

27 december 2018

Han de Jong
Chief Economist

Tel: 020 628 4201

 han.de.jong@nl.abnamro.com

Donker jaar voor financiële markten

- **Wereldeconomie vertraagt verder, ook al zet China in op meer stimulering**
- **Markten (en Trump?) zijn teleurgesteld over de Fed**
- **Politieke onzekerheid neemt toe**

Het is al weer de laatste Macro Weekly van 2018. Het is een teleurstellend jaar geworden. Niet alleen is de groei van de wereldeconomie sterker vertraagd dan ik had voorzien, ook hebben de financiële markten veel negatiever gereageerd dan ik had verwacht. De politieke onzekerheid was een dominante factor dit jaar en waarschijnlijk zal dit in 2019 niet anders zijn. Een jaar geleden waren alle economen en marktanalisten optimistisch. Het liep echter allemaal slechter dan verwacht en nu lijkt pessimisme de overhand te hebben. Maar wie weet, heeft de consensus het ook komend jaar bij het verkeerde eind ...

Ifo is opnieuw lager en Zuid-Korea meldt zwakke handelscijfers, maar China kondigt nieuwe stimuleringsmaatregelen aan

Recente gegevens bevestigen dat de wereldeconomie verder vertraagt. Ik had gehoopt dat Europese, en met name Duitse, autoproducenten hun problemen met de nieuwe uitstoottest die in september van kracht werd, zouden oplossen en dat dit de economische bedrijvigheid en het ondernemersvertrouwen een positieve impuls zou geven. In december is de Ifo-index, die het Duitse ondernemersvertrouwen meet, echter opnieuw gedaald, van 102,0 naar 101,0. Dit duidt nog steeds op een redelijk groeitempo van de economie, maar wil deze groei aanhouden, dan moet de Ifo-index binnenkort toch echt weer omhoog.

Duitsland: Ifo-index



Bron: Bloomberg

Het was vorige week rustig aan het Aziatische cijferfront. Trouwe lezers weten dat ik de handelsstromen in Azië nauwgezet volg. Zuid-Korea rapporteerde de in- en uitvoercijfers voor de eerste 20 dagen van december. De invoer steeg met 2,2% j-o-j, wat fors lager is dan de 12,8% in november. De uitvoerstijging liep terug van 5,7% j-o-j in november naar 1,0%. De cijfers voor december zijn dus zwak, maar deze reeksen zijn volatiel. Bovendien hebben importerende en exporterende ondernemingen in China transacties mogelijk vervroegd vanwege de Amerikaanse en Chinese handelstarieven; dit kan ook de handel van andere Aziatische economieën hebben vertekend. De Zuid-Koreaanse uitvoer naar China was tot dusverre in december weliswaar heel zwak, maar was in de voorgaande maanden juist sterk.

Tegen deze achtergrond is het belangrijk om goed op de Chinese beleidsmakers te letten. Ze hebben onlangs te kennen gegeven dat het monetaire beleid verder wordt versoepeld, terwijl andere maatregelen om de groei te steunen ook in het verschiet lijken te liggen. Hierbij moet wel worden bedacht dat het Chinese beleid relatief intransparant is. Het lijkt erop dat de vertraging van de Chinese economie in de afgelopen maanden de beleidsmakers voldoende heeft verontrust om in actie te komen.

Amerikaanse economie is robuust, maar vertoont tekenen van zwakte

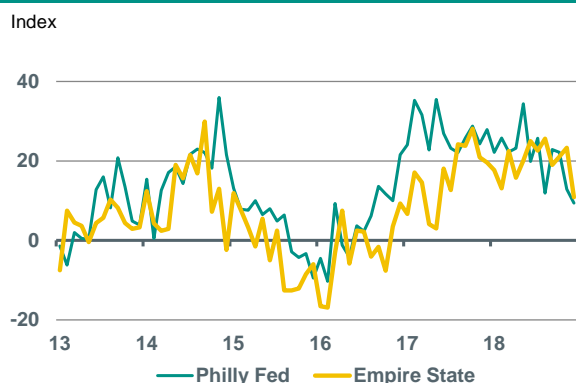
Van de grote economieën groeit de Amerikaanse het hardst, maar ook hier lijkt de groei inmiddels over het hoogtepunt heen te zijn. De piek werd in het tweede kwartaal bereikt met een geannualiseerde groei van 4,2% k-o-k. Omdat de trendmatige groei van de VS waarschijnlijk net onder 2% ligt, groeit de Amerikaanse economie dus al enige tijd sneller dan het langetermijnpotentieel en is een terugkeer naar het potentiële niveau niet meer dan logisch. Daar is ook niets mis mee. Rentegevoelige sectoren vertonen de laatste maanden al tekenen van zwakte. Dit betreft met name de woningbouw. De cijfers voor in aanbouw genomen woningen, afgegeven bouwvergunningen en verkochte bestaande woningen waren allemaal positief. De NAHB-index, die het vertrouwen van woningbouwbedrijven meet, daalde echter van 60 in november naar 56 in december. Dit was de tweede forse maandelijkse daling op rij. De eerste gepubliceerde regionale indices van het ondernemersvertrouwen in de VS – de Empire State Index en de Philly Fed Index – daalden beide in december, van respectievelijk 23,3 naar 10,9 en van 12,9 naar 9,4. Dit volgde op een nog sterkere terugval in november. Het begeleidend commentaar luidde in beide gevallen dat het totaalcijfer zwakker is dan de detailcijfers rechtvaardigen.

VS: NAHB (vertrouwen van woningbouwbedrijven)



Bron: Bloomberg

VS: Ondernemersvertrouwen



Bron: Bloomberg

Powell stelt Trump en markten teleur; Trump en markten hebben wel een punt

De belangrijkste gebeurtenis vorige week was duidelijk de beleidsvergadering van de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve). Zoals verwacht, verhoogde de Fed haar beleidsrentes. De groei- en inflatieprognoses voor 2019 werden echter verlaagd. Verder verlaagde de Fed het aantal keer dat de rente in 2019 volgens haar moet worden verhoogd, van drie naar twee. De aandelenmarkten, die al niet goed geluimd waren, vonden dit maar niks en gingen flink naar beneden.

Volgens mij probeert de markt zo aan de Fed duidelijk te maken dat haar monetaire beleid te krap is, of dit dreigt te worden indien zij de rente volgend jaar inderdaad twee keer verhoogt. Eerlijk gezegd, denk ik dat de markt wel een punt heeft. Powell heeft zelf gezegd dat de economische groei volgend jaar vertraagt en de begrotingsstimulansen uitgewerkt raken, dat de VS de gevolgen van de vertraging elders in de wereld zal merken en dat het nog onzeker is hoe de monetaire verkrapping de economie raakt. Voeg hierbij dat de inflatie nog steeds gematigd is, dat rentegevoelige sectoren verzwakken en dat de daling van de aandelenmarkten negatieve vermogenseffecten heeft en het voor ondernemingen moeilijker maakt om kapitaal aan te trekken. Alles bij elkaar opgeteld, kan ik maar moeilijk begrijpen waarom de Fed denkt dat zij de rente volgend jaar twee keer moet verhogen. In ons basisscenario gaan we uit van nog maar één rentestap.

Het verschil van inzicht tussen de markt en de Fed vloeit niet voort uit de interpretatie van de huidige toestand van de economie, maar uit het veronderstelde 'neutrale' renteniveau. En misschien heeft de markt Fed-voorzitter Powell gewoon verkeerd geïnterpreteerd. Hij heeft in de afgelopen periode keer op keer benadrukt dat het beleid sterker afhankelijk van de cijfers wordt, nu de beleidsrentes niet ver meer van het neutrale niveau verwijderd zijn. Mogelijk moeten we de 'dot plot', die de verwachtingen van de individuele leden van het FOMC (het beleidscomité van de Federal Reserve) ten aanzien van toekomstige rentebewegingen weergeeft, niet al te serieus nemen.

Het besluit van de Fed en de marktreactie hierop veranderen heel weinig aan wat president Trump van Powell vindt. De president heeft gedreigd hem te ontslaan, maar dat gaat niet zo makkelijk als het klinkt. Hiermee zou Trump volgens mij ook een heel slecht signaal aan de markt afgeven, namelijk dat de Fed minder onafhankelijk is dan iedereen aanneemt. Voormalig Fed-voorzitter Alan Greenspan heeft onlangs gezegd dat druk vanuit het Witte Huis op de Fed niet nieuw is. In zijn dagen werd die druk echter niet publiekelijk uitgeoefend. En dat maakt volgens mij een groot verschil

Vertrek van Jim Mattis is geen gunstig voorteken voor 2019

Politieke onzekerheid was troef in 2018. Dit kwam voor een groot deel door het onconventionele gedrag van de Amerikaanse president. De handelsoorlog, de immigratieproblemen, de bouw van een muur op de grens met Mexico, de terugtrekking van Amerikaanse troepen uit conflictgebieden en het onderzoek van Mueller naar de vermeende samenspanning van het kamp-Trump met de Russen in de aanloop naar de verkiezingen zijn slechts enkele voorbeelden hiervan. Europa heeft ook het nodige voor de politieke kiezen gekregen: brexit, de Italiaanse begroting, de protesten in Frankrijk, de goede scores van populistische en eurosceptische partijen in opiniepeilingen en verkiezingen, etc.

De meest recente ontwikkeling betreft het vertrek van de Amerikaanse minister van Defensie Jim Mattis, die het duidelijk niet eens is met het buitenland- en defensiebeleid van Trump. Mattis werd gezien als iemand die een kalmerende en matigende invloed op de president had. Nu hij over enkele maanden opstapt, moet gevreesd worden dat het beleid alleen maar agressiever en grilliger wordt. Dit was ook in april dit jaar het geval na het vertrek van Gary Cohn (als directeur van de National Economic Council was hij de belangrijkste economisch adviseur van Trump). Cohn kon zich niet vinden in de protectionistische agenda van Trump. Het is zeer waarschijnlijk geen toeval dat het handelsconflict met China escaleerde nadat Cohn was opgestapt.

Tot slot wens ik alle lezers van de Macro Weekly fijne feestdagen en een gezond en voorspoedig 2019 en bedank ik u voor uw steun.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren										
BBP-groei (%)	2017	2018e	2019e	2020e	3M interbank rente	13/12/2018	20/12/2018	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.2	3.0	2.7	1.7	Verenigde Staten	2.79	2.79	2.90	2.80	2.70
Eurozone	2.5	1.9	1.4	1.3	Eurozone	-0.31	-0.31	-0.33	-0.33	-0.05
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	1.7	1.9	Verenigd Koninkrijk	0.90	0.91	0.80	1.20	1.45
China	6.9	6.7	6.3	6.0						
Nederland	3.0	2.6	2.0	1.7						
Wereld	3.8	3.7	3.5	3.3						
Inflatie (%)	2017	2018e	2019e	2020e	10j-rente	13/12/2018	20/12/2018	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.1	2.4	1.6	2.0	VS Treasury	2.91	2.79	3.10	2.70	2.60
Eurozone	1.5	1.8	1.2	1.5	Duitse Bund	0.28	0.23	0.30	0.50	0.80
Japan	0.5	1.0	1.1	1.6	Euro sw ap rente	0.89	0.83	1.10	1.25	
Verenigd Koninkrijk	2.7	2.4	1.4	1.8	Japans overheidspapier	0.06	0.03	0.00	0.30	0.50
China	1.6	2.2	2.5	2.5	VK gilts	1.29	1.27	1.50	1.80	2.10
Nederland	1.3	1.6	2.7	1.8						
Wereld	3.0	3.5	3.5	3.3						
Beleidsrente	20/12/2018	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	13/12/2018	20/12/2018	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2.50	2.75	2.75	2.75	EUR/USD	1.13	1.14	1.17	1.25	1.30
European Central Bank	-0.40	-0.40	-0.40	-0.20	USD/JPY	113.6	111.3	111	105	100
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.26	1.26	1.36	1.45	1.50
Bank of England	0.75	0.75	1.00	1.25	EUR/GBP	0.90	0.90	0.86	0.86	0.87
People's Bank of China	4.35	4.35	4.35	4.35	USD/CNY	6.88	6.89	6.85	6.70	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 directieuren, 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 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