

20 augustus 2018

Han de Jong**Chief Economist**

Tel: +31 20 628 4201

han.de.jong@nl.abnamro.com

“Three little birds”

- **Turks besmettingsgevaar is beperkt**
- **Is de ZEW-index de kanarie in de kolenmijn?**
- **Amerikaanse economie blijft sterk**
- **Economische groei in China vertraagt, maar wel heel geleidelijk**

Er zijn veel dingen waarover mensen zich op dit moment zorgen kunnen maken. Krijgen de beleidsmakers in Turkije de problemen onder controle? Vormen de problemen in Turkije een significant besmettingsgevaar voor andere economieën en financiële markten wereldwijd? Hoe ontwikkelt het handelsconflict zich verder? Hoe ziet de begroting van Italië voor 2019 er uit en gaan kredietbeoordelaars Italiaanse staatsobligaties afwaarderen? Wat is er toch aan de hand met de brexit-onderhandelingen? Gaat de economische groei in China sterk vertragen? Leidt de schuldenproblematiek in China tot een soort van implosie van het financiële stelsel? Vertraagt de Europese economie verder en ligt een recessie in het verschiet? Is de VS op weg naar een inverse rentecurve en is dit dan een voorbode van een recessie? Raakt de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve) haar onafhankelijkheid kwijt? Blijft de persvrijheid overeind? Verliezen antibiotica hun werking? Kan de opmars van obesitas een halt worden toegeroepen? Gaan de beste spelers van mijn favoriete voetbalclub nog weg voordat de transferperiode sluit?

Volgens een oud gezegde is de redding nabij als de nood het hoogst is. In ‘Three Little Birds’ zingt Bob Marley dat we ons nergens zorgen over hoeven te maken, want zelfs het kleinste ding gaat goed komen. Dit gaat misschien wel erg ver, maar het is mijn ervaring dat voor veruit de meeste problemen op de een of andere manier wel een oplossing wordt gevonden. Mensen vinden het gewoon leuk om te filosoferen over risico’s en dreigende rampen.

Besmettingsgevaar

Verschillende collega’s hebben al uitvoerig geschreven over de crisis in Turkije. Ik ga hun analyses hier niet herhalen, maar richt me op het mogelijke besmettingsgevaar. Hoe waarschijnlijk is het dat buitenlandse beleggers hun kapitaal weghalen uit andere opkomende markten? Dit zou tot scherpe koersdalingen op die markten leiden en de financiële stabiliteit van die landen in gevaar brengen. Op termijn zou dit deze economieën ondermijnen, en uiteindelijk ook de ontwikkelde markten en economieën. Dit risico is duidelijk altijd aanwezig, maar volgens mij is een voorzichtig optimisme gerechtvaardigd. Het besmettingsrisico is immers groter wanneer de problemen waarmee een bepaald land kampt, ook in andere landen spelen, hun economische situatie fundamenteel slecht is en hun munten overgewaardeerd zijn.

Ik heb de indruk dat er niet veel landen zijn die met dezelfde problematiek worstelen als Turkije. Het belangrijkste probleem van Turkije is de grote externe financieringsbehoefte als gevolg van het forse tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans en de omvangrijke kortlopende schulden (vooral in het bedrijfsleven). Bovendien heeft president Erdogan veel macht naar zich toegetrokken. De onafhankelijkheid van de Turkse centrale bank is ingeperkt en de nieuwe minister van Financiën is de schoonzoon van Erdogan. Dit is allesbehalve bevorderlijk geweest voor het vertrouwen van de financiële markten in de Turkse beleidsmakers. Daarbij komt dat de onconventionele economische visie van Erdogan en de verslechterende relatie met de VS evenmin in het voordeel van Turkije werken. Dit samenspel van factoren zien we niet terug in andere opkomende markten, al zijn veel landen wel uit de gratie bij de Amerikaanse president en ondervinden opkomende markten in het algemeen negatieve gevolgen van de stijgende rentes in de VS.

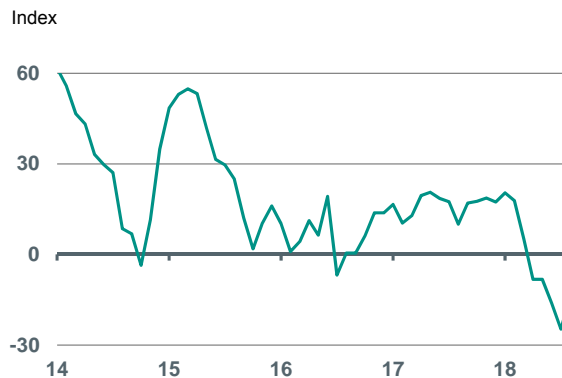
Er is nog een andere reden om voorzichtig optimistisch te zijn. In veel opkomende landen die blootstaan aan besmettingsgevaar, zijn de macro-economische fundamentals sterk verbeterd. De meeste landen hebben in de afgelopen jaren het externe tekort sterk verminderd of zelfs omgebogen in een overschot, terwijl de overheidsfinanciën redelijk op orde zijn. De inflatie ligt overwegend op een aanvaardbaar niveau en centrale banken voeren in de meeste gevallen een beleid dat vertrouwen inboezemt.

Nog een andere factor die naar mijn mening het besmettingsgevaar vermindert, is dat de munten van opkomende landen in de afgelopen jaren terrein hebben moeten prijsgeven. Van een algehele overwaardering van opkomende valuta's is dus geen sprake, zodat een grootschalige verkoopgolf niet waarschijnlijk is.

Al met al denk ik dan ook dat de negatieve uitstralingseffecten van de crisis in Turkije beperkt blijven. Helaas kan ik dit niet garanderen. Ooit heeft Mervyn King, de voormalige president van de Britse centrale bank, gezegd: “Het is zelden zinvol om een run op banken te beginnen, maar het is altijd zinvol om je hierbij aan te sluiten.” Het marktgedrag kan irrationeel worden.

Gunstig teken voor Europa

In de voorbije maanden heb ik het vaak gehad over verzwakkende vertrouwensindicatoren in de eurozone. Maar deze keer niet. De Duitse ZEW-index, die is gebaseerd op peilingen onder analisten, is voor het eerst dit jaar gestegen. De verwachtingencomponent, die algemeen wordt beschouwd als de belangrijkste cijferreeks van deze index, is verbeterd van -24,7 in juli naar -11,1 in augustus. Dat is nog steeds niet hoog, maar de index beweegt zich wel in de juiste richting. Wij denken dat de economische groei in de eurozone niet verder vertraagt. Een verbetering van variabelen als de ZEW-index is zeer welkom, omdat dit onze visie steunt.

Duitsland: ZEW-index

Bron: Bloomberg

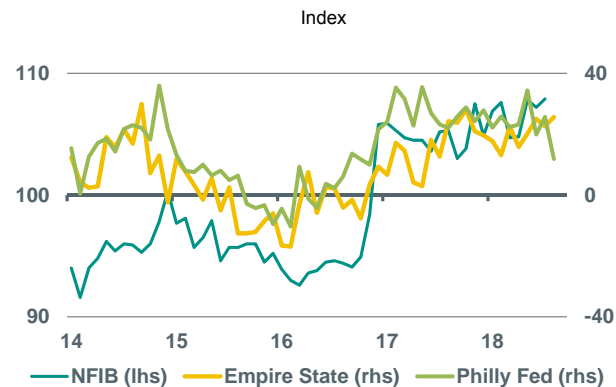
De bbp-cijfers voor de eurozone waren ook gunstig. Het bbp van de eurozone is in het tweede kwartaal met 0,4% k-o-k gestegen, na +0,3% in het eerste kwartaal. Dit is minder dan in het tweede deel van vorig jaar, maar komt wel ongeveer overeen met het trendmatige niveau en ligt daar dus niet onder. Het Duitse bbp is met 0,5% k-o-k gegroeid. Er zijn nog weinig details bekend, maar uit het commentaar van het Duitse bureau voor de statistiek leid ik af dat de binnenlandse vraag krachtig is gebleven, terwijl de groeibijdrage van de internationale handel is afgenomen. Dit beeld werd niet bevestigd door de Nederlandse bbp-cijfers. Het totale bbp nam toe met 0,7% k-o-k, waarbij de bijdrage van de handel positief was en die van de particuliere consumptie gelijk bleef. Het is heel goed mogelijk dat de onderliggende componenten van het Nederlandse bbp te wisselvallig zijn om berichten voor de totale eurozone te beïnvloeden.

Hierbij teken ik wel aan dat de verslechtering van de vertrouwensindicatoren in de eurozone in de loop van dit jaar niet volledig wordt weerspiegeld in de feitelijke groeivertraging. En dat vind ik een positieve ontwikkeling.

Amerikaanse economie blijft sterk

De vorige week gepubliceerde Amerikaanse macrocijfers waren sterk. Het vertrouwen in het Amerikaanse mkb, zoals afgemeten aan de NFIB-index, bereikte een nieuw hoogtepunt voor deze cyclus. De Empire State index van het ondernemersvertrouwen is gestegen van 22,6 in juli naar 25,6 in augustus. Dit impliceert dat het hoge niveau van de afgelopen maanden in essentie wordt gecontinueerd. Uitzondering vormde de Pilly Fed Index, die in augustus is gedaald van 25,7 naar 11,9. Ik kan hier geen chocolade van maken, maar het lijkt me ruis.

NFIB en Empire State / Philly Fed

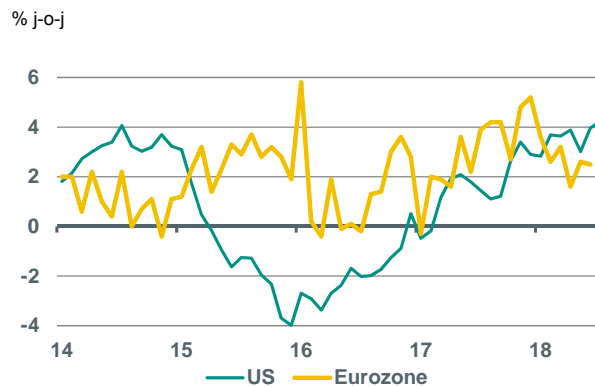


Bron: Bloomberg

De hardere cijfers voor de detailhandelsverkoop en de industriële productie waren goed. De detailhandelsverkoop waren in juli 0,5% m-o-m hoger. Exclusief autoverkoop was de stijging 0,6%. De cijfers zijn j-o-j zelfs indrukwekkend te noemen, met respectievelijk +6,4% en + 7,3%. Hierbij moet wel worden bedacht dat het nominale percentages zijn. Prijzen maken echter hiervan deel uit en hogere olieprijsen kunnen dus een groot effect hebben. Amerikanen gaven 21,6% meer uit bij tankstations dan een jaar geleden.

De industriële productie nam toe met 0,1% m-o-m in juli na een groei van 1,0% in juni. Voor de verwerkende industrie was dit 0,3% m-o-m na 0,8% in juni. De groei op jaarbasis ligt nu boven 4%, waarmee de VS de eurozone heeft ingehaald.

Industriële productie



Bron: Bloomberg

De situatie voor hypotheeknemers is in het tweede kwartaal verder verlicht. Het aantal achterstallige hypotheeklen is afgenomen van 4,63% in het eerste kwartaal naar 4,36%. Na de financiële crisis nam het aantal achterstallige hypotheeklen explosief toe en in 2010 werd een piek bereikt op 10% (het langetermijngemiddelde is 5,33%). Door het economisch herstel daalde dit percentage gestaag, maar vorig jaar liep het weer op. Gelukkig is inmiddels deze stijging weer bijna volledig ongedaan gemaakt. Executieverkoop lieten een soortgelijke ontwikkeling zien, met het verschil dat ze in 2017 niet opliepen. Het aantal hypotheeklen dat wordt uitgewonnen, is 1,05%. Dit is lager dan het historisch gemiddelde van 1,51% en ligt ruim onder het hoogtepunt van 4,64% in de donkerste tijden.

Economische groei in China vertraagt geleidelijk verder

Mijn collega Arjen van Dijkhuizen heeft onlangs de ontwikkelingen in China uitvoerig beschreven (zie: [China Focus – Druk neemt toe](#)). Ik wil niet in herhaling vallen. Volgens de laatste cijfers is de groei van de detailhandelsomzet verder afgezwakt van 9,0% j-o-j in juni naar 8,8% in juli, maar hiermee blijft deze hoog. De groei van de industriële productie was stabiel op 6,0%. Hieruit leid ik af dat de Chinese economie vertraagt, maar wel in een geleidelijk tempo, en dat de beleidsmakers dit proces onder controle hebben. Een te snelle vertraging kan leiden tot maatschappelijke en politieke instabiliteit. De beleidsmakers nemen daarom maatregelen om de economische bedrijvigheid te stimuleren wanneer ze dit nodig vinden.

Al met al durf ik te stellen dat de financiële markten in Turkije weliswaar in zwaar weer verkeren en dat veel mensen zich over allerlei zaken zorgen maken, maar dat de onderliggende wereldeconomie het helemaal niet slecht doet.

Om met Bob Marley te eindigen: dit is mijn boodschap voor jou-ou-ou!

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren											
BBP-groei (%)	2016	2017	2018e	2019e	3M interbank rente	9-8-2018	16-8-2018	+3M	2018e	+12M	2019e
Verenigde Staten	1,6	2,2	3,0	2,7	Verenigde Staten	2,34	2,32	2,70	2,60	2,90	3,00
Eurozone	1,8	2,5	2,2	2,1	Eurozone	-0,32	-0,32	-0,33	-0,33	-0,33	-0,20
Japan	1,0	1,7	1,1	0,9	Japan	0,07	0,07	-0,10	-0,02	-0,10	-0,10
Verenigd Koninkrijk	1,8	1,7	1,4	1,7	Verenigd Koninkrijk	0,81	0,80	0,70	0,75	1,00	1,20
China	6,7	6,9	6,5	6,0							
Nederland	2,1	3,0	2,9	2,5							
Wereld	3,4	3,8	3,8	3,6							
Inflatie (%)	2016	2017	2018e	2019e	10j-rente	9-8-2018	16-8-2018	+3M	2018e	+12M	2019e
Verenigde Staten	1,3	2,1	2,4	2,2	VS Treasury	2,94	2,87	3,10	3,10	3,00	2,80
Eurozone	0,2	1,5	1,7	1,4	Duitse Bund	0,38	0,32	0,20	0,40	0,60	0,80
Japan	-0,1	0,5	1,0	0,8	Euro swap rente	0,91	0,88	0,90	1,10	1,20	1,25
Verenigd Koninkrijk	0,7	2,7	2,3	1,9	Japans overheidspapier	0,12	0,10	0,00	0,00	0,00	0,20
China	2,0	1,6	↓ 2,0	2,5	VK gilts	1,30	1,24	1,40	1,50	1,70	1,80
Nederland	0,1	1,3	1,5	2,5							
Wereld	3,0	3,0	3,4	3,3							
Beleidsrente	16-8-2018	+3M	2018e	2019e	Wisselkoersen	9-8-2018	16-8-2018	+3M	2018e	+12M	2019e
Federal Reserve	2,00	2,25	2,50	3,00	EUR/USD	1,16	1,14	1,10	1,15	1,20	1,25
European Central Bank	-0,40	-0,40	-0,40	-0,30	USD/JPY	111,1	110,9	110	110	106	100
Bank of Japan	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	GBP/USD	1,29	1,27	1,30	1,34	1,38	1,42
Bank of England	0,75	0,75	0,75	1,00	EUR/GBP	0,90	0,90	0,85	0,86	0,87	0,88
People's Bank of China	4,35	4,35	4,35	4,35	USD/CNY	6,82	6,90	6,50 ↑	6,70 ↑	6,60	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 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 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 waarden 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