

24 juni 2019

Han de Jong

Chief Economist

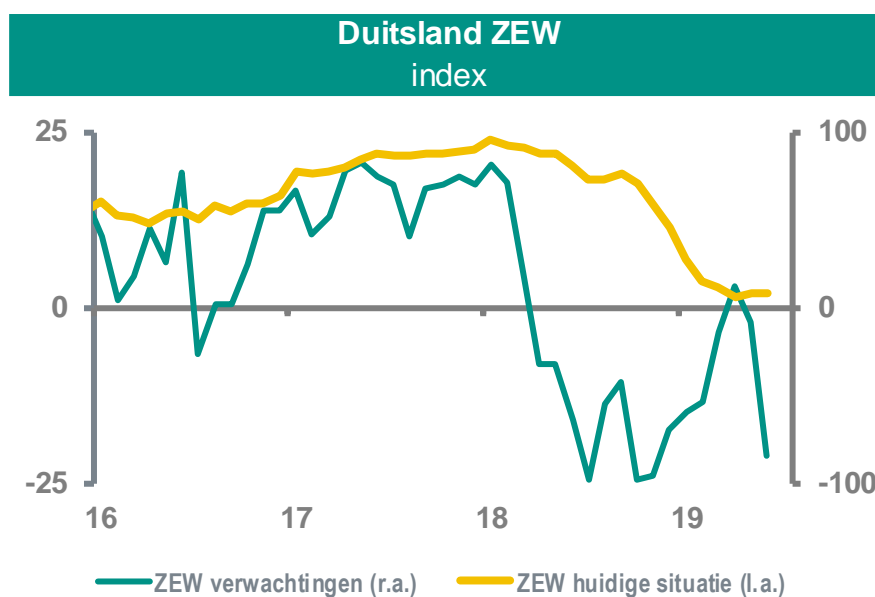
Tel.: +31 20 628 4201

han.de.jong@nl.abnamro.com

Reflexmatige reactie

- **Eerste reactie op weer escalerende handelsoorlog zichtbaar**
- **Heeft Zuid-Korea last van meer dan alleen de handelsoorlog?**
- **Centrale banken beloven (veel) meer verruiming**

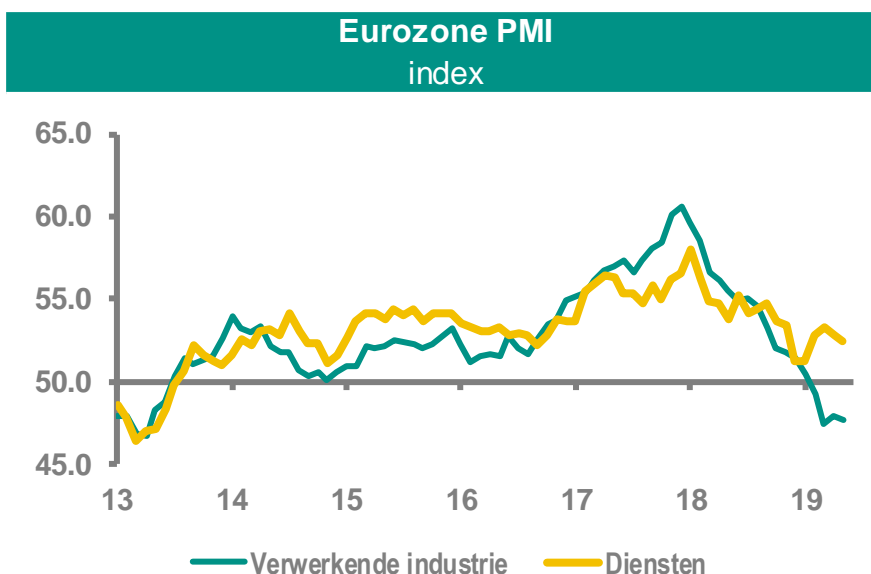
In de afgelopen weken werd al duidelijk dat het onverwacht weer oploeiende conflict tussen de VS en China directe gevolgen had voor economische variabelen, of beter gezegd voor het vertrouwen, met name van bedrijven. Sommige, maar zeker niet alle, cijfers geven blijk van een reactie op de gebeurtenissen in mei, die het best als reflexmatig kan worden omschreven. In de eurozone is de ZEW-index, die het vertrouwen onder analisten weergeeft, in juni sterk gedaald, naar -20,2 tegenover -1,6 in mei. Volgens deze maatstaf kreeg Duitsland, de grootste economie van de eurozone, zware klappen.



Bron: Bloomberg

Op detailniveau lijkt er echter nog enige hoop te zijn. De component 'verwachtingen' van de Duitse ZEW-index dook van -2,1 in mei naar -21,1 in juni. De component 'actuele situatie' deed het echter aanzienlijk beter, met slechts een daling van +8,2 naar +7,8. Over het algemeen wordt de component 'verwachtingen' beschouwd als de voorlopende indicator voor de actuele situatie. De cijfercombinatie in juni doet echter vermoeden dat de hernieuwde escalatie van het Amerikaans-Chinese conflict mensen de stuipen op het lijf heeft gejaagd, maar nog geen gevolgen voor de reële economie heeft gehad. Mocht er binnenkort een soort bestand worden bereikt, dan blijft de schade voor de reële economie

misschien beperkt. Dit leidt mogelijk echter niet tot een snel herstel van het vertrouwen, omdat bedrijven niet twee keer dezelfde fout maken en ervan uitgaan dat alles in orde is.



Source: Bloomberg

De inkoopmanagersindex (PMI) voor de eurozone liet een positiever beeld zien: de PMI's waren in juni iets hoger, maar nog steeds laag. Volgens deze cijferreeks stabiliseert de economie. Ik ben benieuwd of deze indicatoren in de komende maanden verder verslechteren, mocht het conflict tussen China en de VS zich verdiepen.

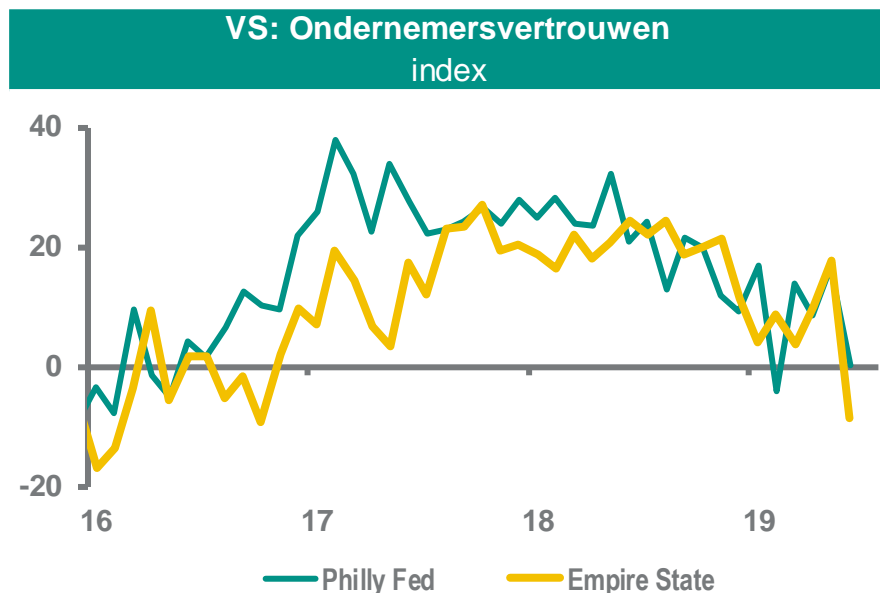
Een 'sudden stop'?

De indicatoren voor het ondernemersvertrouwen in de VS laten een vergelijkbaar patroon zien. De Empire State index, die het ondernemersvertrouwen in de staat New York weergeeft, kelderde in juni van een respectabele 17,8 naar -8,6. Dit is het laagste niveau sinds oktober 2016 en een van de sterkste dalingen op maandbasis ooit (al heb ik niet alle cijfers gecontroleerd).

Het is heel onwaarschijnlijk dat deze duikeling een precieze afspiegeling is van wat er daadwerkelijk binnen de economie gebeurt. De economie in deze regio is zeker niet ingestort. De deelindices laten heel duidelijk zien wat er aan de hand is. Ondernemingen zijn overrompeld door de gebeurtenissen en hun reflexmatige reactie is om 'alles in de ijskast te zetten.' De index voor nieuwe orders daalde van 9,7 in mei naar -12,0 in juni. Een dergelijke daling kan erop wijzen dat ondernemingen hun investeringen hebben opgeschort. De deelindex voor de investeringsplannen is gedaald van 26,2 naar 10,5. Dit is waarschijnlijk volstrekt overdreven, maar het lijkt een beetje op wat economen een 'sudden stop' noemen (hoewel de literatuur over 'sudden stops' vooral betrekking heeft op internationale kapitaalstromen).

Ik ben niet echt een pessimist, maar de vorige keer dat de economische variabelen een 'sudden stop' maakten, was eind 2008, toen de geldmarkten vastliepen en dit bedrijven dwong om al hun orders vanwege een gebrek aan werkkapitaal te annuleren. Wat er daarna gebeurde is bekend. De situatie is nu duidelijk veel minder dramatisch, maar de enquête-

uitkomsten laten zien wat de risico's zijn als de onzekerheid omtrent de handel aanhoudt. Positief is dat bedrijven volgens de Empire State index voor het ondernemersvertrouwen veel optimistischer zijn over de vooruitzichten op langere termijn. De inschatting van het ondernemingsklimaat op een termijn van zes maanden is in juni slechts iets zwakker geworden: 25,7, tegenover 30,6 in mei. Het cijfer voor juni is ongeveer gelijk aan het gemiddelde voor dit jaar. Mijn conclusie is dat bedrijven hun investeringsbeslissingen hebben uitgesteld. Als het conflict aanhoudt, kan dat ernstige gevolgen hebben voor de economie (in de VS en daarbuiten). Mocht er een soort bestand komen, dan kan er een omslag ontstaan en kan een inhaalvraag op korte termijn voor positieve verrassingen zorgen. De Philly Fed index voor het ondernemersvertrouwen in de regio die valt onder de Federal Reserve of Philadelphia laat hetzelfde beeld zien. De totale index is ingestort van 16,6 in mei naar 0,3 in juni als gevolg van de sterke daling van de nieuwe orders van 38,2 naar 8,3.



Bron: Bloomberg

Lichtpuntjes

Niet alle recent gepubliceerde cijfers zijn zo dramatisch. Het consumentenvertrouwen in Nederland, bijvoorbeeld, is verbeterd van -3 in mei naar 0 in juni. Lezen Nederlandse consumenten misschien geen kranten? Of zijn ze mogelijk afgeleid door het WK voetbal voor vrouwen?

Verder lijkt de afgifte van kentekenbewijzen voor auto's in de eurozone te stabiliseren na een zeer turbulent jaar. In april en mei steeg het aantal afgegeven kentekenbewijzen zelf fors: +4,8% m-o-m in april en +2,8% m-o-m in mei. Kentekenregistraties hebben uiteraard een uitgesproken seizoenmatig karakter en worden beïnvloed door bijzondere maatregelen, zoals veranderingen in het belastingbeleid, maar ook op jaarbasis is er sprake van een opgaande lijn: van -0,1% j-o-j in april naar +1,1% in mei.

De Amerikaanse huizenmarkt is een ander terrein dat geen nadelige gevolgen van de escalatie van het handelsconflict heeft ondervonden. Je zou dat op dit moment ook niet verwachten. Het vertrouwen onder vastgoedmakelaars, zoals weergegeven door de index

van de NAHB, daalde in juni licht, van 66 in mei naar 64, maar de huizenmarkt profiteert duidelijk van de gedaalde hypotheekrente.

Zuid-Koreaanse handelscijfers geven aan wat er aan de hand is

Het is belangrijk om de Aziatische handelscijfers in de gaten te houden. Niet alleen omdat de economieën in deze regio vroegcyclisch zijn, maar ook omdat de cijfers uit de verschillende landen weerspiegelen wat er in China gebeurt. De Japanse handelscijfers voor mei waren zwak. De uitvoer daalde met 7,8% j-o-j, na een daling van 2,4% in april. De uitsplitsing van de uitvoervolumes naar regio levert een interessant plaatje op. De uitvoer naar China daalde met 9,4% j-o-j, maar dat was in lijn met de ontwikkeling in vorige maanden (-9,6% in april en -15,2% in maart). Er zijn dus nog geen effecten merkbaar van de hernieuwde escalatie van het handelsconflict en de gevolgen daarvan voor China. Het volume van de Japanse uitvoer naar de EU daalde met 8,0% j-o-j, na een daling van 3,0% in april. De VS is nog steeds de sterkste exportmarkt voor Japan, hoewel ook hier sprake was van een verslechtering. De uitvoer naar de VS daalde met 1,0% j-o-j, tegenover een stijging van 5,1% in april.

De Taiwanese exportorders daalden in mei met 5,8% j-o-j, wat iets slechter is dan de -3,7% in april. Het cijfer voor mei wijkt niet echt af van de recente trend. Het wordt interessant om te zien of de cijfers voor juni dezelfde reflexmatige reactie op de hernieuwde escalatie van het handelsconflict laten zien als de enquête-uitkomsten voor juni.

De meest recente cijfers met betrekking tot de internationale handel zijn afkomstig uit Zuid-Korea. Dit land publiceert op de 21e dag van elke maand uitvoer- en invoercijfers voor de eerste 20 dagen van de maand. Vraag me niet waarom, maar dat is wat ze doen. De waarde van de totale Zuid-Koreaanse uitvoer daalde in de eerste 20 dagen van juni met 10,0% j-o-j. Dit is iets beter dan de daling van 11,7% in mei en min of meer in lijn met de meeste maanden van dit jaar. Op detailniveau zien we enkele interessante trends. Ten eerste is de uitvoer van halfgeleiders met 24% afgenomen. Dit komt in ieder geval voor een deel door de zwakte binnen de sector. Samsung heeft gezegd dit jaar geen echte verbetering te verwachten voor halfgeleiders. Uit een geografische analyse komt naar voren dat de uitvoer naar China met 21% j-o-j is afgenomen. Dit heeft een aantal oorzaken. Ten eerste lijkt China vorig jaar de invoer te hebben opgevoerd, naar ik aanneem om de invoering van handelstarieven voor te zijn. Op een of andere manier heeft dat ook gevolgen gehad voor de Chinese invoer uit andere landen dan de VS. De recente zwakte kan dus betekenen dat het evenwicht nu weer hersteld wordt. Hiernaast kan ook de vertraging van de Chinese economie van invloed zijn geweest. En tot slot is de hernieuwde escalatie van het handelsconflict tussen China en de VS een mogelijke factor geweest. Terwijl de Zuid-Koreaanse uitvoer naar China in de eerste 20 dagen van juni sterk is gedaald, is de uitvoer naar de VS juist met 3,3% j-o-j gestegen.

Al met al wil ik niet aan de alarmbel trekken, maar we kunnen niet ontkennen dat een aantal indicatoren, en dan vooral indicatoren die betrekking hebben op het vertrouwen, na de gebeurtenissen in mei veel zwakker is geworden. Als het conflict in hevigheid zou toenemen, zou dat slecht nieuws zijn voor de wereldeconomie. Ik weet ook niet wat er precies omgaat in het hoofd van president Trump, maar ik ga er nog steeds vanuit dat hij er niet bij gebaat is om de zaak volledig uit de hand te laten lopen, want dat zou zijn kans op herkiezing verkleinen.

Centrale banken klinken relatief agressief

Mario Draghi, president van de Europese Central Bank (ECB), hield vorige week dinsdag een toespraak tijdens de jaarlijkse ECB-conferentie in het Portugese Sintra. Hij gaf aan dat de ECB meer stimuleringsmaatregelen gaat toepassen. Wij waren ervan uitgegaan dat de ECB het obligatieaankoopprogramma nieuw leven zou inblazen. Maar we dachten ook dat de centrale bank de al negatieve depositorente onveranderd zou laten. Draghi heeft expliciet gezegd dat een verdere renteverlaging één van de beleidsopties is die op tafel liggen. Hij besprak ook waarom de negatieve rentes een succes zijn geweest en waarom door de verschillen tussen de VS en de eurozone een negatieve rente in de VS een minder aantrekkelijke beleidsoptie is. Waarom zou hij dit allemaal uitvoerig bespreken als hij denkt dat de rente niet verder wordt verlaagd? Wij zijn bezig om onze verwachtingen ten aanzien van het beleid van de ECB aan te passen door hierin enige verdere verlaging van de officiële rentes op te nemen.

Draghi's tegenhanger bij de Amerikaanse Federal Reserve, Jay Powell, sprak tijdens de persconferentie na de beleidsvergadering van de Fed van afgelopen woensdag. Hij zinspeelde ook op verruiming en wij gaan ervan uit dat de Fed de rente gaat verlagen tijdens de vergadering die voor de laatste twee dagen van juli gepland staat. Wat ons een beetje verraste, of beter gezegd meer dan een beetje verraste, was dat Powell de mogelijkheid van een verlaging van 50 basispunten leek open te houden. De markt houdt al enige tijd rekening met een renteverlaging. De meeste mensen zijn bang dat de markt te hard van stapel loopt. Als de Fed de rente verlaagt, maar minder of minder vaak dan de markt verdisconteert, dan kan dit een negatieve marktreactie veroorzaken. Volgens mij was het niet nodig om olie op het vuur van de renteverwachtingen te gooien, maar dat is in feite wat Powell heeft gedaan. De markten reageerden positief. En nu maar hopen dat hij ook levert.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren

BBP-groei (%)	2017	2018	2019e	2020e	3M interbank rente	13-6-2019	20-6-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2,2	2,9	2,2	1,5	Verenigde Staten	2,41	2,34	2,20	1,90	1,80
Eurozone	2,5	1,9	0,7	0,9	Eurozone	-0,32	-0,34	-0,33	-0,33	-0,33
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	0,79	0,78	0,80	0,80	0,80
China	6,9	6,6	6,2	5,8						
Nederland	3,0	2,6	1,3	1,1						
Wereld	3,7	3,6	3,2	3,3						
Inflatie (%)	2017	2018	2019e	2020e	10j-rente	13-6-2019	20-6-2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2,1	2,4	1,6	2,0	VS Treasury	2,09	2,00	1,95	1,90	2,00
Eurozone	1,5	1,7	1,1	1,0	Duitse Bund	-0,24	-0,32	-0,30	-0,35	-0,20
Japan	0,5	0,9	1,1	1,6	Euro swap rente	0,26	0,20	0,70	0,80	1,10
Verenigd Koninkrijk	2,7	2,5	1,4	1,8	Japans overheidspapier	-0,11	-0,17	-0,10	-0,10	0,00
China	1,6	2,1	2,5	2,5	VK gilts	0,84	0,81	0,80	0,80	1,00
Nederland	1,3	1,6	2,3	1,5						
Wereld	3,0	3,5	3,7	3,2						
Beleidsrente	20-6-2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	13-6-2019	20-6-2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2,50	2,25	2,00	1,75	EUR/USD	1,13	1,13	1,12	1,12	1,20
European Central Bank	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	USD/JPY	108,4	107,3	104	100	95
Bank of Japan	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	GBP/USD	1,27	1,27	1,24	1,24	1,40
Bank of England	0,75	0,75	0,75	0,75	EUR/GBP	0,89	0,89	0,90	0,90	0,86
People's Bank of China	4,35	4,10	4,10	3,85	USD/CNY	6,92	6,85	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 directeurs, 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.

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 relatie manager 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