

18 februari 2019

Nick Kounis
Hoofd Financial Markets Research
 Tel.: 020 343 56165
 nick.kounis@nl.abnamro.com

Consument VS doet stapje terug maar haakt niet af

- **Zwakke detailhandelscijfers zorgen voor onrust over Amerikaanse consument, een van de weinige lichtpuntjes in de wereldeconomie**
- **Groei van consumptieve bestedingen lijkt te zijn afgezwakt, maar groei van reële inkomen is nog steeds gezond en vertrouwen blijft sterk**
- **We voorzien nog steeds een behoorlijke stijging van de consumptieve bestedingen, maar minder snel dan in grootste deel van vorig jaar**
- **Vanwege zwakke export en investeringen hebben we onze bbp-prognose voor de eurozone tot verder onder de consensusraming verlaagd**
- **ECB blijft waarschijnlijk langer accommoderende koers varen**
- **Spaanse verkiezingen vergroten politieke risico in Europa**
- **Kans op bestand in handelsconflict VS –China lijkt toe te nemen**

Amerikaanse detailhandelsomzet is sterk afgenomen in december

Het belangrijkste macrocijfer van vorige week was misschien wel de sterk tegenvallende detailhandelsomzet in de VS, die in december 1,2% m-o-m lager was en hiermee de grootste daling sinds 2009 (wat uiteraard geen goed jaar voor de wereldeconomie was) liet zien. Exclusief auto's en gas was het cijfer nog slechter (-1,4%). De geannualiseerde groei kwam hierdoor in het vierde kwartaal uit op slechts 0,6% tegen 5,3% in het derde kwartaal.

Gezien de vertragende wereldhandel en wereldwijde investeringen leidde dit tot ongerustheid over een van de lichtpuntjes in de wereldeconomie. De veerkracht van de consument wordt vaak gebruikt als argument om geen recessie te verwachten.

VS: consumentenbestedingen

Persoonlijke consumptieve bestedingen, nationale rekeningen, % j-o-j



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

VS: detailhandelsomzet

Exclusief auto's en gas, % k-o-k geannualiseerd



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Tijd om ongerust te worden over de consument?

Moeten we ons zorgen gaan maken? Laten we beginnen met de cijfers. Het eerste dat ik wil opmerken, is dat de detailhandelsomzet zelfs op kwartaalbasis volatiel is. Zoals de grafiek rechtsboven aangeeft, stuiten deze cijfers zelfs in de beste periodes op en neer. Verder staat de consument er fundamenteel gezien nog steeds goed voor. In de private sector steeg het uurloon in januari met 3,2% j-o-j. Daarnaast blijft de werkgelegenheid sterk toenemen. Het aantal banen (exclusief agrarische sector) nam in januari met 2,1% toe. Bij een consumptieprijsinflatie van 1,6% betekent dit dat de totale reële inkomens vorige maand met 3,7% j-o-j waren gestegen. Het consumentenvertrouwen is weliswaar gedaald ten opzichte van de piek, maar is gemeten naar historisch maatstaven nog steeds hoog. Tot slot zien de balansen van huishoudens er gezond uit.

VS: totale reële lonen in private sector



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

VS: Consumentenvertrouwen



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Stapje terug maar niet verslagen

Wij verwachten wel dat de groei van de consumptieve bestedingen in de komende kwartalen trendmatig vertraagt naar een gemiddelde van ongeveer 2%. De verwachte algehele economische vertraging – als gevolg van zwakkere investeringen en uitvoer – laat waarschijnlijk ook de banengroei niet onberoerd. Bovendien leidt de vertraging van de woningmarkt naar verwachting tot lagere bestedingen aan zaken die verband houden met verhuizingen, zoals de aanschaf van nieuwe meubels. Dit kwam inderdaad tot uiting in de detailhandelscijfers voor december. Tot slot verwachten wij dat de rentewijzigingen van vorig jaar verder doorwerken. Door de positieve factoren die we hierboven hebben geschetst, blijven de consumptieve bestedingen echter in ongeveer het trendmatige tempo groeien.

Verwachtingen voor de eurozone verlaagd

We hebben onze bbp-raming voor de eurozone voor dit jaar naar beneden bijgesteld. Dit heeft gevolgen voor onze prognoses voor het ECB-beleid, de obligatierentes en valuta's. Onze prognose voor de bbp-groei in 2019 hebben we verlaagd van 1,1% naar 0,8%, waardoor wij nog verder onder de consensusverwachting (1,4% volgens onderzoek van Bloomberg) uitkomen. Onze prognose is zelfs minder dan de helft van de huidige prognose van de ECB. De aanpassing komt voort uit de recente en aanhoudende zwakte van de cijfers voor de eurozone en de wereldeconomie, die erop wijzen dat de periode van zwakkere economische groei langer aanhoudt.

De wereldhandel en -productie blijven vermoedelijk zwak, omdat de verkrapping van de wereldwijde financiële condities die vorig jaar zichtbaar werd, voorlopig nog niet is uitgewerkt. In de eurozone remt bovendien de zwakke uitvoer de groei van de investeringen in vaste activa. De economie van de eurozone zal in de eerste helft van dit jaar vermoedelijk dan ook in een benedentrendmatig tempo groeien, waarna de groei in het tweede halfjaar aantrekt naar het trendmatige niveau. Deze verwachting is gebaseerd op enerzijds de relatieve veerkracht van de binnenlandse vraag in de eurozone en anderzijds de verbetering van de wereldeconomie. Factoren die de binnenlandse vraag kunnen ondersteunen, zijn de ruime financiële condities, de lagere totale inflatie en beperkte begrotingsstimulansen. De wereldeconomie kan een steun in de rug krijgen van de beleidsverschuiving van centrale banken, die de financiële condities niet verder verkrappen. Centrale banken hebben echter het gaspedaal nog niet ingetrapt; een sterk herstel van de wereldwijde groei zit er volgens ons daarom niet in.

Vriendelijker ECB

We denken dat de ECB tot eind volgend jaar pas op de plaats maakt. Een eerste verhoging met 10 bp verwachten we nu pas in december 2020. Eerder gingen we nog uit van twee rentestappen van 10 bp in 2020, namelijk in maart en september. We verwachten dat de ECB op de bestuursvergadering in juni haar beleidsindicatie wijzigt (dit jaar geen renteverhogingen) en een nieuw programma voor langlopende leningen aan banken aankondigt. Onze verlaagde prognose houdt in dat de economische groei vier kwartalen op rij ruim onder het trendmatige niveau blijft. Als gevolg hiervan neemt de onderliggende inflatiedruk nog langzamer toe.

Lagere obligatierentes en euro

Onze nieuwe voorspellingen houden in dat de macro-economische vooruitzichten verder worden verlaagd en dat de verwachtingen ten aanzien van het ECB-beleid opnieuw worden ingeprijsd. Hierdoor zullen de rentes op obligaties van eurokernlanden vermoedelijk verder dalen. Het zwaartepunt zal hierbij in het vijf- en tienjaarssegment liggen. Zo verwachten we nu dat de rente op tienjarige Bunds in het eerste en tweede kwartaal 0% is (was 0,15%). Omdat het korte stuk van de rentecurve stabiel blijft, zullen in de komende drie tot zes maanden de verschillen tussen enerzijds het tweejaarssegment en anderzijds het vijf- en tienjaarssegment voor staatsobligaties van eurokernlanden kleiner worden. In het tweede halfjaar, wanneer de economie wat aan vaart wint, wordt dit voor een deel weer ongedaan gemaakt. Onze prognose voor de tienjaarsrente op Bunds eind dit jaar is nu 0,2% (was 0,5%). Op grond van de zwakkere macrocijfers en de langer ongewijzigde ECB-beleidsrentes hebben we onze eindejaarsprognose voor EUR/USD verlaagd van 1,25 naar 1,16.

Spaanse verkiezingen vergroten politieke risico in Europa dit jaar

Omdat het Spaanse parlement vorige week het begrotingsvoorstel voor 2019 heeft verworpen, worden er op 28 april vervroegde verkiezingen in Spanje gehouden. Hierdoor neemt het aantal dit jaar te houden verkiezingen verder toe (er worden ook parlementsverkiezingen gehouden in België, Portugal en Griekenland en in heel Europa moeten er kiezers naar de stembus voor het Europees parlement). Dit vergroot het politieke risico in Europa. Opiniepeilingen wijzen er niet op dat een populistische regering, zoals in Italië, aan de macht komt, maar geven wel aan dat het opnieuw erg lastig zal worden om een regering te vormen.

En nu wat goed nieuws...

De afgelopen tijd was het macro-economische, politieke en beleidsnieuws vaak negatief. Volgens sommigen was het zelfs deprimerend. Ik ben dan ook heel blij dat ik kan afsluiten met wat goed nieuws. Vorige week is er op hoog niveau overleg gevoerd tussen de VS en China om naar een oplossing voor het handelsconflict te zoeken. Deze week praten de partijen opnieuw met elkaar. De VS heeft gedreigd dat op 1 maart nieuwe invoerheffingen op Chinese goederen van kracht worden als er geen handelsakkoord wordt bereikt. Uit commentaar uit verschillende bronnen kan worden opgemaakt dat er vooruitgang is geboekt en dat het bestand mogelijk wordt verlengd en de 'heffingsdeadline' wordt verschoven zolang de partijen nog aan tafel zitten. Dit zou de vrees voor een verdere escalatie van de handelsoorlog verlichten, hoewel het risico hiermee niet helemaal wordt weggenomen.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren										
BBP-groei (%)	2017	2018e	2019e	2020e	3M interbank rente	08/02/2019	15/02/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.2	3.0	2.7	1.7	Verenigde Staten	2.70	2.68	2.75	2.70	2.60
Eurozone	1.8	1.8	↓ 0.8	1.3	Eurozone	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	↓ -0.20
Japan	0.7	0.8	0.9	0.7	Japan	0.07	0.07	-0.10	-0.10	-0.10
Verenigd Koninkrijk	1.4	1.4	1.7	1.9	Verenigd Koninkrijk	0.88	0.87	0.80	1.20	1.45
China	6.6	6.6	6.3	6.0						
Nederland	2.5	2.5	↓ 1.4	1.6						
Wereld	3.8	3.6	3.4	3.3						
Inflatie (%)	2017	2018e	2019e	2020e	10j-rente	08/02/2019	15/02/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.4	2.4	1.6	2.0	VS Treasury	2.63	2.67	2.70	2.70	2.60
Eurozone	1.5	1.7	1.0	1.3	Duitse Bund	0.09	0.10	↓ 0.00	↓ 0.20	↓ 0.50
Japan	0.9	1.0	1.1	1.6	Euro swap rente	0.64	0.66	↓ 0.60	↓ 0.80	↓ 1.10
Verenigd Koninkrijk	2.5	2.4	1.4	1.8	Japans overheidspapier	-0.03	-0.02	0.00	0.30	0.50
China	2.1	2.1	2.5	2.5	VK gilts	1.15	1.16	1.50	1.80	2.10
Nederland	1.6	1.6	2.7	1.8						
Wereld	3.0	3.5	↓ 3.8	3.3						
Beleidsrente	15/02/2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	08/02/2019	15/02/2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2.50	2.50	2.50	2.50	EUR/USD	1.13	1.13	↓ 1.10	↓ 1.16	↓ 1.25
European Central Bank	-0.40	-0.40	-0.40	↓ -0.30	USD/JPY	109.7	110.5	111	105	100
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.29	1.28	1.36	1.45	1.50
Bank of England	0.75	0.75	1.00	1.25	EUR/GBP	0.88	0.88	↓ 0.81	↓ 0.80	↓ 0.83
People's Bank of China	4.35	4.35	4.35	4.35	USD/CNY	6.74	6.78	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 directeuren, functionarissen, vertegenwoordigers, geleerde 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.

Voorziet 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