

19 december 2016

## Eerst kerst, maar wat daarna?

---

Han de Jong  
Chief Economist  
Tel: 020 628 4201  
han.de.jong@nl.abnamro.com

---

- **Indrukwekkende vertrouwensindicatoren; Veel economieën doen mee**
- **'Harde' cijfers blijven achter, maar dat verandert vermoedelijk**
- **Na de recente renteverhoging verwacht de Fed in 2017 drie nieuwe rentestappen; wij verwachten hetzelfde**

Toen ik een paar maanden geleden beweerde dat de conjunctuur in de mondiale industrie waarschijnlijk zou aantrekken, werd dit ernstig in twijfel getrokken. Na de vertrouwensindicatoren die recentelijk wereldwijd zijn verschenen, loop ik echter met een brede glimlach rond. Voor mijn gevoel kan ik dan ook rustig gaan genieten van een welverdiend kerstdiner. Afgaand op de harde, gerealiseerde, cijfers mag ik echter ook weer niet al te zelfgenoegzaam worden. Wat is er toch aan de hand?

### Indrukwekkende cijfers in de VS

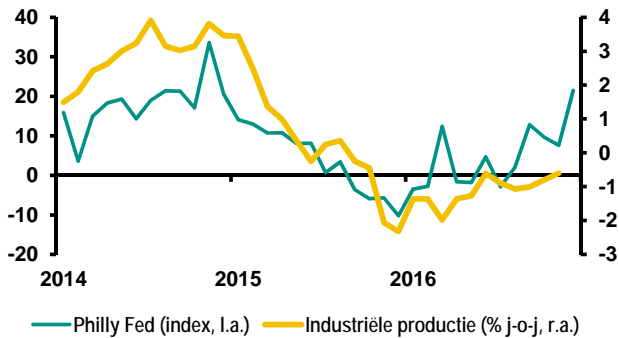
De nieuwste cijfers over het ondernemersvertrouwen waren uitstekend en beter dan verwacht. Dit geldt voor de VS in het bijzonder. Het vertrouwen onder kleinere ondernemers is daar sterk gestegen, van 94,9 in oktober naar 98,4 in november, de op een na hoogste stand sinds begin 2007. Ook het vertrouwen onder woningbouwers is omhooggeschoten, van 63 in november tot 70 in december. Zo hoog is dit cijfer sinds 2005 niet meer geweest! De Empire State Index, die het ondernemersvertrouwen in het district van de New York Fed meet, veerde krachtig. De index sprong van 1,5 november naar 9,0 in december en bereikte daarmee de op een na hoogste score dit jaar. De Philly Fed Index voor het ondernemersvertrouwen in het district van de Philadelphia Fed maakte ook een forse sprong, namelijk van 7,6 in november naar 21,5 in december, de hoogste stand sinds 2014 en ruim boven het historisch gemiddelde voor deze cijferreeks. En tot slot de Markit PMI voor de verwerkende industrie: deze steeg in december licht van 54,1 naar 54,2 en bereikte daarmee het hoogste niveau sinds begin 2015.

### Ook elders zijn de cijfers zeker niet slecht

In andere landen signaleren we een soortgelijke, maar wellicht iets minder overtuigende ontwikkeling van de vertrouwensindicatoren. In de eurozone is de ZEW-index van het vertrouwen onder analisten verbeterd van 15,8 in november tot 18,1 in december. Een goed maar niet heel indrukwekkend resultaat. De Markit PMI voor de verwerkende industrie steeg voor de vierde achtereenvolgende maand, van 53,7 in november naar 54,9 in december, en heeft inmiddels het hoogste niveau ooit bereikt (Bloomberg houdt deze cijferreeks pas begin 2014 bij). Ook in Japan is het

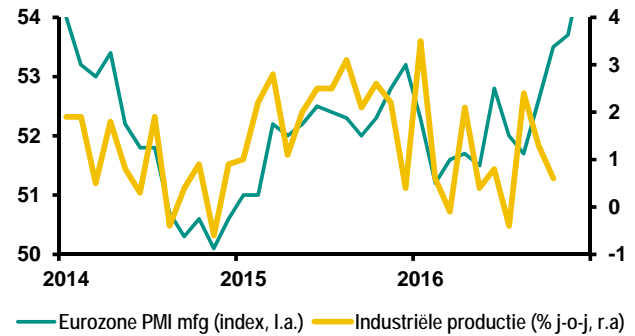
ondernemersvertrouwen de laatste tijd toegenomen, net als in veel andere zowel welvarende als opkomende economieën.

**Philly Fed en industriële productie: grote kloof**



Bron: Bloomberg

**Eurozone PMI & industriële productie: ook grote kloof**



Bron: Bloomberg

**Harde cijfers bevestigen het sterke vertrouwen niet**

Dit patroon van heel positieve vertrouwenscijfers is ongebruikelijk en zou iemand die al enige tijd beweert dat de verwerkende industrie aan kracht gaat winnen, een goed of mogelijk zelfs euforisch gevoel kunnen geven. Waar het in de reële economie om draait, is echter niet het vertrouwen. Nee, het zijn de harde cijfers die tellen, zoals de groei van het BBP, de detailhandelsverkoop, de industriële productie, etc. Maar naar welke indicatoren moeten we dan kijken om te beoordelen hoe relevant de verschillende vertrouwensindicatoren voor de verwerkende industrie zijn? Naar de industriële productie of de productie van de verwerkende industrie. Deze cijfers laten nog steeds een heel zwakke ontwikkeling zien. De industriële productie in de VS is in de loop van het jaar weliswaar licht verbeterd, maar lag in oktober nog altijd 0,6% onder het niveau van vorig jaar, terwijl de productie van de verwerkende industrie slechts 0,1% j-o-j hoger was dan in oktober 2015. In de eurozone bleef de stijging van de industriële productie bescheiden met 0,6% j-o-j in oktober en in Japan was er zelfs sprake van een teleurstellende daling van 1,4%.

**De kloof moet worden gedicht**

Wat is er toch aan de hand en wat staat ons te wachten? Het gebeurt wel vaker dat vertrouwensindicatoren en harde cijfers op de korte termijn iets uiteenlopen, maar het is ongebruikelijk dat het verschil heel groot wordt of langere tijd aanhoudt. De kloof die recentelijk is ontstaan, kan niet oneindig voortduren. Maar welke kant gaat het op: worden de vertrouwensindicatoren zwakker of worden de harde cijfers beter? Waarschijnlijk wordt het van allebei wat, al verwacht ik de grootste bijdrage van een sterkere groei van de productie. De vertrouwensindicatoren, en dan vooral in de VS, zijn mogelijk beïnvloed door de verwachtingen rond de beleidsagenda van Trump als aankomend president. In het algemeen verbeteren eerst de vertrouwensindicatoren en pas daarna de hardere cijfers, maar hier zit in de regel slechts een heel korte periode tussen. Beter productiecijfers zijn ook in overeenstemming met trends die we waarnemen in enkele opkomende economieën, waar de groei van de productie in

de voorbije maanden wat is aangetrokken. De vertrouwensindicatoren verbeteren bovendien in zoveel landen dat dit simpelweg geen toeval kan zijn.

Al met al ga ik met een gerust hart de kerstperiode tegemoet: ik ben redelijk optimistisch dat de hardere cijfers zullen aansluiten bij de recente ontwikkeling van de vertrouwensindicatoren.

#### **De Fed heeft het deze keer wellicht bij het rechte eind**

Toen de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve) vorig jaar december de rente verhoogde, sprak zij de verwachting uit dat de rente in 2016 waarschijnlijk vier keer zou worden verhoogd. Wij kwamen al snel tot de conclusie dat dit niet waarschijnlijk was en gingen uit van maximaal één rentestap. En hiermee zaten wij goed: de rente is dit jaar inderdaad maar één keer verhoogd, en wel pas deze maand. Tot voort kort ging de Fed voor 2017 nog uit van twee rentestappen maar inmiddels heeft zij dit bijgesteld naar drie. Dit is in lijn met de rentevisie die wij al enige tijd huldigen. Een krachtiger economische groei, gedeeltelijk als uitvloeisel van de beleidsagenda van Trump, en een iets hogere inflatie rechtvaardigen naar onze mening een geleidelijke verdere verkrapping van het monetaire beleid. Deze keer zitten wij dus op één lijn met de Fed.

**Dit is de laatste Macro Weekly van dit jaar. Mede namens mijn collega's bij het Economische Bureau van ABN AMRO wil ik hier graag alle lezers bedanken voor de belangstelling die zij hebben getoond voor ons werk. Hopelijk heeft u iets gehad aan onze analyses en commentaren. Ik wens u allen fijne kerstdagen en een gezond en gelukkig 2017.**

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren											
BBP-groei (%)	2015	2016e	2017e	2018e	3M interbank rente	09/12/2016	16/12/2016	+3M	2017e	+12M	2018e
Verenigde Staten	2.6	1.6	2.4	2.7	Verenigde Staten	0.96	1.00	1.00	1.60	1.60	2.20
Eurozone	1.9	1.6	1.4	1.8	Eurozone	-0.32	-0.31	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35
Japan	1.2	0.6	0.7	0.7	Japan	0.06	0.06	0.00	-0.10	-0.10	-0.10
Verenigd Koninkrijk	2.2	2.1	1.7	1.6	Verenigd Koninkrijk	0.38	0.37	0.40	0.40	0.40	0.40
China	6.9	6.7	6.5	6.0							
Nederland	2.0	2.1	1.7	1.9							
Wereld	3.2	3.0	3.4	3.5							
Inflatie (%)	2015	2016e	2017e	2018e	10j-rente	09/12/2016	16/12/2016	+3M	2017e	+12M	2018e
Verenigde Staten	0.1	1.2	2.7	2.8	VS Treasury	2.46	2.60	2.30	2.90	2.90	2.60
Eurozone	0.0	0.2	1.2	1.6	Duitse Bund	0.36	0.31	0.30	0.80	0.80	1.20
Japan	0.8	-0.2	0.8	1.0	Euro sw ap rente	0.79	0.76	0.70	1.10	1.10	1.50
Verenigd Koninkrijk	0.0	0.5	2.7	2.5	Japans overheidspapier	0.04	0.07	0.00	0.00	0.00	0.00
China	1.4	2.0	2.0	1.5	VK gilts	1.46	1.44	1.50	2.10	2.10	1.90
Nederland	0.2	0.1	1.1	1.6							
Wereld	2.9	3.0	3.3	3.2							
Beleidsrente	16/12/2016	+3M	2017e	2018e	Wisselkoersen	09/12/2016	16/12/2016	+3M	2017e	+12M	2018e
Federal Reserve	0.75	0.75	1.50	2.00	EUR/USD	1.05	1.04	1.05	0.95	0.95	1.10
European Central Bank	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	USD/JPY	115.4	118.0	110	115	115	110
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.26	1.24	1.24	1.20	1.20	1.30
Bank of England	0.25	0.25	0.25	0.25	EUR/GBP	0.84	0.84	0.85	0.79	0.79	0.85
People's Bank of China	4.35	4.35	4.10	4.10	USD/CNY	6.91	6.97	6.95	7.15	7.15	7.10

Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau.

## 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 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