

12 november 2018

Han de Jong
Chief Economist

Tel: 020 628 4201

han.de.jong@nl.abnamro.com

De zegeningen van de midterms

- **Verkiezingsuitslag VS is positief voor economie en financiële markten**
- **Handel in Azië veert op, Duitsland zit nog in windstille zone**
- **Standvastige Fed staat klaar om rente in december te verhogen**

De Democraten hebben bij de tussentijdse verkiezingen (*midterms*) een meerderheid in het Amerikaanse Huis van Afgevaardigden behaald. Eind vorige week stond de teller op 225 zetels voor de Democraten en 197 voor de Republikeinen en waren 12 zetels nog onbeslist. In de Senaat, waar de uitslag voor drie zetels nog niet bekend is, hebben de Republikeinen de meerderheid behouden met 51 zetels. De Democraten hebben 44 zetels behaald en twee zetels zijn in handen van onafhankelijken, die doorgaans met de Democraten meestemmen.

Dit is volgens mij de beste uitslag waar de financiële markten op konden hopen. Op twee aspecten van de verkiezingsuitslag die voor de financiële markten van belang zijn, wil ik hier graag dieper ingaan. Ten eerste hebben de Democraten geen grote meerderheid in het Huis van Afgevaardigden. Dit vermindert de kans dat ze een afzettingsprocedure tegen de president starten. Voor de financiële markten is dat positief, want deze procedure zou gepaard gaan met onverwachte wendingen en grote onzekerheid creëren.

Nadat ik begin dit jaar Luke Harding's boek *Samenzwering (Collusion)* had gelezen, hield ik een afzettingsprocedure nog voor een duidelijke mogelijkheid. Na het lezen van *Angst (Fear)* van Bob Woodward acht ik het nu echter onwaarschijnlijk dat het zo ver komt. Uit het boek van Woodward komt naar voren dat een zaak tegen Trump juridisch niet hard is. Omdat de Democraten slechts een kleine meerderheid in het Huis van Afgevaardigden hebben, kan de president vermoedelijk nog op de nodige steun rekenen. Mochten de Democraten de afzettingsprocedure toch in gang zetten, dan lopen ze het risico dat niet alle partijgenoten in het Huis van Afgevaardigden zich achter dit initiatief scharen. Dat zou een blamage voor de Democratische Partij zijn. Maar zelfs als het Huis besluit om een afzettingsprocedure te starten, dan nog beslist de Senaat of de president uiteindelijk uit zijn ambt wordt gezet. Het bewijs tegen de president lijkt simpelweg niet sterk genoeg om voldoende Republikeinen over te halen om voor zijn afzetting te stemmen. De Democraten lopen dan het risico dat bij de volgende presidentsverkiezingen Trump de gunfactor krijgt. Ik denk daarom dat er geen afzettingsprocedure komt.

Het tweede belangrijke aspect is dat de manoeuvreerruimte van de president beperkt is, vooral op budgettair gebied, nu de Democraten de meerderheid in het Huis van Afgevaardigden hebben. Dit betekent dat Trump de economie niet opnieuw een flinke impuls kan geven, mocht hij dat willen. De hervorming van het belastingstelsel, de

belastingverlagingen en de verhoging van de bestedingen die de regering-Trump tot dusverre heeft doorgevoerd, vonden plaats op een moment dat de Amerikaanse economie goed draaide en extra stimulering niet nodig was. Door deze maatregelen is het risico toegenomen dat de economie oververhit raakt en de inflatie in versneld tempo stijgt.

Door het licht toegenomen risico van een inflatieversnelling zag de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve) zich genoodzaakt om de monetaire teugels wat strakker aan te halen dan ze anders wellicht zou hebben gedaan. Een nieuwe stimuleringsronde zou het inflatierisico vergroten. Nu de Democraten het Huis van Afgevaardigden controleren, zal Trump hiervoor geen goedkeuring krijgen. Ik denk dus dat door de uitslag van de midterms het risico dat de Fed haar beleid sterker verkrappt dan verwacht, is verminderd. Dat is positief voor de financiële markten. Het was dan ook niet verrassend dat de Amerikaanse aandelenmarkten op de dag na de verkiezingen met 2% stegen.

Monetair beleid VS wringt voor financiële markten

Het monetaire beleid in de VS plaatst de financiële markten voor een groot probleem. De Fed stemt – geheel vanzelfsprekend – haar monetaire beleid af op de Amerikaanse economie. Omdat de economische groei in de VS sterk is en de inflatie aantrekt, haalt de Fed de monetaire teugels verder aan. Helaas is de rest van de wereldeconomie nog niet half zo sterk als de Amerikaanse economie. Het monetaire beleid in de VS is dan ook ongeschikt voor de rest van de wereld. In principe is hier niets mis mee, maar het creëert wel een groot probleem omdat de VS een leidende rol in de wereldeconomie speelt en, belangrijker nog, de rentestand in de VS relevant is voor de wereldwijde financiële markten. In een periode waarin de financiële markten kwetsbaar zijn, kunnen stijgende rentes in de VS leiden tot wereldwijde destabilisering. De uitslag van de midterms heeft het risico van slecht getimede begrotingsstimulansen in de VS verminderd, en daarmee ook het risico dat nog hogere rentes in de VS de financiële markten verder destabiliseren.

Standvastige Fed

De vergadering van het FOMC, het beleidscomité van de Federal Reserve, in november leverde geen verrassingen op. Wie een mildere toon van de Fed verwachtte gezien de volatiliteit van de financiële markten, was mogelijk teleurgesteld, maar de Fed heeft er nooit een geheim van gemaakt dat ze niet snel van het uitgezette traject zou afwijken. Door de recente kritiek van president Trump had de Fed geen andere keuze dan vast te houden aan haar beleidskoers: geleidelijk verder verkrappen en zo min mogelijk opvallen. Verwacht wordt dat de rente in december verder wordt verhoogd.

De FOMC-vergadering in november was de laatste zonder persconferentie. Hierdoor hoefde de Fed zich niet in de kaart te laten kijken. De uitgegeven verklaring bevatte echter één kleine, maar niet irrelevante wijziging. In de vorige verklaring stond de passage dat “de bedrijfsinvesteringen opnieuw sterk zijn toegenomen”, maar dit is nu gewijzigd in “de groei van de bedrijfsinvesteringen is afgezwakt ten opzichte van het hoge tempo van eerder dit jaar”. Dit is uiteraard niet meer dan een weergave van wat de cijfers vertellen. De Fed kan echter niet met zekerheid zeggen hoe ver de rente moet worden verhoogd om te voorkomen dat de economie oververhit raakt, terwijl de rente ook weer niet zo ver mag worden verhoogd dat hierdoor de economie in een recessie belandt. De constatering dat de groei van de bedrijfsinvesteringen afzwakt, kan een eerste signaal zijn dat het einde van de verkrapingscyclus dichterbij komt. We zien echter geen reden om onze visie te

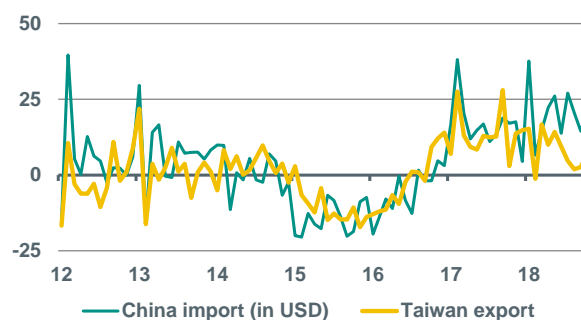
veranderen dat de Fed tussen nu en halverwege 2019 de rente nog drie keer verhoogt en dan een punt zet achter deze cyclus. De Fed zegt zelf dat de rente nog vijf keer wordt verhoogd, met de laatste stap in 2020. De markt lijkt voor deze cyclus nog twee tot drie rentestappen in te prijzen.

Sterke handelscijfers in Azië

Vaste lezers van de Macro Weekly weten dat ik de Aziatische handelsstromen op de voet volg omdat ik hieraan de polsslag van de wereldhandel kan aflezen. De vorige week gepubliceerde cijfers waren sterk. De uitvoer van Taiwan steeg in oktober met 7,3% j-o-j. De Taiwanese exportstijging lag aan het begin van het jaar rond 15%, maar zwakte daarna af en bereikte in augustus een laagtepunt op slechts 2%. De versnelling tot 7,3% is dus goed nieuws en geeft aan dat de polsslag van de Aziatische handel iets hoger is. Hierbij moet ook worden bedacht dat Taiwan een belangrijke speler op de elektronicamarkt is. Uit de aantrekkende groei van de Taiwanese uitvoer leid ik dan ook af dat er van een hapering van de wereldwijde technologiesector geen sprake is.

Chinese invoer en Taiwanese uitvoer

% j-o-j



Bron: Bloomberg

De Chinese handelscijfers voor oktober waren ook robuust. De invoer nam toe van 14,5% in september naar 21,4% j-o-j (in USD) en de uitvoer van 14,4% naar 15,6% j-o-j. Vooral de invoercijfers vind ik indrukwekkend. De invoer uit de VS (goed voor circa 6% van de totale Chinese invoer) is recentelijk afgenomen. In oktober was de dollarwaarde hiervan 1,8% j-o-j lager. Door alle tariefheffingen over en weer tussen China en de VS valt het moeilijk te zeggen of de recente sterke cijfers vertekend zijn en een geflatteerd beeld van de onderliggende ontwikkeling schetsen. Wordt vervolgd.

Nog windstille in Europa

Aan het Europese macrofront was het een rustige week. De fabrieksorders in Duitsland stegen in september met 0,3% m-o-m, na een toename van 2,5% in augustus (bijgesteld van oorspronkelijk 2,0%). Op jaarbasis verslechterde dit cijfer echter, van -1,8% in augustus naar -2,2% in september. De industriële productie steeg in september met 0,2% m-o-m tegen +0,1% in augustus (bijgesteld van oorspronkelijk -0,3%) en met 0,8% j-o-j tegen +0,2% in augustus (bijgesteld van oorspronkelijk -0,1%). Deze cijfers kun je vanuit twee invalshoeken bekijken. In absolute zin zijn ze heel zwak. Rond de jaarwisseling lag de groei van de industriële productie in Duitsland nog rond 6% j-o-j. De cijfers voor september zijn echter wel iets beter dan die voor augustus. Bovendien was, zoals ik vorige

week al aanstipte, de autoproductie in augustus en september heel laag. Inmiddels is het productiecijfer voor oktober bekendgemaakt. De stijging is met +6,9% j-o-j niet spectaculair, maar dit is wel aanzienlijk beter dan het gemiddelde van -27% over augustus en september. Op grond van de verbeterde Aziatische handelscijfers en de opleving van de Duitse autoproductie voorziet ik voor de komende periode een verbetering van de industriële bedrijvigheid in Duitsland. Dat zou ook welkom zijn, want de recente Duitse handelscijfers laten nog steeds een dalende lijn zien. De uitvoerwaarde was in september 0,8% m-o-m lager en is dit jaar nu in zes van de negen maanden gedaald op maandbasis.

De Franse cijfers voor de industriële bedrijvigheid waren net zo zwak of zelfs nog zwakker. De productie in de verwerkende industrie liet in september een krimp van 2,1% m-o-m zien. Het cijfer op jaarbasis vertoonde een omslag van +1,8% in augustus naar -1,0% in september. Frankrijk heeft ook een omvangrijke autosector (maar deze is wel veel kleiner dan die van Duitsland) en wordt mogelijk geplaagd door dezelfde problemen als de Duitse auto-industrie.

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, geïnteresseerde 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