

7 oktober 2019

Han de Jong
Chief Economist

Tel: 020 628 4201

han.de.jong@nl.abnamro.com

Recessie voorspellen vereist lef

- **VS: ISM's schetsen somberder beeld dan PMI's**
- **Inflatie in de eurozone zit vast rond 1%**
- **Boris Johnson lijkt verkiezingscampagne te zijn gestart**

Economen zijn niet heel goed in het voorspellen van een recessie. Nee, ik moet het anders zeggen. Economen zijn heel goed in het 'voorspellen' van een recessie, maar meestal pas wanneer de neergaande fase al is ingezet. Ze (of misschien is 'we' beter) zien een recessie niet vroeg genoeg aankomen, dat wil zeggen op een moment dat beleidsmakers, ondernemingen, beleggers en gewone burgers nog actie kunnen ondernemen om de gevolgen te beperken. Het vereist lef om een recessie te voorspellen. Sommige economen hebben die lef in overvloed en voorspellen min of meer altijd dat het bergaf zal gaan. Dat zijn de eeuwige doemdenkers, die een op den duur onvermijdelijk gloriemoment hebben wanneer ze het ook een keer bij het rechte eind hebben. In de daaropvolgende periode worden zij dan vaak geïntroduceerd als 'De heer of mevrouw zo-en-zo die deze of die rampspoed juist heeft voorspeld'. Als het volgende door hen voorspelde doemscenario niet uitkomt, raken ze geleidelijk weer in de vergetelheid.

VS: ISM's schetsen somber beeld

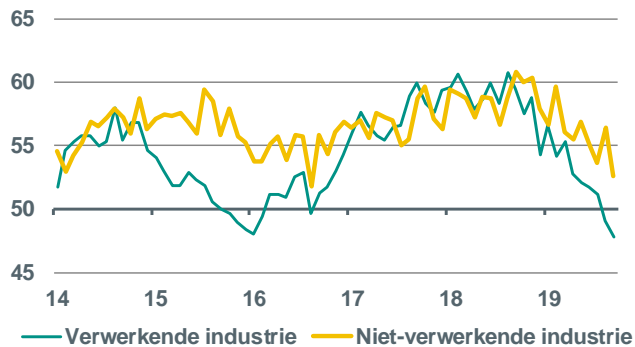
De onophoudelijke wereldwijde cijferstroom maakt me enigszins nerveus en zorgt bij mij ook voor de nodige verwarring. De bekende, altijd betrouwbare voorlopende indicatoren lijken tegengestelde signalen af te geven. Uit de recente indicatoren van het *Institute for Supply Management* (ISM) komt een verontrustend beeld naar voren. De ISM-indicator voor het ondernemersvertrouwen in de verwerkende industrie daalde van 49,1 in augustus naar 47,8 in september, terwijl de consensusverwachting van economen was dat september beter dan augustus zou zijn. Dit cijfer lag hiermee voor de tweede maand onder 50, wat doet vermoeden dat de verwerkende industrie in de VS, net als elders, onder druk staat. Het huidige niveau van de ISM voor de verwerkende industrie komt niet overeen met een algehele recessie in de VS. Daarvoor moet de ISM verder dalen naar 42 en zover is het nog lang niet.

De dienstensector heeft in het algemeen veel beter dan de verwerkende industrie stand gehouden. Dit is ook niet heel verrassend, want de zwakte van de verwerkende industrie is zeer waarschijnlijk vooral te wijten aan de vertraging van de Chinese economie en de onzekerheid als gevolg van de handelsoorlog. Diensten worden door deze factoren niet of in ieder geval minder geraakt. Veel diensten zijn echter aan de goederensector gerelateerd. Het is dan ook de vraag hoe lang het verschil in vertrouwen tussen de verwerkende industrie en de dienstsector nog duurt. De bekendmaking van de ISM voor

de niet-verwerkende industrie (diensten) zorgde dan ook voor een schok: deze ging vrij hard onderuit, met een daling van een (sterke) 56,4 in augustus naar 52,6 in september.

VS: ISM verwerkende en niet-verwerkende industrie

Index, 50 = neutraal



Bron: Bloomberg

Rivaliserende indices schetsen een minder somber beeld

Waar komt mijn verwarring dan vandaan? Welnu, de inkoopmanagersindices (PMI's) van Markit laten een ander beeld zien. Ze werden eerder gepubliceerd en beide cijferreeksen verbeterden in september in de VS. De ISM-cijfers hebben een veel langere geschiedenis, die in 1931 begint. De cijferreeks voor de verwerkende industrie in de huidige opzet dateert van 1948, terwijl die voor de dienstensector minder ver teruggaat. Op grond van het trackrecord neig ik ernaar om meer waarde aan de ISM-indicatoren dan aan de PMI's van Markit te hechten. Overigens hebben de Markit PMI's het voordeel dat ze in meer dan 30 landen consistent worden geregistreerd. De VS was niet het enige land waar de Markit PMI in september verbeterde. Dit was ook het geval in onder meer China (Caixin PMI) en Canada, terwijl in Brazilië de PMI het hoogste niveau in achttien maanden bereikte.

Bij de verbetering van de Chinese Caixin PMI kunnen wel vraagtekens worden geplaatst. De Zuid-Koreaanse uitvoer naar China daalde in september met 21,8% j-o-j. Dit duidt niet op een aantrekkende Chinese economie. De totale uitvoer van Zuid-Korea was 11,7% j-o-j lager, wat iets beter was dan de -13,8% in augustus. China is goed voor ongeveer een vierde van de Zuid-Koreaanse uitvoer.

Een teken van zwakte kwam ook uit Japan, waar uit het gerenommeerde Tankan-onderzoek bleek dat het ondernemersvertrouwen verder is afgenomen. Net als in andere landen bleef het sentiment in de dienstensector beter op peil dan in de verwerkende industrie. Van de meest recente cijfers word je echter niet vrolijk.

Japan: industriële productie

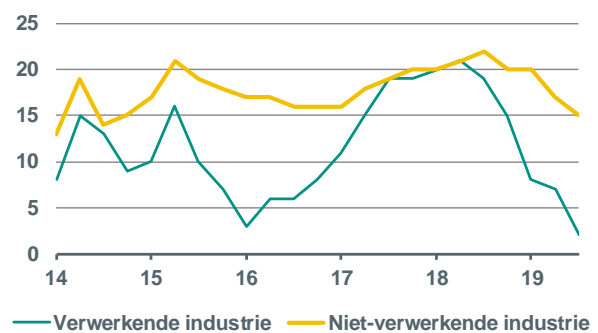
% j-o-j



Bron: Bloomberg

Tankan bedrijfsklimaat

Vooruitzichten grote ondernemingen, index



Bron: Bloomberg

De banencijfers (ex agri) waren in september in de VS wisselend. Er kwamen 136.000 banen bij en de cijfers voor de twee voorgaande maanden werden in totaal met 45.000 naar boven bijgesteld. Het totaalplaatje kwam grofweg met de verwachtingen, maar de banengroei is duidelijk wel vertraagd. In de verwerkende industrie gingen voor de tweede keer dit jaar banen verloren, namelijk 2.000. De geringe daling van de werkgelegenheid in de verwerkende industrie kan redelijkerwijs als een signaal worden gezien dat de industriesector verzwakt. Toch daalde de werkloosheid van 3,7% naar 3,5%, het laagste niveau in ruim 50 jaar. Ooit gingen economen ervan uit dat een krappe arbeidsmarkt tot versnelde loongroei zou leiden, maar dit idee lijkt inmiddels achterhaald te zijn. Het gemiddelde uurloon bleef op maandbasis gelijk, terwijl de stijging op jaarbasis terugliep van 3,2% in augustus naar 2,9% in september, het laagste percentage in meer dan een jaar. Looninflatie is dus duidelijk geen probleem, zodat de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve) nog ruimte heeft om de beleidsteugels verder te laten vieren. President Trump was er snel bij om zich in een twitterbericht op de borst te kloppen dat de werkloosheid tot het laagste niveau in 50 jaar was gedaald. Dat de totale banengroei is vertraagd, dat in de verwerkende industrie zelfs banen verloren zijn gegaan en dat de stijging van het gemiddelde uurloon is afgezwakt, dat is allemaal natuurlijk niet zijn schuld.

De wereldconjunctuur in een notendop

Het beeld is dus nogal verwarrend, maar ik denk dat de wereldconjunctuur er als volgt voor staat. De vertraging van de Chinese economie, die mede wordt veroorzaakt door het beleid om de schuldenlast te verminderen, speelt een belangrijke rol in het verzwakkende groeimomentum van de wereldeconomie. De Chinese beleidsmakers nemen weliswaar maatregelen om de economische groei op te krikken, maar tot dusverre slagen ze hier niet echt in. Daarnaast heeft het handelsconflict de wereldwijde bedrijvigheid sterk gedrukt. Invoerheffingen zijn belastingen en de nogal willekeurige invoering van soms exorbitant hoge tarieven heeft de handelsstromen negatief beïnvloed. Nog erger is misschien wel de grote onzekerheid die het conflict en alle acties en tegenacties hebben gecreëerd. De economie kan hier niet goed tegen.

De vertraging van de Chinese economie en het handelsconflict zijn naar mijn mening dus de hoofdschuldigen van het wereldwijd afzwakkende groeimomentum, maar zijn niet de enige factoren. De monetaire verkrapping door de Fed in 2018 (vier renteverhogingen en balansverkorting), de onzekerheid rond het brexit-proces en sectorspecifieke problemen in

de (Europese / Duitse) auto-industrie spelen ook een rol. En mogelijk zijn er nog meer factoren aan het werk.

Begin dit jaar had ik nog goede hoop dat de meeste van deze factoren snel ten goede zouden keren, maar deze hoop is ijdel gebleken. Ondanks stimuleringsmaatregelen lijkt de Chinese economie verder vaart te verliezen en het handelsconflict gaat op en neer tussen hoop en vrees. Onzekerheid is hierbij de gemeenschappelijke deler. De Fed heeft haar beleidskoers verlegd en de ECB heeft haar beleid verruimd, maar het duurt even voordat dit doorwerkt. Op de brexit kom ik hieronder nog terug. De problemen in de Europese auto-industrie blijken hardnekkiger te zijn dan ik had gehoopt.

Wordt het tijd om een recessie te voorspellen?

De economie van de eurozone krijgt zeker te maken met negatieve bbp-groeicijfers, maar dat is niet het belangrijkste om op te letten. Een aanzienlijke toename van de werkloosheid en faillissementen zou wel een duidelijk signaal van economische neergang vormen. Eerlijk gezegd zie ik dit echter niet gebeuren, tenzij de VS in een recessie belandt. Dit laatste is uiteraard niet onmogelijk maar, zoals we al vaker hebben betoogd, gooit de Amerikaanse consument de handdoek voorlopig nog niet in de ring. Daarvoor is zijn financiële positie nog te sterk. Een recessie in de VS is de komende kwartalen dan ook onwaarschijnlijk. Wel waarschijnlijk is dat de Amerikaanse economie in de komende periode verder verzwakt. Dit proces wordt door de bedrijfsinvesteringen getrokken en zal niet ongemerkt aan de arbeidsmarkt voorbijgaan. Tegen de tijd dat de consument hiervan hinder gaat ondervinden, is de verruiming door de Fed echter ver genoeg doorgewerkt om een daadwerkelijke recessie te kunnen afwenden. Laten we hopen dat dit ook zo is. De onverwachte wendingen in het handelsconflict, het presidentieel getwitter, het gestarte onderzoek naar een afzettingsprocedure en de naderende verkiezingscampagne: allemaal factoren waardoor de Amerikaanse conjunctuurcyclus naar zowel een hogere als een lagere versnelling kan overschakelen.

Inflatie in de eurozone zit vast rond 1%

Volgens de voorlopige cijfers zit de inflatie in de eurozone vast rond 1%. De kerninflatie nam in september toe van 0,9% j-o-j naar 1,0%, terwijl de totale inflatie de omgekeerde weg bewandelde. Omdat de economische groei onder het trendmatige niveau ligt, lijkt een significante versnelling van de inflatie nog ver weg. Volgens de logica van Draghi betekent dit dat de Europese Centrale Bank (ECB) op een bepaald moment meer moet doen om dichterbij de doelstelling van een inflatie 'onder maar dicht bij 2%' te komen. Maar er is ook de 'Klaas Knot' logica na de recente interventies van de president van De Nederlandsche Bank (DNB). Een van zijn ideeën is om het inflatiedoel te herformuleren en voor een bandbreedte te kiezen. Hij denkt aan 1% - 3%. Ik ben benieuwd wat dat voor het monetaire beleid zou betekenen. De feitelijke inflatie ligt nu op de ondergrens van de bandbreedte van Knot. Dit lijkt een geringe, maar zeker niet een forse versoepeling van het beleid te rechtvaardigen. De inflatie is in de eurozone in de voorbije jaren opmerkelijk stabiel gebleven. De kerninflatie schommelt al zo'n vijf jaar tussen 0,7% en 1,3%.

Brexitdrama duurt voort

Het is de Britse premier Boris Johnson tot dusverre niet gelukt om een voor het Europees Parlement aanvaardbaar brexitvoorstel op tafel te leggen. Ik vraag me af of hij überhaupt voorstellen wil indienen waarmee de EU kan instemmen. En ik vraag me ook af of het

Europees Parlement wel met enig voorstel van de Britse regering zal instemmen. Zelfs als de intenties van Johnson positief en constructief zijn en de EU zich ook constructief opstelt, hoe waarschijnlijk is het dan dat het Britse Parlement een akkoord omarmt? Die kans acht ik niet heel groot. Ik denk dat het allemaal op niets uitdraait, dat het een verspilling van tijd en energie is, maar dat iedereen blij is van zijn of haar goede bedoelingen wil geven. Als de verwachting is dat Johnson niet tot een akkoord met de EU kan komen, wat wil hij dan bereiken? De campagne voor de inmiddels onvermijdelijke maar nog niet uitgeschreven algemene verkiezingen is inmiddels gestart. Johnson moet de kiezers overtuigen dat hij alles binnen zijn mogelijkheden heeft gedaan om een akkoord te sluiten en dat de EU volledig onredelijk is. Een reden temeer om de EU te verlaten.

We zijn nog steeds van mening dat verkiezingen heel waarschijnlijk zijn, maar dat de uitslag uiterst moeilijk te voorspellen is. Volgens opiniepeilingen groeit de steun voor de Conservatieven en hebben ze nu een voorsprong van 12 procentpunt op Labour (socialisten). Interessant is de groeiende populariteit van de Liberaal Democraten, die in de peilingen van 6% - 10% in mei naar 20% zijn gestegen. Het verschil met de 36% van de Conservatieven is echter nog groot. Omdat de verkiezingen de facto een nieuw referendum over de brexit kunnen worden, is een verdere opmars van de Liberaal Democraten niet ondenkbaar. Zij hebben namelijk een uitgesproken standpunt over de brexit: ze zijn mordicus tegen. Dit kan niet van Labour worden gezegd. Labour-stemmers die een (harde) brexit willen voorkomen, zouden daarom wel eens naar de Liberaal Democraten kunnen overstappen. Ook voor conservatieve kiezers die een (harde) brexit niet zien zitten, biedt dit nieuwe perspectieven. Ze kunnen natuurlijk Boris Johnson blijven steunen, ook al voert hij campagne voor een harde brexit, omdat ze in ieder geval niet willen dat Corbyn aan de macht komt. Maar ze kunnen ook besluiten om op de Liberaal Democraten te stemmen indien dit de kans op een harde brexit vermindert en het risico dat Jeremy Corbyn naar 10 Downing Street mag verhuizen, niet vergroot.

Een heel ongelukkige factor is volgens mij de relatieve onbekendheid van Jo Swinson, de leider van de Liberaal Democraten. Volgens <http://www.yougov.co.uk> vindt 10% van de ondervraagde mensen haar een goede kandidaat tegen 33% voor Boris Johnson. De verklaring voor dit verschil moet in de bekendheid worden gezocht: slechts 37% van de ondervraagde mensen zegt haar te kennen, terwijl 98% de premier kent. Positief is dat relatief weinig mensen Swinson afkeuren: 10% tegen 48% voor Johnson.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren										
BBP-groei (%)	2017	2018	2019e	2020e	3M interbank rente	27/09/2019	04/10/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.4	2.9	2.2	1.3	Verenigde Staten	2.10	2.03	1.43	1.43	1.55
Eurozone	2.7	1.9	0.8	0.6	Eurozone	-0.41	-0.42	-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	1.9	1.4	1.2	1.2	Verenigd Koninkrijk	0.76	0.76	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	3.5	2.9	2.9						
Inflatie (%)	2017	2018	2019e	2020e	10j-rente	27/09/2019	04/10/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.1	2.4	1.8	2.0	VS Treasury	1.67	1.51	1.50	1.50	1.50
Eurozone	1.5	1.7	1.1	0.9	Duitse Bund	-0.58	-0.59	-0.80	-0.80	-0.80
Japan	0.5	0.9	1.1	1.6	Euro swap rente	-0.16	-0.17	0.20	0.20	0.35
Verenigd Koninkrijk	2.7	2.5	1.9	1.8	Japans overheidspapier	-0.24	-0.23	-0.10	-0.10	0.00
China	1.6	2.1	2.5	2.5	VK gilts	0.50	0.44	0.30	0.30	0.30
Nederland	1.3	1.6	2.6	1.5						
Wereld	3.0	3.4	3.6	3.3						
Beleidsrente	04/10/2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	27/09/2019	04/10/2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2.00	1.50	1.50	1.50	EUR/USD	1.09	1.10	1.12	1.12	1.15
European Central Bank	-0.50	-0.60	-0.60	-0.60	USD/JPY	107.9	106.9	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	0.89	0.89	0.90	0.90	0.88
People's Bank of China	4.35	4.10	4.10	3.85	USD/CNY	7.12	7.15	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 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 relatie manager 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