

19 augustus 2019

Arjen van Dijkhuizen

Senior Econoom

Tel.: 020 628 8052

arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.com

## Zorg om groei, ondanks tariefuitstel

- **Gedraai in handelsoorlog: VS stelt nieuwe invoertarieven China uit**
- **Recessie-angst VS stijgt door inverse rentecurve; consument houdt stand**
- **Eurozone vertraagt: Duitsland nadert recessie, Nederland bovengemiddeld**
- **China: julicijfers zwak, meer steunmaatregelen waarschijnlijk**
- **Opkomende markten: yuandepreciatie ordelijk, vrije val Argentijnse peso**

### Nog meer wendingen in de handelsoorlog tussen VS en China

Het kwam voor ons niet als een grote verrassing dat het presidentschap van Trump leidde tot een toename van het protectionisme en mercantilisme in de VS. Evenmin was het voor ons een verrassing dat China het belangrijkste doelwit van het gewijzigde Amerikaanse beleid werd. Lastiger te voorspellen was hoe dit protectionisme zou worden ingevuld. En vrijwel onmogelijk om te voorspellen, maar wel nog steeds van grote invloed op de financiële markten, zijn de vele wendingen tot dusverre in de handels- en technologieoorlog tussen de VS en China.

#### Handelsconflict drukt ondernemersvertrouwen ...

Inkoopmanagersindices, 50 = 'neutraal niveau'



Bron: Thomson Reuters Datastream

#### ... en drukt groei wereldhandel en industriële productie

% j-o-j



Bron: Thomson Reuters Datastream, CPB

Eind juni kwamen Trump en Xi in Osaka een tweede wapenstilstand overeen. Het eerste bestand, dat eind 2018 in Buenos Aires werd gesloten, hield nog vijf maanden stand, maar het bestand van Osaka werd binnen ongeveer een maand verbroken. Op 1 augustus kondigde de Amerikaanse president Trump een nieuwe heffing van 10% aan voor de resterende USD 300 miljard aan goederen die uit China worden ingevoerd. En afgelopen dinsdag, binnen twee weken nadat het bestand werd verbroken, kondigde de VS aan dat deze nieuwe heffing voor ongeveer de helft van de betreffende goederen tot 15 december is uitgesteld. De reden die voor dit uitstel werd gegeven, is dat Amerikaanse consumenten

dan geen last hebben van de hogere heffingen bij hun inkopen tijdens het vakantie seizoen eind dit jaar. Later in de week legde Trump in een van zijn tweets ook een verband tussen de aanhoudende protesten in Hongkong en het handelsconflict. Hij zinspeelde ook op een mogelijke volgende ontmoeting of een telefoongesprek met Xi. De aandelenmarkten reageerden positief op het uitstel, maar de vreugde was van korte duur. Ongerustheid over de mondiale groeivertraging kreeg snel weer de overhand. Daarnaast broeiden problemen in onder meer Hongkong en Argentinië. Ook gaf China aan dat het ondanks het uitstel vergeldingsmaatregelen zou nemen. Toch zorgde aan het eind van de week de hogere detailhandelsomzet in de VS voor enig respijt op de beurs.

Ondanks alle onzekerheden rond en wendingen aan het handelsfront, is één ding zeker, namelijk dat de escalatie van de handels en technologieoorlog tussen de twee grootste economieën van de wereld forse tegenwind oplevert voor de mondiale industriële activiteit, de (grensoverschrijdende) investeringen en de wereldhandel. De remmende werking van deze handelsspanningen is zo sterk geworden dat het ondernemersvertrouwen en de bbp-groei vrijwel overal zijn afgenomen. Om deze reden hebben wij, nadat wij in juni onze ramingen voor veel landen al naar beneden hadden bijgesteld, kort geleden onze groeiraming voor de VS, de eurozone en verschillende opkomende markten verder verlaagd (klik [hier](#) voor een overzicht). Ook hebben wij onze verwachtingen ten aanzien van het beleid van centrale banken aangepast; we verwachten nu nog meer verruiming in de VS en de eurozone en hebben ook onze prognoses voor rentetarieven, valuta's en verschillende grondstoffen bijgesteld.

### **VS: angst voor recessie neemt toe door inverse rentecurve; consument houdt stand**

In de VS stak de angst voor een recessie in de afgelopen week weer de kop op, doordat het renteverskil tussen 2- en 10-jaars staatsobligaties voor het eerst sinds de wereldwijde financiële crisis van 2007 even negatief was. Dit leidde ook tot een scherpe correctie op de Amerikaanse aandelenmarkten. De rentecurve is, zoals we kort geleden hebben beschreven (zie onder meer [hier](#)), in het verleden een goede voorspeller gebleken en geeft waarschijnlijk uiting aan de grotere laatcyclische gevoeligheid voor een recessie. De ervaring leert echter aan dat economische groei niet sterft van ouderdom, maar door een combinatie van capaciteitsbeperkingen en schokken. De Amerikaanse economie draait bijna, maar nog niet helemaal, op volle toeren. De loongroei is weliswaar versneld, maar dit geldt ook voor de productiviteit, die volgens afgelopen vrijdag bekendgemaakte cijfers sinds het begin van het jaar met gemiddeld 3,1% op jaarbasis is toegenomen. Dit is aanzienlijk meer dan het gemiddelde van 1,0% sinds de crisis. Dit beperkt het effect van de hogere loongroei op de winstmarges, aldus onze VS-specialist Bill Diviney.

We kunnen natuurlijk verschillende factoren aanwijzen die een recessie zouden kunnen veroorzaken, waaronder de negatieve doorwerking van de handelsoorlog en de hoge schuldenlast van bedrijven waardoor een periode van schuldafbouw en bezuinigingen in het verschiet ligt. Wij verwachten echter dat de consumptie, die 70% van de Amerikaanse economie vertegenwoordigt, een belangrijke steun in de rug blijft voor de groei. De detailhandelscijfers voor juli bewezen namelijk opnieuw dat de Amerikaanse consument er goed voor staat. De stijging van zowel de totale omzet als de omzet exclusief auto's en benzine was, met respectievelijk 0,7% en 0,9% m-o-m, hoger dan economen hadden verwacht. Sinds juli stijgt de detailhandelsomzet exclusief auto's en benzine geannualiseerd met 8,6% 3m/3m. Dit is het hoogste groeicijfer sinds juni 2014. Hoewel we voorzien dat de zwakke ontwikkeling van de verwerkende industrie tijdens onze

prognoseperiode (2019-2020) tot een aanzienlijke vertraging in de VS leidt, en we onze groeiprognoses onlangs nog iets verder hebben verlaagd, verwachten we om deze reden echter geen recessie.

### VS: rentecurve (2-10 jaar) bijna invers

Rente Amerikaanse staatsobligaties, verschil 2-10 jaar, %-punten



Bron: Bloomberg

### Detailhandelsomzet onderstreept kracht consument

Detailhandelsomzet VS (excl. auto's en benzine), geannualiseerd, 3m/3m



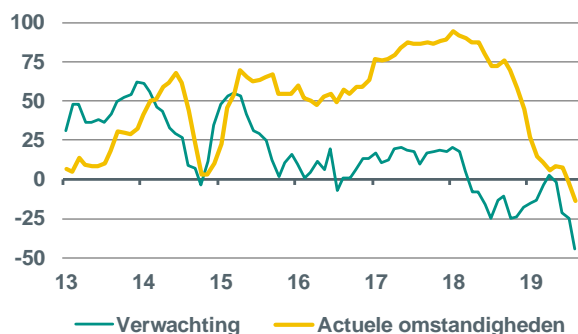
Bron: Thomson Reuters Datastream

### Eurozone vertraagt: Duitsland koerst af op een recessie ...

De sterk exportgerichte economie van de eurozone is een van de slachtoffers van de mondiale handelsconflicten en de wereldwijde vertraging van de verwerkende industrie en de handel. In de afgelopen paar weken zijn de cijfers voor de bbp-groei in het tweede kwartaal bekendgemaakt voor individuele landen van de eurozone en voor de eurozone als geheel. Zoals verwacht vertraagde de groei in de eurozone in het afgelopen kwartaal naar 0,2% k-o-k, tegenover 0,4% k-o-k in het eerste kwartaal. In Duitsland was de groei voor het eerst sinds het derde kwartaal van 2018 negatief (-0,1% k-o-k). Bovendien kwam de toonaangevende ZEW-index veel lager uit dan verwacht, op het laagste niveau in verscheidene jaren. Zoals [hier](#) wordt toegelicht, zijn vooral de export en de industrie verantwoordelijk voor de zwakke ontwikkeling in Duitsland, dat hard op weg is naar een recessie: ook de cijfers voor het derde kwartaal wijzen op een krimp. We verwachten dat de groei van de Duitse economie zwakker blijft dan die van de gehele eurozone. Voor de economie van de eurozone verwachten dat deze in de tweede helft van dit jaar in de buurt van stagnatie komt, maar niet in een recessie belandt.

### Duitse ZEW maakt duikvlucht

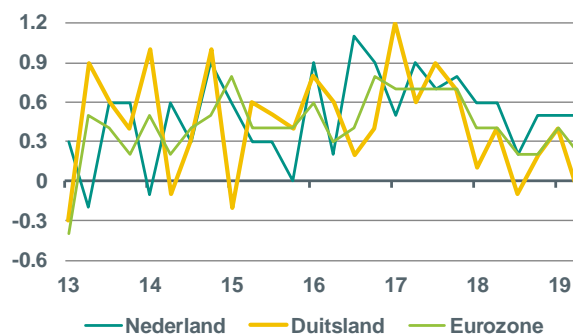
Index



Bron: Bloomberg

### Duitsland blijft achter, Nederland doet het beter

Bbp-groei, % k-o-k



Bron: Bloomberg

### ... terwijl Nederland nog steeds beter dan gemiddeld presteert

De economische groei in Nederland bleef in het tweede kwartaal goed op peil, met 0,5% k-o-k. Dit is vergelijkbaar met het tempo in het eerste kwartaal, beter dan de consensusverwachting van 0,3% k-o-k en duidelijk beter dan het gemiddelde voor de eurozone. De netto-export leverde in het tweede kwartaal een positieve bijdrage aan de groei, doordat de export versnelde en de import vertraagde (klik [hier](#) voor meer achtergrondinformatie). Nederland is ook sterk op de export gericht, maar is in mindere mate dan Duitsland afhankelijk van de export van kapitaalgoederen. We verwachten voor dit jaar een iets hogere groei, maar denken niet dat de Nederlandse economie het huidige tempo nog lang kan volhouden, aangezien de internationale omstandigheden verslechteren en het conflict tussen China en de VS opnieuw is geëscaleerd. We hebben onze groeioprognose voor 2020 onlangs iets verder verlaagd.

### Zwakke Chinese cijfers voor juli vergroten kans op meer steunmaatregelen

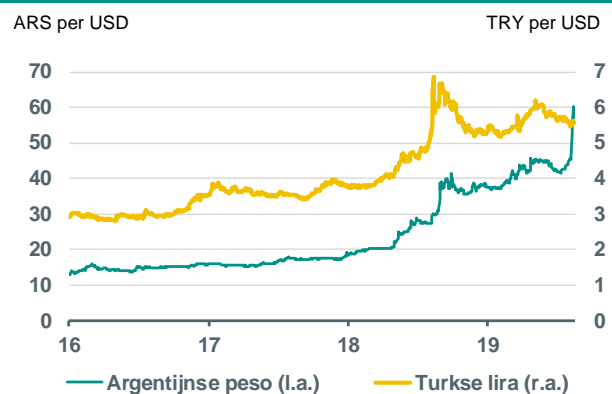
De cijfers voor de Chinese bedrijvigheid in juli, die afgelopen week werden gepubliceerd, waren zwak. De groei van de industriële productie vertraagde naar 4,8% j-o-j (juni: 6,3%, consensus: 6,0%), het laagste cijfer in 17 jaar. De groei van de detailhandelsomzet vertraagde naar 7,6% j-o-j (juni: 9,8%, consensus: 8,6%). De toename van de investeringen in vaste activa was in juli iets geringer (5,7% j-o-j sinds 1 januari) dan in juni. De kredietverleningscijfers voor juli, die begin vorige week werden gepubliceerd, waren ook zwakker dan verwacht. Bloomberg verlaagde haar maandelijkse bbp-raming van de piek van 7,1% in juni naar 6,0% j-o-j, het laagste niveau sinds de mondiale financiële crisis. Hoewel het zwakke cijfer voor juli voor een deel te wijten lijkt te zijn aan een correctie na het uitzonderlijk sterke cijfer voor juni, geeft het wel aan dat de Chinese economie nog niet uit de problemen is en het negatieve effect van de handelsoorlog met de VS is toegenomen. Wij verwachten dat de autoriteiten de budgettaire en monetaire verruiming opvoeren (onder meer door de bancaire reservevereisten en de rente te verlagen) om de vertraging van de Chinese groei in de hand te houden.

#### Cijfers Chinese bedrijvigheid in juli teleurstellend



Bron: Thomson Reuters Datastream

#### Argentijnse peso maakt vrije val



Bron: Bloomberg

### Waardedaling yuan blijft 'ordelijk'

Een nieuw aspect in de verdere escalatie van de handelsoorlog is dat de USD/CNY-koers voor het eerst sinds 2008 door het niveau van 7 is gebroken. Vorige week versterkte dit de vrees van beleggers voor meer deflationaire effecten en een mogelijk uitstralingseffect naar opkomende valuta's en grondstoffenmarkten. Wij hebben onze prognose voor de USD-

CNY verlaagd (voor 2019 van 6,90 naar 7,20 en voor 2020 van 6,70 naar 7,50). We blijven echter van mening dat de Chinese centrale bank (PBoC) een vrije val van de yuan niet zal tolereren. De PBoC is tijdens de turbulente periode in 2015-2016 op een pijnlijke manier wijzer geworden. De uitstroom van kapitaal nam toen sterk toe omdat een sterke depreciatie van de CNY werd verwacht, en de Chinese valutareserves krompen met 25%. Al met al gaan we nu ervan uit dat de PBoC een zwakkere yuan gedooft om de concurrentiekracht van China in weerwil van de hogere invoertarieven in stand te houden, maar indien nodig zal ingrijpen om de waardedaling van de munt binnen de perken te houden. De ontwikkelingen in de afgelopen week ondersteunen deze visie.

#### **Opkomende markten: 'dó cry for me, Argentina'**

De verslechtering van het risicosentiment en de hernieuwde depreciatie van de Chinese yuan hebben gevolgen voor de opkomende markten. Zo hebben de meeste opkomende valuta's opnieuw terrein ten opzichte van de Amerikaanse dollar verloren. Vorig jaar zagen wij Turkije en Argentinië als de zwakste schakels binnen de opkomende markten. Dit was vooral gebaseerd op hun externe en politieke kwetsbaarheden. Nu is Argentinië alleen de zwakste schakel. De Argentijnse peso stond al onder druk in de aanloop naar de presidentsverkiezingen van oktober. De situatie is echter dramatisch veranderd na de voorverkiezing van 11 augustus, die uitliep op een grote overwinning voor de linkse kandidaten (Fernandez + Fernandez). Het gevolg was een vrije val van de peso en een grote correctie op de Argentijnse beurzen. De externe betalingsrisico's nemen ook weer toe voor Argentinië, dat in de afgelopen 200 jaar zijn betalingsverplichtingen met betrekking tot overheidsschuld acht keer niet nakwam. Turkije daarentegen is nu beter dan een jaar geleden bestand tegen een omslag van het sentiment (zie onze laatste [Turkey Watch](#)). De Turkse lira ontwikkelt zich de afgelopen tijd beter dan verwacht nadat deze vorig jaar een aantal flinke klappen had gekregen.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren										
BBP-groei (%)	2017	2018	2019e	2020e	3M interbank rente	09/08/2019	16/08/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.4	2.9	2.2	1.3	Verenigde Staten	2.18	2.14	1.43	1.43	1.55
Eurozone	2.6	1.9	0.8	0.6	Eurozone	-0.40	-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	1.8	1.4	1.2	1.2	Verenigd Koninkrijk	0.76	0.77	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	4.0	3.8	2.9	2.9						
Inflatie (%)	2017	2018	2019e	2020e	10j-rente	09/08/2019	16/08/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.1	2.4	1.8	2.0	VS Treasury	1.73	1.54	1.50	1.50	1.50
Eurozone	1.5	1.7	1.1	1.0	Duitse Bund	-0.58	-0.68	-0.80	-0.80	-0.80
Japan	0.5	0.9	1.1	1.6	Euro swap rente	-0.12	-0.34	0.20	0.20	0.35
Verenigd Koninkrijk	2.7	2.5	1.9	1.8	Japans overheidspapier	-0.22	-0.24	-0.10	-0.10	0.00
China	1.6	2.1	2.5	2.5	VK gilts	0.48	0.47	0.30	0.30	0.30
Nederland	1.3	1.6	2.3	1.5						
Wereld	3.1	3.5	3.7	3.3						
Beleidsrente	16/08/2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	09/08/2019	16/08/2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2.25	1.50	1.50	1.50	EUR/USD	1.12	1.11	1.12	1.12	1.15
European Central Bank	-0.40	-0.60	-0.60	-0.60	USD/JPY	105.7	106.4	104	104	100
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.21	1.21	1.24	1.24	1.30
Bank of England	0.75	0.75	0.75	0.75	EUR/GBP	0.93	0.91	0.90	0.90	0.88
People's Bank of China	4.35	4.10	4.10	3.85	USD/CNY	7.06	7.04	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 relatiebeheerder 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