

Macro Weekly

Puzzelstukjes vallen op hun plaats

Han de Jong
Chief Economist
Economisch Bureau

2 februari 2015

Wij verwachten dat de groei in de eurozone meevalt. Dat is meteen onze sterkste afwijking van de consensus-verwachting voor 2015. Recente cijfers lijken ons gelijk te geven. Waarschijnlijk worden veel groeiprognoses voor de eurozone de komende maanden naar boven bijgesteld. Dat wil overigens niet zeggen de economie van de eurozone spectaculair zal groeien.

Universitair economen

Ik was een paar dagen geleden op een seminar waar onder andere over de groeivoorzichten van de eurozone werd gesproken. Een van de presentaties werd gehouden door een universitair econoom die ik al jaren ken. Laat het duidelijk zijn dat ik niets tegen universitair economen heb, ik heb groot respect voor ze. Ik heb wel de indruk dat de analyse van conjunctuurontwikkelingen op korte termijn niet echt hun specialiteit is. Ik noem mijn vriend hier niet om hem af te kraken, maar omdat ik denk dat zijn ideeën overeenkomen met die van veel analisten. Ik gebruik de discussie tijdens het seminar dus alleen als voorbeeld.

De Europese groei was afgelopen jaren zeer zwak. Dat klopt en zo werd het ook op het seminar gebracht. Veel mensen zijn bang dat Europa dezelfde kant opgaat als Japan. De conclusie van het gepresenteerde paper was dat de overheid fors meer in infrastructuur moet investeren. Dat is bepaald geen nieuw geluid: ook het plan van Juncker draait om infrastructurele bestedingen, zij het grotendeels privaat gefinancierd.

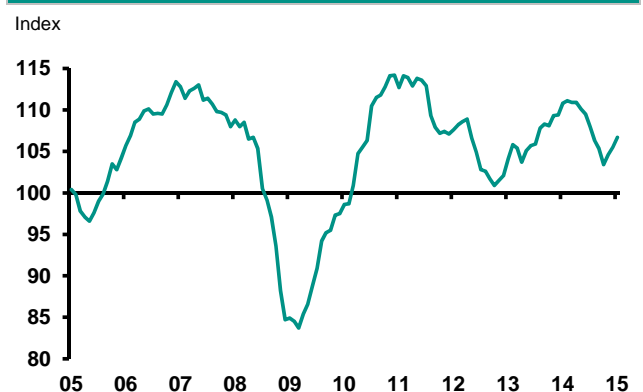
Het is moeilijk, en misschien zelfs politiek en intellectueel incorrect, om te twifelen aan de noodzaak van extra infrastructurele bestedingen. In een poging het debat aan te jagen, plaatste ik hier de volgende vraagtekens bij. Ten eerste vroeg ik me af of de infrastructuur in landen die harder groeien, zoals de VS en in mindere mate Groot-Brittannië, zoveel beter was dan in de eurozone. Verbijstering alom.

Ten tweede vroeg ik of Japan niet precies hetzelfde geprobeerd had. We lijken nu in de vreemde situatie te verkeren dat we ontzettend ons best moeten doen het Japanse voorbeeld níét te volgen door precies hetzelfde beleid te voeren als Japan gevoerd heeft. De reactie hierop was dat Japan onzinnige investeringen had gedaan, zoals bruggen bouwen die nergens heen gingen. Wij gaan echter slimme investeringen doen. Nou, dat is een pak van mijn hart!

Mijn derde en belangrijkste argument was dat de economie van de eurozone de komende tijd waarschijnlijk flink vaart gaat winnen, dankzij de gedaalde olieprijs, de zwakkere munt, lagere financieringskosten en het herstel van het kredietkanaal. En weer was verbijstering mijn deel. De redenering was dat economen de groeivoorzichten voor de eurozone de laatste jaren consequent naar beneden hadden bijgesteld, en waarom zou het ditmaal anders zijn?

Zoals gezegd heb ik groot respect voor universitair economen, maar het volgen, analyseren en voorspellen van kortetermijnontwikkelingen is vaak niet hun specialiteit. Afgaande op recente cijfers zie ik een hoopvol stemmende groeiversnelling in de eurozone, een proces dat – om de hierboven genoemde redenen – alleen maar sterker zal worden.

Duitsland: Ifo-index van het ondernemersvertrouwen



Bron: Bloomberg

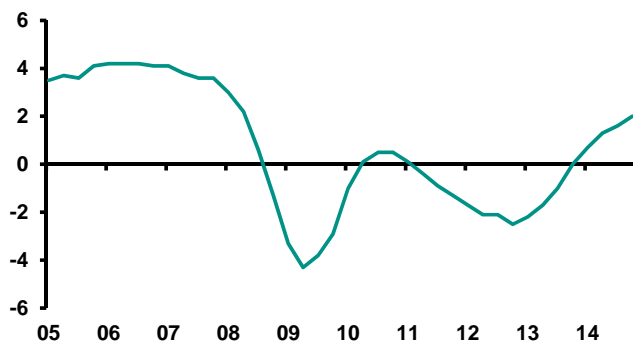
Het vertrouwen, zowel in het algemeen als onder ondernemers, is verder toegenomen. De vertrouwensindex van de Europese Commissie steeg van 100,6 punten in december naar 101,2 punten in januari. Indrukwekkender was dat de gezaghebbende Duitse Ifo-index van het ondernemersvertrouwen in januari voor de derde maand op rij is gestegen, naar 106,7 punten (was 105,5 in december). Ook de door de ECB gepubliceerde monetaire ontwikkelingen lieten

een flinke verbetering zien. Zo is de groei van M3 (geldhoeveelheid volgens een ruime definitie) versneld van 3,1% j-o-j in november naar 3,6% j-o-j in december; op het dieptepunt in april 2014 was de groei maar 0,8%. Ook de cijfers over de kredietverlening door banken zien er beter uit: ten opzichte van de voorgaande maand zijn er fors meer leningen aan niet-financiële ondernemingen verstrekt. Dat sluit aan bij de cijfers uit de *bank lending survey* van de ECB, waaruit blijkt dat de banken hun kredietvoorwaarden versoepelen en de vraag naar zakelijk krediet toeneemt.

Spanje heeft de groeicijfers voor het vierde kwartaal gepubliceerd. Het BBP is in die periode sterker gegroeid dan verwacht: 0,7% k-o-k en 2,0% j-o-j. In heel 2014 is de Spaanse economie met 1,4-1,5% gegroeid. Dat is niet veel, maar meer dan was voorzien. In haar winterprognose van 2014, minder dan een jaar geleden, voorspelde de Europese Commissie voor Spanje een groei van 1,0% in 2014. Gezien de over het algemeen nogal tegenvallende internationale groeicijfers is de ontwikkeling in Spanje zeer opmerkelijk te noemen.

Spanje: BBP-groei

% j-o-j



Bron: Bloomberg

Ik denk dat de puzzelstukjes op hun plaats vallen en verwacht meevallende groeicijfers in de eurozone dit jaar.

Syriza-kabinet

Na de verkiezingen in Griekenland is er snel een nieuwe coalitieregering gevormd. Door de radicale toon die de nieuwe premier, Alexis Tsipras, in de verkiezingscampagne aansloeg, zijn veel mensen bang dat hij de confrontatie met Europa wil aangaan. Misschien wil hij dat ook wel. Maar daar valt nog wel het een en ander over te zeggen. Allereerst begint Griekenland zich te herstellen en het zou volgens mij erg dom van hem zijn de economie weer in chaos te laten terugvallen. Ten tweede

hebben de Grieken de laatste jaren ongekeende bezuinigingen over zich heen gekregen en het is dan ook geen wonder dat ze snakken naar verandering. Nu het herstel inzet en de regering een aanzienlijk primair begrotingsoverschot heeft bereikt, moet enige versoepeling van het bezuinigingsregime mogelijk zijn.

Syriza heeft tijdens de campagne beloften gedaan die de partij beslist niet allemaal kan waarmaken, maar zo werkt de politiek nu eenmaal. Ten derde heeft Griekenland een gigantische staatsschuld, die onder normale marktcondities eigenlijk niet houdbaar is. Niemand is er volgens mij mee gediend als de economie weer in een recessie belandt alleen maar om af te lossen op die staatsschuld. Ik denk dat hier onderhandelingsruimte bestaat, al zullen alle partijen van tevoren ferme taal uitslaan. Belangrijk is bovendien de mogelijkheid dat Tsipras bereid is enkele door Europa gewenste hervormingen door te voeren, zoals een verbreding van de belastinggrondslag. Dat biedt Europa mogelijkheden om met hem te onderhandelen. Hoewel ik optimistisch ben over de uiteindelijke afloop, kunnen we de nodige ups en downs op het politieke toneel verwachten. En die zullen de financiële markten vermoedelijk niet onberoerd laten.

De Fed blijft geduldig

De Federal Reserve meent nog even te kunnen wachten met de normalisering van de rentetarieven. In de verklaring naar aanleiding van de vergadering van het FOMC, het beleidscomité van de Federal Reserve, werd erkend dat het groeitempo van de Amerikaanse economie toeneemt. Het FOMC gaf aan dat de eerste renteverhoging nog minstens twee beleidsvergaderingen op zich laat wachten en dus niet vóór juni verwacht mag worden. De arbeidsmarkt wordt krappier en wij denken dat dit de Fed zal dwingen om in juni met een eerste renteverhoging te komen. We denken dat verdere verhogingen volgen in een rustig tempo (om en om, de ene FOMC-vergadering wel, de volgende niet) tot het einde van het jaar.

Het Amerikaanse BBP is in het vierde kwartaal van 2014 iets minder hard gegroeid dan verwacht. Dat was vooral te wijten aan het handelstekort: de invoer was veel groter van de uitvoer. Verder hebben bedrijven weinig geïnvesteerd in machines en inventaris, wat mogelijk samenhangt met teruglopende investeringen door energiebedrijven. Met de consumentenbestedingen ging het daarentegen uitstekend. Al met al verloopt het herstel in de VS prima.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren

BBP-groei (%)	2013	2014e	2015e	2016e	3M interbank rente	23/01/2015	30/01/2015	+3M	+12M	2015e	2016e
Verenigde Staten	2.2	2.4	3.8	3.0	Verenigde Staten	0.26	0.25	0.4	1.4	1.4	3.1
Eurozone	-0.4	0.9	1.5	1.9	Eurozone	0.05	0.05	0.1	0.1	0.1	0.1
Japan	1.6	0.4	1.6	1.2	Japan	0.17	0.17	0.2	0.2	0.2	0.2
Verenigd Koninkrijk	1.7	2.6	2.8	2.6	Verenigd Koninkrijk	0.57	0.56	0.6	1.2	1.2	2.2
China	7.7	7.4	7.0	7.0							
Nederland	-0.7	0.8	1.5	1.9							
Wereld	3.2	3.2	3.5	3.8							
Inflatie (%)	2013	2014e	2015e	2016e	10j-rente	23/01/2015	30/01/2015	+3M	+12M	2015e	2016e
Verenigde Staten	1.5	1.6	1.0	1.8	VS Treasury	1.79	1.64	2.1	2.7	2.7	3.4
Eurozone	1.3	0.5	0.2	1.5	Duitse Bund	0.37	0.31	0.5	1.0	1.0	1.5
Japan	0.3	2.8	1.0	1.4	Euro sw ap rente	0.68	0.67	0.7	1.2	1.2	1.7
Verenigd Koninkrijk	2.6	1.5	1.1	1.9	Japans overheidspapier	0.25	0.28	0.5	0.7	0.7	1.0
China	2.6	2.0	2.0	2.5	VK gilts	1.48	1.33	1.5	2.4	2.7	3.2
Nederland	2.6	0.3	0.3	1.5							
Wereld	4.3	4.0	3.5	3.7							
Beleidsrente	30/01/2015	+3M	2015e	2016e	Wisselkoersen	23/01/2015	30/01/2015	+3M	+12M	2015e	2016e
Federal Reserve	0.25	0.25	1.00	3.00	EUR/USD	1.12	1.13	1.17	1.10	1.10	1.00
ECB	0.05	0.05	0.05	0.05	USD/JPY	117.8	117.5	122	130	130	140
Bank of Japan	0.10	0.10	0.10	0.10	GBP/USD	1.50	1.50	1.44	1.41	1.41	1.33
Bank of England	0.50	0.50	1.00	2.00	EUR/GBP	0.75	0.75	0.81	0.78	0.78	0.75
People's Bank of China	5.60	5.35	5.10	5.10	USD/CNY	6.23	6.25	6.23	6.27	6.20	6.27

Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau.

Lees meer van het Economisch Bureau op: 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 hierboven 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.

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 relatiemanager 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