

2 september 2019
Sandra Phlippen
Hoofd research Nederland

Tel.: 020 628 1368

sandra.phlippen@nl.abnamro.com

Arjen van Dijkhuizen
Senior Econoom

Tel.: 020 628 8052

arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.com

‘Trump slump’ trekt de wereld mee

- **Oog om oog, tand om tand tussen de VS en China belemmert een akkoord op korte termijn**
- **Ligt het aan China? Ligt het aan de Fed? Nee, dit is ‘de Trump slump’**
- **Er ontstaat commotie over wat onafhankelijk monetair beleid echt inhoudt**
- **Toelevingsketens beginnen te verschuiven nu handel VS-China instort**
- **Vertrouwen in Duitsland zakt in, maar regering heeft ruimte voor begrotingsstimulansen**

Het is nog steeds oog om oog, tand om tand ...

De spanningen tussen de VS en China zijn een week geleden verder geëscaleerd. In reactie op de nieuwe Amerikaanse invoerheffing van 10% op USD 300 miljard aan goederen uit China die op 1 augustus werd aangekondigd (en in twee fases, op 1 september en 15 december, van kracht wordt), sloeg China op 23 augustus terug. Beijing kwam met heffingen van 5-10% op USD 75 miljard aan goederen uit de VS en reactiveerde de heffingen op Amerikaanse auto's en auto-onderdelen. De VS reageerde direct door bestaande heffingen op ruim USD 250 miljard aan Chinese goederen te verhogen van 25% naar 30% (per 1 oktober) en door de geplande heffing op de overige USD 300 miljard aan goederen te verhogen van 10% naar 15%. Opvallend was dat president Trump in een tweet Amerikaanse bedrijven instrueerde om naar alternatieven voor China te zoeken. Dit is een nieuw element in het conflict tussen de VS en China en zou tot een verdere ont koppeling van de twee grootste economieën ter wereld leiden.

Verdere daling van yuan compenseert heffingen deels

CNY per USD



Bron: Bloomberg

Beleidsonzekerheid is toegenomen

Global Economic Policy Uncertainty Index



Bron: Bloomberg

Als gevolg van de escalerende spanningen verloor de Chinese yuan vorige week verder terrein. De Chinese autoriteiten gedogen namelijk enige (voornamelijk marktgedreven) depreciatie van de munt om zo tegenwicht te bieden aan het effect van de heffingen op de Chinese buitenlandse concurrentiepositie. De yuan veerde wat op na verklaringen vanuit Beijing dat China na de meest recente verhoging van de Amerikaanse heffingen niet direct vergeldingsmaatregelen zou nemen, maar in plaats daarvan liever in gesprek wilde gaan over intrekking van de heffingen.

... wat op korte termijn een akkoord belemmert

Nadat de aandelenmarkten door de verdere escalatie van de spanningen in een duikvlucht waren gekomen, probeerde president Trump de schade te herstellen door zich lovend uit te laten over Xi. Hij zei ook dat Chinese functionarissen hadden gevraagd om heropening van de besprekingen. Beijing ontkende dit echter al snel.

Uit dit alles blijkt dat de Amerikaanse onderhandelingsstactiek niet effectief is. De Chinese leiders lijken niet onder de indruk van de zich opstapelende bedreigingen en lijken hun opstelling te hebben verhard. Hierdoor is de kans afgenomen dat er op korte termijn een akkoord komt. De Chinese leiders kunnen het zich niet veroorloven dat in hun eigen land de indruk ontstaat dat ze zwak zijn en toegeven aan de VS. Bovendien lijkt het erop dat Beijing denkt de handelsoorlog te kunnen uitzitten door een lichte verdere vertraging van de economie te accepteren (die overigens wordt geremd door de waardedaling van de yuan en aanvullende gerichte stimuleringsmaatregelen), terwijl de Amerikaanse presidentsverkiezingen dichterbij komen. De Chinezen zijn tot dusverre vrij standvastig geweest in hun aanpak, terwijl president Trump voortdurend heen en weer zwalkt tussen “we gaan China hard aanpakken” en “laten we een akkoord sluiten”.

Betekent dit dat een akkoord nu volledig onmogelijk is? Niet per se, maar volgens ons is daar wel een ingrijpende verandering van de politieke rekensommen voor nodig (vooral in Washington, maar ook in Beijing).

Ligt het aan China? Ligt het aan de Fed? Nee, dit is ‘de Trump slump’

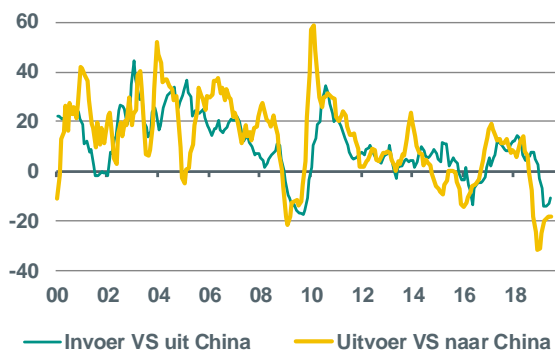
Ons basisscenario is nog steeds dat de handels- en technologieoorlog verder escaleert en de economische groei daardoor verder afzwakt. Onze groeiprognoses voor 2020 voor de VS, de eurozone en China zijn al een tijdje lager dan de consensus, met name om deze reden. Volgens ons is de escalatie van de spanningen tussen de VS en China (en de door de VS aangezwengelde tendens om de gedachte dat ‘globalisering altijd goed is’ in twijfel te trekken) de belangrijkste oorzaak van de wereldwijde verzwakking van de verwerkende industrie. Ondanks alle wendingen die dit conflict heeft genomen, is de situatie sinds vorig jaar verslechterd en heeft dit bijgedragen aan de wereldwijde beleidsonzekerheid, de daling van het ondernemersvertrouwen en een vertraging van de bedrijfsinvesteringen en de wereldhandel. De verzwakking is begonnen in de verwerkende industrie, maar er zijn steeds meer tekenen dat ook andere delen van de economie er last van hebben. Dit komt ook naar voren in lagere bbp-groei cijfers, vooral voor sterk exportgerichte economieën in Europa (waar Duitsland in het derde kwartaal waarschijnlijk in een recessie belandt) en Azië. Het kwam dan ook niet als een verrassing dat de G7-leiders er tijdens de recente top in Biarritz bij Trump op aandrongen om zich wat rustiger tegenover China op te stellen.

Toeleveringsketens beginnen te verschuiven nu bilaterale handel VS-China instort

Inmiddels zijn er meerdere aanwijzingen dat de ont koppeling van de Amerikaanse en Chinese economie al gaande is. De bilaterale handel tussen de twee landen is in de loop van dit jaar ingestort en wordt door de verhoging van de invoerheffingen verder geremd. Dit wijst erop dat de rond de VS en China geconcentreerde mondiale toeleveringsketens ontwricht raken. Deze ontwrichting kan worden versneld door de recente opdracht van president Trump aan Amerikaanse ondernemingen om zich terug te trekken uit China. Hoewel de juridische basis hiervoor niet duidelijk is en Amerikaanse bedrijven bezwaar maken, zal alleen al het feit dat de opdracht is gegeven, Amerikaanse bedrijven waarschijnlijk nog terughoudender maken om zaken in/met China te doen. Andere tekenen dat de toeleveringsketens verschuiven, zijn de groeicijfers voor verschillende Aziatische landen. In Hongkong en Singapore (twee landen met een mondiale signaalfunctie die heel gevoelig zijn voor de rond de VS en China geconcentreerde toeleveringsketens) is de groei vorig jaar sterk afgenomen. Daarentegen is de groei in landen zoals Vietnam en Maleisië - die lijken te profiteren van de Chinees-Amerikaanse handelsoorlog - vrij goed op peil gebleven, ondanks de verzwakking van de wereldconjunctuur.

Bilaterale handel VS-China is ingestort

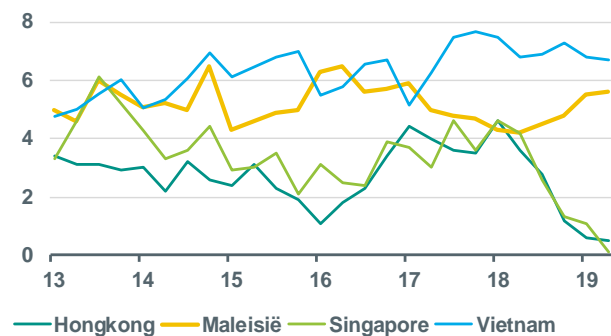
% j-o-j, 3-maands voortschrijdend gemiddelde



Bron: Thomson Reuters Datastream, US Census Bureau, ABN AMRO

Niet iedereen is een verliezer

Reële bbp-groei, % j-o-j



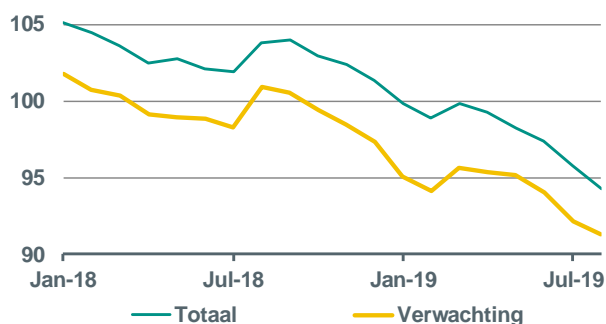
Bron: Bloomberg

‘Trump slump’ trekt Duits vertrouwen naar beneden

In de eurozone zijn alle ogen gericht op de export van de Duitse verwerkende industrie, aangezien dit het epicentrum lijkt te zijn dat de handelsoorlog verbindt met de economie van de eurozone. De deze week gepubliceerde Ifo-indicatoren voor het actuele ondernemingsklimaat binnen de Duitse verwerkende industrie, handel en bouw kwamen uit op een magere 94,3. Dit is fors lager dan de toch al steeds somberder verwachtingen van analisten (95,1). En alsof dat nog niet genoeg is, de verwachtingencomponent is ingezakt naar 91,3 (enquêtes wezen op 91,8).

Duitsland: verwachtingen nog slechter dan actuele situatie

Ifo-index



Bron: Bloomberg

Deze cijfers maakten snel een eind aan de hoop die mogelijk was ontstaan door de verbetering van de Duitse PMI voor de verwerkende industrie van vorige week. De werkloosheidscijfers versterkten afgelopen donderdag de sombere stemming verder. In augustus is het aantal werklozen gestegen. Wij verwachten dat de Duitse economie, in lijn met de Ifo-indicatoren voor het ondernemingsklimaat, in het derde kwartaal officieel in een recessie belandt. Onze groeiprognoze voor heel 2019 is 0,4%.

Stijging werkloosheid kan overheidsmaatregelen rechtvaardigen

Duitsland: mutatie werkloosheid, in duizenden



Bron: Bloomberg

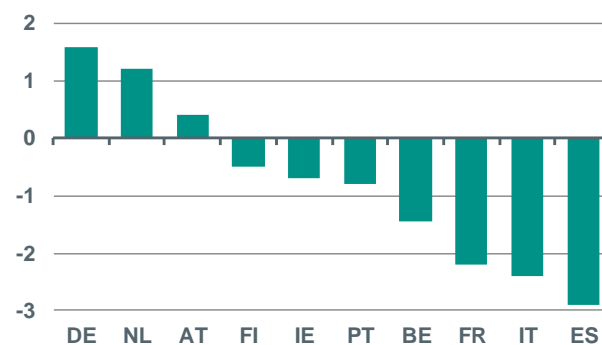
Duitsland het best in staat om via begrotingsstimulansen tegenwicht te bieden

De druk op de Duitse regering om het traditionele ‘Schwarze Null’-beleid (begrotingsevenwicht) los te laten neemt toe. De Duitse economie wordt het zwaarst getroffen door het handelsconflict, zoals hierboven beschreven, maar daarnaast wordt de Duitse neiging om vast te houden aan begrotingsevenwicht en een overschot op de lopende rekening steeds meer gezien als onnodig en zelfs schadelijk voor de Duitse economie en die van andere Europese lidstaten. Bovendien zou het helemaal niet zo moeilijk moeten zijn om in Duitsland stimuleringsmaatregelen te nemen. De infrastructuur wordt alom gezien als verouderd en volgende maand wordt er een ambitieuze agenda voor het klimaatbeleid gepresenteerd.

In een [themapublicatie](#) heeft Aline Schuiling vorige week beschreven dat de Duitse overheid rond EUR 54 miljard aan begrotingsstimulansen kan besteden en dan toch ruim binnen de door de Europese Commissie vastgestelde limieten van het structureel tekort op de middellange termijn blijft. Als we de Duitse begrotingsruimte beoordelen op basis van de houdbaarheid van het huidige schuldniveau, is de begrotingsruimte zelfs twee keer zo groot. Hoewel de Duitse minister van Financiën, Olaf Scholz, inderdaad de mogelijkheden voor begrotingsuitgaven heeft bevestigd, bleef kanselier Merkel bij haar mening dat zij de noodzaak hiervan niet inziet. Merkel zou de vorige week bekend geworden plotselinge toename van de werkloosheid echter kunnen zien als een reden om in actie te komen.

Begrotingsruimte

% bbp



Bron: Europese Commissie, ECB, ABN AMRO Economisch Bureau

Samen met Nederland

Hoewel de Nederlandse bbp-groei opvallend goed op peil is gebleven tegen de achtergrond van de krimpende economie van buurlanden Duitsland en het Verenigd Koninkrijk, verwachten we dat een sterkere teruggang de economische groei in Nederland uiteindelijk verder zal drukken naar 0,9% in 2020 (tegenover onze eerdere raming van 1,1%). In het licht van deze buitenlandse risico's overweegt de Nederlandse regering om een structureel investeringsfonds van verscheidene miljarden in te stellen als tegenwicht tegen een potentiële neergang. Nadere informatie over dit investeringsfonds wordt, tegelijk met de begrotingsplannen voor 2020, op 17 september gepresenteerd. Door de brexitontwikkelingen van afgelopen week is de kans dat een no-deal brexit kan worden vermeden kleiner geworden (zie [hier](#)). Hiermee zijn de neerwaartse risico's voor de Nederlandse economie toegenomen.

‘Trump slump’ leidt tot verwarring bij bankiers over ‘wat onafhankelijkheid inhoudt’

Tegen de achtergrond van de mondiale vertraging, gaven centrale bankiers tijdens hun jaarlijkse bijeenkomst in Jackson Hole blijk van hun groeiend bewustzijn dat ze de wereldeconomie niet op eigen kracht kunnen beschermen. Omdat de ruimte voor centrale banken steeds kleiner wordt om te manoeuvreren en marktpartijen te verrassen (zie ook [hier](#)) op een manier die hen ervan overtuigt om meer uit te geven en minder te sparen, wordt politieke moed om de schuldremmen los te laten in toenemende mate gezien als een vereiste om in de toekomst effectief te kunnen blijven.

In een opmerkelijke [publieke verklaring](#) drong de voormalige vicevoorzitter van de Fed, William Dudley, er bij de Fed op aan om de negatieve economische effecten van het

agressieve handelsbeleid van president Trump niet te verzachten. In de betreffende column in Bloomberg legde hij uit dat wanneer de Fed het handelsbeleid van de regering negeert omdat het buiten haar mandaat valt, zij hierdoor juist verstrengeld kan raken in de politieke agenda van Trump. Dudley suggereerde dat “het accommoderende beleid van de Fed de president aanmoedigt om de handelsoorlog verder te laten escaleren, wat het risico van een recessie vergroot”. Dudley suggereerde tevens dat de Fed zou kunnen overwegen “te weigeren om het spelletje mee te spelen” als een middel om prijsstabiliteit op langere termijn tot stand te brengen. De Federal Reserve verwierp deze suggestie snel, hoewel Fed-voorzitter Powell nog maar een paar dagen eerder zorgen had geuit over de manier waarop de Fed reageert op onzekerheden omtrent de handelsoorlog.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren										
BBP-groei (%)	2017	2018	2019e	2020e	3M interbank rente	23/08/2019	30/08/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.4	2.9	2.2	1.3	Verenigde Staten	2.14	2.14	1.43	1.43	1.55
Eurozone	2.6	1.9	0.8	0.6	Eurozone	-0.41	-0.43	-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	0.76	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	3.6	2.9	2.9						
Inflatie (%)	2017	2018	2019e	2020e	10j-rente	23/08/2019	30/08/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.1	2.4	1.8	2.0	VS Treasury	1.53	1.51	1.50	1.50	1.50
Eurozone	1.5	1.7	1.1	0.9	Duitse Bund	-0.67	-0.71	-0.80	-0.80	-0.80
Japan	0.5	0.9	1.1	1.6	Euro swap rente	-0.22	-0.28	0.20	0.20	0.35
Verenigd Koninkrijk	2.7	2.5	1.9	1.8	Japans overheidspapier	-0.24	-0.28	-0.10	-0.10	0.00
China	1.6	2.1	2.5	2.5	VK gilts	0.48	0.48	0.30	0.30	0.30
Nederland	1.3	1.6	2.5	1.5						
Wereld	3.0	3.4	3.7	3.3						
Beleidsrente	30/08/2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	23/08/2019	30/08/2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2.25	1.50	1.50	1.50	EUR/USD	1.11	1.10	1.12	1.12	1.15
European Central Bank	-0.40	-0.60	-0.60	-0.60	USD/JPY	105.4	106.3	104	104	100
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.23	1.22	1.24	1.24	1.30
Bank of England	0.75	0.75	0.75	0.75	EUR/GBP	0.91	0.90	0.90	0.90	0.88
People's Bank of China	4.35	4.10	4.10	3.85	USD/CNY	7.10	7.16	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 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 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