

16 september 2019

Han de Jong

Chief Economist

Tel.: 020 628 4201

han.de.jong@nl.abnamro.com

## Divergentie en *boneheads*

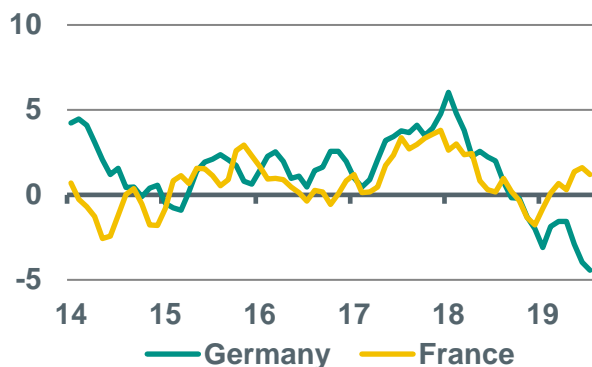
- **Divergentie binnen Europese industrie**
- **Gaan VS en China weer serieus onderhandelen?**
- **Hogere kerninflatie in VS vooral door medische kosten**
- **President Trump blijft Fed aanvallen**
- **ECB verruimt**

De industriële productie in de eurozone liet in juli voor de negende maand op rij een daling op jaarbasis zien. De productie daalde in juli met 2,0% j-o-j, wat iets beter is dan de daling van 2,4% in juni. Achter deze cijfers gaat echter een opmerkelijke divergentie schuil. Duitsland, een industrieel zwaargewicht, doet het veel slechter dan de meeste andere landen. De Duitse productie was in juli 4,2% j-o-j lager, terwijl de productie in bijvoorbeeld Frankrijk maar met 0,2% afnam. Deze divergentie wordt waarschijnlijk verklaard door de sterkere afhankelijkheid van Duitsland van de wereldhandel en de mondiale cyclus van de bedrijfsinvesteringen, alsook door problemen binnen specifieke sectoren, met name de autosector.

ECB-president Draghi heeft een beroep gedaan op de Duitse (en ook de Nederlandse) regering om de economie te stimuleren met begrotingsmaatregelen. De Duitse regering reageerde dat zij geen reden ziet om actie te ondernemen en dit alleen zal doen in het geval van een crisis. Je vraagt je af wat ze in Duitsland onder een crisis verstaan. Toegegeven, op het dieptepunt van de cyclus in 2009 bedroeg de daling van de industriële productie 21,8% j-o-j, maar het cijfer voor juli 2019 was toch het op één na laagste (na juni 2019) sinds 2009. Het heeft iets weg van het Duitse voetbal. De recente thuisnederlaag tegen aartsrivaal Nederland (2-4) is kennelijk ook geen crisis. Ik vind het prima.

### Industriële productie divergeert

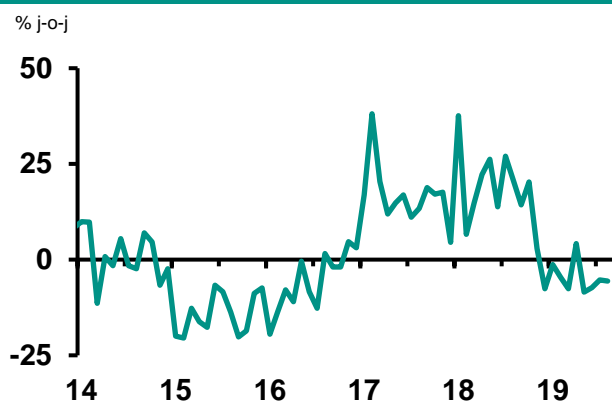
3-mnd voortschrijdend gemiddelde



Bron: Bloomberg

De Chinese handelscijfers geven aan dat de invoer en uitvoer zich nog steeds zwak ontwikkelen. De invoer (in USD) nam in augustus af met 5,6%, na een daling van 5,3% in mei. De uitvoer daalde met 1,0% j-o-j, vergeleken met een stijging van 3,3% in juli. Deze cijfers weerspiegelen het effect van de handelsoorlog. De Chinese invoer uit de VS daalde met 22,3% j-o-j, terwijl de invoer uit de EU met 'maar' 5,2% afnam. Interessant is dat de invoer uit Australië met 32,2% toenam. Dit is waarschijnlijk toe te schrijven aan de aankoop van grondstoffen door China om van de lagere grondstoffenprijzen te profiteren. De Chinese uitvoer naar de VS was 16% lager. Dat doet pijn, want de VS was altijd de grootste exportmarkt voor China. De EU haalde in augustus de VS in als grootste Chinese exportmarkt. De Chinese export naar de EU is toegenomen met 3,2% j-o-j.

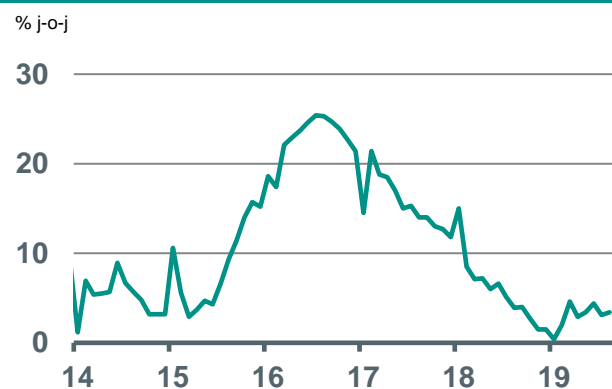
### Groei Chinese invoer



Bron: Bloomberg

Chinese beleidsmakers passen al enige tijd gematigde gerichte stimulering toe. De maatregelen hebben waarschijnlijk wel enig effect. De M1-groei vertraagde in januari van dit jaar tot 0,4% j-o-j maar is sindsdien iets aangetrokken, waarschijnlijk dankzij de stimuleringsmaatregelen. De M1-groei zit echter al enige tijd vast binnen een bandbreedte van 3-4,5%. In augustus was dit niet anders: 3,4% tegenover 3,7% in juli. China moet waarschijnlijk blijven stimuleren om een noemenswaardige verbetering te bereiken.

### Chinese geldhoeveelheid (M1)



Bron: Bloomberg

Uit de arbeidsmarktenquête van Manpower, die een indruk geeft van de wervingsplannen van bedrijven, komt een interessant beeld naar voren. Wat we zien is dat de arbeidsmarkt

in China en in andere economieën in de regio zwakker wordt. Ik denk dat dit voortkomt uit een zwakke situatie in China. Interessant is dat in andere landen de trend gunstiger is.

Wervingsplannen bedrijven (%)		
Land	4 <sup>e</sup> kwartaal 2019	3 <sup>e</sup> kwartaal 2019
China	4	8
Taiwan	20	25
Hongkong	14	16
Singapore	5	12
Australië	12	11
Nieuw-Zeeland	16	10
Japan	26	25
India	20	13

Bron: Manpower

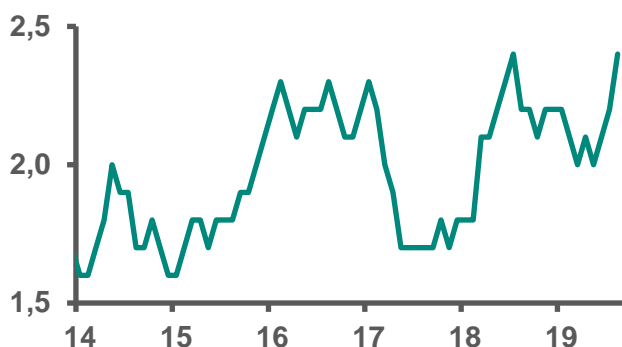
### Leren van klanten

Ik was deze week in Londen om onze visie te presenteren aan Britse zakelijke klanten. Onze visie op de wereldconjunctuur is voorzichtiger dan de consensus en ik heb een heleboel grafieken gemaakt. Ik kreeg twee interessante kritische opmerkingen. De eerste was dat ik mij erg sterk richt op de verwerkende industrie en niet op de dienstensector. Dat wist ik natuurlijk wel. De geschiedenis leert ons dat de dienstensector in de cyclus uiteindelijk achter de verwerkende industrie aan loopt. Maar dat is misschien aan het veranderen. Veel diensten hielden altijd verband met producten van de verwerkende industrie, maar misschien staat een groter deel van de dienstensector nu los van goederen die worden geproduceerd en maakt dit enige ontkoppeling tussen de verwerkende industrie en de dienstensector mogelijk.

Ook interessant waren de opmerkingen van een aantal mensen die zich wereldwijd bezighouden met containerleasing. Ze zeiden dat ze mijn constatering dat de wereldhandel inkrimpt, niet herkenden. Hun zaken lopen als een trein. Ik heb me afgevraagd hoe deze twee constatering met elkaar verenigbaar kunnen zijn. De cijfers over de wereldhandel liegen niet, lijkt me. Maar misschien zit er een verbetering aan te komen. Ik hoop van wel, maar eerlijk gezegd geloof ik dat pas als ik het zie. Een andere mogelijkheid is dat het handelsconflict tussen de VS en China zorgt voor een grote verschuiving van de handelsstromen. Misschien verschepen Chinese producenten hun goederen eerst naar andere landen en van daaruit naar de VS. Hierdoor wordt de handel minder efficiënt, waardoor er meer containers nodig zijn. Maar ik weet dit niet zeker. Verre van dat. Ik was eerlijk gezegd positief verrast door het aantal zakenlieden dat optimistisch was over de vooruitzichten voor hun onderneming.

**Kern-CPI VS**

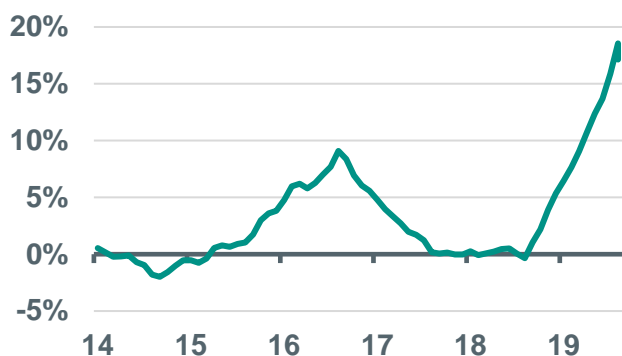
% j-o-j



Bron: Bloomberg

**Kerninflatie VS neemt toe**

De totale inflatie in de VS, gemeten naar de CPI, is gedaald van 1,8% j-o-j in juli naar 1,7% in augustus. Dit kwam vooral door de daling van de energieprijzen. De kern-CPI bedroeg 2,4% j-o-j, vergeleken met 2,2% in juli. Augustus was daarmee de derde maand op rij waarin de inflatie versnelde. De favoriete inflatiemaatstaf van de Fed, de kern-PCE, bedroeg in juli slechts 1,6% j-o-j. De versnelling van de kern-CPI werd vooral veroorzaakt door een snellere stijging van de kosten van medische zorg: 4,3% j-o-j. Medische zorg heeft een gewicht van 8,9% in het kerninflatiemandje en is dus verantwoordelijk voor circa 0,3 procentpunt van de mutatie van de kern-CPI op jaarbasis. Ziektekostenverzekeringen hebben in het kerninflatiemandje een gewicht van slechts 1,5%, maar worden heel snel duurder. In augustus namen de kosten hiervan toe met maar liefst 18,6% j-o-j, wat dus ook 0,3 procentpunt bijdroeg aan de toename van de kern-CPI met 2,4% j-o-j.

**Prijzen ziektekostenverzekering VS**

Bron: Bloomberg

***Boneheads* en terug naar de onderhandelingstafel voor het handelsconflict**

Het is niet waarschijnlijk dat de Fed om deze reden haar verruimingsstrategie zal heroverwegen. De stijging van de kern-CPI lijkt niet echt onderdeel te zijn van een breedgedragen versnelling van de inflatie. President Trump heeft de leden van de Fed *boneheads* genoemd omdat ze niet sneller verruimen en heeft de ECB gecomplimenteerd met de meest recente maatregelen. Dat helpt echt niet, maar president Trump realiseert zich dat hij, als hij herkozen wil worden, moet voorkomen dat de economie volgend jaar te

sterk vertraagt. Misschien is dat ook een reden om weer serieus met de Chinezen te gaan praten over de handelsproblematiek.

Uit de meest recente signalen kan worden opgemaakt dat China en de VS weer naar de onderhandelingstafel gaan. Ze laten allerlei constructieve geluiden horen. Dat zou heel goed zijn voor de wereldeconomie. Ik ben van nature een optimist, maar ik moet zeggen dat ik het allemaal pas geloof wanneer er daadwerkelijk een akkoord op tafel ligt. Er zijn eerder constructieve stappen gezet, maar dat draaide toch steeds uit op een teleurstelling. Het verschil nu is misschien dat de Amerikaanse presidentsverkiezing eraan zit te komen. Het duurt nog een jaar, maar het economische effect van wel of geen handelsakkoord wordt pas geleidelijk merkbaar. Om ervoor te zorgen dat de economie in topconditie is, moet er binnen een paar maanden een handelsakkoord komen.

### **ECB verruimt**

De ECB heeft de depositorente zoals verwacht met 10 bp verlaagd naar -50 bp. Ook heeft de ECB een zogenaamd getrappt rentesysteem aangekondigd om de pijn die banken bij deze negatieve rente lijden, te verlichten. Mijn collega's Tom Kinmonth en Nick Kounis hebben hier [een paar weken geleden](#) een artikel over geschreven. Volgens hen zou het voor de ECB moeilijk zijn om het beoogde doel te bereiken met een getrappt rentesysteem en zou de ECB daarom die route wellicht niet nemen. Het lijkt er dus op dat onze inschatting onjuist was, maar volgens mij zou dat de verkeerde conclusie zijn. Het getrapte systeem is nauwelijks effectief om de pijn te verlichten voor banken in Duitsland, Frankrijk en Nederland – de landen waar de banken met de grootste tegoeden bij de ECB gevestigd zijn. Dat is waarschijnlijk de reden waarom de ECB ook royelere voorwaarden voor de komende TLTRO's bekend heeft gemaakt. Mijn collega's hebben al een [commentaar](#) op de stappen van de ECB geschreven, dus ik ga dat hier niet te herhalen. Onze conclusie is dat dit pakket niet bepaald een gamechanger is. Je kunt je afvragen of de economische situatie de hervatting van kwantitatieve verruiming rechtvaardigt, maar dat is een ander verhaal. De ECB kondigde ook lagere groei- en inflatieprognoses aan. Dit is niet de eerste keer. Onze prognoses zijn nog steeds lager dan de nieuwe prognoses van de ECB.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren										
BBP-groei (%)	2017	2018	2019e	2020e	3M interbank rente	5-9-2019	12-9-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2,4	2,9	2,2	1,3	Verenigde Staten	2,10	2,13	1,43	1,43	1,55
Eurozone	2,7	1,9	0,8	0,6	Eurozone	-0,44	-0,43	-0,55	-0,55	-0,55
Japan	1,9	0,8	1,0	0,3	Japan	0,07	0,07	-0,10	-0,10	-0,10
Verenigd Koninkrijk	1,8	1,4	1,2	1,2	Verenigd Koninkrijk	0,77	0,78	0,80	0,80	0,80
China	6,9	6,6	6,2	5,8						
Nederland	3,0	2,5	1,6	0,9						
Wereld	3,8	3,6	2,9	2,9						
Inflatie (%)	2017	2018	2019e	2020e	10j-rente	5-9-2019	12-9-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2,1	2,4	1,8	2,0	VS Treasury	1,57	1,79	1,50	1,50	1,50
Eurozone	1,5	1,7	1,1	0,9	Duitse Bund	-0,59	-0,54	-0,80	-0,80	-0,80
Japan	0,5	0,9	1,1	1,6	Euro sw ap rente	-0,16	-0,07	0,20	0,20	0,35
Verenigd Koninkrijk	2,7	2,5	1,9	1,8	Japans overheidspapier	-0,27	-0,21	-0,10	-0,10	0,00
China	1,6	2,1	2,5	2,5	VK gilts	0,60	0,67	0,30	0,30	0,30
Nederland	1,3	1,6	2,5	1,5						
Wereld	3,0	3,4	3,7	3,3						
Beleidsrente	12-9-2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	5-9-2019	12-9-2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2,25	1,50	1,50	1,50	EUR/USD	1,10	1,10	1,12	1,12	1,15
European Central Bank	-0,50	-0,60	-0,60	-0,60	USD/JPY	106,9	108,1	104	104	100
Bank of Japan	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	GBP/USD	1,23	1,23	1,24	1,24	1,30
Bank of England	0,75	0,75	0,75	0,75	EUR/GBP	0,90	0,89	0,90	0,90	0,88
People's Bank of China	4,35	4,10	4,10	3,85	USD/CNY	7,16	7,08	7,20	7,20	7,50

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.

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