

19 november 2018

---

**Han de Jong****Chief Economist**

Tel.: 020 628 42 4201

han.de.jong@nl.abnamro.com

---

## Brexit en mogelijk Fedxit

- **May bereikt akkoord met EU, maar raakt deel van kabinet kwijt**
- **Duitse economie krimpt in derde kwartaal door tijdelijke factoren**
- **Jerome Powell doet voor aankondiging van renteverhoging in december, maar heeft het ook over tegenwind**

De Britse premier Theresa May en haar team hebben een akkoord bereikt met de EU over het vertrek van het Verenigd Koninkrijk. Direct hierna boden verschillende ministers en junior-ministers hun ontslag aan. De premier ging vervolgens naar het parlement, waar een 'levendige' zitting plaatsvond. Inmiddels bereidt een aantal vooraanstaande leden van de Conservatieve Partij een motie voor over het partijleiderschap van May. Ik ben nooit haar grootste fan geweest, maar heb wel met haar te doen en ben erg onder de indruk van haar vasthoudendheid en instelling (niet dat mijn mening/bewondering er iets toe doet).

Het blijft moeilijk om te zeggen hoe dit verder gaat. Ik begrijp dat May een goede kans heeft om de stemming over haar leiderschap te overleven. Of het haar lukt om haar deal door het parlement te krijgen, moet worden afgewacht. We moeten ons niet laten afleiden door de emoties tijdens het parlementaire debat. Voor de parlamentsleden was dit een gelegenheid om zich te profileren. Een te mooie kans om voorbij te laten gaan. Maar als het op stemmen aankomt, moeten en zullen ze de alternatieven afwegen. Indien de deal wordt afgewezen, ontstaat er een grote chaos. Het risico is dan dat de UK uit de EU stapt zonder akkoord, wat een economische schok teweeg zal brengen. Afwijzing van de deal kan ook leiden tot verkiezingen, met de kans dat de Labourpartij de meerderheid krijgt en Jeremy Corbyn Theresa May opvolgt als premier. Ons basisscenario is dan ook dat het parlement het akkoord uiteindelijk goedkeurt, maar ons vertrouwen hierin is relatief gering. De kans op een totale politieke impasse en chaos is groot.

### Duitse economie krimpt in het derde kwartaal

Het Duitse bbp is in het derde kwartaal gekrompen met 0,2% k-o-k. Dit is iets slechter dan verwacht en voor het eerst sinds begin 2015 is de groei negatief. Maar de situatie is niet zo slecht als dit cijfer doet vermoeden. De groei is dit jaar weliswaar vertraagd, maar in het derde kwartaal zat het grootste probleem bij de auto-industrie. Door de nieuwe procedures voor emissietests die in september van kracht zijn geworden, lijkt de productie sterk te zijn gedaald. De Duitse autoproductie was in het derde kwartaal 20% j-o-j en 23% k-o-k lager. Omdat de autoproductie goed is voor bijna 4% van het Duitse bbp, drukte dit het BBP aanzienlijk. De autoproductie zal in de komende periode waarschijnlijk niet heel sterk zijn, maar is in oktober wel duidelijk aangetrokken en was 22% hoger dan het maandgemiddelde en 7% j-o-j hoger. Deze cijfers moeten voorzichtig worden geïnterpreteerd, omdat ze volatiel zijn en niet voor seizoensinvloeden zijn gecorrigeerd.

Maar we kunnen wel ervan uitgaan dat de Duitse autofabrikanten hun zaken weer op orde krijgen en dat een herstel van de productie en daardoor van de totale Duitse industriële productie en het Duitse bbp waarschijnlijk in het verschiet ligt.

De Duitse ZEW-index, die het vertrouwen van analisten in de economie weergeeft, zwakte in november af. Het vertrouwen is het hele jaar al afgenomen, maar wel vanaf een uitzonderlijk hoog niveau. Het cijfer dat het vertrouwen in de actuele Duitse economische situatie weergeeft, leek in de periode augustus-oktober te stabiliseren, maar daalde in november sterk. Ik vermoed dat dit in ieder geval ten dele te wijten is aan de problemen in de autosector en de turbulentie op de aandelenmarkten. Ik ga ervan uit dat de sterke daling in november van tijdelijke aard is. Bovendien is de index nog steeds veel hoger dan eind 2014, toen de economie sterk afzwakte.

#### Duitse ZEW-index, actuele situatie



Bron: Bloomberg

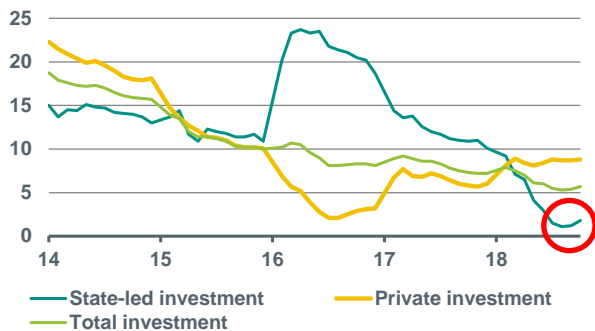
#### Werken de stimuleringsmaatregelen in China?

Wij zeggen al lang dat een onderliggende vertraging van de Chinese economie een belangrijke oorzaak van de afnemende groei van de wereldhandel kan zijn en het groeitempo van de industrie in veel landen sterk bepaalt. Veel Chinese cijfers ondersteunen deze theorie overigens niet, want ze zijn relatief robuust gebleven. Chinese beleidsmakers zijn in de afgelopen maanden echter duidelijk een andere richting ingeslagen. Schuldvermindering heeft nu minder prioriteit binnen de economie en stimulering van de groei krijgt meer aandacht. Of ze dat doen omdat de economie mogelijk sterker is vertraagd dan zij aanvaardbaar vinden of proactief proberen mogelijke negatieve gevolgen van het handelsconflict met de VS te compenseren, is niet duidelijk. Misschien een beetje van allebei. Hoe dan ook, de groei van de overheidsinvesteringen is sinds medio 2016 heel sterk vertraagd. Dat lijkt in lijn met het streven van de beleidsmakers om het schuldniveau te verlagen. Zoals mijn collega Arjen van Dijkhuizen onlangs schreef<sup>1</sup>, beginnen de meer recente inspanningen om de economie te ondersteunen mogelijk effect te sorteren. De groei van de overheidsinvesteringen is de afgelopen tijd aangetrokken, terwijl de groei van de investeringen in vaste activa in de verwerkende industrie is versneld van 3,8% j-o-j in maart naar 9,1% in oktober.

<sup>1</sup> 14 november 2018 - [Short Insights – China: first signs of support kicking in](#)

**China: investeringen**

% j-o-j



Bron: Thomson Reuters Datastream

**China: investeringen in vaste activa verwerkende ind.**

% j-o-j



Bron: Bloomberg

**Wisselende cijfers in de VS**

Recente cijfers uit de VS waren wisselend. Twee indices voor het ondernemersvertrouwen die nauwlettend worden gevolgd, bewogen zich in november in tegengestelde richting. De Empire State-index, die is gebaseerd op een enquête onder 200 bestuurders in de verwerkende industrie in de staat New York, steeg van 21,1 in oktober naar 23,3 in november. Deze index heeft zich dit jaar in feite zijwaarts bewogen op een hoog niveau. De Philly Fed-index, die is gebaseerd op een enquête onder 125 bestuursvoorzitters in het district van de Philadelphia Fed, daalde van 22,2 in oktober naar 12,9 in november. Het cijfer voor november was het op één na laagste niet alleen van dit jaar, maar ook sinds november 2016. Deze enquête wordt gehouden in de eerste week van de maand en de lage uitkomst is mogelijk mede toe te schrijven aan de turbulentie op de aandelenmarkten in oktober. De detailhandelsomzet in de VS was in oktober krachtig en steeg 0,8% m-o-m, na een kleine daling van 0,1% in september. De consument lijkt nog steeds positief.

De inflatie in de VS bleef in oktober gematigd. De totale inflatie (CPI) versnelde van 0,1% in september naar 0,3% in oktober, waardoor het percentage op jaarbasis opliep van 2,3% naar 2,5%. De kerninflatie was iets gematigder met 0,2% m-o-m, terwijl de inflatie op jaarbasis afnam van 2,2% naar 2,1%. De huisvestingskosten blijven de belangrijkste factor. Exclusief huisvesting bedroeg de kerninflatie slechts 1,6% j-o-j. Ik ben mij ervan bewust dat woonlasten onvermijdelijk zijn, maar mijn punt is dat de krappe arbeidsmarkt en de hoge bezettingsgraad (nog) niet zorgen voor een sterke en problematische inflatie.

**Powell ziet tegenwind voor economie VS in 2019: Fed last mogelijk pauze in!**

Tijdens een 'Global Perspectives'-sessie van de Dallas Fed maakte Jerome Powell, voorzitter van het Federal Reserve-stelsel, duidelijk dat de Fed op koers ligt om de rente in december opnieuw te verhogen. Tot zover geen verrassingen. Wel verrassend was zijn verklaring dat de Amerikaanse groei in 2019 met tegenwind te maken krijgt en dat de Fed volgend jaar op een bepaald moment mogelijk een pauze inlast. De factoren die hij noemde, zijn precies dezelfde als die waarvan wij al lang denken dat ze voor de Fed reden zullen zijn om de verkrappingscyclus in 2019 te onderbreken of zelfs te beëindigen. Powell zei dat de wereldhandel een neerwaarts risico vormt voor de Amerikaanse economie. Ook gaf hij aan dat de begrotingsstimulansen volgend jaar minder worden en dat het effect van eerdere renteverhogingen al voelbaar wordt. Wat dit laatste betreft, zijn de auto- en huizenverkoop, zoals gezegd, dit jaar afgezwakt. Deze sectoren zijn rentegevoelig. Het

effect van eerdere renteverhogingen begint dus inderdaad merkbaar te worden. De inflatie is echter nog steeds heel gematigd, waardoor de Fed niet agressief hoeft op te treden, met daarbij als risico dat het beleid te ver doorschiet en de economie in een recessie belandt. Powell lijkt te willen voorkomen dat de verkrapping te ver doorschiet. Een vroegtijdige pauze in de verkrapping vergroot de kans dat de huidige cyclus de langste periode van ononderbroken economische groei ooit wordt (de statistieken gaan terug tot het eind van de negentiende eeuw).

Het valt nog te bezien in hoeverre deze overwegingen tot uiting komen in veranderingen in de 'dot plot', die de verwachtingen van de leden van het FOMC, het beleidscomité van de Federal Reserve, ten aanzien van toekomstige renteverhogingen weergeeft. Tot dusver is de gemiddelde verwachting dat de rente tijdens deze cyclus nog vijf keer wordt verhoogd. De markt verdisconteert slechts twee of drie verhogingen. Wij gaan al lang uit van drie. Als de Fed de rente inderdaad nog vijf keer verhoogt, zoals nu wordt aangegeven, dan is een marktcorrectie onvermijdelijk. Dit kan pijnlijk uitpakken voor risicovolle beleggingen wereldwijd. Als na de FOMC-vergadering van december de gemiddelde prognose daarentegen iets wordt verlaagd, dan zou dat een grote opluchting betekenen voor risicovolle beleggingen.

## 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, 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*