

5 augustus 2019

Han de Jong**Hoofdeconoom**

Tel.: 020 628 4201

han.de.jong@nl.abnamro.com

Spelen met vuur

- **Verdere escalatie handelsconflict is groot risico voor wereldeconomie**
- **Groei bbp eurozone halveert**
- **Chinese PMI's iets beter...**
- **...terwijl druk op verwerkende industrie wereldwijd aanhoudt**

De Amerikaanse president Trump heeft uitbreiding van de invoerheffingen voor producten uit China aangekondigd. Per 1 september komt er een nieuwe heffing van 10% op door de VS uit China ingevoerde goederen ter waarde van USD 300 miljard per jaar. Het gaat vooral om smartphones en laptops. Dit betekent een enorme tegenvaller voor mensen zoals ik, die dachten dat Trump zich zou inhouden om de Amerikaanse economie geen schade toe te brengen nu de presidentsverkiezingen al over ruim een jaar worden gehouden. De frustratie van de president over het gebrek aan vooruitgang bij de onderhandelingen heeft echter zwaarder gewogen en hij heeft besloten dat het opvoeren van de druk op China de beste aanpak is. Het is niet waarschijnlijk dat China toegeeft. In plaats daarvan moeten we rekening houden met een vergeldingsactie. Ik zie niet echt hoe dit alles op afzienbare termijn iets positiefs kan opleveren.

Deze verdere escalatie van het handelsconflict vindt plaats op een moment dat de wereldeconomie al een jaar of zelfs nog langer verzwakt. De risico's zijn nu dus groter dan een jaar geleden. De verwerkende industrie staat wereldwijd onder druk en krimpt in veel landen. De dienstensector doet het over het algemeen beter, maar er bestaan sterke verbanden tussen beide sectoren en het is onwaarschijnlijk dat de dienstensector sterk blijft terwijl de zwakte in de verwerkende industrie aanhoudt of toeneemt.

De handelsoorlog heeft via verschillende kanalen gevolgen voor de reële economie. De heffingen maken goederen uiteraard duurder en producenten moeten of de kosten voor eigen rekening nemen of marktaandeel opgeven doordat hun product duurder wordt voor kopers. Als ze kiezen voor dit laatste, neemt de inflatie - althans in theorie - in het importerende land toe, waardoor de koopkracht van de consument afneemt. Overigens is tot dusver niet gebleken dat de inflatie in de VS als gevolg van de heffingen significant is versneld. De belangrijkste impact van het handelsconflict betreft echter het effect op het vertrouwen. Hoe kunnen ondernemingen toekomstplannen maken en investeringsbeslissingen nemen nu de wendingen van het conflict zoveel onzekerheid veroorzaken? De gevolgen voor de bedrijfsinvesteringen zijn dus aanzienlijk.

President Trump speelt naar mijn mening met vuur en neemt het risico dat hij een nieuwe recessie in de VS veel dichterbij brengt dan nodig is. Bovendien brengt hij schade toe aan andere economieën, ongeacht of deze zijn doelwit zijn of redelijk onschuldige omstanders.

Chinezen denken meer op de lange termijn. Gezichtsverlies voorkomen is voor hen ook belangrijk en China is meer dan Westerse landen bereid om op korte termijn pijn te lijden. Ik kan me dus niet voorstellen dat China snel grote concessies doet.

Recente bijstelling nationale rekeningen VS doet vermoeden dat het risico van een recessie groter is dan eerder gedacht

Met de recente bijstelling van de nationale rekeningen van de VS is de geschiedenis voor de economie als geheel niet herschreven. De bedrijfswinsten zijn echter wel flink naar beneden bijgesteld. Vóór de bijstelling waren de winsten in de afgelopen jaren in lijn met het bbp gegroeid. Volgens de nieuwe cijfers zijn de winsten langzamer toegenomen, waardoor het aandeel van de bedrijfswinsten in het bbp is afgenomen. Dat is van belang voor de discussie over de vraag of de VS wel of niet op niet al te lange termijn afstevent op een recessie. Veel commentatoren hebben de afgelopen tijd betoogd dat de yieldcurve duidt op een naderende recessie. Wij hebben dat idee verworpen, omdat in het verleden de bedrijfswinsten ook een goed waarschuwingssignaal voor een naderende recessie waren en deze tot nu toe winsten goed op peil bleven. Nu de winsten lager blijken te zijn dan oorspronkelijk gemeld, verzwakt dit ons argument tegen de theorie dat de VS op een Amerikaanse recessie afstevent. Dat betekent echter niet dat wij al op korte termijn een recessie verwachten. Wat dit wel betekent, is dat het risico van een recessie tussen nu en het einde van het jaar iets is toegenomen. Maar dit is nog steeds een risicoscenario, niet ons basisscenario. De consument staat er nog steeds goed voor en de lagere rente blijft de bouwsector stimuleren. Dat zou voldoende moeten zijn om een neergang te voorkomen.

VS: Bedrijfswinsten



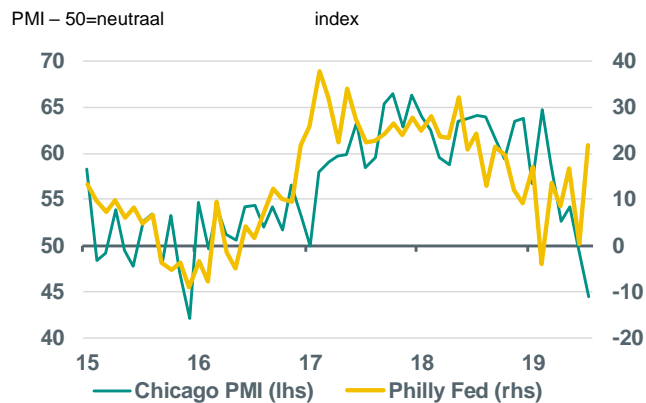
Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Verwerkende industrie staat - bijna overal - onder druk

In de afgelopen dagen is een groot aantal vertrouwensindicatoren die betrekking hebben op de verwerkende industrie, gepubliceerd. De belangrijke ISM-index voor de VS is in juli verder gedaald naar 51,2, tegenover 51,7 in juni. Dat wijst nog steeds op expansie van de Amerikaanse industrie, maar het groeitempo is in ruwweg de afgelopen 12 maanden wel heel sterk afgenomen. De ISM was in augustus vorig jaar nog 60,8. De Chicago PMI, een van de belangrijkste regionale graadmeters voor het ondernemersvertrouwen, daalde in juli van 49,7 naar 44,4. Dat is een enorme daling op maandbasis en een veel slechtere uitkomst dan verwacht. Intrigerend is dat de enorme daling van de Chicago PMI in sterk contrast staat met de forse stijging van de Philly Fed index, eveneens een van de

belangrijkste regionale indices voor het ondernemersvertrouwen. Ik weet niet goed wat ik van dat verschil moet denken. Ik ben perplex. Dit uitzonderlijke verschil kan en zal niet voortduren.

VS: Chicago PMI en Philly Fed

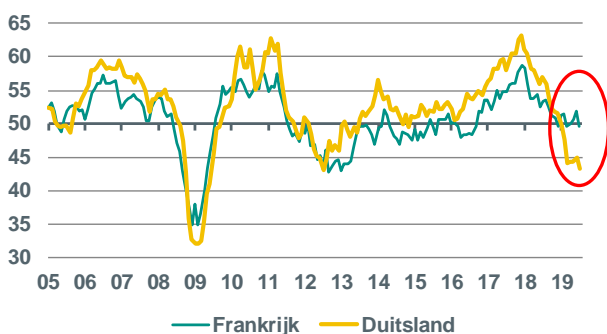


Bron: Bloomberg

De bbp-groei in de eurozone bedroeg in het tweede kwartaal 0,2% k-o-k, na 0,4% in het eerste kwartaal. We wisten dat de groei in het eerste kwartaal positief werd beïnvloed door bijzondere factoren, die in het tweede kwartaal omsloegen. Al met al was de eerste helft van het jaar niet zo slecht, maar het momentum zwakt wel af. De Duitse bbp-cijfers voor het tweede kwartaal zijn nog niet bekend en de Bundesbank zegt dat de Duitse economie mogelijk iets is gekrompen. Onze eurozone-econoom, Aline Schuiling, is het daarmee eens. Een opmerkelijke ontwikkeling in de eurozone is de divergentie (van het ondernemersvertrouwen) in de verwerkende industrie in enerzijds Duitsland en anderzijds Frankrijk. Het steeds groter wordende verschil tussen de twee landen houdt een aantal belangrijke boodschappen in. Ten eerste is Duitsland sterker afhankelijk van de wereldhandel dan Frankrijk. Ten tweede is Duitsland afhankelijker van de mondiale investeringscyclus, omdat het zwaartepunt veel meer ligt bij de productie van (kwalitatief hoogwaardige) machines en apparatuur. Ten derde kan dit echter ook iets zeggen over de 'zelfgemaakte' problemen die spelen in Duitsland en met name in specifieke sectoren en bedrijven. De signalen pleiten voor begrotingsstimulansen in Duitsland.

Markit PMI verwerkende industrie

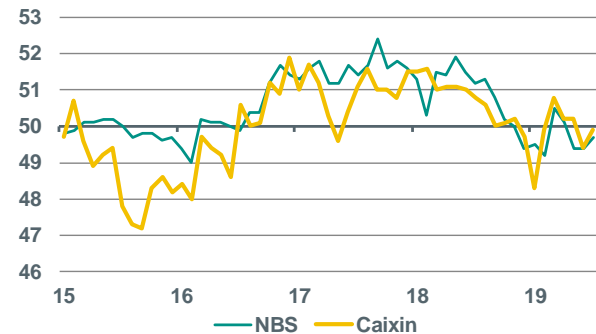
Index, 50 is neutraal



Bron: Thomson Reuters Datastream

China: PMI verwerkende industrie

Index, 50 is neutraal



Bron: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

De Chinese PMI's voor de verwerkende industrie zijn in juli iets gestegen. De index van het NBS verbeterde van 49,4 naar 49,7 en de Caixin-index van 49,4 naar 49,9. Misschien is dit te danken aan beleidsstimulansen. De PMI voor de Taiwanese verwerkende industrie ging in juli vrij sterk omhoog, wat mogelijk bevestigt dat de situatie in China verbetert. Het absolute niveau van de Taiwanese index (48,1 tegenover 45,5 in juni) geeft echter weinig reden tot juichen. Zuid-Korea staat er nog steeds zwak voor: de nationale maatstaf voor het ondernemersvertrouwen in de verwerkende industrie daalde van 75 in juni naar 71 in juli. In Japan daalde de industriële productie in juni met 4,1% j-o-j, het op een na zwakste cijfer op maandbasis sinds 2016. Japanse consumenten beginnen pessimistischer te worden, zoals blijkt uit het consumentenvertrouwen, dat sinds begin 2018 onafgebroken een dalende lijn vertoont. Hierbij moet wel worden aangetekend dat het vertrouwen destijds uitzonderlijk hoog was.

Japan: consumentenvertrouwen



Bron: Bloomberg

Fed verlaagt de rente volgens verwachting

De Amerikaanse Federal Reserve (Fed) heeft de officiële rente zoals verwacht met 25 basispunten verlaagd. Het FOMC, het beleidscomité van de Fed, heeft ook besloten om de balansverkorting te beëindigen door geld dat uit aflopende leningen vrijkomt, niet opnieuw te beleggen. Het oorspronkelijke plan was om die verkorting van de balans, die ook wel kwantitatieve verkrapping wordt genoemd, over twee maanden stop te zetten. Het besluit om dat nu al te doen heeft meer een symbolische waarde dan dat dit echt een materieel effect heeft. Twee leden van het FOMC waren het niet eens met het besluit en stemden tegen de renteverlaging. Het komt relatief vaak voor dat een lid tegenstemt, maar zelden dat het er twee zijn. Dit geeft aan dat er duidelijke verschillen van inzicht bestaan binnen het FOMC. Toch denken we dat door de economische ontwikkelingen de Fed de rente tussen nu en het eind van het eerste kwartaal van 2020 nog twee keer verlaagt. En om eerlijk te zijn, denk ik dat dat ook is wat er moet gebeuren. De verdere escalatie van de handelsoorlog betekent waarschijnlijk dat de kans op een agressievere verruiming groter is dan de kans op een meer ingetogen verruiming.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren										
BBP-groei (%)	2017	2018	2019e	2020e	3M interbank rente	25-7-2019	1-8-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2,4	2,9	2,2	1,5	Verenigde Staten	2,26	2,29	2,20	1,90	1,80
Eurozone	2,6	1,9	0,7	0,9	Eurozone	-0,38	-0,38	-0,45	-0,45	-0,52
Japan	1,9	0,8	0,7	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	0,78	0,77	0,80	0,80	0,80
China	6,9	6,6	6,2	5,8						
Nederland	3,0	2,5	1,3	1,1						
Wereld	3,8	3,5	2,9	3,0						
Inflatie (%)	2017	2018	2019e	2020e	10j-rente	25-7-2019	1-8-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2,1	2,4	1,8	2,0	VS Treasury	2,07	1,89	1,95	1,90	2,00
Eurozone	1,5	1,7	1,1	1,0	Duitse Bund	-0,36	-0,45	-0,40	-0,50	-0,30
Japan	0,5	0,9	1,1	1,6	Euro sw ap rente	0,05	-0,02	0,25	0,20	0,35
Verenigd Koninkrijk	2,7	2,5	1,4	1,8	Japans overheidspapier	-0,15	-0,13	-0,10	-0,10	0,00
China	1,6	2,1	2,5	2,5	VK gits	0,71	0,59	0,80	0,80	1,00
Nederland	1,3	1,6	2,3	1,5						
Wereld	3,0	3,4	3,9	3,4						
Beleids rente	30-8-2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	25-7-2019	1-8-2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2,25	2,25	2,00	1,75	EUR/USD	1,12	1,11	1,12	1,12	1,20
European Central Bank	-0,40	-0,50	-0,50	-0,60	USD/JPY	108,6	107,3	104	100	95
Bank of Japan	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	GBP/USD	1,25	1,21	1,24	1,24	1,40
Bank of England	0,75	0,75	0,75	0,75	EUR/GBP	0,89	0,91	0,90	0,90	0,86
People's Bank of China	4,35	4,10	4,10	3,85	USD/CNY	6,87	6,90	6,90	6,90	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, 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