

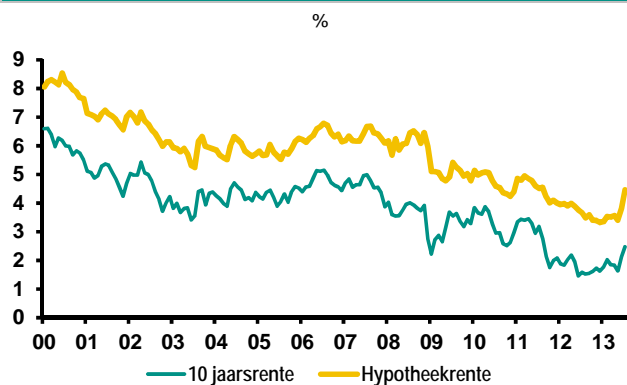
Wereldeconomie: Gaat de exit van de Fed het feestje bederven?

Op de financiële markten overheerste de afgelopen tijd de ongerustheid over de mogelijke neveneffecten van de vermindering van de monetaire stimulering. Wij denken niet dat de monetaire teugels zo strak aangehaald worden dat het herstel ontspoot. In de ontwikkelde landen neemt het bezuinigingstempo af en worden de balansen in de particuliere sector sterker, vooral in de VS. Een toenemende vraag in het Westen zou ook de opkomende markten moeten steunen. Wij denken nog steeds dat de wereldeconomie in de komende maanden gaat aantrekken en volgend jaar boventrendmatig groeit. Dit zal op een gegeven moment het beleggerssentiment een impuls geven. De kans hierop achten wij groter dan dat toenemende financiële spanningen de economische bedrijvigheid ondermijnen.

Afnemende liquiditeit baart de markten zorg

William McChesney Martin, de negende en langst zittende voorzitter van de Federal Reserve, heeft ooit de beroemde uitspraak gedaan dat het de taak van de centrale bank is om "de schaal met punch weg te halen precies op het moment dat het feest op gang komt." Noch het weghalen van de punch, noch het feest staat op korte termijn te gebeuren, maar toch hebben de financiële markten, sinds Fed-voorzitter Ben Bernanke aangaf dat de Fed haar obligatieaankopen later dit jaar misschien gaat terugschroeven, zich laten leiden door ongerustheid over de neveneffecten van de vermindering van monetaire stimulering. Dit heeft risicovolle beleggingen aan het wankelen gebracht en de rente op staatsobligaties opgedreven. In dit artikel schetsen wij onze visie op de gevolgen hiervan voor de vooruitzichten voor de wereldeconomie en de financiële markten.

Rente US Treasuries en hypotheekrente

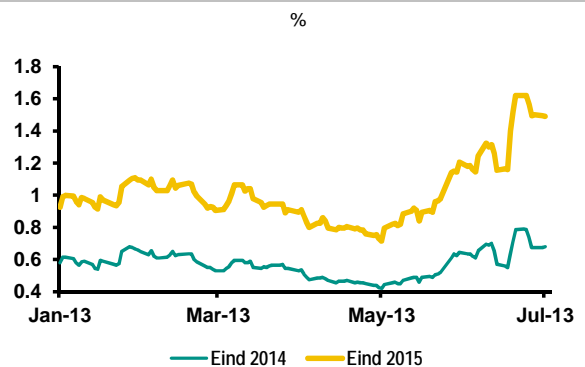


Bron: Thomson Reuters Datastream

Verkrapping financiële condities blijft beperkt

Een reden om ons niet te veel zorgen te maken over de ongerustheid rondom de exit van de Fed is dat de verkrapping van de financiële condities tot dusver beheersbaar is geweest. De rente op Amerikaanse staatsobligaties is met ongeveer 1 procentpunt gestegen ten opzichte van het dieptepunt van begin vorige maand. De hypotheekrente is ongeveer evenveel omhoog gegaan. Hierdoor zijn er veel minder hypotheekovergesloten. Tot voor kort was het oversluiten van de hypotheek een goed middel om de rentelasten te drukken en zo het besteedbaar inkomen te vergroten. Wij verwachten echter dat de verbetering van de arbeidsmarkt dit effect meer dan zal compenseren. Bovendien denken we dat het herstel van de huizenmarkt nog lang niet ten einde is. De hypotheekrente is nog steeds historisch laag en woningen zijn nog steeds goed betaalbaar. Bovendien is de bouwactiviteit bescheiden en is er sprake van een inhaalvraag naar huizen. Verder is de daling van de aandelenkoersen niet dramatisch geweest. De S&P 500 is 5% gedaald ten opzichte van het hoogtepunt, maar dit volgde op een stijging van 16% sinds het begin van het jaar.

VS 3M rente verwachtingen (Eurodollar futures)



Bron: Bloomberg

Federal Reserve zal verwachtingen sturen

De angst is dat de marktcorrectie een eigen momentum krijgt, waarbij de daaropvolgende verkrapping van de financiële condities en het verlies van vertrouwen leiden tot een forsere breuk in het herstel. Het spook van het door de Fed veroorzaakte bloedbad op de obligatiemarkten in 1994 is nooit ver uit de gedachten tijdens de huidige discussie over het terugschroeven van de stimuleringsmaatregelen. Tegelijkertijd wordt er terecht op gewezen dat de monetaire verruiming - door een combinatie van gigantische obligatieaankopen en een nulrente - nog nooit zo omvangrijk is geweest. Afgaande op wat we om ons heen zien gebeuren, zou dit echter wel eens een 'goede verkrappingscyclus' kunnen worden, net als in 1983 en 1998. Cruciaal is dat de inflatie heel goed onder

controle blijft. James Bullard, de president van de St Louis Fed, heeft onlangs op overtuigende wijze beargumenteerd dat de inflatie te laag begint te worden en dat de centrale bank 'haar inflatie-doelstelling moet verdedigen'. De bescheiden inflatie geeft de Fed de tijd voor een geleidelijke exit. De Fed heeft haar tijdschema zelfs bekendgemaakt en duidelijk aangegeven dat de inkoop van obligaties niet voor medio 2014 volledig zal worden stopgezet en dat de rente niet voor 2015 zal worden verhoogd. De combinatie van transparante en vroegtijdige communicatie en lage inflatie zou vervelende verrassingen zoals in 1994 moeten voorkomen. In 1994 werden de financiële markten volledig verrast door de renteverhogingen, terwijl het tempo erg hoog lag; 250 basispunten alleen al in dat jaar. Volgens ons is de vermindering van de obligatieaankopen nu grotendeels door de financiële markten verdisconteerd. De geschiedenis leert ons dat de marktreactie op veranderingen in het beleid van kwantitatieve verruiming over het algemeen geconcentreerd is in de eerste fase. Toen de renteverwachtingen op de financiële markten kort geleden wat hoger kwamen te liggen dan de bedoeling was van de Fed hebben beleidsmakers van de Fed al weer uitspraken gedaan ('verbaal geïntervenieerd') om de markten te kalmeren. Al met al zou de Fed de verwachtingen dan ook moeten kunnen sturen, ondanks het onrustige begin. Alleen als de versnelling van de groei en/of de stijging van de inflatie onverwacht fel uitpakt, waardoor ongerustheid ontstaat dat de centrale bank achter de feiten aanloopt en te laat in actie komt, kan deze verwachting onterecht blijken.

Economie VS op schema voor versnelling

De fundamentele situatie van de Amerikaanse economie blijft verbeteren en waarschijnlijk zal de groei in de komende maanden en in 2014 duidelijk versnellen. De balansen in de particuliere sector lijken gezond, mede dankzij stijgende vermogensprijzen en afnemende schulden. Dit betekent dat gezinnen meer bereid zijn om geld uit te geven en dat bedrijven personeel kunnen werven en kunnen investeren. Verder biedt het herstel van de huizenmarkt steun aan de investeringen in de woningbouw. Tot slot zullen de bezuinigingen, die dit jaar in totaal 1,8% van het BBP bedragen en de totale vraag beperken, sterk afnemen. Begin dit jaar zijn belastingverhogingen van kracht geworden en in het tweede en derde kwartaal van dit jaar zal het effect van de afzwakking van de bezuinigingen merkbaar worden. Dit alles wijst erop dat de economie vanaf het vierde kwartaal boventrendmatig zal groeien. Wij hebben onze groeiprognoze voor de VS voor volgend jaar dan ook verhoogd, gegeven het indrukwekkende momentum binnen de particuliere sector.

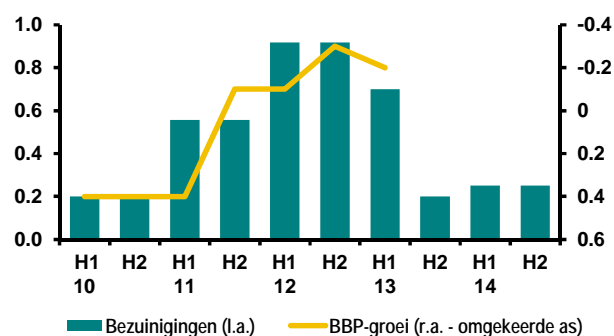
Verwachtingen exit Fed vertalen zich niet 1 op 1 naar ECB

De financiële condities in de eurozone zijn enigszins beïnvloed door de berichtgeving vanuit de Fed. De lange rente is gestegen. Dit duidt op een verslechterend sentiment onder beleggers, wat weer negatieve gevolgen heeft voor obligaties uit de periferie, en op een verwachte stijging van de korte rente. Gezien de bescheiden inflatieverwachting zal de ECB dit

jaar en ook volgend jaar het monetaire beleid waarschijnlijk nog niet verkrappen. De economische omstandigheden zijn aan weerszijden van de Atlantische Oceaan eigenlijk heel verschillend. Volgens recente cijfers begint de economie van de eurozone te stabiliseren, na zes opeenvolgende kwartalen met krimp, terwijl de Amerikaanse economie al vijftien kwartalen op rij groeit. Wij denken dan ook dat er op korte termijn beperkte ruimte is voor een verdere stijging van de lange rente in de eurozone.

Eurozone: minder bezuinigen positief voor groei

% van BBP



Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics

Eurozone schakelt over van bezuinigen op groei

Wij denken dat een periode van langzaam economisch herstel aanbreekt. Om te beginnen worden de bezuinigingen die de binnenlandse vraag hebben gedrukt, waarschijnlijk afgezwakt. De Europese Commissie heeft aangegeven dat het Europese standpunt ten aanzien van bezuinigen wordt aangepast. Frankrijk, Spanje en Italië gaan minder hard bezuinigen, maar in Nederland worden waarschijnlijk juist extra bezuinigingen doorgevoerd. Tot voor kort schatten wij de bezuinigingen voor de eurozone als geheel voor dit jaar op 1,4% van het BBP en voor volgend jaar op 0,7%, vergeleken met 1,8% van het BBP in 2012. Door de recente aanpassingen zullen de totale bezuinigingen volgens ons nu uitkomen op ongeveer 0,9% van het BBP dit jaar en 0,5% van het BBP volgend jaar. Als de eerder beoogde bezuinigingen voor ongeveer de helft al in het eerste halfjaar zijn uitgevoerd, impliceert dit dat het bezuinigingstempo in de komende maanden sterk zal dalen. Dit is voor ons reden geweest om onze groeiprognoze voor de eurozone voor volgend jaar te verhogen. Een andere positieve ontwikkeling is dat de financiële spanningen zijn afgenomen ten opzichte van 2011/2012 en de onzekerheid over de toekomst van de muntunie duidelijk is verminderd nadat de ECB vorig jaar het OMT-programma (Outright Monetary Transactions) aankondigde, waarbij onder voorwaarden staatsobligaties worden opgekocht. Tot slot gaan wij ervan uit dat een door de VS geleide verbetering van de mondiale vraag steun zal bieden aan de export. Er is echter ook een aantal negatieve factoren die het Europese herstel remmen. De

werkloosheid zal waarschijnlijk tot ruim na de jaarwisseling blijven oplopen, waardoor ook de loongroei bescheiden zal blijven. Deze factoren zullen de consumptieve vraag waarschijnlijk remmen. Daarnaast zijn banken nog steeds bezig hun schulden te verlagen, zodat de kredietvoorwaarden streng zullen blijven.

Opkomende markten kregen zwaarste klappen

De groeiende verwachting dat de Fed de kwantitatieve verruiming gaat terugschroeven, heeft vooral gevolgen gehad voor de waarde van vermogenstitels uit opkomende landen. Obligaties, aandelen en valuta's uit opkomende landen zijn onderuitgegaan. Dit komt door de beëindiging van *carry trades* die steun boden aan valuta's en obligaties uit opkomende markten, de verslechtering van het sentiment onder beleggers, de tegenvallende economische cijfers, de daling van grondstoffenprijzen en de toenemende politieke onrust in een aantal landen. Tegelijkertijd beperken zwakke valuta's in veel landen de monetaire speelruimte. Voorts betekent de wijziging van de economische strategie van de Chinese overheid dat de autoriteiten over een relatief hoge drempel moeten stappen als ze willen overgaan tot monetaire stimulering. De Chinese leiders willen overschakelen van een groeiemodel op basis van investeringen naar een meer consumptiegedreven groeiemodel. Hierbij moeten onevenwichtigheden binnen de vastgoedmarkt en het schaduwbankieren worden vermeden. Een overtuigend recent voorbeeld van de nieuwe vastberadenheid is de weerstand die de PBOC in eerste instantie bood tegen verlichting van een liquiditeitscrisis binnen het bankwezen omdat de centrale bank de kredietgroei wil beteugelen. Dit kwam voor sommige waarnemers als een verrassing en leidde tot speculatie over de mogelijkheid dat de autoriteiten wellicht een lagere groei accepteren dan eerder werd aangegeven.

Eerdere cijfers aangepast maar wij rekenen op herstel

Gegeven de zwakke cijfers van de afgelopen paar maanden hebben wij onze BBP-groei prognoses voor alle grote opkomende markten fors verlaagd. Toch verwachten wij in de komende kwartalen een herstel van de economische groei. Veel opkomende economieën zijn voor hun export nog steeds sterk afhankelijk van het Westen, dus een toenemende vraag vanuit de ontwikkelde economieën zal een belangrijk positief effect hebben op de vooruitzichten. Daarnaast zitten er in China nog steeds infrastructurele projecten in de pijplijn en deze zullen eveneens een bescheiden groeiherstel in de hand werken. Tevens verwachten wij dat de zwakke ontwikkeling van de grondstoffenprijzen zal aanhouden, wat gunstig is voor netto-grondstofimporterende landen, vooral in Azië, maar negatief is voor grote exporterende landen, zoals Brazilië. Per saldo betekenen de wijziging van het Chinese groeiemodel en het daaraan gerelateerde einde van de supercyclus voor grondstoffen dat de groei in de opkomende markten het niveau van vóór de crisis niet zal halen, maar nog steeds behoorlijk zal zijn en duidelijk hoger zal uitvallen dan in de ontwikkelde economieën.

Boventrendmatige groei, herstel van beleggerssentiment

Al met al verwachten wij dat de wereldeconomie later dit jaar wat aan kracht zal winnen en volgend jaar een boventrendmatige groei zal laten zien, dankzij een versnelling van de vraag in de VS. Wij denken dat de markten voor staatsobligaties binnenkort in rustiger vaarwater terechtkomen doordat de verwachtingen voor de korte rente momenteel iets vooruit zijn gelopen op het door de centrale banken beoogde scenario. Bovendien zal het inflatieklimaat gunstig blijven omdat er binnen veel economieën nog steeds onbenutte capaciteit aanwezig is. Wij zien beperkte ruimte voor een verdere stijging van de obligatierente dit jaar, al zal een aantrekkelijk herstel waarschijnlijk zorgen voor een verdere stijging in 2014. Verder denken wij dat het beter wordende cyclische beeld en enige afname van de ongerustheid over een exit door centrale banken de aanzet geven tot een herstel van het beleggerssentiment. Deze achtergrond (geleidelijke exit van de Fed, verbeterende omstandigheden op de financiële markten en een door de VS geleide groeiversnelling) zal volgens ons gunstig zijn voor de Amerikaanse dollar.

Tabel - BBP-groei

	2011	2012	2013	2014
VS	1,8	2,2	1,8	3,2
Eurozone	1,5	-0,5	-0,5	1,3
Japan	-0,5	1,9	1,9	2,1
Verenigd Koninkrijk	1,1	0,2	0,8	1,8
China	9,3	7,8	7,5	8,0
India	6,4	3,4	5,5	6,0
Brazilië	2,7	0,9	2,5	4,0
Rusland	4,3	3,4	3,0	4,0
Ontwikkeld	1,5	1,2	1,0	2,2
Opkomend	6,1	4,4	4,6	5,4
Wereld	3,9	2,9	2,9	3,9
<i>Wereldhandel</i>	<i>6,1</i>	<i>1,8</i>	<i>3,5</i>	<i>6,5</i>

Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau

Risico's voor wereldeconomie

Het voornaamste negatieve risico waaraan de wereldeconomie in de afgelopen kwartalen blootstond, was de kans op een hernieuwde escalatie van de staatsschuldencrisis. Dit risico nam steeds verder af nadat de ECB vorig jaar, onder strikte voorwaarden, het vangnet voor overheden invoerde (het Outright Monetary Transactions programma). Deze dreiging lijkt nu vrij gering, maar is nog niet helemaal verdwenen. Het gevaar kan weer de kop opsteken als er in een kwetsbaar land een regering aantreedt die weigert de beleidsvoorschriften van de EU-IMF op te volgen. Hierdoor zou het OMT-programma op losse schroeven komen te staan. Ook als zou blijken dat de ECB bluft over haar - nog niet beproefde - commitment aan het OMT-programma, zouden de spanningen in de eurozone snel terugkeren.

Een groter risico in het huidige klimaat is evenwel dat de beëindiging van het buitengewone monetaire beleid door de Federal Reserve de markten sterker destabiliseert en dat de daaruit voortvloeiende verkrapping van de financiële condities en onzekerheid leiden tot een hernieuwde groeivertraging. Een ander maar daaraan deels gerelateerd negatief risico is dat de groei in een aantal grote opkomende markten sterk vertraagt.