

29 april 2019

Han de Jong
Chief Economist

Tel.: 020 628 4201

han.de.jong@nl.abnamro.com

Met goede hoop weer aan het werk

- **Toen ik met sabbatical ging, sleepte de wereldeconomie zich moeizaam voort. En dat is nog steeds het geval.**
- **Maar er is hoop, want...**
- **...de Fed heeft een ommezwaai gemaakt,...**
- **...het handelsconflict is afgezwakt...**
- **...en de Chinese stimuleringsmaatregelen lijken effect te krijgen.**

Begin februari begon ik aan een sabbatical tot en met Pasen. Het was een fantastische ervaring. Wij hebben veel gereisd en, het allerbelangrijkste, mijn huwelijk heeft het overleefd. Sterker nog, het heeft onze relatie nog hechter gemaakt. Wat wil je nog meer?

In mijn laatste wekelijkse commentaar van begin februari noemde ik vijf dingen die volgens mij tijdens mijn sabbatical zouden gebeuren.

Ten eerste verwachtte ik dat de VS en China een handelsakkoord zouden tekenen. Dat had ik mis. Er is niets getekend, maar de besprekingen zijn ook niet gestrand. Dat laatste is volgens mij cruciaal. Als er geen akkoord zou komen, zou er ook niet meer gepraat worden. Ik verwacht daarom nog steeds dat er binnen niet al te lange tijd een akkoord wordt getekend.

Ten tweede ging ik ervan uit dat er een brexit-deal zou komen. Ook op dit punt had ik mis. Ik voegde daar toen wel aan toe dat een harde brexit zou worden vermeden, en tot nu toe is dat ook zo. Ik houd daarom vast aan mijn mening dat er uiteindelijk een deal komt die minder economische schade met zich meebrengt dan een harde brexit zou doen.

Ten derde verwachtte ik een herstel van de conjunctuurindicatoren. Je kunt erover twisten of dat al is gebeurd of op dit moment gaande is. Ik ga hieronder verder op dit punt in.

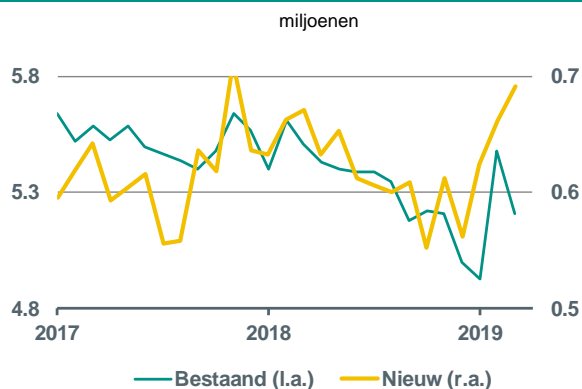
Ten vierde dacht ik dat de inflatie laag zou blijven, hoewel door de krappe arbeidsmarkten de loongroei licht zou versnellen. Wat dit betreft heb ik gelijk gekregen. In de tijd dat ik weg was, zijn de inflatie-indicatoren zelfs iets lager uitgekomen dan ik verwachtte. Doordat de olieprijs sinds het begin van het jaar flink is gestegen, kan de totale inflatie op korte termijn iets toenemen. De onderliggende inflatiedruk blijft echter onder controle.

Tot slot punt verwachtte ik dat de centrale banken pas op de plaats zouden maken. Ik zag namelijk geen reden voor beleidsverkrapping. Op dit punt heb ik ook gelijk gekregen, al lijkt het nu raar dat ik de kans op verkrapping hoger inschatte dan die op versoepeling.

Waar staan we nu?

De groei van de wereldeconomie staat nog steeds op een heel laag pitje. Zijn de belangrijkste economieën op weg naar een krimp of trekt de groei weer aan? In de VS gaat het volgens mij wel goed. De economie profiteert van het expansieve begrotingsbeleid en ook de daling van de lange rente heeft een positief effect. De woningverkoop, bijvoorbeeld, zwakte in de loop van 2018 af, maar laten nu een herstel zien. Hoogstwaarschijnlijk is dit te danken aan de gedaalde hypotheekrente. De bedrijfsinvesteringen zijn, na jaren van robuuste groei, in de afgelopen paar kwartalen ook afgezwakt. Wij voorzien geen spectaculaire omslag, maar de recente cijfers over de orders voor duurzame goederen bieden wel enige hoop op een ontwikkeling in een iets gunstiger richting. De orders voor kapitaalgoederen, exclusief defensie en vliegtuigen, vertonen - gemeten in dollars - een stijgende lijn. Het groeipercentage op jaarbasis is gedaald en kan in de komende maanden verder dalen, maar ik maak me daar geen zorgen over omdat de meest recente onderliggende cijfers juist een opwaartse trend laten zien.

VS: woningverkoop



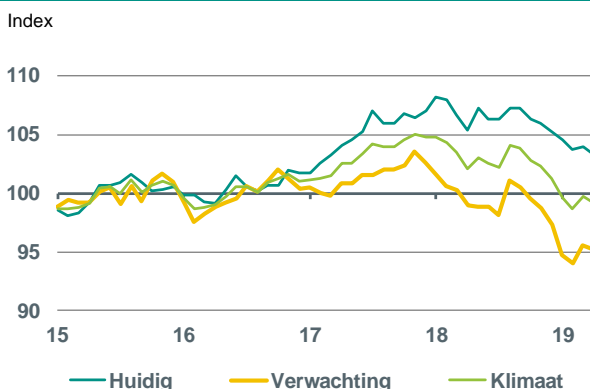
Bron: Bloomberg

VS: Orders kapitaalgoederen (excl. defensie en vliegtuigen)



Bron: Bloomberg

Duitsland: Ifo-index



Bron: Bloomberg

Duitsland: Exportverwachtingen Ifo



Bron: Bloomberg

Europa staat er niet zo best voor. De Duitse economie stagneert bijna. Vorig jaar was er één kwartaal met negatieve groei en dat zou dit jaar weer kunnen gebeuren. Maar een eventuele krimp blijft volgens mij beperkt. Ik had verwacht dat de zwakte in Duitsland tijdelijk zou zijn, omdat deze deels werd veroorzaakt door problemen in de auto-industrie

die volgens mij overwonnen zouden worden, en door de lage waterstand in belangrijke rivieren. Maar de toestand in Duitsland is niet verbeterd. De autoproductie is gestabiliseerd, maar heeft zich niet hersteld. De Ifo-cijfers voor april stelden teleur. In maart was er sprake van een opleving, maar in april daalde de index weer. De deelindex voor de exportverwachtingen van Duitse ondernemingen is verder gedaald en bevindt zich al op een zeer laag niveau.

De economie van de eurozone lijkt vooral gevoelig voor een inkrimping van de wereldhandel. Omdat de economie van de eurozone opener is dan die van de VS, is het niet echt een verrassing dat veranderingen in de wereldhandel grotere gevolgen hebben voor Europa dan voor de VS, maar het huidige verschil is opmerkelijk. Wat kan Europa doen? Het beleid van de ECB is al heel ruim en het is onwaarschijnlijk dat de bank verder gaat dan de belofte om de rente lange tijd zeer laag te houden en het bankwezen van voldoende liquiditeit ter voorzien. Sommige landen (vooral Duitsland en Nederland) hebben voldoende ruimte voor begrotingsstimulansen, maar gaan die ruimte vermoedelijk niet gebruiken. Wat overblijft, is hopen op een herstel van de groei van de wereldhandel.

De economische indicatoren voor Azië vertonen de laatste tijd een wisselend beeld. In Taiwan zijn de exportorders in maart met 9,0% j-o-j afgenomen, na een daling van 10,9% februari. De Taiwanese industriële productie daalde in maart met 9,9% j-o-j, na een terugval van 2,0% in februari. Deze cijfers kunnen sterk wisselen en zijn door het effect van het Chinese Nieuwjaar in de eerste maanden van het jaar lastig te interpreteren. Duidelijk is wel dat deze cijfers heel zwak zijn. In Zuid-Korea kromp het bbp in het eerste kwartaal met 0,3% k-o-k. Dit is veel slechter dan verwacht. Nog verontrustender is dat de export in de eerste 20 dagen van april met 8,7% j-o-j is afgenomen, na een daling van 4,9% in maart.

Herstel gloort in China

Ondanks de opvallend slechte cijfers in Zuid-Korea en Taiwan ben ik optimistisch dat de zaken op niet al te lange termijn duidelijk verbeteren. Mijn collega Arjen van Dijkhuizen schreef kortgeleden al over [Chinese lente brengt herstel](#) en hij heeft gelijk. Arjen omschreef de ontwikkeling van het Chinese bbp in het eerste kwartaal als verrassend positief en dit geldt ook voor de industriële productie in maart en de detailhandelsomzet en invoer. We moeten voorzichtig zijn met deze indicatoren, omdat ook deze cijfers wellicht zijn vertekend door het tijdstip van het Chinese Nieuwjaar. Toch is een verbetering van de bedrijvigheid in China logisch, gezien de stimuleringsmaatregelen die de Chinese beleidsmakers in de loop van vorig jaar hebben genomen. De standaardcijfers voor het ondernemersvertrouwen verrasten in maart in positieve zin.

De CKGSB-index voor het ondernemingsklimaat laat een V-vormig herstel zien

Tijdens mijn sabbatical stuitte ik op een interessante cijferreeks die door de Chinese Cheung Kong Graduate School of Business (CKGSB) wordt gepubliceerd. Dit opleidingsinstituut houdt maandelijks een met de PMI vergelijkbare enquête onder bedrijven. De CKGSB-index voor het ondernemingsklimaat gaf duidelijker dan veel andere Chinese economische indicatoren blijk van een opmerkelijke daling van het vertrouwen in de tweede helft van 2018. Dit lijkt een goede afspiegeling van wat er echt aan de hand was en van de impact die dit had op de wereldhandel. Sinds begin dit jaar vertoont de CKGSB-index een V-vormig herstel. Volgens het commentaar bij de cijfers is de

verbetering te danken aan een sterke verbetering van de financiële omstandigheden. Dit sluit helemaal aan bij de beleidsmaatregelen die de autoriteiten hebben genomen.

De CKGSB heeft nu de cijfers voor april bekendgemaakt. De totale index is in april verder gestegen. De cijfers zijn nogal lastig te interpreteren, omdat het Engelstalige commentaar voor zover ik kan nagaan nog niet beschikbaar is. Toch is de stijging in april een belangrijk gegeven, omdat de verbetering in februari en vooral in maart veroorzaakt kan zijn door kalendereffecten. De verdere verbetering in april geeft dus aan dat de Chinese economie op korte termijn bezien inderdaad een groeiversnelling doormaakt. Hopelijk zal dit eenzelfde effect hebben op de wereldeconomie als de vertraging van vorig jaar, maar dan natuurlijk in positieve zin. Het is gevaarlijk om ons hierdoor te laten meeslepen, maar een sterkere groei in China moet ervoor zorgen dat de groei van de wereldhandel in de komende paar kwartalen aantrekt. Dit zou een positieve uitwerking op de rest van Azië en Europa moeten hebben. Laten we het afkloppen, maar we mogen verwachten dat de conjuncturele omstandigheden in de komende kwartalen verbeteren.

China: Ondernemingsklimaat volgens CKGSB

Index (CKGSB = Cheung Kong Graduate School of Business)



Bron: Bloomberg

Drie essentiële verschillen tussen 2018 en 2019

De wereldeconomie is in de loop van 2018 duidelijk vertraagd en bovendien sterker dan de meeste mensen, waaronder ikzelf, hadden verwacht. Het blijft altijd een beetje gissen naar de oorzaken. Over het algemeen worden het krappere monetair beleid in de VS met als gevolg krappere financiële condities wereldwijd, het Chinese beleid gericht op schuldafbouw en de uitbarsting en escalatie van het handelsconflict gezien als de belangrijke oorzaken van de vertraging in 2018.

Deze negatieve factoren zijn nu alle drie omgeslagen! De Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve) maakt heel duidelijk pas op de plaats en gaat niet langer uit van verdere renteverhogingen. De lagere hypotheekrente, die deels voortvloeit uit de gewijzigde beleidskoers van de Fed, oefent al een positief effect uit op de woningmarkt. De Chinese beleidsmakers hebben een ommeezwaai gemaakt: stimuleringsmaatregelen zijn doorgevoerd en de schuldafbouw heeft een lagere prioriteit. De eerste positieve effecten op de groei komen al tot uiting in de recente macro-economische cijfers en vooral in het V-vormige herstel van sommige indicatoren voor het ondernemersvertrouwen in de afgelopen maanden. En tot slot lijken de handelsspanningen af te nemen, hoewel een escalierend conflict tussen de VS en Europa niet kan worden uitgesloten.

Mijn hoop dat de mondiale groei in de loop van dit jaar aantrekt, is gebaseerd op het feit dat de drie belangrijkste negatieve ontwikkelingen van 2018 allemaal zijn omgeslagen.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren										
BBP-groei (%)	2017	2018	2019e	2020e	3M interbank rente	19/04/2019	26/04/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.2	2.9	2.3	1.9	Verenigde Staten	2.58	2.58	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	0.82	0.83	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	19/04/2019	26/04/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.1	2.4	1.6	2.0	VS Treasury	2.56	2.50	2.60	2.60	2.50
Eurozone	1.5	1.7	1.2	1.2	Duitse Bund	0.02	-0.02	0.00	0.20	0.50
Japan	0.5	0.9	1.1	1.6	Euro swap rente	0.53	0.50	0.60	0.80	1.10
Verenigd Koninkrijk	2.7	2.5	1.4	1.8	Japans overheidspapier	-0.03	-0.04	0.10	0.10	0.30
China	1.6	2.1	2.5	2.5	VK gilts	1.20	1.14	1.70	1.50	1.80
Nederland	1.3	1.6	2.3	1.6						
Wereld	3.0	3.5	3.8	3.2						
Beleidsrente	26/04/2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	19/04/2019	26/04/2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2.50	2.50	2.50	2.50	EUR/USD	1.12	1.12	1.10	1.16	1.25
European Central Bank	-0.40	-0.40	-0.40	-0.30	USD/JPY	111.9	111.6	110	108	105
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.30	1.29	1.30	1.35	1.45
Bank of England	0.75	0.75	0.75	1.00	EUR/GBP	0.86	0.86	0.85	0.86	0.86
People's Bank of China	4.35	4.35	4.35	4.35	USD/CNY	6.71	6.73	6.65	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 directeuren, 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.

Voor dat 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 waarden 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