

8 augustus 2016

Vanaf nu moet het beter gaan

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

- **Wereldeconomie groeit in ongeveer trendmatig tempo**
- **Economische groei VS valt tegen in H1, maar zou moeten aantrekken**
- **Groei eurozone zal zich stabiliseren rond niveau van afgelopen tijd**
- **Negatieve risico's overheersen door politieke onzekerheden**
- **Britse centrale bank reageert op Brexit-referendum**

De wereldeconomie groeit nog steeds in een bescheiden tempo, dicht bij de trendmatige groei. Dit is niet spectaculair en is, gegeven de stimuleringsmaatregelen van centrale banken, eigenlijk teleurstellend. Maar het is geen ramp. Waarschijnlijk toont het aan hoe moeilijk het voor de wereldeconomie is om zich te herstellen van de neergang die werd veroorzaakt door de financiële crisis. Het trage herstel is waarschijnlijk ook te wijten aan allerlei andere factoren. Denk aan de toegenomen ongelijkheid binnen veel economieën en de politieke onzekerheden, waardoor grote ondernemingen zich afwachtend opstellen. Bovendien hebben structurele veranderingen die voortvloeien uit technologische ontwikkelingen, mogelijk een (tijdelijk?) remmend effect op de wereldwijde groei.

Industriële productie gaat aantrekken

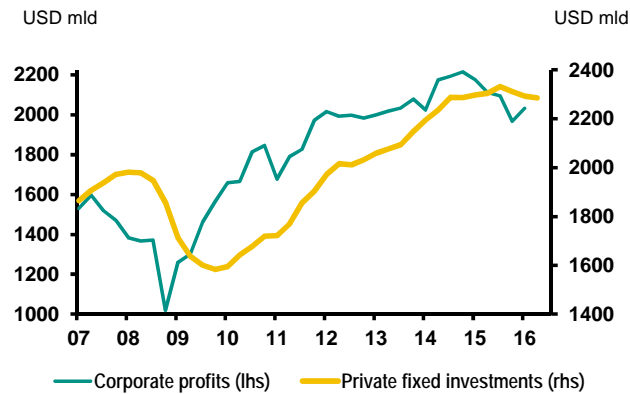
Een belangrijk kenmerk van de mondiale conjunctuur in de afgelopen kwartalen was de zwakte van de industrie. Recente vertrouwensindicatoren geven echter aan dat de industriële sector in vele landen iets aan kracht wint. Dit geldt met name voor een aantal Aziatische landen en de VS, al zijn de cijfers nog wisselend.

De BBP-groecijfers voor de VS over de afgelopen paar jaar zijn onlangs bijgesteld. Het absolute niveau van het BBP in 2015 is met ongeveer 0,5% naar boven bijgesteld, maar het groeitempo in de afgelopen kwartalen, met name het vierde kwartaal van 2015 en het eerste kwartaal van 2016, is verlaagd. Ook viel het groeitempo in het tweede kwartaal tegen: 1,2% op jaarbasis, wat slechts half zo hoog is als werd verwacht.

De samenstelling van de groei werpt een interessant licht op de onderliggende ontwikkelingen. De consumptieve bestedingen vertoonden een sterke groei van 4,2%. De tegenvallende totale BBP-groei is vooral terug te voeren op de private investeringen. De investeringen in vaste activa daalden met 3,2% en kwamen daarmee voor het derde kwartaal op rij lager uit. Dit is waarschijnlijk grotendeels de schuld van de energiesector. Daarnaast zijn de investeringen in vaste activa gecorreleerd aan de ondernemingswinsten. Volgens cijfers uit de nationale

rekeningen daalden deze in het vierde kwartaal van 2015 met bijna 12% j-o-j (ook deels als gevolg van de ontwikkeling in de energiesector). Positief is dat de winsten in het eerste kwartaal van 2016 stegen met 3,4%. Als deze trend zich voortzet, zullen de investeringsuitgaven binnen niet al te lange tijd verbeteren.

Ondernemingswinsten VS vs. private investeringen in vaste activa



Bron: Bloomberg

Voorraden VS veranderen van rem in motor

De BBP-groei werd vooral geremd door de 'voorraadmutatie', die een negatief effect van 1,2% had. Dit was het vijfde kwartaal op rij waarin de voorraden een negatieve bijdrage aan de groei leverden. Dat is ongebruikelijk. De vorige keer dat dit vijf kwartalen op rij gebeurde, was in 1957. Bovendien verlaagden ondernemingen hun voorraadniveaus terwijl de economie groeide. Dat is ook ongebruikelijk. Normaal krimpen de voorraden in tijden van een recessie. Het is niet duidelijk waar dit gedrag uit voortkomt. De krimpende voorraden verklaren niet alleen de teleurstellende BBP-groei, maar waarschijnlijk ook de tegenvallende groei van de industriële productie die is achtergebleven bij de toename van de onderliggende vraag binnen de economie.

Dit heeft een duidelijke positieve kant. Bedrijven kunnen niet tot in het oneindige hun voorraden verlagen. De voorraadcyclus zal heel waarschijnlijk binnenkort omslaan. Recente negatieve ontwikkelingen zullen dan plaats maken voor positieve ontwikkelingen. De BBP-groei wordt dan gestimuleerd, niet afgeremd. En de industriële productie zal dan sneller groeien dan de vraag. De cijfers zullen er dan ineens veel beter uitzien. Mijn conclusie is dat de BBP-groei in de VS de rest van het jaar veel sterker zal zijn.

De banencijfers (exclusief de agrarische sector) voor juli waren overtuigender dan verwacht. Dat is goed nieuws. Na een terugval in de periode maart-mei was de werkgelegenheidsgroei in juni en juli veel beter. Als deze verbetering doorzet, dan betekent dit dat de economie sterker is dan de BBP-cijfers doen vermoeden en dat de groei van de particuliere consumptie fors blijft.

Fed blijft voorzichtig

Dat wil niet zeggen dat de Fed op korte termijn weer tot verkrapping overgaat. De internationale situatie lijkt tot rust te zijn gekomen, maar blijft kwetsbaar. En de Fed zal eerst tekenen willen zien die aangeven dat de sterkere groei standhoudt, voordat

zij tot actie overgaat. Uit de Senior Loan Officers Opinion Survey van juli blijkt dat banken hun kredietvoorwaarden voor ondernemingen aanscherpen. Dat is niet gunstig voor de groei en ik verwacht daarom dat de Fed voorzichtig blijft. Bovendien is het uitblijven van een significante versnelling van de inflatie opmerkelijk en geeft dit aan dat de Fed geen haast hoeft te maken.

Wij zijn al lang van mening dat de Fed de rente dit jaar niet verhoogt. Als ons optimistischer scenario voor het tweede halfjaar uitkomt, komen er volgend jaar waarschijnlijk verschillende renteverhogingen. Ik zie geen reden om die visie bij te stellen, al moet ik toegeven dat een rentestap tegen het eind van dit jaar niet helemaal kan worden uitgesloten.

Eurozone moddert voort; ECB gaat waarschijnlijk nog iets meer doen

De economie van de eurozone moddert voort. Het onderliggende groeitempo ligt waarschijnlijk iets boven het trendmatige niveau. Daardoor kan de arbeidsmarkt langzaam aantrekken en kunnen de overheidsfinanciën iets verbeteren.

De inflatie blijft onder het streefniveau van de ECB en de recente zwakte van de olieprijs helpt niet echt om de inflatie op korte termijn naar een hoger peil te brengen. De kerninflatie blijft niettemin relatief stabiel, net onder de 1,0%. Dat is ook lager dan de ECB graag zou zien, maar niet heel veel. De ECB vaart al een zeer agressieve monetaire koers. Met een deel van de beleidsmaatregelen lijkt ze de financiële markten al te ontwrichten. Daarom zou de ECB kunnen besluiten om nog een paar maanden af te wachten. Wij achten echter nog steeds de kans groter dat de ECB in september nieuwe maatregelen neemt. Verdere renteverlagingen zijn in deze fase niet waarschijnlijk. Wel zal de ECB waarschijnlijk haar kwantitatieve verruimingsprogramma bijstellen, bijvoorbeeld door het bedrag van de maandelijkse obligatieaankopen te verhogen of het programma te verlengen tot ver voorbij de huidige (flexibele) einddatum van maart 2017.

Brexit-risico's zijn symmetrisch

De Britse centrale bank (BoE) heeft tijdens haar meest recente beleidsvergadering de rente verlaagd en de kwantitatieve verruiming opgevoerd. Ik zie dit vooral als een preventieve maatregel. Het is uiterst onzeker hoe de Britse economie zich na het Brexit-referendum gaat ontwikkelen. Tijdens de campagne hielden beide kampen zich bezig met bangmakerij. Volgens degenen die in de EU wilden blijven, zou een vertrek uit de EU het einde van de wereld betekenen en volgens de voorstanders van een vertrek zou een besluit om in de EU te blijven hetzelfde impliceren.

De wereld komt niet zo vaak ten einde. Het is dus verstandig om rustig te blijven en te kijken naar wat we wel en niet weten. We weten dat de toekomstige koers van de Britse economie afhankelijk is van het gedrag van bedrijven en consumenten. Wat we niet weten is hoe ze daadwerkelijk gaan reageren op de verrassende uitslag van het referendum. De indicatoren voor het ondernemersvertrouwen zijn sterk verslechterd. Als dit wordt gevolgd door een vergelijkbare daling van de investeringsuitgaven en de werving van personeel, dan heeft dat ernstige gevolgen voor de economie. Maar één reeks cijfers is nog geen trend. De plotselinge verslechtering van het ondernemersvertrouwen kan een reflexmatige reactie zijn op

de onverwachte uitslag van het referendum en worden gevolgd door een herstel. Theresa May, de nieuwe premier, neemt geen overhaaste stappen en neemt de tijd voor het Brexit-proces. Waarschijnlijk zal er daarom op korte termijn niet veel veranderen aan de dagelijkse gang van zaken binnen de economie. Zeker is dat het pond zwakker is geworden, wat de internationale concurrentiekracht van Britse bedrijven versterkt. De renteverlaging door de BoE en de uitbreiding van de kwantitatieve verruiming hebben de koers van het pond verder gedrukt en stimuleren tevens de economie.

Veel harde 'bewijzen' zijn er sinds het referendum nog niet naar buiten gekomen. Aan de minkant lijkt de belangstelling voor onroerend goed in het Verenigd Koninkrijk te zijn afgenomen. Positief nieuws is echter dat de autoverkopen zich in juli goed hebben ontwikkeld. Uit dit laatste kan worden opgemaakt dat de uitslag van het referendum tot dusver het gedrag van de consument niet heeft beïnvloed.

Mijn conclusie is dat de ontwikkeling van de Britse economie in de komende paar maanden uiterst onzeker blijft. Het ondernemersvertrouwen is de belangrijkste indicator die we in de gaten moeten houden. Als die op het huidige lage niveau blijft, zal dat zeer waarschijnlijk gevolgen hebben voor de bedrijfsinvesteringen. Gezien het positieve effect van het goedkopere pond sterling en van het beleid van de BoE, alsook de geleidelijke aanpak van premier May, blijven de gevolgen van het referendum voor de directe toekomst wellicht heel beperkt. In ons basisscenario gaan we ervan uit dat ondernemingen de investeringsuitgaven gaan verlagen vanwege de onzekere vooruitzichten. Dit leidt dan tot een milde, kortstondige recessie. De risico's met betrekking tot dit scenario zijn symmetrisch: het zou slechter kunnen uitpakken, maar het zou ook best eens veel beter kunnen gaan.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren											
BBP-groei (%)	2014	2015	2016e	2017e	3M interbank rente	29/07/2016	05/08/2016	+3M	2016e	+12M	2017e
Verenigde Staten	2.4	2.6	1.7	1.8	Verenigde Staten	0.76	0.79	0.7	0.7	1	1.5
Eurozone	0.9	1.6	1.3	1.0	Eurozone	-0.30	-0.30	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35
Japan	-0.1	0.6	0.6	0.7	Japan	0.06	0.06	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Verenigd Koninkrijk	3.1	2.2	1.5	0.5	Verenigd Koninkrijk	0.49	0.41	0.3	0.3	0.3	0.3
China	7.3	6.9	6.5	6.0							
Nederland	1.4	2.0	1.5	1.2							
Wereld	3.4	3.1	2.9	3.1							
Inflatie (%)	2014	2015	2016e	2017e	10j-rente	29/07/2016	05/08/2016	+3M	2016e	+12M	2017e
Verenigde Staten	1.6	0.1	1.4	1.9	VS Treasury	1.46	1.58	1.4	1.4	1.6	1.8
Eurozone	0.4	0.0	0.3	1.5	Duitse Bund	-0.12	-0.07	-0.2	-0.2	-0.1	0.1
Japan	2.8	0.8	0.0	1.0	Euro sw ap rente	0.26	0.31	0.4	0.4	0.55	0.6
Verenigd Koninkrijk	1.5	0.0	0.5	2.3	Japans overheidspapier	-0.17	-0.09	-0.2	-0.3	0.2	0.0
China	2.0	1.4	2.0	2.0	VK gilts	0.69	0.67	0.8	0.5	0.3	0.2
Nederland	0.3	0.2	0.2	1.5							
Wereld	3.5	2.9	3.1	3.2							
Beleidsrente	05/08/2016	+3M	2016e	2017e	Wisselkoersen	29/07/2016	05/08/2016	+3M	2016e	+12M	2017e
Federal Reserve	0.50	0.50	0.50	1.25	EUR/USD	1.12	1.11	1.10	1.10	1.1	1.10
European Central Bank	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	USD/JPY	102.1	101.8	100	103	105	110
Bank of Japan	-0.10	-0.30	-0.30	-0.30	GBP/USD	1.33	1.31	1.27	1.20	1.25	1.35
Bank of England	0.25	0.25	0.25	0.25	EUR/GBP	0.84	0.85	0.87	0.92	0.88	0.81
People's Bank of China	4.35	4.35	4.10	3.85	USD/CNY	6.63	6.66	6.70	6.80	6.9	7.00

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 2016 ABN AMRO Bank N.V. and affiliated companies (*ABN AMRO)