

5 maart 2018

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

Na wasmachines en zonnepanelen nu staal en aluminium

- **President Trump kondigt invoertarieven voor staal en aluminium aan**
- **Aandelenmarkten waren niet gecharmeerd van de toespraak van Powell voor het Congres, maar obligatiemarkten reageerden nauwelijks**
- **Groeimomentum van de wereldeconomie lijkt af te zwakken ...**
- **... maar uiteenlopende signalen in de VS en Azië vertekenen het beeld en maken het lastig om indicatoren te duiden**

De Amerikaanse president Trump heeft gezegd dat hij binnenkort een decreet ondertekent waarbij op de invoer van staal een heffing van 25% komt en op de invoer van aluminium een heffing van 10%. Op het moment van schrijven was nog niet bekend hoe de nieuwe tarieven in de praktijk gaan werken. Het lijkt erop dat Trump de knoop heeft doorgehakt in een discussie die binnen zijn eigen gelederen woedde. Gary Cohn, de belangrijkste economisch adviseur van de president, steunt de maatregelen niet. Wilbur Ross, minister van Handel, en Peter Navarro, adviseur van de president in handelsaangelegenheden, kunnen zich echter goed vinden in de maatregelen.

Fascinerend experiment met economisch beleid

Volgens de traditionele economische theorie leidt het instellen van handelsbeperkingen tot een negatieve schok aan de aanbodzijde van de economie. Handelsrestricties kunnen voor bepaalde binnenlandse sectoren positief uitvallen, maar worden verondersteld een nadelige uitwerking te hebben op de economie als geheel en daarbij de inflatie aan te wakkeren. Aanhangers van het economisch nationalisme, zoals Ross en Navarro, zijn het hiermee oneens. Ook in andere landen kan het economisch nationalisme inmiddels op meer steun rekenen. Vanuit theoretisch perspectief hebben we te maken met een interessant experiment, want conventionele ideeën over handel en economisch nationalisme worden op de proef gesteld. Een duidelijke uitslag zal er echter niet snel komen.

Het effect op de totale Amerikaanse economie zal mede afhangen van hoe andere landen reageren en of het protectionisme na deze maatregelen stopt of nog verder gaat. Wij denken dat de macro-economische effecten voor de VS beperkt blijven. De nu aangekondigde maatregelen volgen op een soortgelijke actie ruim een maand geleden. Toen werden invoertarieven aangekondigd voor zonnepanelen en wasmachines.

Is het een slimme zet?

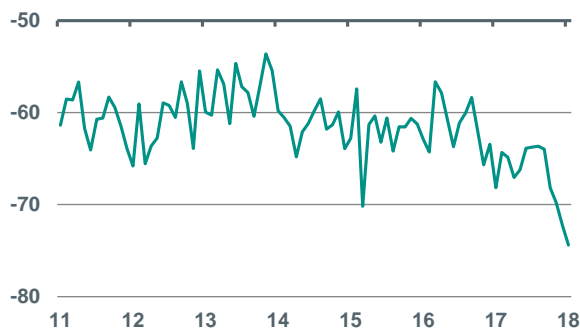
Ik moet zeggen dat ik een beetje verbijsterd ben. Tijdens zijn verkiezingscampagne beloofde Trump een protectionistische koers te zullen varen, vooral met betrekking tot China. De Chinese uitvoer van staal en aluminium naar de VS stelt echter niet veel voor. De grootste exporteurs van staal naar de VS zijn Canada, Brazilië en Zuid-Korea. De Amerikaanse markt is vooral voor Canadese bedrijven belangrijk: hier gaat bijna 90% van hun export naar toe. Voor Brazilië is dit ongeveer een derde en voor Zuid-Korea circa 12%. Mogelijk wordt voor Canada als lid van de Noord-Amerikaanse Vrijhandelsassociatie (NAFTA) een uitzondering gemaakt. De andere landen zullen grote hinder ondervinden van de invoerheffingen, maar ingrijpende macro-economische effecten verwachten we niet.

De invoer van staal vertegenwoordigt ongeveer een derde van het totale Amerikaanse staalverbruik. Als de prijzen van een derde van het totale aanbod omhooggaan, zal dit waarschijnlijk een significant effect op de binnenlandse staalmarkt hebben. Amerikaanse staalproducenten hebben wellicht baat bij de prijsstijging, maar voor gebruikers van staal is het juist nadelig. Hoewel ik niet verwacht dat de invoering van deze heffingen grote macro-economische effecten in de VS hebben, vraag ik me wel af of de Amerikanen hiermee zichzelf niet in de voet schieten. Zal het aan de eigen economie niet meer schade berokkenen dan aan die van andere landen? Maar toegegeven, ik ben een fervent voorstander van vrij handelsverkeer.

Tegen deze achtergrond is het interessant om naar recente Amerikaanse macrocijfers te kijken. Toen Trump tijdens zijn campagne voor de presidentsverkiezingen zijn protectionistische agenda lanceerde, wees hij op het (bilaterale) handelstekort. Inmiddels zit Trump al ruim een jaar in het Witte Huis, maar het Amerikaanse handelstekort loopt verder op. Gedurende de eerste negen maanden van 2017 bedroeg het tekort gemiddeld USD 65 miljard per maand; in januari van dit jaar was het tekort gestegen tot USD 74,4 miljard. Dit kan Trump hebben gesterkt in zijn besluit om verdere protectionistische maatregelen te nemen.

VS: handelstekort

USD mld



Bron: Bloomberg

Powell maakt zijn debuut

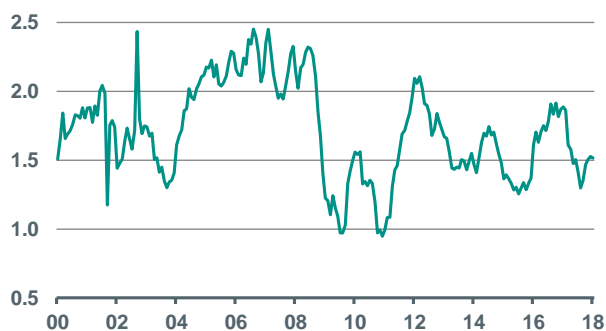
De nieuwe voorzitter van de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve) maakte vorige week voor de eerste keer zijn opwachting in het Congres. De grote vraag was of de

Federal Reserve haar beleid wel of niet agressiever zou gaan verkrappen dan in december nog werd aangegeven en, zo ja, in welke mate. De obligatiemarkten bleven rustig, maar aandelen werden op grote schaal van de hand gedaan. Misschien is dit een teken dat de markten voor risicovolle beleggingen op zoek waren naar een excuus om de trend die op 9 februari startte, weer om te buigen. Powell zei wat ons betreft niets verrassends. Hij was optimistischer over de economische vooruitzichten, maar dat zijn wij ook. In de afgelopen weken hebben we onze groeiprognoses namelijk verhoogd. Powell trok ook niet aan de bel over de inflatievooruitzichten. Het FOMC, het beleidscomité van de Federal Reserve, zal mogelijk na zijn vergadering in maart aangeven dat de leden nu uitgaan van vier in plaats van drie renteverhogingen voor dit jaar. Dit kunnen we echter geen grote verandering noemen.

Vorige week donderdag zijn de cijfers voor de PCE-deflator, de favoriete inflatiemaatstaf van de Federal Reserve, gepubliceerd. Deze steeg in januari met 0,4% m-o-m, conform de verwachtingen, maar bleef j-o-j gelijk op 1,7%. De kerninflatie (core PCE) bedroeg in januari 0,3% m-o-m en 1,5% j-o-j (gelijk aan december). In de komende maanden zal het j-o-j tarief oplopen door basiseffecten, omdat vorig jaar in deze periode de maandelijkse stijging heel gematigd was.

VS: kerninflatie (core PCE)

% j-o-j

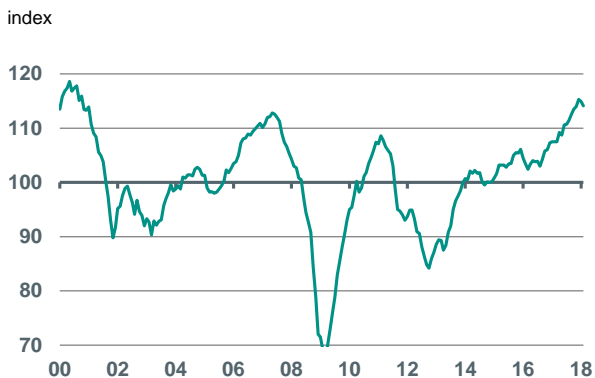


Bron: Bloomberg

Groeimomentum van wereldeconomie zwakt af

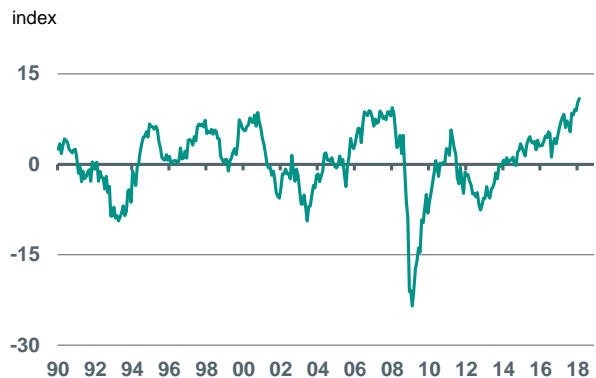
De groei van de wereldeconomie won in de loop van vorig jaar sterk aan kracht. Hoewel we in de discussie over het groeimomentum tot de optimisten behoorden, waren we toch aangenaam verrast. We zijn daarnaast alert op tekenen dat het momentum mogelijk afzwakt. De meest recente conjunctuurindicatoren lijken hierop te wijzen. De index van de Europese Commissie voor het economisch sentiment is bijvoorbeeld in februari voor de tweede maand op rij gedaald: van een cyclisch hoogtepunt van 115,3 in december (de hoogste stand sinds 2000) naar 114,9 in januari en 114,1 in februari. Er is geen reden om te verwachten dat het vertrouwen in de komende maanden sterk daalt. Het beeld van een afkalkvend sentiment - vanaf een overigens zeer hoog niveau - is niet eenduidig. In Nederland, dat heel gevoelig is voor de wereldconjunctuur, is bijvoorbeeld het producentenvertrouwen in februari verder toegenomen tot een recordhoogte.

Eurozone: index van het economisch sentiment



Bron: Bloomberg

Nederland: producentenvertrouwen



Bron: Bloomberg

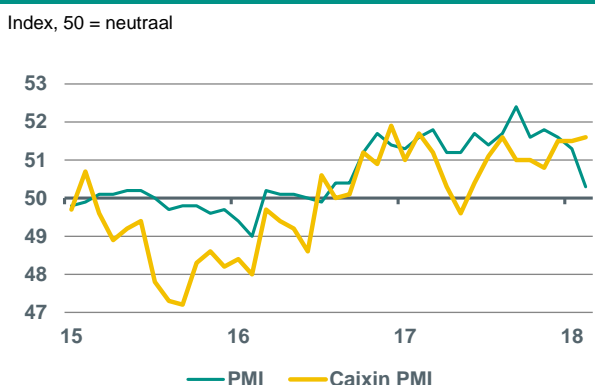
VS: gemengde maar mogelijk vertekende cijfers

De conjunctuurindicatoren in de VS laten de laatste tijd een nogal wisselend beeld zien. De ISM, de belangrijkste graadmeter van het ondernemersvertrouwen, steeg in februari tot 60,4, het hoogste niveau sinds 2004. De regionale vertrouwensindices waren vrij gemengd: beter in Dallas en Richmond, maar slechter in Chicago. De gepubliceerde harde cijfers waren zwakker. De verkoop van nieuwbouwwoningen was in januari zwak, net als in december. De autoverkopen zijn al een paar maanden zwak en de orders voor duurzame goederen waren dat ook in januari. De persoonlijke uitgaven stijgen, maar niet spectaculair. Het probleem met de harde cijfers uit de VS is dat delen van het land werden getroffen door modderlawines in december en door slecht weer in januari. Dit maakt het moeilijk om conclusies te trekken.

Cijfers in Azië zijn moeilijk te duiden door Chinees Nieuwjaar

Door de periode van het Chinees Nieuwjaar valt er moeilijk een peil te trekken op de conjuncturele ontwikkelingen in Azië. Dit jaar viel deze periode volledig in februari, maar vorig jaar voor een deel ook in januari. De cijferreeksen voor het ondernemersvertrouwen in China laten opmerkelijke verschillen zien.

China: PMI verwerkende industrie



Bron: Bloomberg

Zuid-Korea: uitvoer en invoer



Bron: Bloomberg

De nationale PMI voor de verwerkende industrie daalde sterk van 51,3 in januari naar 50,3 in februari. De concurrerende Caixin PMI daarentegen steeg van 51,5 in januari naar 51,6

in februari. Zoals mijn collega Arjen van Dijkhuizen al aangaf, kan dit te maken hebben met de dreiging van protectionistische maatregelen door de VS. De nationale PMI bevat meer ondernemingen die mogelijk gevoelig zijn voor protectionisme.

De Zuid-Koreaanse exportcijfers werpen een interessant licht op de gang van zaken in de regio. De uitvoer steeg met 4,0% j-o-j in februari tegen 22,2% in januari. Dit weerspiegelt de timing van het Chinees nieuwjaar. Het gemiddelde voor beide maanden ligt dicht bij de trend van de laatste tijd. Hierbij moet ook worden bedacht dat de Koreaanse uitvoerprijzen op dit moment vrij sterk dalen (in januari -3,5% j-o-j), terwijl ze vorig jaar met gemiddeld 6% zijn gestegen.

Visie niet gewijzigd

Per saldo zie ik weinig reden om onze achterliggende visie bij te stellen. De groei van de wereldeconomie versnelt niet meer, maar er is ook geen reden om te denken dat de groei nu al duidelijk afzwakt of binnenkort duidelijk zal afnemen. Er zijn geen tekenen die duiden op een verontrustende versnelling van de inflatie. Het beleid van centrale banken zal waarschijnlijk niet veel afwijken van ons basisscenario. En tot slot, ook al loert het gevaar van protectionisme om de hoek, de tot nu toe aangekondigde maatregelen vormen geen ernstige bedreiging voor de wereldeconomie.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren											
BBP-groei (%)	2016	2017e	2018e	2019e	3M interbank rente	23/02/2018	02/03/2018	+3M	2018e	+12M	2019e
Verenigde Staten	2.3	2.3	3.0	2.7	Verenigde Staten	1.96	2.03	1.90	2.40	2.40	2.80
Eurozone	2.5	2.5	2.8	2.3	Eurozone	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.13
Japan	1.6	1.6	1.7	1.3	Japan	0.07	0.07	-0.10	-0.02	-0.10	-0.10
Verenigd Koninkrijk	1.7	1.7	1.4	1.7	Verenigd Koninkrijk	0.57	0.58	0.80	1.00	1.10	1.60
China	6.9	6.9	6.5	6.0							
Nederland	3.2	3.2	2.9	2.0							
Wereld	3.2	3.7	3.9	3.7							
Inflatie (%)	2016	2017e	2018e	2019e	10j-rente	23/02/2018	02/03/2018	+3M	2018e	+12M	2019e
Verenigde Staten	2.1	2.1	2.1	2.0	VS Treasury	2.87	2.86	2.90	3.00	2.70	2.85
Eurozone	1.5	1.5	1.7	1.4	Duitse Bund	0.66	0.65	0.80	0.90	1.00	1.20
Japan	0.5	0.5	1.0	0.8	Euro swap rente	1.09	1.08	0.90	1.10	1.10	1.25
Verenigd Koninkrijk	2.7	2.7	2.3	1.9	Japans overheidspapier	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.20
China	1.6	1.6	2.5	2.5	VK gilts	1.52	1.48	1.35	1.50	1.50	1.80
Nederland	1.3	1.3	1.5	2.4							
Wereld	3.0	3.1	3.4	3.1							
Beleidsrente	02/03/2018	+3M	2018e	2019e	Wisselkoersen	23/02/2018	02/03/2018	+3M	2018e	+12M	2019e
Federal Reserve	1.50	2.00	2.25	2.75	EUR/USD	1.23	1.23	1.17	1.15	1.18	1.25
European Central Bank	-0.40	-0.40	-0.40	-0.20	USD/JPY	106.9	105.8	109	110	108	100
Bank of Japan	-0.10	0.00	0.00	0.00	GBP/USD	1.40	1.38	1.39	1.42	1.46	1.52
Bank of England	0.50	0.75	1.50	1.00	EUR/GBP	0.88	0.89	0.84	0.81	0.81	0.82
People's Bank of China	4.35	4.35	4.35	4.35	USD/CNY	6.34	6.34	6.60	6.50	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 hierboven 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 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