

## Zwaar weer voor Europese economie

**Auteur(s):**

Vrij, G.L.J., de  
Hoofd beleggingsstrategie & research, Philips Pensioenfonds/Schootse Poort Vermogensbeheer.

**Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4312, pagina 472, 1 juni 2001

**Rubriek:**

**Trefwoord(en):**

rentebeleid

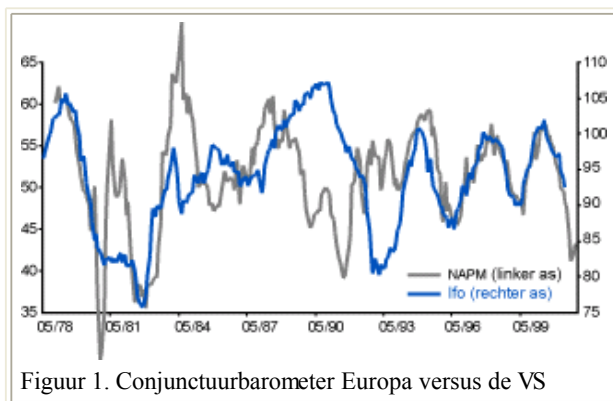
*De Europese conjunctuur loopt doorgaans zes maanden achter op die van de Verenigde Staten. Daarom is het goed het rentebeleid van de Fed te observeren. Wat moet de ECB doen?*

De Europese Centrale Bank effectueerde onlangs een kleine renteversoepeling van 25 basispunten. De bank heeft zich lange tijd hevig verzet tegen een door de financiële markten zo gewenste renteversoepeling. Als reden droeg zij aan dat de Europese economie voldoende groot en gesloten is om autonoom te kunnen groeien. Met een groeivoorzicht dat nauwelijks onder de potentiële groei ligt en een onbevredigend inflatiebeeld werd de boot afgehouden. De ECB kan zich echter wel eens vergissen in haar terughoudendheid en de kans verspelen om eerder dan de Federal Reserve de neerwaartse conjunctuur te dempen.

### Conjunctuurindicatoren

Zowel de Verenigde Staten als Europa heeft een veelheid aan conjunctuurindicatoren, maar de meest populaire en betrouwbare reeksen zijn de Amerikaanse enquête onder inkoopmanagers (National Association of Purchasing Managers, NAPM) en de conjunctuurenquête van het Duitse Ifo (Institut für Wirtschaftsforschung). Beide reeksen hebben een zeer hoge correlatie met bbp-kwartaalcijfers die in het algemeen veel later uitkomen en meerdere malen worden herzien.

[figuur 1](#) toont de samenhang tussen beide conjunctuurbarometers, waarbij opvalt dat met name vanaf 1994 een zeer scherpe koppeling bestaat. Hierbij loopt de VS niet minder dan zes maanden voor op Duitsland en Europa.



Ook de periode tot ruwweg 1989 vertoont een grote samenhang, ondanks de volatiliteit van beide series. Tot 1989 zorgden globale schokken voor een gelijkgerichte conjunctuur en monetaire beleidsyclus. Na 1989 werd het gelijkgerichte conjunctuurritme flink verstoord door de conjunctuurhousse in Duitsland die volgde op de expansieve Duitse eenwording, terwijl de VS te kampen had met een officiële recessie en een spaarbankencrisis. Terwijl de Bundesbank de monetaire teugels aanhaalde, versoepelde de Federal Reserve fors om via een lage rente en steile yieldcurve de economie uit het slop te trekken.

Tot begin 1994 kampte de VS vervolgens met een 'triple-dip' conjunctuurgolf en pas begin 1994 ging de economie echt uit de startblokken om vervolgens de langste na-oorlogse conjunctuurhousse door te maken. Duitsland en Europa kampten met de nasleep van de Duitse eenwording en ondervonden de problemen van de monetaire eenwording, waarbij verscheidene EMS-devaluaties de conjunctuur bleven plagen en de Bundesbank een krap monetair beleid voerde. Zoals te zien is komen de Europese en Amerikaanse economie na 1994 weer in de juiste cadans en neemt de VS Europa mee in haar slijpstream. Een acceleratie van globalisering leidt tot steeds hogere correlaties van aandelenbeurzen en internationale bedrijvigheid.

### Afkoeling

Het tij is nu gekeerd en de Amerikaanse economie is ongekend scherp afgekoeld, gedreven door monetaire verkrapping, een geringe

energieschok en een implosie van de *tech bubble*. De Federal Reserve heeft wat te laat, maar wel agressief gereageerd met een monetaire versoepeling van 250 basispunten en er ligt meer in het verschiet. Via alerte conjunctuuranalyse wordt de vinger aan de pols gehouden en vindt er een pro-actieve interactie plaats met financiële markten. De leden van het beleidscomité van de Fed beheersen de kunst van het afgeven van consistente signalen en Alan Greenspan informeert de markten over de toekomstige monetaire koers via goed doortimmerde speeches. Het ECB-beleid contrasteert hiermee. Het blijft een probleem dat de signalen die worden afgegeven door de diverse directieleden van de ECB lang niet altijd eenduidig zijn. Bovendien zijn de notulen niet openbaar, in tegenstelling tot die van de Fed, de Bank of Japan en de Bank of England.

Ondanks een geleidelijke verschuiving naar meer conjuncturele ongerustheid focust de ECB zich nog vrijwel uitsluitend op de huidige inflatiedruk en een ontkenning dat Europa afstevent op een echt gevoelige afkoeling van de economie. [figuur 1](#) spreekt echter boekdelen en de recente scherpe en voor de markt onverwachte daling van de Ifo-indicator van 93,9 naar 92,5 is nog steeds volledig in lijn met de waargenomen correlatie. Vrijwel geen enkele econoom verwacht momenteel een daling van de Ifo-indicator naar een recessieniveau van 85. Een dergelijke ontwikkeling zou zonder meer leiden tot een scherpe versoepeling van het Europese rentebeleid. De Fed begon in januari en de ECB is nu met vier maanden vertraging uiterst voorzichtig gestart. Gezien de zes maanden vertraging waarmee de Europese conjunctuur de Amerikaanse volgt, wordt er effectief twee maanden eerder actie ondernomen dan door de Fed. De nu doorgevoerde renteverlaging van 25 basispunten valt echter in het niet bij de 250 basispunten van de Fed.

### Vooruitblik

Financiële markten kijken ver vooruit en via de driemaands futuresmarkt kunnen we afleiden waarop ze anticipeert. Aan het begin van dit jaar verwachtte de markt een agressieve Amerikaanse renteversoepeling. Ze heeft in feite reeds meer gekregen dan verwacht. Volgens de markt is de Fed min of meer klaar en staat een nieuwe opgaande conjunctuurgolf reeds voor de deur. Ook het opveren van de aandelenmarkt wijst hierop. Volgens de rentemarkt ligt het conjuncturele dieptepunt in de VS in september, daarna moeten de monetaire teugels al weer worden aangehaald. Voor Europa wordt een versoepeling ingeprijsd van slechts 25 basispunten, met een dieptepunt rond maart 2002, alweer precies zes maanden later dan de vs. Bij tegenvallend Europees conjunctuurnieuws, zoals een Ifo-indicator die ver beneden de negentig duikt, zal de markt haar huidige verwachtingspatroon zonder twijfel bijstellen en een scherpere ECB-versoepeling inprijzen.

### Mandaat ECB versus Fed

Een belangrijke reden waarom de ECB minder voortvarend is dan de Fed komt doordat de ECB in feite alleen een inflatiemandaat heeft, terwijl de Fed onder deze randvoorwaarde ook volledige werkgelegenheid nastreeft. Zo kijken beide centrale banken op compleet verschillende wijze naar de geldgroei. De ECB streeft een zeer gematigde geldgroei na omdat deze zich op lange termijn vertaalt in inflatie. De Fed wordt normaal gesproken juist zenuwachtig als de geldgroei verzwakt aangezien een dichtslibbende kredietkraan uiterst gevaarlijk is voor de economie. De ECB rechtvaardigde haar recente renteverlaging door te wijzen op meetproblemen ten aanzien van de geldgroei (één procent overschatting), maar leek daarmee te maskeren dat haar ongerustheid over het economische klimaat was toegenomen na onverwacht zwakke cijfers voor industriële productie en orders. De zwakte van de Ifo-indicator geeft aan dat er nog veel meer tegenvallers op komst zijn.

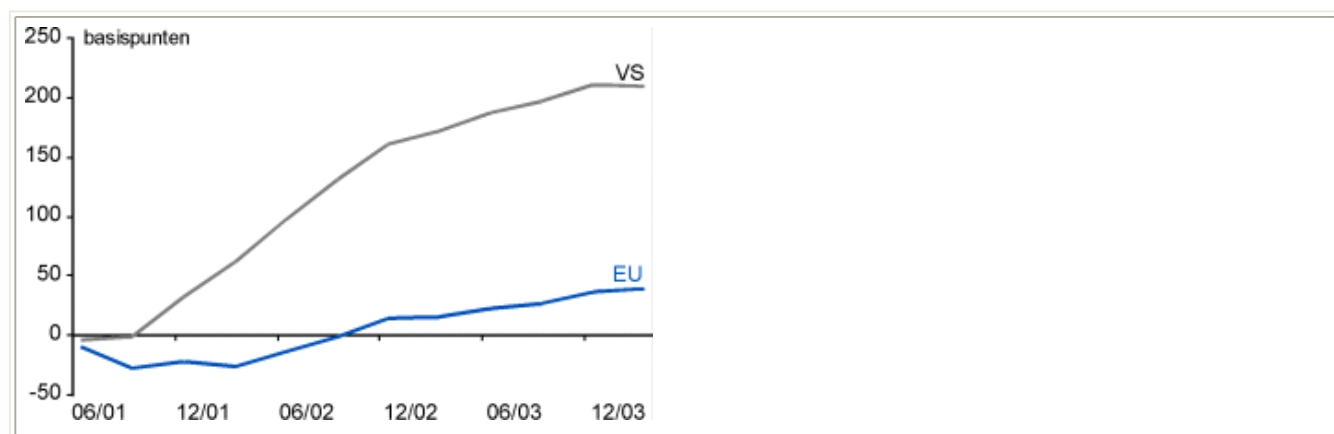
### Inflatie

Inflatie is een trage economische variabele. Hoe zwakker de conjunctuur, hoe geringer de opwaartse prijsdruk op consumptiegoederen. Europa heeft in totaal een relatief gematigde inflatiedruk van 2,9 procent, alhoewel er vervelende uitschieters zijn, zoals in Nederland met een Europees geharmoniseerd cijfer van 5,3 procent. De belangrijkste krachten zijn de hoge wereldenergieprijzen, verhoogde btw- en ecotakstarieven, BSE en mond- en klauwzeer en, last but not least, de zwakke euro. In al deze krachten lijkt de top te zijn bereikt en vooruitblikkend lijkt de inflatie dan ook tanende. Op één variabele lijkt de ECB direct invloed te kunnen hebben en dat is de euro. Zoals zij zelf vaak aangeeft wordt deze gedreven door prospectieve groeiverschillen tussen Europa en de rest van de wereld. Er kan dan ook geconcludeerd worden dat een dogmatisch of restrictief monetair beleid alleen maar schade kan berokkenen via een nog zwakkere euro en dus meer geïmporteerde inflatie. Zo bijt zij zichzelf in de staart.

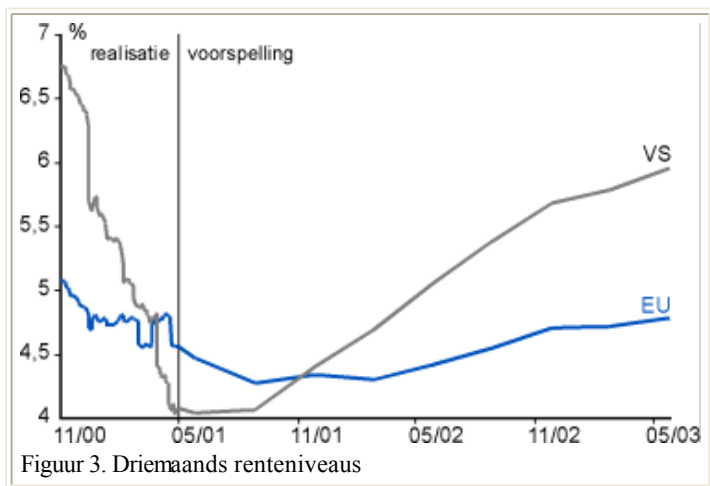
### Conclusie

Het strikte inflatiemandaat van de ECB staat monetaire voortvarendheid wellicht in de weg, maar met een prospectieve bril op zou de ECB het inflatierisico wel kunnen nemen en het voordeel van de vertraagde conjunctuurencyclus uitbuiten. Met slechts 25 basispunten komen we er echter niet.

Zie ook [figuur 2](#) en [figuur 3](#)



Figuur 2. Verwachte monetaire versoepeling, zoals blijkt uit het verschil tussen de prijs versus spotprijzen, driemaands futures versus spot



Figuur 3. Driemaands renteniveaus