

15 april 2019

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

Van handelsoorlog naar handelsoverleg?

- De EU en Japan lijken, in navolging van China, handelsoverleg met de VS te willen voeren
- Hoopgevend maar escalatie dreigt nog steeds, zoals de door de VS voorgenomen invoerheffingen voor producten uit de EU
- De dreigende invoerheffing voor auto's zou de EU en Japan hard treffen en het vertrouwen in het algemeen aantasten
- Het is vrij onduidelijk of de mondiale cyclus de bodem heeft bereikt, maar de voorwaarden voor een bescheiden verbetering tekenen zich af
- De financiële condities in de VS en Azië zijn verruimd en de ECB heeft verklaard dat zij extra stimuleringsmaatregelen kan en wil nemen

Handelsoverleg tussen de VS en de EU en Japan lijkt in de maak

De dreiging van een handelsoorlog heeft tot dusverre dit jaar de wereldeconomie, die toch al worstelt met het vertraagde effect van de vorig jaar verkrapte financiële condities, danig parten gespeeld. De hoofdrolspelers in de mondiale handelsoorlog lijken zich echter richting de onderhandelingstafel te bewegen. De VS en China voeren al enige tijd besprekingen en deze lijken succes te krijgen: er lijkt in ieder geval een handelsbestand tussen de twee landen te komen. Vandaag zetten de EU-regeringen waarschijnlijk het licht op groen om formele handelsbesprekingen met de VS te starten, ondanks verzet van Frankrijk. Het aantal onderwerpen blijft waarschijnlijk beperkt. De nadruk zal vooral liggen op niet-autogereleerde industriële goederen (klik [hier](#) voor publicatie van onze eurozone-econoom Aline Schuiling). Verder gaat Japan deze week in Washington met de VS om de tafel zitten; landbouw is het belangrijkste onderwerp op de agenda.

Dreiging van escalatie van protectionistische maatregelen is nog steeds aanwezig

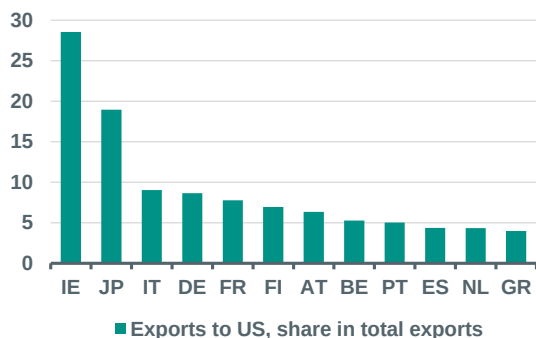
Het is altijd goed om met elkaar te praten, maar het risico van een handelsoorlog is nog steeds aanwezig. Dit werd deze week benadrukt, toen de VS kwam met een plan om invoerheffingen in te stellen voor een reeks producten uit de EU (onder meer voor de burgerluchtvaart en verschillende soorten kaas). De redenatie van de Amerikaanse regering is dat de subsidies die de EU aan Airbus heeft verstrekt, nadelige gevolgen hadden voor de Amerikaanse economie. Het effect hiervan wordt geschat op ongeveer USD 11 miljard. Vandaar dat de omvang van deze heffingen op een vergelijkbaar bedrag wordt geraamd. De EU reageerde dat zij klaar staat om als vergelding vergelijkbare heffingen in te stellen. Vorig jaar stelde de VS al invoerheffingen in op staal en aluminium, waarna de EU als tegenmaatregel heffingen instelde voor Amerikaanse producten zoals bourbon whisky en motorfietsen.

De reikwijdte van de heffingen is tot dusver relatief beperkt, maar er wordt nu wel voor erger gevreesd. Dit zou het ondernemersvertrouwen en het sentiment op de financiële

markten ondermijnen. Het grootste risico is dat de VS invoerheffingen voor auto's en auto-onderdelen instelt, want dit zou grotere gevolgen hebben (zie onderstaande grafieken) en tot krachtigere vergeldingsmaatregelen door de EU en Japan leiden. De VS heeft onderzoek gedaan naar de invoer van auto's en auto-onderdelen en een rapport hierover is naar de president gestuurd. Hij heeft tot 22 mei om te beslissen of hij maatregelen neemt.

Uitvoer naar de VS

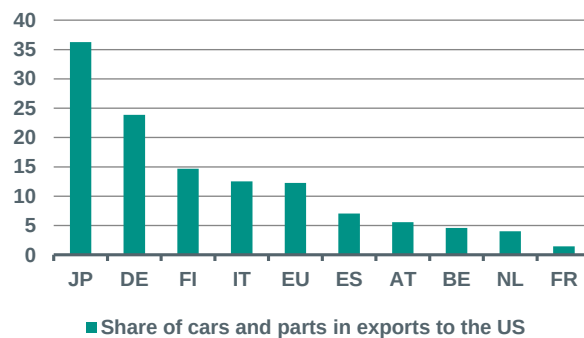
Aandeel in totale uitvoer, %



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Aandeel van auto's en onderdelen in uitvoer naar VS

%



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

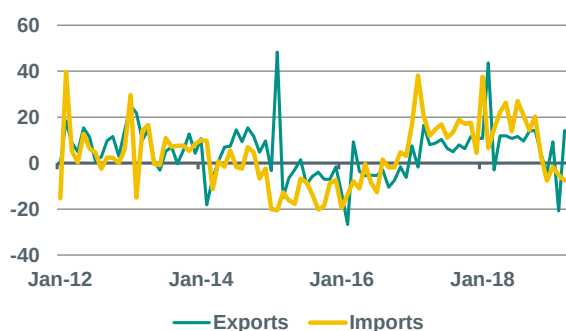
Vrij onduidelijk of industriecyclus de bodem heeft bereikt

Nadat ze eerder allemaal slecht waren, vertonen de cijfers voor de industrie en handel de afgelopen tijd een wisselender beeld. De positievere signalen komen uit China, waar de uitvoer in maart opveerde (+14,2% j-o-j tegenover -20,8% j-o-j in februari), nadat eerder de PMI's al waren verbeterd. De Chinese cijfers kunnen echter volatiel zijn en de invoer is in de afgelopen maand juist versneld (van -5,2% j-o-j naar -7,6%).

Bovendien lijkt de zwakke ontwikkeling van de industrie en handel elders aan te houden. In Japan, bijvoorbeeld, daalden de orders voor machinegereedschap in maart met een onvoorstelbare 28,5% j-o-j (eerder: -29,3%), terwijl de Duitse industriële orders in februari pas op de plaats maakten. De component nieuwe uitvoerorders van de wereldwijde PMI voor de verwerkende industrie daalde in maart iets sneller, terwijl deze in februari ook al fors onderuit was gegaan. Al met al is het volgens ons te vroeg om te kunnen zeggen dat de wereldwijde handels- en industriecyclus de bodem heeft bereikt.

Handel met China

% j-o-j



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Japanse orders voor machinegereedschap

% j-o-j



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Voorwaarden voor bescheiden verbetering tekenen zich af

Ons basisscenario is nog steeds dat de wereldhandel en industrie later dit jaar een bescheiden verbetering laten zien. De financiële omstandigheden worden soepeler. De notulen van de vergadering van het FOMC, het beleidscomité van de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve), van maart bevestigen dat de renteverhogingcyclus voorbij is en dat in de komende maanden ook de balansverkortingscyclus wordt stopgezet. De Chinese autoriteiten hebben een gericht verruimingsbeleid gevoerd. De effecten beginnen nu tot uiting te komen in de cijfers voor de geldhoeveelheid en de kredietverlening. De groei van de Chinese geldhoeveelheid (M1), bijvoorbeeld, versnelde in maart. Maar hierbij moeten we twee dingen bedenken. Ten eerste is in vergelijking met het verleden de mate van verruiming van de wereldwijde financiële condities bescheiden. Ten tweede kost het tijd voordat dit tot uiting komt en lijkt de bedrijvigheid nog steeds te worden afgeremd door de verkrapping van de financiële condities van vorig jaar. Het monetaire beleid werkt met lange en wisselende vertraging door en het risico bestaat dat het langer duurt voordat de wereldeconomie omslaat.

ECB geeft aan dat zij bereid en in staat is om op te treden

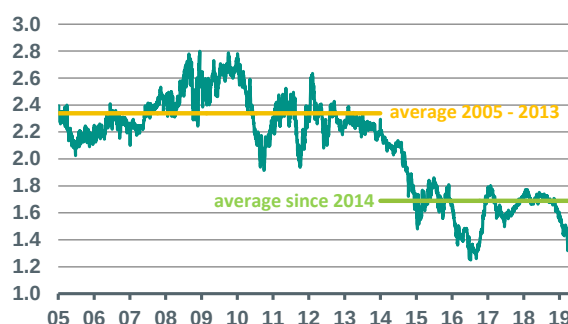
De ECB gaf in maart aan dat zij de rente waarschijnlijk langer ongewijzigd laat en dat zij bedragen die vrijkomen door de aflossing van leningen onder het inkoopprogramma, waarschijnlijk langer blijft herbeleggen. Ook heeft de centrale bank nieuwe langlopende leningen voor banken (TLTRO-III) aangekondigd. Tijdens de vergadering van april gaf de ECB aan bereid en in staat te zijn om in de komende maanden, indien nodig, nog verder te gaan. Volgens ECB-president Mario Draghi onderkende de Raad van Bestuur tijdens de vergadering dat de conjunctuur zwakker wordt en dat deze tendens de rest van het jaar aanhoudt. De Raad bereid was om hierop te reageren en 'alle instrumenten in te zetten'.

Ongerustheid over inflatieverwachtingen

Behalve over de economische vertraging en de aanhoudende neerwaartse risico's voor de economie, lijkt de ECB zich zorgen te maken over de inflatievooruitzichten. Op het eerste gezicht bagatelliseerde Draghi de daling van de 5-jaars inflatieswap door te zeggen dat dit te wijten was aan risicopremies en niet aan loskoppeling.

Inflatieverwachtingen eurozone

5-jaars inflatieswap, %



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Vervolgens legde hij echter uitvoerig uit waarom beleggers ten onrechte twifelen aan de wil van de ECB om haar inflatiedoel te halen (hieruit kan worden opgemaakt dat hij zich misschien meer zorgen maakt over de inflatieverwachtingen dan hij wilde toegeven). De vrees dat de ECB geen munitie meer heeft, vond Draghi onterecht. Verder benadrukte hij dat de definitie van prijsstabiliteit (onder maar dicht bij 2%) die de centrale bank hanteert, geen plafond impliceert, maar veeleer dat het inflatiedoel symmetrisch is.

Vervolgstappen ECB

In ons basisscenario gaan wij ervan uit dat de ECB haar beleidstarieven nog langer ongewijzigd laat en afgeloste gelden blijft herbeleggen. Het gematigde groeitraject zal niet voldoende zijn om de onderliggende inflatedruk te laten toenemen. Naar onze mening zijn de prognoses van de ECB voor de groei en inflatie, ondanks de recente neerwaartse bijstellingen, nog steeds te hoog. Ons basisscenario is dat de ECB de beleidsrente tot eind 2020 onveranderd laat en tot eind 2021 doorgaat met het herbeleggen van afgeloste leningen. Verder verwachten wij dat de ECB in juni relatief soepele voorwaarden voor de nieuwe TLTRO-III bekendmaakt. De prijsstelling wordt waarschijnlijk vergelijkbaar met die van de TLTRO-II, zodat banken kunnen lenen tegen een rente die even laag is als de depositorente, mits ze aan bepaalde kredietverleningsbenchmarks voldoen.

Maar de kans dat de ECB meer moet doen, neemt toe. Er is gespeculeerd dat de invoering van een gestaffelde depositorente de deur kan openen voor een verdere verlaging van de depositorente. Wij zijn daar op dit moment niet van overtuigd en denken dat de ECB hier nu naar kijkt omdat zij verwacht dat de rente langer negatief blijft en niet omdat zij de rente verder wil verlagen. Als renteverlagingen geen optie meer zijn, dan zou de ECB haar belangrijkste stimuleringsinstrument van de afgelopen paar jaar weer van stal kunnen halen: kwantitatieve verruiming (*Quantitative Easing* – QE). Volgens ons is de kans op QE-II sterk toegenomen, hoewel dit nog niet ons basisscenario is. Dat wordt het alleen worden als de ECB haar effectenemissielimiet verhoogt. Deze limiet bedraagt nu 33% voor staatsleningen en is ingevoerd om te voorkomen dat de ECB een beslissende stem krijgt in het geval van een schuldherstructurering op grond van een collectieve-actieclausule. De ECB heeft echter in het verleden enige flexibiliteit getoond met betrekking tot effectenemissielimieten. Zo is de limiet voor supranationale leningen verhoogd naar 50%. Hoewel een limietverhoging de ECB waarschijnlijk in een oncomfortabele positie zou brengen, zou volgens ons de bank wel hiertoe bereid zijn om de simpele reden dat alternatieven ontbreken.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren										
BBP-groei (%)	2017	2018	2019e	2020e	3M interbank rente	05/04/2019	12/04/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.2	2.9	2.3	1.9	Verenigde Staten	2.59	2.60	2.60	2.60	2.50
Eurozone	2.5	1.8	0.8	1.3	Eurozone	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.20
Japan	1.9	0.8	0.9	0.7	Japan	0.07	0.07	-0.10	-0.10	-0.10
Verenigd Koninkrijk	1.8	1.4	1.1	1.8	Verenigd Koninkrijk	0.82	0.83	1.00	1.00	1.25
China	6.9	6.6	6.3	6.0						
Nederland	3.0	2.6	1.4	1.6						
Wereld	3.7	3.6	3.3	3.4						
Inflatie (%)	2017	2018	2019e	2020e	10j-rente	05/04/2019	12/04/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.1	2.4	1.6	2.0	VS Treasury	2.50	2.56	2.60	2.60	2.50
Eurozone	1.5	1.7	1.2	1.2	Duitse Bund	0.00	0.06	0.00	0.20	0.50
Japan	0.5	0.9	1.1	1.6	Euro swap rente	0.53	0.56	0.60	0.80	1.10
Verenigd Koninkrijk	2.7	2.5	1.4	1.8	Japans overheidspapier	-0.04	-0.07	0.10	0.10	0.30
China	1.6	2.1	2.5	2.5	VK gilts	1.12	1.21	1.70	1.50	1.80
Nederland	1.3	1.6	2.3	1.6						
Wereld	3.0	3.5	3.8	3.2						
Beleidsrente	12/04/2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	05/04/2019	12/04/2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2.50	2.50	2.50	2.50	EUR/USD	1.12	1.13	1.10	1.16	1.25
European Central Bank	-0.40	-0.40	-0.40	-0.30	USD/JPY	111.7	112.0	110	108	105
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.30	1.31	1.30	1.35	1.45
Bank of England	0.75	0.75	0.75	1.00	EUR/GBP	0.86	0.86	0.85	0.86	0.86
People's Bank of China	4.35	4.35	4.35	4.35	USD/CNY	6.72	6.71	6.65	6.60	6.60

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 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 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