

12 mei 2017

## Het loopt zoals we hadden voorzien

---

Han de Jong  
Chief Economist  
Tel.: +31 20 628 42 4201  
han.de.jong@nl.abnamro.com

---

- **Harde cijfers eurozone zien er beter uit**
- **Vertrouwen in is VS afgenomen, maar onderliggende groei blijft stabiel**
- **Groei in China vertraagt, maar binnenlandse groei is elders sterk genoeg om dit op te vangen**

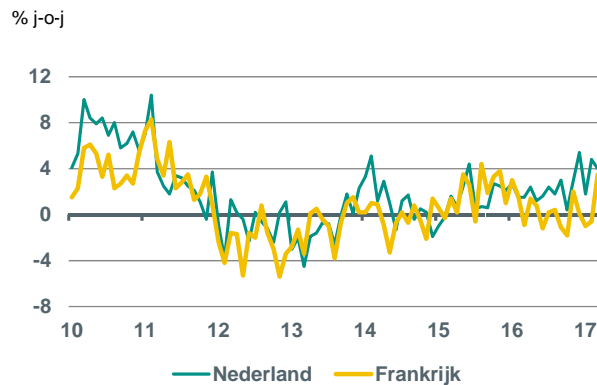
De laatste paar kwartalen wordt de wereldeconomie gekenmerkt door uitzonderlijke sterke vertrouwensindicatoren in een uitzonderlijk groot aantal landen, terwijl de harde cijfers achterblijven. ik heb het hier al vaker gezegd: de ongekende kracht van indices over een breed front rechtvaardigt de verwachting dat de harde cijfers zullen volgen. De wereldwijde conjunctuurverbetering wordt gestimuleerd door diverse factoren. Een belangrijke aanjager is de verbetering in China, die zich vertaalt in een sterkere groei van de wereldhandel.

### **Vertrouwen in VS is afgenomen, maar onderliggende groei blijft stabiel**

In dit beeld komt langzaam maar zeker verandering. De Amerikaanse vertrouwensindicatoren zijn onlangs gedaald. Dat is niet zo erg als het klinkt, want het vertrouwen kan niet eindeloos blijven stijgen en de huidige stand wijst nog altijd op gedegen groei. Het zwakke BBP-cijfer over het eerste kwartaal geeft volgens ons geen juist beeld van de onderliggende economische situatie. Het kan dan ook bijna niet anders of het tweede kwartaal wordt aanzienlijk beter. Zowel op de arbeidsmarkt als op de woningmarkt is de krapte verder toegenomen. Diverse indicatoren wijzen ook op aantrekkelijke bedrijfsinvesteringen.

### **Harde cijfers in eurozone zijn verbeterd**

In de eurozone daarentegen vertonen de vertrouwensbarometers nog steeds een stijgende lijn. Belangrijker is echter dat nu ook de harde cijfers de weg omhoog hebben gevonden. De fabrieksorders zijn in Duitsland de laatste maanden fors gegroeid: 3,5% m-o-m in februari en 1,0% in maart. De industriële productie groeit wat minder hard (+1,9% j-o-j in maart). In andere landen ligt het groeitempo hoger: in Italië steeg de industriële productie in maart 2,8% j-o-j. De Franse maakindustrie produceerde in maart 3,5% j-o-j meer en in Nederland bedroeg de stijging zelfs 4,0%. Het door Eurostat gepubliceerde cijfer voor de gehele eurozone viel echter tegen: de totale industriële productie daalde in maart met 0,1% m-o-m, na ook in februari al met 0,1% te zijn gedaald. De grote boosdoener was de energiesector met een daling van 3,2% m-o-m en 4,8% j-o-j. Andere sectoren deden het beter: halffabricaten +3,2% j-o-j, kapitaalgoederen +2,7% j-o-j, duurzame consumptiegoederen +4,1% j-o-j en niet-duurzame consumptiegoederen +1,7% j-o-j.

**Productie verwerkende industrie**

Bron: Bloomberg

Het Duitse BBP is in het eerste kwartaal met 0,6% k-o-k gestegen, iets meer dan de 0,4% van het kwartaal daarvoor. Het reële BBP was 2,9% hoger dan in het eerste kwartaal van 2016, maar dat cijfer is geflatteerd door kalendereffecten. Gecorrigeerd hiervoor is het BBP met 1,7% j-o-j gegroeid. Volgens het Statistisches Bundesamt kwam de groei vooral op het conto van de bouw en de bedrijfsinvesteringen, al zijn geen details bekendgemaakt. Er hadden 1,5% meer mensen werk dan een jaar daarvoor. Allemaal goed nieuws dat erop wijst dat de harde cijfers in de eurozone verbeteren, zoals wij ook hadden verwacht.

**Chinese handelscijfers bevestigen teruglopende vertrouwensindices**

De groeiversnelling van de Chinese economie was een belangrijke aanjager van de sterkere groei van de wereldeconomie en het is dan ook zaak de ontwikkelingen in China goed in de gaten te houden. Dat is eens te meer van belang omdat de Chinese beleidsmakers maatregelen tegen mogelijke financiële instabiliteit hebben genomen. Die maatregelen moeten de kredietgroei remmen. Op middellange termijn is dat verstandig, maar het kan de economische groei drukken. Uit diverse barometers is gebleken dat het ondernemersvertrouwen in april flink gedaald is. De onlangs gepubliceerde handelscijfers voor april wijzen eveneens op groeivertraging. De groei van de invoer (in USD) daalde van 20,3% j-o-j in maart naar 11,9% in april. In hoeverre moeten we hieraan echter belang hechten? Om dat te bepalen, moeten we bedenken dat de Chinese economie in het eerste kwartaal erg hard is gegroeid en dat het te verwachten viel dat de groei wat zou teruglopen. De Chinese valutareserves namen in april toe met circa USD 20 miljard. Dit wijst erop dat het de autoriteiten is gelukt de sterke kapitaaluitstroom van een paar maanden geleden te keren. Dat is gunstig voor de stabiliteit.

**Binnenlandse groei is elders sterk genoeg om groeivertraging China op te vangen**

Ik schat in dat de wereldeconomie in staat is om een groeivertraging in China het hoofd te bieden. In veel grote economieën trekt namelijk de binnenlandse groei aan en dit wordt in de rest van 2017 de belangrijkste groeiaanjager.

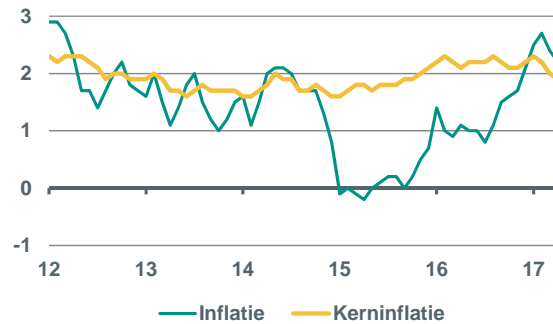
**Inflatie gaat stijgen, maar niet hard**

In veel landen neemt de inflatiedruk heel langzaam toe. De totale inflatie zou de komende maanden wat kunnen dalen als gevolg van basiseffecten, met name door veranderingen in de olieprijs. Maar in veel landen groeit de economie sneller dan

trendmatig en worden capaciteitsoverschotten kleiner. Daardoor neemt de onderliggende inflatiedruk waarschijnlijk toe. Toch zullen overcapaciteit en technologische ontwikkelingen wereldwijd de inflatiestijging waarschijnlijk beperkt houden. Dat blijkt uit de Amerikaanse inflatiecijfers over april. De totale inflatie steeg met 0,2% m-o-m, de kerninflatie slechts met 0,1%. De j-o-j-cijfers waren respectievelijk 2,2% en 1,9%, iets minder dan de 2,4% en 2,0% in maart.

### VS inflatie

% j-o-j



Bron: Bloomberg

### Centrale banken zijn langzaam op weg naar 'normalisering' van hun beleid

Onder deze omstandigheden is het waarschijnlijk dat de centrale banken hun beleid geleidelijk 'normaliseren'. In het geval van de Fed betekent dit dat de rente wordt verhoogd. Voor dit jaar voorzien we nog twee rentestappen. De discussie over balansverkorting door de Fed duurt voort, al worden er op dit punt voorlopig geen drastische maatregelen verwacht.

De ECB maakt ongetwijfeld het lopende opkoopprogramma af, maar de indicatie van het toekomstig beleid zal in de loop van het jaar waarschijnlijk veranderen. Binnenkort wordt naar alle waarschijnlijkheid de easing bias, de neiging tot verruiming, uit de communicatie geschrapt en aangekondigd dat de steunaankopen vanaf 2018 langzaam verminderen. Een renteverhoging zit er vóór de tweede helft van 2018 in Europa niet in.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren											
BBP-groei (%)	2015	2016	2017e	2018e	3M interbank rente	05/05/2017	12/05/2017	+3M	2017e	+12M	2018e
Verenigde Staten	2.6	1.6	2.3	2.5	Verenigde Staten	1.18	1.18	1.40	1.70	1.95	2.40
Eurozone	1.9	1.7	1.8	1.6	Eurozone	-0.33	-0.33	-0.35	-0.35	-0.35	-0.20
Japan	1.2	1.0	1.0	0.8	Japan	0.06	0.06	0.00	-0.10	-0.10	-0.10
Verenigd Koninkrijk	2.2	1.8	1.7	1.6	Verenigd Koninkrijk	0.32	0.31	0.40	0.40	0.40	0.40
China	6.9	6.7	6.5	6.0							
Nederland	2.0	2.1	2.4	1.7							
Wereld	3.5	3.1	3.5	3.6							
Inflatie (%)	2015	2016	2017e	2018e	10j-rente	05/05/2017	12/05/2017	+3M	2017e	+12M	2018e
Verenigde Staten	0.1	1.3	2.5	2.5	VS Treasury	2.35	2.33	2.50	2.90	3.00	2.80
Eurozone	0.0	0.2	1.6	1.5	Duitse Bund	0.41	0.39	0.50	1.00	1.10	1.40
Japan	0.8	-0.1	0.7	1.0	Euro sw ap rente	0.86	0.81	1.00	1.30	1.40	1.60
Verenigd Koninkrijk	0.0	0.7	2.7	2.5	Japans overheidspapier	0.02	0.04	0.07	0.00	0.00	0.00
China	1.4	2.0	2.0	2.5	VK gilts	1.12	1.09	1.20	1.70	1.80	1.90
Nederland	0.2	0.1	1.6	1.5							
Wereld	2.9	2.9	3.3	3.2							
Beleidsrente	12/05/2017	+3M	2017e	2018e	Wisselkoersen	05/05/2017	12/05/2017	+3M	2017e	+12M	2018e
Federal Reserve	1.00	1.25	1.50	2.25	EUR/USD	1.10	1.09	1.05	1.10	1.15	1.20
European Central Bank	-0.40	-0.40	-0.40	-0.30	USD/JPY	112.7	113.3	117	110	110	105
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.30	1.29	1.25	1.25	1.30	1.35
Bank of England	0.25	0.25	0.25	0.25	EUR/GBP	0.85	0.85	0.84	0.88	0.88	0.89
People's Bank of China	4.35	4.35	4.35	4.35	USD/CNY	6.91	6.90	6.95	7.00	7.05	7.10

Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau.

## DISCLAIMER

This document has been prepared by ABN AMRO. It is solely intended to provide financial and general information on economics. The information in this document is strictly proprietary and is being supplied to you solely for your information. It may not (in whole or in part) be reproduced, distributed or passed to a third party or used for any other purposes than stated above. This document is informative in nature and does not constitute an offer of securities to the public, nor a solicitation to make such an offer.

No reliance may be placed for any purposes whatsoever on the information, opinions, forecasts and assumptions contained in the document or on its completeness, accuracy or fairness. No representation or warranty, express or implied, is given by or on behalf of ABN AMRO, or any of its directors, officers, agents, affiliates, group companies, or employees as to the accuracy or completeness of the information contained in this document and no liability is accepted for any loss, arising, directly or indirectly, from any use of such information. The views and opinions expressed herein may be subject to change at any given time and ABN AMRO is under no obligation to update the information contained in this document after the date thereof.

Before investing in any product of ABN AMRO Bank N.V., you should obtain information on various financial and other risks and any possible restrictions that you and your investments activities may encounter under applicable laws and regulations. If, after reading this document, you consider investing in a product, you are advised to discuss such an investment with your relationship manager or personal advisor and check whether the relevant product – considering the risks involved – is appropriate within your investment activities. The value of your investments may fluctuate. Past performance is no guarantee for future returns. ABN AMRO reserves the right to make amendments to this material.

© Copyright 2017 ABN AMRO Bank N.V. and affiliated companies ("ABN AMRO")