

9 januari 2017

Komt het wel of niet door Trump?

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

De indices voor het ondernemersvertrouwen zijn in de tweede helft van 2016 in opmerkelijk veel landen gestegen. Dit impliceert dat de wereldeconomie weer aantrekt. De indicatoren die in het begin van dit nieuwe jaar zijn gepubliceerd, bevestigen deze trend: het vertrouwen is verder gegroeid en heeft in veel gevallen het hoogste punt in jaren bereikt. Dit werpt twee voor de hand liggende vragen op. Waar komt deze sterke stijging, die groter is dan over het algemeen werd verwacht, vandaan? En wat zijn de implicaties voor de reële economie?

Waar komt de stijging vandaan?

Veel commentatoren lijken te denken dat door de verkiezing van Donald Trump tot president van de VS de economische vooruitzichten zijn veranderd. Misschien is dat ook zo, maar het neemt niet weg dat de wereldconjunctuur al ruim voor de verkiezingen in de VS de weg omhoog was ingeslagen. Bovendien neemt ook in de opkomende economieën het ondernemersvertrouwen duidelijk toe, en dat lijken toch niet echt de landen die veel bij Trumps verwachte beleid veel te winnen hebben. Dus welke factoren spelen wel een rol?

Volgens mij steunt de conjunctuurverbetering op de aanhoudend lage rentes, de verbeterende kredietvoorwaarden en de rust op de financiële markten in 2016 na een zeer turbulent begin. Verder spelen het herstel van de prijzen van olie en andere grondstoffen, het stimuleringsbeleid in China en de omslag in de voorraadcyclus in de belangrijkste economieën een rol.

De veranderde rol van de olieprijs

De rol van de energieprijzen vraagt misschien enige toelichting. Vroeger waren fors dalende olieprijs goed voor de wereldeconomie, omdat de belangrijkste economieën netto importeurs van olie zijn. Het duurde echter altijd even voordat het positieve effect van dalende olieprijs merkbaar werd, omdat de verliezers (de olieproducenten) meestal snel op prijsdalingen reageerden door hun investeringen en productie te verlagen (wat slecht is voor de wereldeconomie) en de winnaars weinig reden hadden om hun bestedingen meteen op te voeren. Zodra ze dat wel deden, vertaalde zich dat in een aantrekkende wereldeconomie. De ontwikkelingen sinds medio 2014, toen de daling van de olieprijs inzetten, wijken naar mijn mening op twee punten af van het oude patroon. Ten eerste hebben de olieproducenten, zoals verwacht, hun bestedingen verlaagd, maar hebben partijen die baat hadden bij de prijsdaling, daarop gemiddeld langzamer gereageerd dan in het verleden. Daardoor bleef het gunstige effect op de wereldeconomie langer uit. Ten tweede is

de VS door de schalierevolutie veel minder afhankelijk van de import van olie en gas. In 2005 importeerde de VS per saldo bijna veertien miljoen vaten per dag in. Door de sterk gestegen binnenlandse productie en het licht gedaalde verbruik was dat in 2015 nog maar iets meer dan 6,5 miljoen vaten per dag. De Amerikaanse economie als geheel heeft daardoor veel minder geprofiteerd van de sterke daling van de olieprijs sinds medio 2014 dan vroeger het geval was. Op een bierviltje heb ik uitgerekend dat het positieve effect van de scherpe prijsdalingen in 2014-2015 op de totale Amerikaanse economie in 2005 1% groter zou zijn geweest dan nu het geval was. We zijn voor de VS misschien zelfs op het punt aangekomen dat partijen die baat hadden bij de daling van de olieprijs, het genoten voordeel nog niet volledig hebben gespendeerd terwijl de olieproducenten al profiteren van de bescheiden stijging van de olieprijs en hun bestedingen weer opvoeren. Dat betekent dat de nadelen van de ingestorte olieprijs voor de Amerikaanse economie snel verdwijnen, en daarmee verdwijnt ook een belangrijke remmende factor.

Niet alleen olie is belangrijk, China en de voorraden zijn dat ook

Volgens mij speelt olie een andere rol in de wereldeconomie dan vroeger. Op dit moment heeft olie een sterke invloed op de mondiale conjunctuur. We moeten echter de invloed van China en van voorraadbewegingen op de recente ontwikkelingen niet onderschatten. De handelscijfers van China's regionale handelspartners laten een indrukwekkende verbetering zien. Het is mij niet duidelijk of dat komt door de Chinese stimuleringsmaatregelen of door andere factoren.

En dan is er Trump

De verkiezing van Donald Trump heeft de vertrouwensindices en de stemming op de financiële markten beslist (verder) verbeterd. Het is dan ook moeilijk vast te stellen in hoeverre het groeiende vertrouwen voortvloeit uit een werkelijke verbetering van de wereldeconomie en in hoeverre het een kwestie is van 'hopen op Trump'. Maar hier komen we snel genoeg achter. In de VS zijn in december bijvoorbeeld erg veel auto's verkocht. Ik vraag me af hoeveel mensen in december even snel een auto hebben gekocht louter en alleen omdat ze optimistisch zijn over de nieuwe president.

Wat zijn de implicaties van de sterke verbetering van het ondernemersvertrouwen voor de reële economie?

In Europa en de VS is er een flinke discrepantie ontstaan tussen de vertrouwensbarometers en de 'harde cijfers'. Indices als de ISM-index voor het ondernemersvertrouwen in de VS en de Duitse Ifo-index vormen over het algemeen een betrouwbare graadmeter van de ontwikkelingen in de reële economie. De laatste tijd doen deze indices het uitstekend, maar harde cijfers zoals de industriële productie zijn matig. Dat kan zo niet doorgaan. Ofwel het vertrouwen neemt op den duur weer af, of de harde cijfers worden beter (of allebei). Aangezien de vertrouwensindicatoren doorgaans iets voorlopen op de reële economie, is er een goede kans dat de harde cijfers verbeteren. Daarnaast blijven de hierboven genoemde positieve factoren wellicht op de korte termijn een rol spelen.

Het ondernemersvertrouwen en de harde cijfers laten in enkele grote Aziatische economieën een ander beeld zien. In vroegcyclische economieën als Zuid-Korea en Taiwan neemt niet alleen het ondernemersvertrouwen toe, ook de industriële

productie en de export vertonen een substantiële stijging. De buitenlandse handel van China trekt ook aan. Dat maakt het volgens mij alleen maar waarschijnlijker dat ook de harde cijfers in de westerse economieën binnenkort beter worden. Trump begint aan zijn ambtstermijn onder het gesternte van een aantrekkende economische groei en zijn beleid zal dit waarschijnlijk versterken, al kan het tot later in 2017 of 2018 duren voordat het effect in de reële economie merkbaar wordt.

Hoe zit het met de inflatie?

De werkloosheid in de VS is momenteel zeer laag en daardoor neemt de angst voor een aanwakkerende inflatie toe. De inflatiestijging wordt echter tot nu toe vooral veroorzaakt door energieprijzen, basiseffecten, stijgende huren en het gewicht van het fictieve element 'huurwaarde' (*imputed rent*) in het mandje van de consumentenprijsindex. De drie- en zesmaands geannualiseerde kerninflatie is de laatste maanden zelfs gedaald. De totale inflatie neemt in 2017 vermoedelijk toe, maar niet in een verontrustend tempo. Het verband tussen lage werkloosheid en stijgende kerninflatie is zwak. Dankzij het wereldwijde aanbodoverschot en de door het internet veroorzaakte transparantie op de markten voor goederen en diensten blijft de inflatie binnen de perken. Bovendien zullen bedrijven stijgende arbeidskosten waarschijnlijk kunnen compenseren met productiviteitsverbeteringen, zodat ze minder snel hun prijzen hoeven te verhogen.

De groeivoorzichten zijn op de korte termijn voor Europa wat minder rooskleurig dan voor de VS, terwijl door basiseffecten de totale inflatie in de eurozone licht oploopt en de kerninflatie rond het huidige niveau blijft, dus ruim onder het inflatiedoel van de ECB.

Dit betekent dat de Fed waarschijnlijk de gewekte verwachtingen inlost en de rente dit jaar drie keer verhoogt, en dat de ECB haar programma van kwantitatieve verruiming voortzet.

Enkele evidente risico's

Tegenover de positieve vooruitzichten staan ook serieuze risico's. In diverse Europese landen kunnen verkiezingen leiden tot een terugval in de economie en volatiliteit op de financiële markten. Verder kan het lastig blijken om de problemen in de Italiaanse bankensector op korte termijn op te lossen, met onzekerheid en volatiliteit op de financiële markten als gevolg.

Het grootste risico in de VS is dat de nieuwe regering een protectionistische koers gaat varen dan wij nu voorzien. Een ander risico is dat ik wat te positief denk over de Amerikaanse inflatie en dat die niet alleen sterker stijgt dan mij waarschijnlijk lijkt, maar ook sterker dan de analisten over het algemeen verwachten. In dat geval zal de Fed te laat reageren en moet ze de achterstand inhalen door de rente sterker te verhogen dan nu wordt voorzien. Dat kan niet alleen de wereldwijde groei remmen, maar ook tot grote volatiliteit op de financiële markten leiden en, via de uitstroom van kapitaal, nadelig uitpakken voor opkomende markten.

Ramingen hoofd- en financiële indicatoren													
GDP growth (%)		2015	2016e	2017e	2018e	3M interbank rate		30/12/2016	06/01/2017	+3M	2017e	+12M	2018e
United States		2.6	1.6	2.4	2.7	United States		1.00	1.01	1.00	1.60	1.60	2.20
Eurozone		1.9	1.6	1.4	1.8	Eurozone		-0.32	-0.32	-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
United Kingdom		2.2	2.1	1.7	1.6	United Kingdom		0.37	0.37	0.40	0.40	0.40	0.40
China		6.9	6.7	6.5	6.0								
World		3.2	3.0	3.4	3.5								
Inflation (%)		2015	2016e	2017e	2018e	10Y interest rate		30/12/2016	06/01/2017	+3M	2017e	+12M	2018e
United States		0.1	1.2	2.7	2.8	US Treasury		2.43	2.42	↑ 2.6	2.90	2.90	2.60
Eurozone		0.0	0.2	1.2	1.6	German Bund		0.21	0.31	0.3	0.80	0.80	1.20
Japan		0.8	-0.2	0.8	1.0	Euro swap rate		0.66	0.74	0.7	1.10	1.10	1.50
United Kingdom		0.0	0.5	2.7	2.5	Japanese gov. bonds		0.05	0.06	0.0	0.00	0.00	0.00
China		1.4	2.0	2.0	1.5	UK gilts		1.24	1.38	1.5	2.10	2.10	1.90
World		2.9	3.0	3.3	↓ 3.1								
Key policy rate		06/01/2017	+3M	2017e	2018e	Currencies		30/12/2016	06/01/2017	+3M	2017e	+12M	2018e
Federal Reserve		0.75	0.75	1.50	2.00	EUR/USD		1.05	1.06	1.05	0.95	0.95	1.10
European Central Bank		-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	USD/JPY		116.9	116.9	110.0	115.0	115.0	110
Bank of Japan		-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD		1.24	1.23	1.24	1.20	1.20	1.30
Bank of England		0.25	0.25	0.25	0.25	EUR/GBP		0.85	0.86	0.85	0.79	0.79	0.85
People's Bank of China		4.35	4.35	4.10	4.10	USD/CNY		6.95	6.94	6.95	7.15	7.15	7.10

Source: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Group Economics.

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.

Voor dat 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 relatie manager 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