

1 februari 2016

Quo vadis centrale banken?

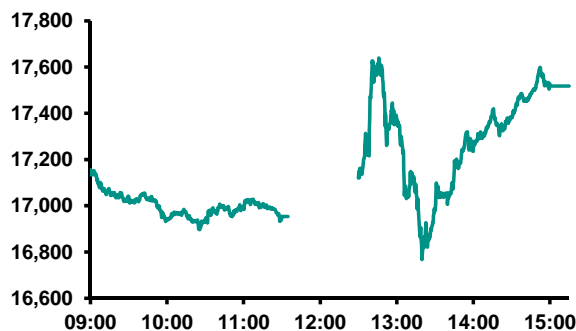
Han de Jong
 Chief Economist
 Tel: 020 628 42 01
 han.de.jong@nl.abnamro.com

- **De Japanse aandelenmarkt leek niet te weten wat zij aan moest met de nieuwste zet van de BoJ: negatieve rentes**
- **Verslechtering van de huidige situatie en de vooruitzichten rechtvaardigt extra stimuleringsmaatregelen van de centrale banken**
- **In de eurozone neemt het vertrouwen in de economie af. Dit is ongewenst en moet goed in de gaten worden gehouden.**

De Japanse centrale bank (BoJ) verraste na haar beleidsvergadering van afgelopen vrijdag de financiële markten door de rentetarieven voor een deel van de reserves die commerciële banken bij de BoJ aanhouden, te verlagen tot onder nul. De obligatiekoersen veerden op, de yen verloor terrein en de aandelen joeden op en neer: in eerste instantie stegen de koersen in een kwartier met ongeveer 4%, om vervolgens binnen een half uur zo'n 5% te dalen. De rest van de dag werd het verlies weer goedge maakt en de beurs sloot 2,8% in de plus. Technische factoren spelen hierbij mogelijk een rol. Toch dienen beleggers zich volgens mij af te vragen hoe ze verdere stimuleringsmaatregelen van centrale banken moeten beoordelen. Het lijkt alsof beleggers eerst euforisch, toen depressief en ten slotte weer euforisch waren.

Nikkei 225

29 januari 2016



Bron: Bloomberg

Onderstrepen extra maatregelen alleen maar dat de maatregelen niet helpen?

Tot nu toe bevorderde het onconventionele monetaire beleid in diverse landen overwegend het vertrouwen onder beleggers. Zij schuwden het risico minder of, zo u wilt, waren bereid meer risico te nemen. Hierin zou wel eens verandering kunnen

komen nu beleggers met enkele dringende vragen te maken krijgen. Stel je voor dat de ECB haar stimuleringsprogramma uitbreidt (wat we verwachten) en de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve) de rente minder vaak verhoogt dan de voor dit jaar aangekondigde vier stappen (wat we eveneens verwachten). Een vraag is dan: waarom moeten de centrale banken meer onconventionele maatregelen nemen (of in het geval van de Fed, de rente minder snel verhogen dan ze van plan was)? En als alle tot nu toe genomen maatregelen niet toereikend waren, waarom zou meer van hetzelfde dan nu wel helpen? We bevinden ons op onbekend terrein, dus het antwoord op die vragen ligt niet voor het oprapen. Maar laat ik proberen wat antwoorden te geven.

Een paar suggesties

Voor centrale banken was het moeilijk, zo niet onmogelijk, om te bepalen hoe omvangrijk hun onconventionele maatregelen moesten zijn. De meeste centrale banken hebben een *shock-and-awe*-strategie gevolgd. Ze deden liever te veel dan te weinig. Dit soort maatregelen werkt door via verschillende kanalen. Uiteraard via de effectenbeurzen, maar ze moeten ook een directer effect op de reële economie hebben. Het effect op de beurzen is mogelijk groter geweest dan op de reële economie. Wellicht waren de maatregelen niet opgewassen tegen de krachten van schuldreductie en deflatie die in de reële economie werkzaam waren.

Een andere invalshoek is dat de onconventionele maatregelen de ontwikkelde economieën in staat hebben gesteld hun schulden terug te brengen zonder alle negatieve gevolgen die dat gewoonlijk voor de reële economie heeft. Tegenover schuldreductie in de ontwikkelde economieën stond schuldopbouw in de opkomende economieën, maar dat proces begint zich nu om te keren. Deze gedachtegang volgend zou je kunnen concluderen dat de centrale banken van sommige landen hun beleid gewoon moeten voortzetten.

De economische cijfers

Uit de vorige week gepubliceerde vertrouwensindex van de Europese Commissie bleek dat het vertrouwen in de economie van de eurozone in januari vrij sterk is gedaald, van 106,7 naar 105,0.

Economisch sentiment in eurozone



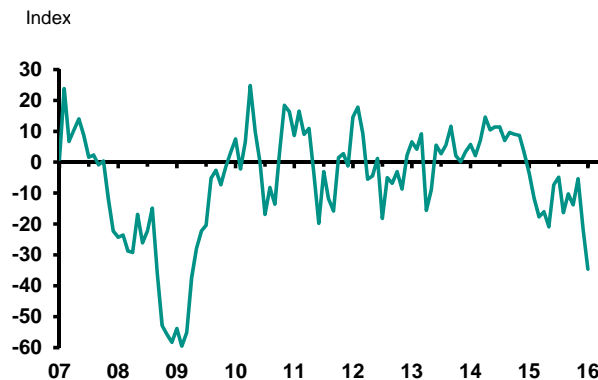
Bron: Bloomberg

Deze index laat sinds eind 2012, met een paar korte onderbrekingen, een stijgende lijn zien. Het is niet duidelijk waar de daling van januari precies aan te wijten is. Misschien lijdt het vertrouwen onder de onrust op de financiële markten, misschien begint het bedrijfsleven in de eurozone de negatieve gevolgen van de zwakke opkomende economieën en wereldhandel te voelen. Eén maandcijfer is nog geen trend, maar het is wel iets om goed in de gaten te houden.

Uit de Amerikaanse cijfers komt een economie met twee gezichten naar voren. In december werden er veel nieuwbouwwoningen verkocht, bijna 11% meer dan in november, en de huizenprijzen stijgen nog steeds. Ook de arbeidsmarkt blijft sterk. Het aantal aanvragen van werkloosheidsuitkeringen daalde afgelopen week van 294.000 naar 278.000. Dat is goed nieuws, maar impliceert nog geen breuk met de stijgende lijn sinds oktober. Het meest positieve signaal voor de Amerikaanse economie was misschien wel de PMI voor Chicago. Die bereikte in januari op 55,6 de hoogste stand sinds januari vorig jaar. Ook het consumentenvertrouwen is onverminderd groot.

De energiesector is duidelijk de zwakste sector van de Amerikaanse economie en betaalt de tol van de aanhoudend lage oliepijzen. De Dallas Fed Manufacturing Activity-index daalde in januari sterk naar de laagste stand sinds 2009. De malaise in de energiesector komt ook tot uiting in de investeringen. Energie is een kapitaalintensieve sector, zodat een forse daling van de investeringen ook duidelijk zichtbaar wordt in de investeringen in de totale economie. De orders voor duurzame goederen zakten in december sterk in: -5,1% m-o-m, zeer waarschijnlijk door de sterk afgenomen investeringen in energie.

US Dallas Fed Manufacturing Activity



Bron: Bloomberg

De Amerikaanse economie vertoonde wat tegenvallers en wat meevallers en het is dan ook niet vreemd dat de BBP-groei in het vierde kwartaal nauwelijks afweek van de verwachtingen. Dat de economie in totaal slechts +0,7% op jaarbasis is gegroeid, is natuurlijk teleurstellend, maar wel min of meer zoals werd verwacht. De details van het rapport bevatten geen verrassingen. De voorraadvorming en het handelssaldo leverden een sterk negatieve bijdrage aan de groei, de investeringen in bedrijfsinfrastructuur een iets kleinere, maar nog altijd negatieve bijdrage. Het negatieve effect van de voorraadvorming is per definitie tijdelijk.

Sommigen beginnen al weer te spreken over een mogelijke recessie in de VS. Dat lijkt mij zeer voorbarig, zeker op de korte termijn. De fundamentele factoren zijn simpelweg te gunstig voor een recessie. Het is waarschijnlijker dat de groei in de loop van het jaar geleidelijk weer aantrekt.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren											
BBP-groei (%)	2014	2015	2016e	2017e	3M interbank rente	22/01/2016	29/01/2016	+3M	+12M	2016e	2017e
Verenigde Staten	2.4	2.4	2.0	2.1	Verenigde Staten	0.62	0.61	0.7	1.3	1.3	2.4
Eurozone *	0.9	1.5	1.6	1.9	Eurozone	-0.15	-0.16	-0.25	-0.35	-0.35	-0.35
Japan *	-0.1	0.7	1.0	0.6	Japan	0.17	0.17	0.2	0.2	0.2	0.2
Verenigd Koninkrijk	2.9	2.2	2.2	2.6	Verenigd Koninkrijk	0.59	0.59	0.6	0.9	0.9	2.0
China	7.3	6.9	6.5	6.0							
Nederland *	1.0	2.0	2.0	2.1							
Wereld *	3.4	3.1	3.3	3.6							
Inflatie (%)	2014	2015	2016e	2017e	10j-rente	22/01/2016	29/01/2016	+3M	+12M	2016e	2017e
Verenigde Staten	1.6	0.1	1.6	1.8	VS Treasury	2.05	1.93	2.1	2.5	2.5	2.8
Eurozone *	0.4	0.0	0.2	1.7	Duitse Bund	0.49	0.34	0.4	0.8	0.8	1.5
Japan*	2.8	0.8	1.0	1.9	Euro sw ap rente	0.79	0.68	0.7	1.0	1.0	1.7
Verenigd Koninkrijk	1.5	0.0	0.6	2.0	Japans overheidspapier	0.24	0.11	0.2	0.4	0.4	0.6
China	2.0	1.4	2.0	2.5	VK gilts	1.71	1.56	2.0	2.0	2.0	3.0
Nederland	0.3	0.2	0.6	1.6							
Wereld *	3.8	3.6	3.9	3.7							
Beleidsrente	29/01/2016	+3M	2016e	2017e	Wisselkoersen	22/01/2016	29/01/2016	+3M	+12M	2016e	2017e
Federal Reserve	0.50	0.50	1.25	2.25	EUR/USD	1.08	1.08	1.05	1.00	1.00	1.10
ECB	0.05	0.05	0.05	0.05	USD/JPY	118.8	121.1	120	130	130	120
Bank of Japan	0.10	0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.43	1.42	1.40	1.33	1.33	1.57
Bank of England	0.50	0.50	0.75	1.75	EUR/GBP	0.76	0.76	0.75	0.75	0.75	0.70
People's Bank of China	4.35	4.10	3.85	3.85	USD/CNY	6.58	6.58	6.55	6.70	6.70	6.60

Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau.

* 2015 raming

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

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.

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 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