

## Opkomend Europa: Sterk uiteenlopende trends

De groei in opkomend Europa is in de loop van het jaar vertraagd door het conflict rond Oekraïne en Rusland en het tegenvallend herstel in de eurozone. Volgens recente gegevens waren er wel wat positieve ontwikkelingen in het vierde kwartaal. Wij verwachten dat gedurende onze prognoseperiode de groei geleidelijk gaat aantrekken. Er zullen echter grote verschillen zijn tussen landen in de regio. Zo zal de Russische economie in het beste geval stagneren, terwijl Tsjechië, Hongarije en Polen zullen profiteren van een geleidelijk herstel van de eurozone. De Turkse economie blijft vermoedelijk vrij krachtig groeien, ondanks het relatief krappe monetaire beleid.

### Scherpe afzwakking groei opkomend Europa...

In het afgelopen jaar is de groei in opkomend Europa verder vertraagd, namelijk van 2,7% in het vierde kwartaal van 2013 tot een geschatte schamele 1.3% in het derde kwartaal van dit jaar. In essentie weerspiegelt dit twee factoren. Allereerst natuurlijk het conflict rond Oekraïne en Rusland. De Oekraïense economie is hierdoor ingestort. In Rusland zijn door de kapitaaluitstroom, in combinatie met de groeiende onzekerheid, de vooruitzichten voor de bedrijfsinvesteringen verslechterd, terwijl de sterke stijging van de inflatie als gevolg van de vrije val van de roebel de koopkracht van huishoudens heeft uitgehold. Door het conflict stevent de Russische economie af op een recessie, als zij daar niet al in is beland. Het conflict heeft ook een negatieve uitstraling naar andere landen in de regio. In Tsjechië, Hongarije en Polen zijn ondanks betere vooruitzichten de vertrouwensindicatoren in de afgelopen maanden over het algemeen teruggelopen.

De tweede factor die de groei in de regio drukte, was het trager dan verwachte herstel in de eurozone. Deze regio geldt als de belangrijkste exportbestemming voor opkomend Europa. Dat verklaart ook de sterke correlatie tussen de twee regio's.

### Economische groei

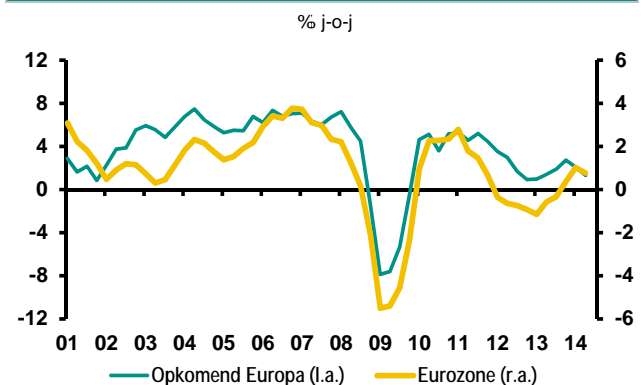
% j-o-j	14K1	14K2	14K3	2014	2015	2016
Tsjechië	2,6	2,5	2,3	2,5	3,0	3,0
Hongarije	3,7	3,9	3,2	3,0	2,5	2,5
Polen	3,4	3,5	3,3	3,5	3,5	4,0
Roemenië	3,9	1,2	3,2	2,5	3,0	3,5
Rusland	0,9	0,8	0,7	0,5	0,5	1,5
Turkije	4,7	2,1		3,0	3,5	4,0
Oekraïne	-1,2	-4,6	-5,1	-6,5	1,0	3,5
Regiogemiddelde	2,1	1,3		1,3	1,8	2,5

Bron: ABN AMRO, EIU, Thomson Reuters Datastream

### ...maar lichtpuntjes in het vierde kwartaal

De eerste cijfers duiden erop dat er enkele positieve ontwikkelingen waren in het vierde kwartaal. Dit kwam tot uiting in de inkoopmanagersindices van de verwerkende industrie voor oktober. De index voor Polen kwam weer boven 50, het omslagpunt tussen groei en krimp, terwijl die van Turkije steeg en voor de derde achtereenvolgende maand boven deze grenswaarde bleef. Dit doet vermoeden dat deze economieën het dieptepunt zijn gepasseerd. De inkoopmanagersindex was in Rusland iets lager maar liet in de andere landen in de regio per saldo een bescheiden verbetering zien. Gemiddeld steeg de index voor de industrie in opkomend Europa in oktober van 50,6 naar 51,1.

### BBP opkomend Europa en eurozone



Bron: Thomson Reuters Datastream

### Wij zien enkele positieve ontwikkelingen...

Wij denken dat de groei in opkomend Europa tijdens onze prognoseperiode geleidelijk aantrekt. Hierbij moet wel worden aangetekend dat de trends binnen de regio sterk uiteen zullen lopen. Laten we beginnen met de positieve kant van het verhaal. Dankzij de langzaam aantrekkende groei in de eurozone in 2015 en 2016 zullen de exportvooruitzichten voor landen als Polen, Tsjechië en Hongarije verbeteren. In deze landen zal bovendien de binnenlandse vraag toenemen, gesteund door de verdere verbetering van de arbeidsmarkt en de geleidelijke loongroei. Dit zou zich moeten vertalen in een sterkere economische groei. Wat Hongarije betreft, zijn wij echter wat voorzichtiger vanwege het onorthodoxe economisch beleid van de regeringspartij Fidesz. Bovendien zullen er de komende jaren naar verwachting minder EU-gelden beschikbaar zullen zijn dan in 2014. Een krachtiger herstel van de eurozone zal ook de Turkse economie steunen, al blijft het monetaire beleid hier vermoedelijk relatief krap.

### ...maar conflict rond Oekraïne/Rusland blijft een risico

De negatieve kant van het verhaal betreft Rusland en Oekraïne. Wij denken nog steeds dat beide landen op een

bepaald moment tot het besef komen dat er hoe dan ook een oplossing moet komen, maar de recente ontwikkelingen vereisen een grotere terughoudendheid. Door de verkiezingen van de separatisten in Oost-Oekraïne en de erkenning door Rusland van 'de wil van de inwoners van de regio' is het onwaarschijnlijk dat de sancties van de VS/EU op korte termijn versoepeld worden. De kapitaaluitstroom uit Rusland zal dus vermoedelijk aanhouden. Om de roebel te beschermen, moest de Russische centrale bank de rente agressief verhogen. Hierdoor zijn de kredietvoorwaarden aangescherpt. Waarschijnlijk moet de rente verder worden verhoogd om de val van de roebel te stoppen

Een andere negatieve factor voor Rusland is de scherpe daling van de olieprijs in de afgelopen maanden. Omdat de roebel sneller is gedaald dan de olieprijs, is een vat Oeral-olie, uitgedrukt in roebel, feitelijk duurder geworden. Hierdoor zal het effect op de begroting klein zijn. Wel is het zo dat er omdat er per vat olie minder dollars binnenkomen en het land door de sancties moeilijk aan harde valuta kan komen, het risico bestaat dat de kapitaalvlucht intensifieert. Dit zou de investeringsvooruitzichten nog verder aantasten. In het beste geval zal de Russische economie de komende jaren dan ook stagneren. Wij hebben onze BBP-raming voor 2015 verlaagd van 1,0% naar 0,5% en voor 2016 voorzien wij een groei van slechts 1,5%. Cijfers die ver achterblijven bij de groei van 4% in de laatste paar jaar.

#### Monetair beleid in Rusland en Turkije blijft krap...

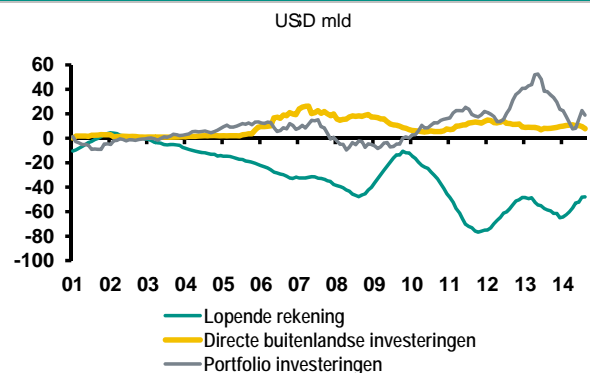
De sterk uiteenlopende vooruitzichten zijn de reden waarom wij grote verschillen in monetair beleid verwachten. Zoals gezegd, moet de Russische centrale bank (CBR) op korte termijn meer doen om de val van de roebel te stoppen. Vermoedelijk zal de CBR pas eind 2015 haar beleid weer versoepelen, mits de scherpe kantjes dan van het conflict af zijn en de roebel is gestabiliseerd. Ook de Turkse centrale bank (CBRT) zal waarschijnlijk een vrij restrictief monetair beleid blijven voeren. Sinds september van dit jaar heeft de CBRT de interbancaire rente met ongeveer 200 basispunten omhoog gedrukt. Gezien het nog altijd forse tekort op de lopende rekening, de hardnekkige inflatie, de verwachte renteverhogingen door de Fed in 2015 en de geopolitieke onrust in buurlanden, blijft de CBRT voorlopig waarschijnlijk een relatief restrictieve koers varen.

#### ...terwijl CE-3 landen een zeer ruim beleid voeren

Het monetair beleid in de Centraal-Europese landen blijft gedurende onze prognoseperiode vermoedelijk zeer ruim. Polen kent al vier maanden een negatieve inflatie en door de recente daling van de olieprijs kan de inflatie nog verder afnemen. Voor de Poolse centrale bank was dit reden om in oktober de beleidsrente te verlagen van 2,5% naar een absoluut laagterecord van 2,0%. Dat de rente in november niet verder is verlaagd, komt waarschijnlijk doordat we in die maand wat betere economische cijfers hebben gezien. Een

verder dalende inflatie zou de centrale bank kunnen doen besluiten om de rente verder te verlagen. Bovendien zal de aanzienlijke onbenutte capaciteit in de economie de prijsdruk beperken. De eerste renteverhoging verwachten wij dan ook niet voor 2016. Hongarije is eveneens in deflatie beland. De centrale bank heeft haar beleid nog niet verder verruimd, maar nu ook de kerninflatie geleidelijk afneemt, behoren verdere renteverlagingen in 2015 duidelijk tot de mogelijkheden. Ook de Hongaarse rente zal niet voor 2016 worden verhoogd. In Tsjechië is de situatie iets gunstiger en loopt de inflatie licht op. Verdere monetaire verruiming ligt hier dus niet voor de hand. De Tsjechische centrale bank (CNB) liet de beleidsrente op haar laatste vergadering dan ook ongewijzigd op 0,05% en handhaafde het koersdoel voor de EUR/CZK op 27. Door de recente daling van de olieprijs en de omvangrijke onbenutte capaciteit in de economie zal de inflatedruk echter relatief beperkt blijven. Wij denken dat de CNB pas in het begin van 2016 haar valutainterventies zal terugdraaien, terwijl de eerste renteverhoging nog langer op zich zal laten wachten.

#### Turkije: Tekort lopende rekening een bron van zorg



Bron: Thomson Reuters Datastream

#### Geopolitieke situatie en Fed belangrijkste risico's

De grootste bedreiging voor onze visie is dat het conflict rond Oekraïne en Rusland escaleert. Als Rusland de rebellen blijft steunen, worden de sancties waarschijnlijk opgevoerd, met een sterkere daling van de investeringen en een nog diepere val van de roebel als gevolg. Een verdere daling van de olieprijs zou de roebel eveneens kunnen doen verzwakken. In een uiterst risicoscenario mondt dit uit in een financiële crisis doordat mensen op grote schaal proberen roebels om te wisselen in stabielere valuta's. En dan Turkije. De strijd aan de zuidgrens tussen Isis en de Koerden vormt een geopolitiek risico. Verder is het Turkse tekort op de lopende rekening iets kleiner geworden maar het blijft nog altijd groot. Bovendien is dit tekort vooral gefinancierd met beleggingskapitaal, dat mogelijk snel teruggetrokken wordt wanneer het markt-sentiment verslechtert als de Fed de rente sterker en/of sneller dan verwacht verhoogt. Een laatste risicofactor is de economische groei in de eurozone. Een tegenvallende groei zal niet ongemerkt aan opkomend Europa voorbijgaan.