

23 september 2019

Han de Jong
Chief Economist

Tel: 020 628 4201

han.de.jong@nl.abnamro.com

Verdeelde Fed, liquiditeitstekort VS, voorzichtige Europese banken

- **Fed verlaagt rente, maar drie leden FOMC stemmen tegen**
- **Fed verschaft tijdelijke liquiditeit aan Amerikaanse geldmarkt**
- **Droneaanval op Saoedisch oliecomplex heeft beperkt prijseffect**
- **Banken in eurozone nemen slechts gering bedrag op onder TLTRO III**
- **Enig optimisime over brexit en handelsbesprekingen tussen VS en China**

Zoals verwacht besloot het Federal Open Market Committee (FOMC), het monetaire beleidscomité van de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve), vorige week om de rente met 25 bp te verlagen. Tijdens de persconferentie liet Fed-voorzitter Powell zich niet over toekomstige acties uit. De rente gaat mogelijk nog verder omlaag, maar misschien ook niet. President Trump was niet onder de indruk. Tijdens zijn campagne voor de presidentsverkiezingen in 2016 oefende Trump nog kritiek op de Fed uit, omdat zij de rente veel te ver had verlaagd en daardoor zuinige Amerikanen strafte. Dit lijken veel mensen alweer te zijn vergeten. In die tijd werd mij de vraag gesteld of een president de Fed zou kunnen dwingen om de rente te verhogen. Mijn antwoord was dat Trump, bij mijn weten, dan de eerste Amerikaanse president zou zijn die voor een hogere rente zou pleiten. Mijn voorspelling was dat hij zijn retoriek "de Fed moet de rente verhogen" zou staken als hij eenmaal president was. Dit was geen heel moeilijke voorspelling en ik ben blij te kunnen zeggen dat ik gelijk had.

Interessant aan het besluit van de Fed om de rente met 25 bp te verlagen, was dat drie stemgerechtigde leden van het FOMC tegen stemden. Dit is ongebruikelijk. In principe kunnen 12 leden stemmen op FOMC-vergaderingen; zeven 'gouverneurs' die in Washington zitting hebben en samen de Directie ('Board') vormen, en vijf 'presidenten' van regionale Feds. Alle gouverneurs stemmen steeds op iedere vergadering. Er zijn twaalf regionale Feds en vijf van de twaalf presidenten stemmen bij toerbeurt. Op dit moment zijn er twee zetels in de Directie in Washington vacant, zodat er op de vergadering van vorige week slechts tien leden van het FOMC hun stem uitbrachten. Drie tegenstemmen is dan een vrij significant aantal. Bovendien stemden drie van de vijf presidenten tegen. Twee van hen wilden dat de rente ongewijzigd bleef en de derde tegenstemmer gaf de voorkeur aan een verlaging met 50 bp. De oppositie kwam dus uit twee richtingen.

Dit illustreert de verdeeldheid binnen de Fed en maakt het lastiger om te voorspellen wat de Fed in de komende maanden en kwartalen gaat doen. We denken dat de economische omstandigheden verzwakken en de Fed daarom de rente nog twee keer verlaagt. De markt prijst echter nog slechts één renteverlaging in, terwijl volgens de 'dot plot' die de

verwachtingen van de individuele FOMC-leden ten aanzien van toekomstige rentebewegingen weergeeft, de Fed verdeeld is tussen nog één en nul rentestappen.

De cijfers voor de industriële productie in de VS in augustus waren sterk. De totale productie steeg met 0,6% m-o-m en de productie in de verwerkende industrie met 0,5% m-o-m. Het j-o-j cijfer blijft zwak met 0,4%, maar de recente trend is bemoedigend. De fabrieksproductie was in de afgelopen vier maanden gemiddeld 0,2% m-o-m hoger, terwijl deze in de eerste vier maanden van het jaar nog gemiddeld 0,5% m-o-m lager was. Dit kan erop duiden dat de industriecyclus het laagtepunt is gepasseerd, maar het is nog te vroeg om dit nu al te concluderen.

Liquiditeitstekort in VS

Vorige week schoten de geldmarktrentes in de VS plotseling omhoog. Ze bewogen zich zelfs buiten de door de Fed beoogde bandbreedte. Mijn collega [Bill Diviney](#) heeft hierover de afgelopen tijd al meerdere artikels geschreven. De Fed reageerde door elke dag sinds het probleem ontstond, repofaciliteiten beschikbaar te stellen. Verondersteld wordt dat het onderliggende probleem van technische aard is. De belastingen over het derde kwartaal moeten voor het einde van deze maand worden betaald. Dit slokt de liquide middelen van banken op. Banken houden relatief omvangrijke posities in Amerikaanse staatsobligaties (Treasuries) aan. Dit zijn liquide activa, maar de tegoeden van banken bij de Fed zijn uiteraard nog meer liquide. Er is dus geen sprake van een absoluut liquiditeitstekort, het is een kwestie van de samenstelling van de liquiditeitspositie op de balans van banken. De Fed kan dit euvel op meerdere manieren aanpakken. Een permanente repofaciliteit lijkt de eenvoudigste oplossing, maar dit wil de Fed niet, in ieder geval voorlopig nog niet. Op dit moment kiest de Fed voor ad-hoc repo's. Op wat langere termijn is de Fed van plan te gedogen dat banken hun balans geleidelijk verlengen door hun reserves te vergroten. Laten we eerst afwachten wat er in oktober gebeurt wanneer de hobbel van de belastingbetalingen is genomen. In dit verband moet men niet vergeten dat liquiditeitsperikelen het eerste teken van een groter probleem kunnen zijn. De grote financiële crisis begon in 2007 als een liquiditeitsprobleem bij enkele beleggingsfondsen. Op dit moment is er geen reden voor grote ongerustheid, maar het is wel iets om nauwgezet te volgen.

Droneaanval op Saoedisch oliecomplex

Door de recente droneaanval op Saoedische olie-installaties werd een aanzienlijk deel van de productiecapaciteit van het koninkrijk uitgeschakeld. De olieprijsen schoten omhoog, maar gingen weer naar beneden toen marktpartijen tot de conclusie kwamen dat de productie snel genoeg kon worden hersteld om een olietekort te voorkomen. Mijn collega Hans van Cleef heeft hierover al een [rapport](#) geschreven. Onze inschatting is dat het allemaal meevalt, maar dat de markt nu wel kwetsbaar voor een volgende schok is. Bij een nieuw aanbodprobleem zullen er snel tekorten ontstaan. Hopelijk komt het zover niet.

Onlangs is mij gevraagd of een stijging van de olieprijs een recessie in gang kan zetten. Ja, dit is uiteraard mogelijk. In het verleden is het al vaker gebeurd. De recessies in de jaren 70 van de vorige eeuw en in 1990 zijn hiervan goede voorbeelden. De sterke stijging van de olieprijsen in de aanloop naar de recessie van 2008 was toen wellicht niet de oorzaak, maar heeft ongetwijfeld een steentje bijgedragen. Hogere olieprijsen kunnen de economie dus inderdaad in een recessie duwen, maar het moet wel in perspectief worden

geplaatst. De olieprijs verviervoudigde in de jaren zeventig in een relatief kort tijdsbestek en verdubbelde royaal in 1990 en 2008. Het is moeilijk om te kwantificeren tot hoever de olieprijs nu zou moeten stijgen om de economie in een recessie te dompelen, maar ik schat dat dit pas bij een prijs van ruim boven USD 100 per vat gebeurt.

Banken in eurozone gaan voorzichtig om met TLTRO III

Banken in de eurozone hebben onder de eerste reeks van het nieuwe TLTRO-III programma (gerichte langerlopende financieringstransacties) van de ECB minder EUR 4 miljard opgenomen. Mijn collega's Nick Kounis en Joost Beaumont zijn hierop al dieper ingegaan (zie [hier](#)). Volgens Bloomberg rekenden analisten op een bedrag ergens tussen EUR 20 miljard en EUR 100 miljard. Het is niet duidelijk waarom banken zich zo terughoudend opstellen, terwijl de voorwaarden van deze faciliteit gunstig zijn. Misschien kijken ze nog even de kat uit de boom, maar dat neemt niet weg dat ze op dit moment duidelijk weinig behoefte aan extra kapitaal hebben. We verwachten wel dat banken op termijn een aanzienlijk groter beroep op de faciliteit zullen doen, vooral wanneer ze onder TLTRO II opgenomen bedragen moeten terugbetalen en hun bruto financieringsbehoefte sterk toeneemt.

Lichtpuntjes

De VS en China lijken steeds meer bereid te zijn om constructieve besprekingen aan te gaan. Na de eerdere teleurstellingen blijf ik echter voorzichtig, onder het motto 'eerst zien en dan geloven'. Maar ik kan voor beide partijen argumenten bedenken waarom ze zich constructiever zouden willen opstellen. Nu de Amerikaanse presidentsverkiezingen dichterbij komen, wordt het tijd voor Trump om de economische basis voor zijn herverkiezing te leggen. Een zwakke conjunctuur vormt immers een bedreiging voor zijn kans om herkozen te worden en door een escalatie van het handelsconflict kan de economische situatie verslechteren. Ik heb geen idee hoe groot de kans is dat Trump wordt herkozen, maar wat me verrast, is het veld van tegenkandidaten van de Democratische Partij. De meesten lijken uit de linkervleugel van de partij te komen. Ongetwijfeld zal dit kiezers uit het midden afschrikken, kiezers die niet echt van Trump zijn gecharmeerd maar aan hem de voorkeur boven een linkse kandidaat geven. De Democraten lijken zo Trump een tweede termijn in de schoot te werpen. Maar wat weet ik hiervan?

De Chinese leiders van hun kant willen waarschijnlijk de economie draaiende houden en niet het risico lopen dat deze als gevolg van het handelsconflict verder afzwakt. Mocht de economie aanzienlijk verder aan kracht verliezen, dan nemen de maatschappelijke en politieke problemen vermoedelijk toe.

Als beide partijen tot enige vorm van overeenstemming komen, dan wil dit nog niet zeggen dat het conflict is opgelost. Trump neemt dan alleen even een pauze. Volgens een Amerikaanse vriend van mij zijn de invoertarieven geen tactiek, maar een doel. Na een eventuele herverkiezing zal Trump mogelijk snel de vijandelijkheden weer oprakelen.

De recente geluiden rond de brexit zijn ook hoopvoller. De Britse regering lijkt nu bereid te zijn om in te stemmen met een economische grens in de Ierse Zee als uitweg uit de 'backstop', het grensdilemma tussen Noord-Ierland (onderdeel van het Verenigd Koninkrijk) en de Ierse Republiek. Opmerkelijk is dat deze optie pas serieus in beeld komt

nu de regering-Johnson de meerderheid in het Lagerhuis kwijt is. De steun van de Noord-Ierse DUP (Democratic Unionist Party) is hierdoor niet langer relevant. Tot voor kort had de regering de steun van de DUP nodig voor een meerderheid en kon de DUP de regering als het ware gijzelen. De DUP eiste, in ruil voor hun steun aan de regering, dat er geen economische grens in de Ierse Zee zou komen.

Als het Britse parlement met dit plan instemt, dan komt een brexit-akkoord binnen handbereik. Deze instemming is echter verre van zeker. Door het voorstel te verwerpen zou het parlement het politieke leven van Boris Johnson moeilijker maken. De oppositie is nu in de meerderheid en wil de premier niet de helpende hand reiken. Wordt vervolgd.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren										
BBP-groei (%)	2017	2018	2019e	2020e	3M interbank rente	13/09/2019	20/09/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.4	2.9	2.2	1.3	Verenigde Staten	2.14	2.13	1.43	1.43	1.55
Eurozone	2.7	1.9	0.8	0.6	Eurozone	-0.40	-0.39	-0.55	-0.55	-0.55
Japan	1.9	0.8	1.0	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	0.78	0.78	0.80	0.80	0.80
China	6.9	6.6	6.2	5.8						
Nederland	3.0	2.5	1.6	0.9						
Wereld	3.8	3.6	2.9	2.9						
Inflatie (%)	2017	2018	2019e	2020e	10j-rente	13/09/2019	20/09/2019	+3M	2019e	2020e
Verenigde Staten	2.1	2.4	1.8	2.0	VS Treasury	1.90	1.75	1.50	1.50	1.50
Eurozone	1.5	1.7	1.1	0.9	Duitse Bund	-0.45	-0.52	-0.80	-0.80	-0.80
Japan	0.5	0.9	1.1	1.6	Euro swap rente	0.02	-0.13	0.20	0.20	0.35
Verenigd Koninkrijk	2.7	2.5	1.9	1.8	Japans overheidspapier	-0.16	-0.22	-0.10	-0.10	0.00
China	1.6	2.1	2.5	2.5	VK gilts	0.76	0.63	0.30	0.30	0.30
Nederland	1.3	1.6	2.5	1.5						
Wereld	3.0	3.4	3.7	3.3						
Beleidsrente	20/09/2019	+3M	2019e	2020e	Wisselkoersen	13/09/2019	20/09/2019	+3M	2019e	2020e
Federal Reserve	2.00	1.50	1.50	1.50	EUR/USD	1.11	1.10	1.12	1.12	1.15
European Central Bank	-0.50	-0.60	-0.60	-0.60	USD/JPY	108.1	107.6	104	104	100
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.25	1.25	1.24	1.24	1.30
Bank of England	0.75	0.75	0.75	0.75	EUR/GBP	0.89	0.88	0.90	0.90	0.88
People's Bank of China	4.35	4.10	4.10	3.85	USD/CNY	7.08	7.09	7.20	7.20	7.50

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 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.

Voor dat 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