanagersindices dalen verder**

Mijn sabbatical begint vandaag

Het wordt steeds moeilijker om de gepubliceerde macrocijfers te interpreteren. Er zijn namelijk veel verstorende factoren. De sluiting van bepaalde overheidsdiensten in de VS beïnvloedt de cijfers en ook de werktijden van de mensen die de cijfers opstellen, hoewel ze inmiddels weer achter hun bureau zitten. Door het handelsconflict hebben bedrijven mogelijk hun inkopen vervoegd. Dit kan sommige cijfers een impuls hebben gegeven, maar leidt over het algemeen later tot een daling. Het is echter moeilijk om deze factoren te kwantificeren. Het brexit-proces kan hetzelfde effect hebben. Voorts is er de polaire vortex die het Middenwesten van de VS teistert. En wat te denken van de problemen waarmee de Europese auto-industrie kampt als gevolg van de nieuwe procedures voor emissietests, en van het waterniveau in de Rijn dat problemen voor de Duitse industrie oplevert.

De interpretatie van de cijfers levert dusdanig grote problemen op dat ik er net zo goed mee kan stoppen - voorlopig tenminste. En dat is precies wat ik ga doen. ABN AMRO biedt medewerkers de gelegenheid om eens in de vijf jaar een sabbatical te nemen. De mijne is deze week begonnen. Na Pasen ben ik er weer. Tot die tijd nemen mijn collega's het van mij over.

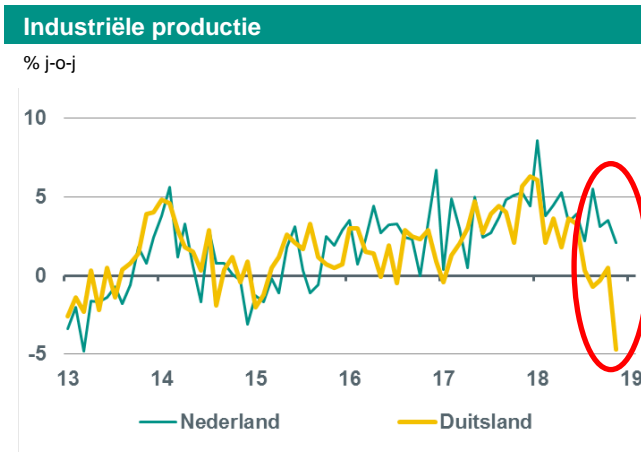
De problemen van Duitsland

De grafiek voor de industriële productie in Duitsland en Nederland laat zien dat beide economieën met elkaar meebewegen, wat niet verrassend is. Maar uit de grafiek blijkt ook dat er de laatste tijd een groot gat is ontstaan. De oorzaak moet worden gezocht in de specifieke problemen waarmee de Duitse economie kampt. De problemen in de auto-industrie en het lage waterniveau in de Rijn zijn de meest waarschijnlijke boosdoeners. Mogelijk speelt ook het negatieve effect van de tragere groei in China op de Duitse export van kapitaalgoederen een rol.

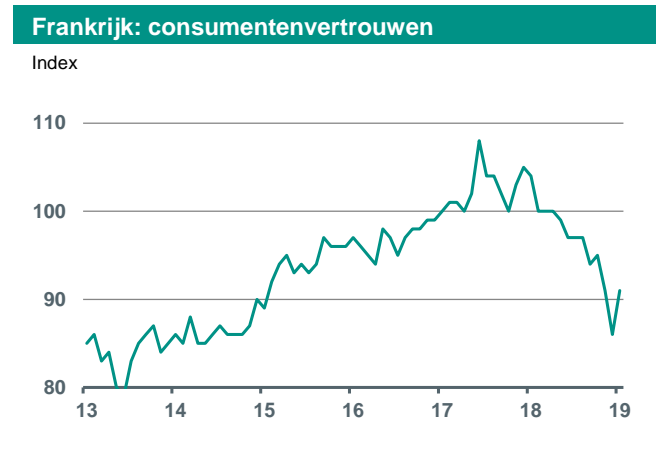
Het bbp van de eurozone groeide in het vierde kwartaal, net als in het derde kwartaal, met 0,2% k-o-k. Dit is een aanzienlijke vertraging ten opzichte van de eerste helft van 2018 en van 2017, maar nog geen recessie. Als mijn theorie klopt dat meerdere tijdelijke factoren

de groei hebben gedrukt, maar op termijn verdwijnen, dan zou de groei vanaf nu iets moeten aantrekken. Waarmee ik overigens niet wil zeggen dat de groei heel sterk wordt.

Hoewel veel economische indicatoren voor de eurozone de afgelopen tijd een teleurstellend beeld schetsten, zijn er af en toe ook positieve verrassingen. Zo heeft het Franse consumentenvertrouwen zich in januari sterk hersteld en verbeterde het Duitse consumentenvertrouwen iets.



Bron: Bloomberg



Bron: Bloomberg

De totale inflatie in de eurozone is in januari afgenomen van 1,6% naar 1,4% j-o-j. De kerninflatie is daarentegen iets versneld van 1,0% naar 1,1% j-o-j. Dit is voor de ECB waarschijnlijk een welkome ontwikkeling, die vermoedelijk te danken is aan iets sterkere loonstijgingen. Er is nog een lange weg te gaan voordat de kerninflatie in de buurt van 2% komt, maar het risico van deflatie lijkt in ieder geval heel klein. Gezien de onderliggende inflatieontwikkeling verwachten we dat de kerninflatie nog een hele tijd onder de 2% blijft.

Gedeeltelijke sluiting van Amerikaanse overheidsdiensten

De gedeeltelijke sluiting van Amerikaanse overheidsdiensten werkt mogelijk door in de economie en vooral in de economische cijfers, maar het is moeilijk, en misschien wel onmogelijk, om uit te rekenen hoe groot het effect is. Volgens de index van de Conference Board is het consumentenvertrouwen afgenomen van 126,6 in december naar 120,2 in januari. De Chicago PMI, die het ondernemersvertrouwen in de regio van de Chicago Fed weergeeft, is gedaald van 63,8 in december naar 56,7 in januari. Of dat iets te maken heeft met de gedeeltelijke stillegging van de overheid, is onduidelijk.

De Amerikaanse arbeidsmarkt staat er nog steeds goed voor. In januari kwamen er 304.000 nieuwe banen bij, na een toename van 222.000 in december (neerwaarts bijgesteld van 312.000). De loondruk is nog steeds bescheiden. Het gemiddelde uurloon is gestegen met slechts 0,1% m-o-m en 3,2% j-o-j (3,3% in december). De Employment Cost Index, een bredere maatstaf, steeg in het vierde kwartaal met 0,7% k-o-k, wat erop wijst dat de loondruk waarschijnlijk de inflatie niet zal opdrijven.

Wisselende cijfers in Azië

De cijfers uit Azië zijn de afgelopen tijd wisselend. De PMI's voor China waren iets beter. De NBS PMI voor de verwerkende industrie kwam in januari uit op 49,5. Dit is iets beter

dan in december. De Caixin PMI daalde echter verder, van 49,7 in december naar 48,3. De NBS-index voor het ondernemersvertrouwen in de niet-verwerkende industrie steeg met bijna één punt: 54,7 tegen 53,8 in december. Dat is goed nieuws.

De indices voor het ondernemersvertrouwen in Indonesië, Taiwan en Zuid-Korea daalden in januari verder. In hoeverre dit het gevolg is van het handelsconflict of voortkomt uit een meer fundamentele vertraging is moeilijk te zeggen.

Zuid-Korea: PMI verwerkende industrie

Index, 50 is neutraal



Bron: Thomson Reuters Datastream

Hoe zal de wereld eruit zien wanneer ik weer aan het werk ga?

Na Pasen ben ik weer terug. de onzekerheid waarmee we nu te maken hebben, is dan hopelijk voor een groot deel verdwenen. Aan de andere kant is er altijd wel sprake van onzekerheid. Maar laat ik een lijstje maken van wat er volgens mij in de komende maanden gaat gebeuren.

- **Handelsakkoord tussen VS en China ondertekend**

Ik ga er vanuit dat Trump en Xi een handelsakkoord bereiken. De reden waarom ik dat denk is dat het nieuws over de onderhandelingen positief is. Belangrijker nog is dat ik denk dat beide partijen er belang bij hebben dat er een akkoord komt. Trump wil herkozen worden en kan niet riskeren dat hij nu veel schade toebrengt aan de Amerikaanse economie. En Xi wil niet dat de recente vertraging aanhoudt en uitmondt in een daadwerkelijke neergang.

- **Brexit-deal**

Wij verwachten dat er onder Britse politici een zekere bereidheid gaat ontstaan om een akkoord met de EU te sluiten en zo een harde brexit af te wenden.

- **Cyclische indicatoren veren op**

Ik verwacht dat de bijzondere factoren die in Duitsland en een aantal andere landen spelen, verdwijnen en mogelijk zelfs omkeren. Samen met een handelsakkoord tussen de VS en China zou dit het ondernemersvertrouwen een impuls moeten geven. Als ik me vergis, kunnen mijn collega's tijdens mijn afwezigheid besluiten dat de grote economieën dit jaar in een recessie kunnen belanden.

- **Gematigde inflatie, geen stappen van centrale bank in VS of eurozone**
De inflatie is gezien de kracht van de economie in veel landen opvallend laag gebleven. Hoewel krappe arbeidsmarkten tot een versnelling van de loongroei kunnen leiden, is een alarmerende toename van de inflatie uiterst onwaarschijnlijk.
- **Centrale banken maken pas op de plaats**
Gezien al deze omstandigheden zie ik geen reden waarom de centrale banken hun monetaire beleid zouden verkrappen.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren										
BBP-groei (%)	2017	2018e	2019e	2020e	3M interbank rente	24-1-2019	31-1-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.2	3.0	2.7	1.7	Verenigde Staten	2.76	2.74	2.75	2.70	2.60
Eurozone	1.8	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	0.91	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	24-1-2019	31-1-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.4	2.4	1.6	2.0	VS Treasury	2.71	2.64	2.70	2.70	2.60
Eurozone	1.5	1.7	1.0	1.3	Duitse Bund	0.18	0.16	0.15	0.50	0.80
Japan	0.9	1.0	1.1	1.6	Euro swap rente	0.73	0.67	0.75	1.10	1.40
Verenigd Koninkrijk	2.5	2.4	1.4	1.8	Japans overheidspapier	0.01	0.00	0.00	0.30	0.50
China	2.1	2.1	2.5	2.5	VK gilts	1.27	1.22	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	31-1-2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	24-1-2019	31-1-2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2.50	2.50	2.50	2.50	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	109.6	108.9	111	105	100
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.30	1.32	1.36	1.45	1.50
Bank of England	0.75	0.75	1.00	1.25	EUR/GBP	0.87	0.87	0.86	0.86	0.87
People's Bank of China	4.35	4.35	4.35	4.35	USD/CNY	6.79	6.70	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 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