

Macro Weekly

Alles loopt op rolletjes, behalve ...

Economisch Bureau
Macro Research
Han de Jong

28 juli 2014

- De **wereldeconomie** heeft zich tijdens mijn vakantie keurig gedragen. Indrukwekkend is de groei nog niet, maar hij trekt wel aan. De Amerikaanse groei begint een zeer overtuigend verhaal op te leveren. De eurozone geeft de laatste maanden enige volatiliteit in de conjunctuercijfers te zien, maar doet het zo te zien toch redelijk. Japan lijkt de btw-verhoging vrij goed te verwerken en de Chinese leiders zijn erin geslaagd de groei en de uitvoer te stabiliseren. Bovendien nemen de bedrijfsinvesteringen wereldwijd toe. Maar juist nu de risico's van economische onevenwichtigheden afnemen, nemen de politieke risico's helaas toe.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren

BBP-groei (%)	2012	2013	2014e	2015e	3M interbank rente	18/07/2014	25/07/2014	+3M	+12M	2014e	2015e
Verenigde Staten	2.8	1.9	1.8	3.8	Verenigde Staten	0.23	0.23	0.3	0.8	0.3	1.7
Eurozone	-0.6	-0.4	1.3	1.8	Eurozone	0.20	0.21	0.1	0.1	0.1	0.2
Japan	1.4	1.5	1.5	1.4	Japan	0.21	0.21	0.2	0.2	0.2	0.2
Verenigd Koninkrijk	0.3	1.7	3.0	2.8	Verenigd Koninkrijk	0.56	0.56	0.6	1.4	1.0	2.2
China	7.7	7.7	7.5	7.0							
Nederland	-1.6	-0.7	0.5	1.5							
Wereld	3.0	2.9	3.2	3.8							
Inflatie (%)	2012	2013	2014e	2015e	10j-rente	18/07/2014	25/07/2014	+3M	+12M	2014e	2015e
Verenigde Staten	2.1	1.5	1.9	2.1	VS Treasury	2.48	2.47	2.8	3.6	3.1	3.8
Eurozone	2.5	1.3	0.6	0.9	Duitse Bund	1.16	1.15	1.3	2.1	1.8	2.4
Japan	0.0	0.3	2.5	1.7	Euro sw ap rente	1.35	1.35	1.5	2.3	2.0	2.6
Verenigd Koninkrijk	2.8	2.6	1.6	1.7	Japans overheidspapier	0.54	0.53	0.8	1.0	0.9	1.1
China	2.7	2.6	2.3	2.8	VK gilts	2.57	2.57	2.9	3.5	3.2	3.9
Nederland	2.5	2.5	0.5	1.0							
Wereld	3.9	3.8	3.9	3.7							
Beleidsrente	25/07/2014	+3M	2014e	2015e	Wisselkoersen	18/07/2014	25/07/2014	+3M	+12M	2014e	2015e
Federal Reserve	0.25	0.25	0.25	1.50	EUR/USD	1.35	1.34	1.35	1.20	1.30	1.20
ECB	0.15	0.15	0.15	0.15	USD/JPY	101.3	101.8	105	115	110	120
Bank of Japan	0.10	0.10	0.10	0.10	GBP/USD	1.71	1.70	1.67	1.54	1.65	1.60
Bank of England	0.50	0.50	0.75	2.00	EUR/GBP	0.79	0.79	0.81	0.78	0.79	0.75
People's Bank of China	6.00	6.00	6.00	6.00	USD/CNY	6.21	6.19	6.18	6.15	6.10	6.20

Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau.

The Big Picture

Alles loopt op rolletjes, behalve...

De wereldeconomie heeft zich tijdens mijn vakantie keurig gedragen. Indrukwekkend is de groei nog niet, maar hij trekt wel aan. De Amerikaanse groei begint een zeer overtuigend verhaal op te leveren. De eurozone geeft de laatste maanden enige volatiliteit in de conjunctuercijfers te zien, maar doet het zo te zien toch redelijk. Japan lijkt de btw-verhoging vrij goed te verwerken en de Chinese leiders zijn erin geslaagd de groei en de uitvoer te stabiliseren. Bovendien nemen de bedrijfsinvesteringen wereldwijd toe. Maar juist nu de risico's van economische onevenwichtigheden afnemen, nemen de politieke risico's helaas toe.

Is het ruis of wijkt Europa echt af?

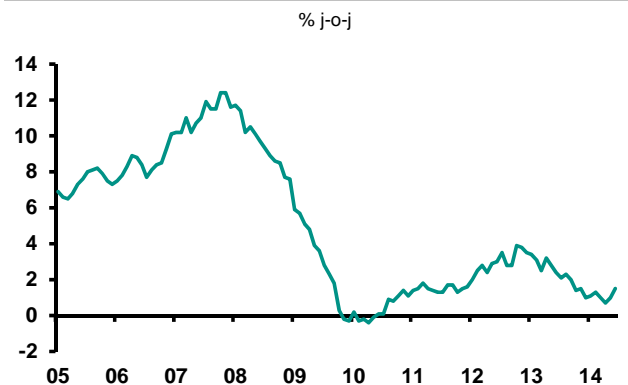
De afgelopen maanden waren de conjuncturele indicatoren voor Europa, of, om precies te zijn, voor de eurozone, over het algemeen volatiel en teleurstellend. De Britse economie deed en doet het juist opvallend goed. De daling van het ondernemersvertrouwen binnen de eurozone en de slechte industriële productiecijfers van de laatste maanden doen wat vreemd aan, omdat de conjunctuur wereldwijd juist verbetert. Ik zie eigenlijk geen goede argumenten waarom het herstel in de eurozone zou stagneren terwijl andere economieën lijken aan te trekken, en mijn instinctieve reactie is dan ook dat dit slechts ruis is, of volatiliteit op korte termijn. Maar om aan mijn redelijk optimistische standpunt te kunnen vasthouden, heb ik toch af en toe een goed cijfer nodig en in de afgelopen weken is er daarvan een aantal geweest.

De grootste verrassing in positieve zin kwam vorige week van Markit, dat zijn voorlopige vertrouwensbarometers voor juli publiceerde. Het ondernemersvertrouwen binnen de eurozone steeg een fractie (van 51,8 naar 51,9 punten), terwijl een bescheiden daling werd verwacht. Maar de grote verrassing was het vertrouwen binnen de dienstensector, dat fors toenam: van 52,8 naar 54,4 punten. Daardoor steeg onverwacht ook de samengestelde index (men had gerekend op een gelijkblijvend cijfer) en werd een daling van twee maanden ongedaan gemaakt. Daarbij moet ik meteen aantekenen dat de gezaghebbende Ifo-index van het Duitse ondernemersvertrouwen in juli voor de derde achtereenvolgende maand is gedaald. Hij staat nu op 108,0 punten, nog altijd meer dan het langjarig gemiddelde van rond de 101 punten. Deze reeks beweegt zich doorgaans binnen een bandbreedte van 90-115. Verder blijft Frankrijk een zwakke broeder, het vertrouwen is er volgens twee barometers gedaald. Ook de Belgische index voor het ondernemersvertrouwen, die gezien de

vroegcyclische aard van de Belgische economie als een goede graadmeter voor de gehele eurozone wordt gezien, is in juli gedaald en dat is al de vierde keer in de afgelopen vijf maanden. Daar staat tegenover dat het vertrouwen bij de Nederlandse ondernemers in juli weer iets is toegenomen en het hoogste punt in drie jaar heeft bereikt. Wederom een wisselend beeld dus.

De monetaire statistieken van de ECB gaven enige reden tot optimisme: de groei van M3 (de geldhoeveelheid volgens een 'ruime' definitie) is in juni iets toegenomen en staat nu op 1,5% j-o-j, wat beter is dan de 1,0% en 0,7% van mei en april. De kredietverlening aan de particuliere sector (gecorrigeerd voor securitisaties) is opnieuw gekrompen, zij het minder hard dan voorheen: -1,1% j-o-j tegenover respectievelijk -1,6% en -1,4% in april en mei.

Eurozone M3-groei



Bron: Bloomberg

Een ander positief signaal gaat uit van de Spaanse werkloosheid. Die daalt harder dan verwacht, van 25,9% in het eerste naar 24,5% in het tweede kwartaal. Toen de Spaanse arbeidsmarkt eind vorig jaar tekenen van herstel begon te vertonen, schreven veel commentatoren dat aanvankelijk toe aan een goed vakantieseizoen dat veel tijdelijke banen opleverde, en ze dachten dat de cijfers na de zomer weer zouden verslechteren. Dat is niet gebeurd. De werkgelegenheid is gegroeid en groeit nog steeds, hoewel de kredietverlening aan niet-financiële bedrijven meer dan 9% j-o-j is gedaald.

Al met al denk ik dat onze visie van een aanhoudend herstel in de eurozone standhoudt, al blijft het herstel bescheiden, wisselend en kwetsbaar.

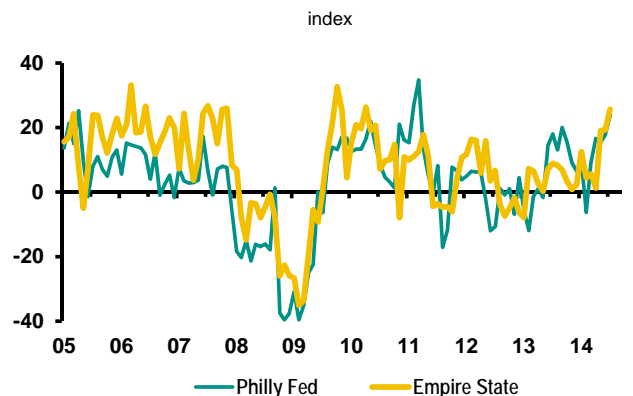
De internationale politiek kan het herstel de das omdoen

De spanningen rond Oekraïne nemen steeds verder toe en dat zou een grote invloed op de economie van de eurozone kunnen hebben. Als het conflict met Rusland verder escaleert, zullen de steeds zwaardere sancties (die door de Russen mogelijk met gelijke munt worden terugbetaald) niet alleen in Rusland, maar ook in de eurozone pijn gaan doen. Poetin is nu duidelijk aan zet. Hij kan besluiten het conflict te de-escaleren of juist de andere kant opgaan. Zijn buitenlands beleid heeft hem de laatste tijd in eigen land namelijk grote populariteit opgeleverd, wat erop duidt dat zijn instinct hem ervan zal weerhouden gas terug te nemen. Zijn populariteit wordt echter ernstig bedreigd door de verslechterende toestand van de Russische economie. Voor ons basisscenario voor de eurozone gaan wij ervan uit dat het conflict niet verder uit de hand loopt en dat de sancties niet substantieel worden verscherpt. Als die aanname onjuist blijkt, staan alle scenario's op losse schroeven.

Overtuigend herstel VS

In april werd een groeicijfer van het Amerikaanse BBP in het eerste kwartaal gerapporteerd van 0,1%. In mei werd het cijfer naar beneden bijgesteld tot -1,0. en een kleine maand geleden opnieuw, naar -2,9%. Zo'n grote (neerwaartse) bijstelling, vooral in tweede instantie, is zeer ongebruikelijk. Zij toont waarschijnlijk vooral aan hoe moeilijk het door de strenge winter en de invoering van Obamacare was om de bedrijvigheid in het begin van het jaar te meten. Wij zien deze forse krimp van de economie als een uitschieter, een vreemd cijfer dat niet past bij de andere indicatoren en dat niet representatief is voor wat er verder in de economie gebeurt. Die doet het namelijk best goed. Het aantal aanvragen van werkloosheidsuitkeringen daalde vorige week naar 284.000, de laagste stand sinds 2006. Dat wijst op aanhoudend herstel van de arbeidsmarkt. Ook de week daarvoor bekendgemaakte detailhandelsomzetten waren goed, en hoewel de voorlopige PMI (sentiment onder inkoopmanagers) in juli licht daalde, schoten de Philly Fed- en de Empire State-index voor het ondernemersvertrouwen (in de regio's Philadelphia en New York) in juli juist omhoog. Die laatste haalde zelfs het hoogste niveau sinds 2010 en staat inmiddels boven het gemiddelde van de periode 2005-2007.

VS: Philly Fed en Empire State



Bron: Bloomberg

De Amerikaanse woningmarkt vertoont een nogal wisselend beeld. De prijzen stijgen weliswaar, de stijging van het verkoopvolume is veel minder eenduidig. In de bouw is het vertrouwen de laatste maanden iets toegenomen. Dat kan betekenen dat er binnenkort weer wat vaart komt in het herstel van de woningmarkt, maar deze blijft duidelijk kwetsbaar.

Waren de inflatiecijfers de laatste maanden steeds hoger dan verwacht, de afgelopen week waren ze laag. De 'duiven' in het FOMC (het beleidsorgaan binnen de Amerikaanse centrale bank, de Fed) zullen daar blij mee zijn. Zij willen de eerste renteverhoging graag zo lang mogelijk uitstellen, uit angst voor een tweede '1937'. In dat jaar verhoogde de Fed de rente – naar bleek voortijdig – waardoor de economie weer in een recessie raakte. Zolang de conjunctuercijfers niet allemaal één kant op wijzen en de inflatie laag blijft, houden de 'duiven' de overhand, maar gezien het zich steeds duidelijker aftekenend herstel zal aan die periode ergens in de komende kwartalen een einde komen.

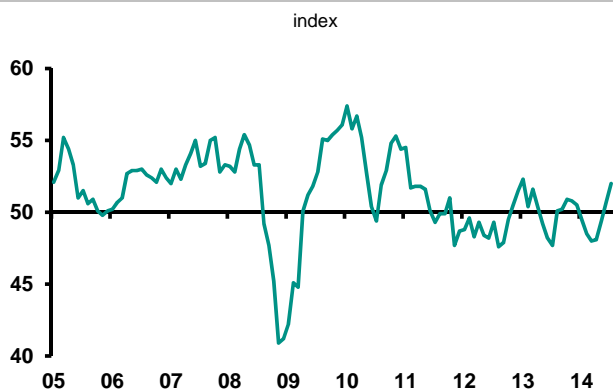
Japan houdt stand

Voorspellen welke kant het met de Japanse economie opgaat, wordt bemoeilijkt door de verhoging van de omzetbelasting in april. Door dat soort ingrepen wordt economische bedrijvigheid meestal naar voren gehaald om na de verhoging weer sterk te dalen. Dat patroon is ook in Japan duidelijk waarneembaar. De hamvraag is nu of de economie hierdoor weer in de krimp schiet. Vorige week werd de Markit PMI van het ondernemersvertrouwen gepubliceerd. Die schommelde eerder dit jaar rond de 56 punten. Na de belastingverhoging dook hij onder de 50 punten, maar hij is sindsdien weer licht gestegen en blijft boven de 50 punten, de scheidslijn tussen krimp en groei. Het voorlopige cijfer voor juli wijst op een lichte daling, van 51,5 naar 50,8 punten. Dat zou betekenen dat de economie niet opnieuw in een recessie verzeild raakt.

China tijdens mijn vakantie

Eerder dit jaar haalde de angst voor een harde landing van de Chinese economie de krantenkoppen. Wij dachten toen dat de beleidsmakers de daling zouden kunnen stoppen en misschien zelfs in een stijging doen verkeren. En dat lijkt nu ook te gebeuren. De recente cijfers over de geldgroei, kredietverlening, detailhandelsverkoop en industriële productie vertellen allemaal hetzelfde verhaal: de groei-vertraging is gestopt en er is weer sprake van een lichte versnelling. Vorige week werd de HSBC PMI voor de industrie gepubliceerd. Niet onze favoriete index voor de Chinese conjunctuur, maar alles wat we tot nu toe voor juli hebben. Hij is voor de derde achtereenvolgende maand gestegen, naar 52,0 punten. Andere cijfers uit Azië passen in dit beeld. Zo trekt recentelijk ook de groei van de Taiwanese export weer aan.

China: HSBC PMI



Bron: Thomson Reuters Datastream

IMF somber over het verleden

Het IMF haalde vorige week het nieuws met de mededeling zijn groeiprognoze voor de wereldeconomie in 2014 naar beneden bij te stellen. Ik krijg vaak de vraag hoe dat zich

verhoudt met mijn optimisme en of ik echt denk het beter te weten dan al die briljante economen van het IMF. Wat mensen niet lijken te beseffen, is dat deze bijstelling van de groeiprognoze gebaseerd is op de tegenvallende groei in veel landen in het begin van dit jaar. De forse neerwaartse bijstelling van de Amerikaanse BBP-groei in het eerste kwartaal hebben we al genoemd. De verlaagde prognose voor het gehele jaar zegt dus niets over hetgeen het IMF voor de ontwikkeling van de economie in de rest van het jaar verwacht, maar alleen iets over het verleden. Conclusie: ik zit er niet mee en het verandert niets aan mijn gematigd optimisme.

Meer ondernemers willen investeren

Een verontrustend aspect van de wereldeconomie in de afgelopen jaren was het gebrek aan bedrijfsinvesteringen. Dat is om twee redenen een slechte zaak. Ten eerste vormen investeringen een belangrijk onderdeel van de totale vraag en kunnen toenemende investeringen ertoe bijdragen dat de economie op korte termijn sneller gaat groeien. Belangrijker is misschien wel dat investeringen nodig zijn om toekomstige productiviteitsgroei te waarborgen. De productiviteitsgroei bepaalt op zijn beurt hoe snel een economie op middellange termijn kan groeien. Als bedrijven weinig investeren, daalt dus de potentiële groei. Maar gelukkig zou dat alles wel eens snel kunnen veranderen. Volgens de World Economic Survey van het Ifo willen bedrijven het komende half jaar meer gaan investeren, aanzienlijk meer zelfs. Nu neem ik me ook wel eens nuttige dingen voor die ik vervolgens niet uitvoer. Dat zou ook kunnen gelden voor de respondenten van het Ifo-onderzoek, maar dit is tot nu toe altijd een betrouwbare vroege indicator van de investeringsbestedingen gebleken. Duimen dus.

Lees meer van het Economisch Bureau op: <https://insights.abnamro.nl/category/economie/>

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 relatie manager 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

Verklaring gebruikte termen en afkortingen/ land- en muntcodes

BBP	bruto binnenlands product	OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
BoE	Bank of England (centrale bank)	OMT-programma	opkoopprogramma van staatsobligaties door de ECB
BoJ	Bank of Japan (centrale bank)	OPEC	Organisatie van Olieproducerende en Exporterende Landen
BRIC	Brazilië, Rusland, India en China	PBoC	People's Bank of China (centrale bank)
CPI	consumentenprijsindex	pep	per eenheid product
EC	Europese Commissie	Perifere landen (periferie)	Griekenland, Portugal, Spanje, Italië (en soms ook Ierland)
EFSF	European Financial Stability Facility	PMI	Purchasing Managers' Index – inkoopmanagersindex
EONIA	Euro OverNight Index Average – eendaagse rente in de eurozone	PPI	producentenprijsindex
EU	Europese Unie	r.a.	rechteras
Euribor	Euro InterBank Offered Rate – interbancaire rente	Refi-rente	herfinancieringsrente – belangrijkste beleidsrente van de ECB
ECB	Europese Centrale Bank	Repo	Transactie waarbij een bank vermogenstitels koopt met de verplichting deze terug te verkopen aan de verkoper tegen een vooraf vastgestelde prijs
Fed	Federal Reserve (centrale bank VS)	Reverse repo	zie repo, maar dan bezien vanuit het perspectief van de verkoper
FOMC	Beleidscomité van de Federal Reserve (Federal Open Market Committee)	saar	seasonal adjusted annual rate = geannualiseerd en gecorrigeerd voor seizoensinvloeden
HICP	harmonised index of consumer prices – geharmoniseerde consumentenprijsindex	Treasuries	Amerikaanse staatsobligaties
Ifo	Institut für Wirtschaftsforschung	WPI	Wholesale Price Index (groothandelsprijsindex)
IMF	Internationaal Monetair Fonds	ytd	year to date – ontwikkeling van begin van het jaar tot heden
j-o-j	jaar op jaar - vergeleken met overeenkomstige periode een jaar eerder		
Kerninflatie	inflatie exclusief voedsel- en energieproducten		
k-o-k	kwartaal op kwartaal – vergeleken met voorgaande kwartaal		
k-o-k, op jaarbasis	geannualiseerd		
l.a.	linkeras		
LTRO	driejarige lening van de ECB aan het bankwezen		
mld	miljard		
m-o-m	maand op maand – vergeleken met voorgaande maand		
MBS	hypotheekgerelateerde producten (Mortgage Backed Securities)		
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development		

Land	Landcode	Muntcode			
			Luxemburg	LU	EUR
Japan	JP	JPY	Malta	MT	EUR
			Nederland	NL	EUR
China	CN	CNY	Oostenrijk	AT	EUR
Hongkong	HK	HKD	Portugal	PT	EUR
India	IN	INR	Slovenië	SI	EUR
Indonesië	ID	IDR	Slowakije	SK	EUR
Zuid-Korea	KR	KRW	Spanje	ES	EUR
Malaisië	MY	MYR			
Pakistan	PK	PKR	Denemarken	DK	DKK
Philippijnen	PH	PHP	IJsland	IS	ISK
Singapore	SG	SGD	Noorwegen	NO	NOK
Taiwan, Province of China	TW	TWD	Verenigd Koninkrijk	GB	GBP
Thailand	TH	THB	Zweden	SE	SEK
			Zwitserland	CH	CHF
Australië	AU	AUD			
Nieuw-Zeeland	NZ	NZD	Zuid-Afrika	ZA	ZAR
Bulgarije	BG	BGN	Canada	CA	CAD
Hongarije	HU	HUF	Verenigde Staten	US	USD
Kroatië	HR	HRK			
Kazachstan	KZ	KZT	Argentinië	AR	ARS
Litouwen	LT	LTL	Brazilië	BR	BRL
Moldavië	MD	MDL	Colombia	CO	COP
Oekraïne	UA	UAH	Chili	CL	CLP
Oezbekistan	UZ	UZS	Ecuador	EC	USD
Polen	PL	PLN	Mexico	MX	MXN
Roemenië	RO	RON	Paraguay	PY	PYG
Rusland	RU	RUB	Peru	PE	PEN
Servië	RS	RSD	Uruguay	UY	UYU
Tsjechië	CZ	CZK	Venezuela	VE	VEF
Turkije	TR	TRY			
Eurozone	EZ				
België	BE	EUR			
Cyprus	CY	EUR			
Duitsland	DE	EUR			
Estland	EE	EUR			
Finland	FI	EUR			
Frankrijk	FR	EUR			
Griekenland	GR	EUR			
Ierland	IE	EUR			
Italië	IT	EUR			
Letland	LV	EUR			