

Macro Visie

Belfius Research

- V.S.: lagere BBP-groei in Q1 door zwakke uitvoer. 2
- Eurozone: economische data evolueren beter dan het sentiment. 3
- Japan : kans op recessie zaait twijfel over belastingverhoging. 6
- Rente: politieke kritiek op de ECB zwelt aan. 7
- FX: euro en yen stijgen ondanks negatieve nominale rentes. 8
- Prognosetabel 10

Dr. Geert Gielens
Chief Economist
+32 2 222 70 84
geert.gielens@belfius.be

Stefan Hulpiau
Senior Economist
+32 2 222 19 76
stefan.hulpiau@belfius.be

Frank Maet
Senior Economist
+32 2 222 69 97
frank.maet@belfius.be

De negatieve exportcijfers zullen wegen op de Amerikaanse BBP-groei in Q1.

Op het thuisfront zet het herstel van de arbeidsmarkt zich onverminderd door.

Fed gouverneur Janet Yellen heeft aangegeven dat de centrale bank voorzichtig zal blijven met haar rentebeleid.

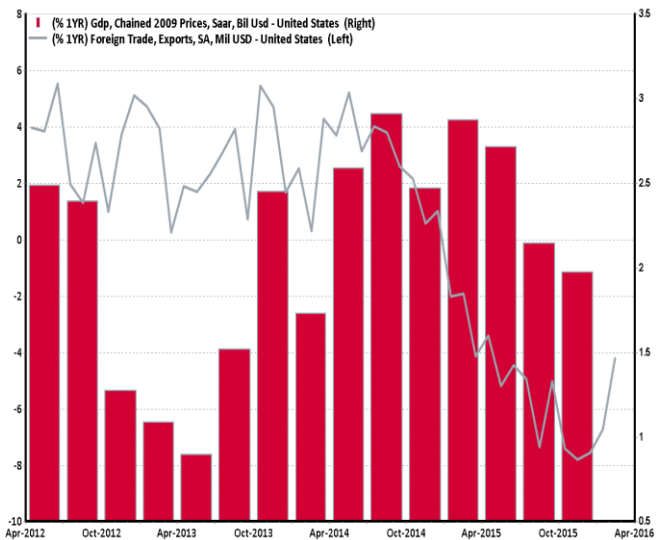
V.S.: lagere BBP-groei in Q1 door zwakke uitvoer.

Door de teleurstellende groei van de wereldhandel zit de Amerikaanse exportsector al meer dan een jaar in zak en as. Ook in januari en februari van 2016 daalde de uitvoer met respectievelijk 6,7% en 4,2% vergeleken met het jaar ervoor. De negatieve exportcijfers zullen wegen op de BBP-groei in Q1. Afhankelijk van de uitvoerdata voor maart en de aanpassingen van de bedrijfsvoorraden rekenen we op een BBP-groei van 1,7 à 1,8% in Q1 in vergelijking met het eerste kwartaal van 2015.

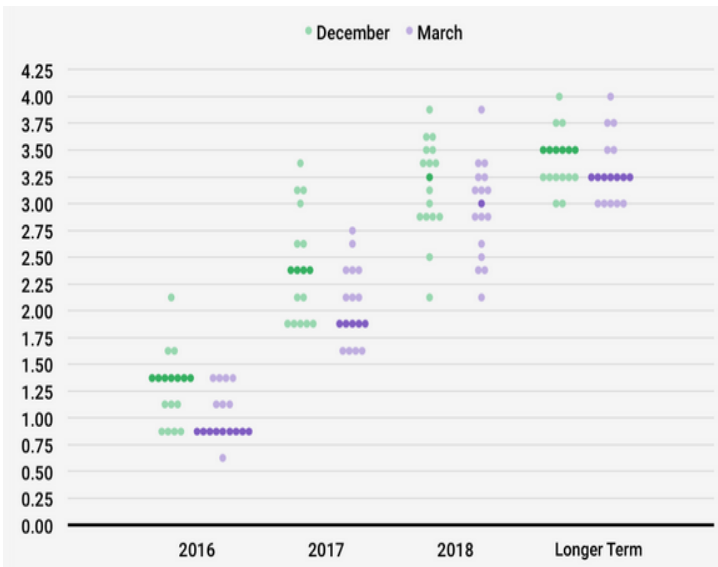
Op het thuisfront zet het herstel van de arbeidsmarkt zich ondertussen onverminderd door. Dit jaar werden er maandelijks gemiddeld 225,000 extra jobs gecreeërd waarvan 215,800 in de privé-sector. De afgelopen zes jaar kwamen er in de V.S. ongeveer 14 miljoen nieuwe banen bij en daalde de werkloosheidsgraad van 9,5% tot 5%. Meer recent boekte de arbeidsparticipatiegraad het afgelopen halfjaar een vooruitgang van 0,6% tot 63%, het hoogste niveau sinds begin 2014, en lijkt daarmee aan een herstel begonnen. De nominale looninflatie bedroeg in maart 2,3% maar dit is niet sterk genoeg om de Federal Reserve te doen in actie schieten.

Integendeel, gouverneur Janet Yellen heeft aangegeven dat de centrale bank voorzichtig zal blijven met haar rentebeleid vanwege de turbulentie op de (olie)markten en de zwakkere groei van de wereldhandel. De vooruitzichten van de Federal Reserve tonen dat de meeste leden van het monetair comité denken dat de officiële kortetermijnrente onder de 1% grens zal blijven in 2016. Dat impliceert slechts twee renteverhogingen met 25 basispunten in de loop van dit jaar , terwijl de Fed prognoses in december nog wezen op vier dergelijke renteverhogingen.

Grafiek 1. V.S.: % jaar-op-jaar groei van de export en het BBP.



Grafiek 2: Federal Reserve prognoses ‘Dot Plot’



De jaar-op-jaar groei van de kredietverlening aan de privé sector is in februari gestegen tot 0,9% tegenover 0,6% in de voorgaande maand en 0,4% in december 2015.

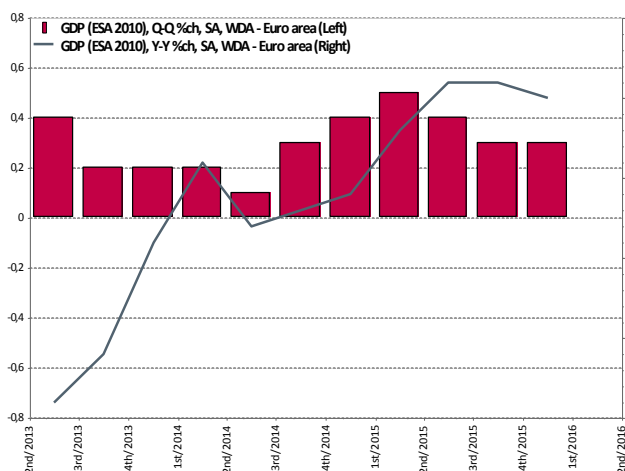
De indicatoren van het vertrouwen deden het de voorbije maanden iets minder goed. Het economisch sentiment daalde in maart voor de derde opeenvolgende maand.

Eurozone: economische data evolueren beter dan het sentiment

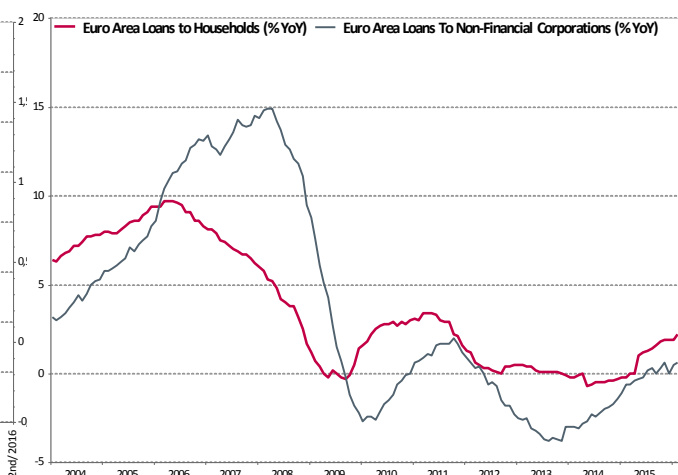
In het vierde kwartaal van 2015 beliep de economische groei 0,3% op kwartaalbasis, wat de groei over geheel 2015 op 1,6% bracht. Op 29 april maakt Eurostat een eerste raming bekend voor de groei in het eerste kwartaal van 2016. Men mag verwachten dat dit een gelijkaardig percentage wordt op basis van de groei van de geldhoeveelheid en de kredietverlening. De groei van de geldhoeveelheid op jaarbasis, gemeten door M3, kwam in februari uit op 5,0%, een zelfde percentage als in januari maar boven de 4,7% in december 2015. De jaar-op-jaar groei van kredietverlening aan de privé sector (aangepast voor verkopen en effectiseringen) is in februari gestegen tot 0,9% tegenover 0,6% in de voorgaande maand en 0,4% in december 2015. Sinds begin 2014 was deze groei beginnen verbeteren. In februari is de groei (op jaarbasis) van de kredieten aan de gezinnen gestegen tot 1,6% (1,4% in januari) en ook deze van de kredieten aan de bedrijven verbeterde tot 0,9% (0,6% in januari). Over het vierde kwartaal van 2015 is nog bekend geraakt dat de spaarquote van de gezinnen licht steeg tot 12,7% van het beschikbaar inkomen tegenover 12,5% in het voorgaande kwartaal. De investeringsquote van de gezinnen (investeringen in woningen t.o.v. het beschikbaar inkomen) beliep 8,4% tegenover 8,3% in het voorgaande kwartaal en ook de investeringsquote van de bedrijven (investeringen t.o.v. de gerealiseerde toegevoegde waarde) nam toe tot 22,2% tegenover 20,0%.

Maar de indicatoren van het vertrouwen deden het de voorbije maanden iets minder goed. Het economisch sentiment daalde in maart voor de derde opeenvolgende maand (-0,9 punten tot 103,0). Dit was te wijten aan een afname van het vertrouwen bij de consumenten, in de dienstensector en in de bouwsector. In de industrie was er een stabilisatie en in de kleinhandel was er zelfs een kleine verbetering. Onder de vijf grootste economieën was er een sterke achteruitgang in Italië (-2,4) en Frankrijk (-1,8), in mindere mate in Nederland (-0,9) en Spanje (-0,4) en een quasi stabilisatie in

Grafiek 3: evolutie van het bbp (% QoQ - % YoY)



Grafiek 4: kredieten aan gezinnen en bedrijven (% YoY)



De recente economische data wijzen niet op een inzinking van de groei.

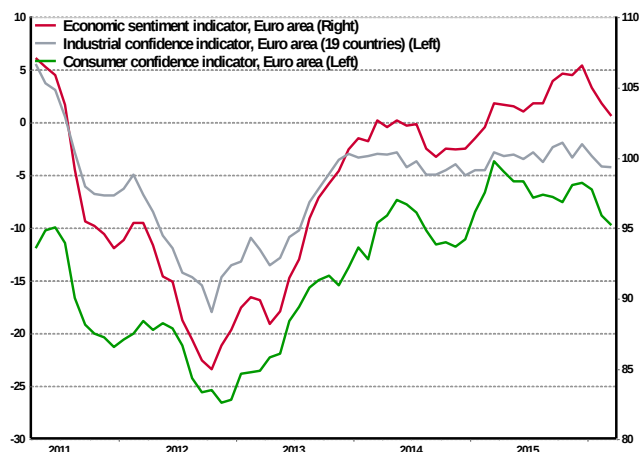
Er zijn verschillende indicatoren die wijzen op een verbetering van de arbeidsmarkt in de eurozone.

Duitsland (-0,1). In de industrie was er een ongewijzigde beoordeling van de verwachte productie en de orderbestanden. De daling bij de consumenten was een gevolg van een minder gunstige visie op de algemene economische toestand en een iets minder positieve inschatting van de financiële toestand en toekomstige spaarmogelijkheden.

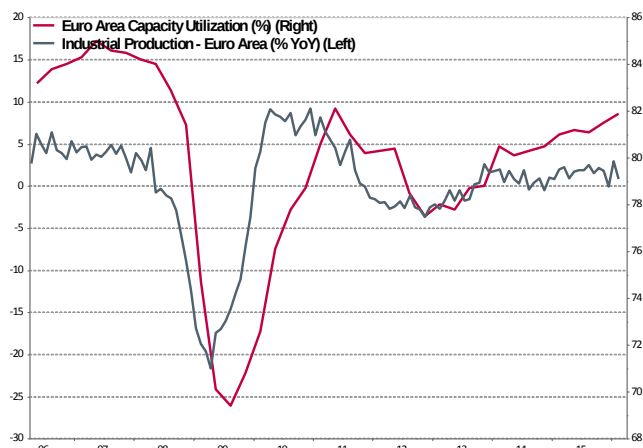
De recente economische data wijzen niet op een inzinking van de groei. In februari lag de industriële productie wel 0,8% lager dan in de voorgaande maand, maar in vergelijking met een jaar geleden was er een toename met 0,8%. De productie in de bouwsector lag in januari 3,6% hoger dan in de voorgaande maand en zelfs 6,0% hoger dan in januari 2015. Het volume van de kleinhandelsverkoop lag in februari 0,2% hoger dan in januari en in vergelijking met vorig jaar was er een stijging met 2,4%. Over de eerste twee maanden van het jaar lag de internationale handel van de eurozone met de rest van de wereld op exact hetzelfde niveau als vorig jaar en werd er opnieuw een handelsoverschot geboekt van 27 miljard euro. De handel binnen de eurozone nam toe met 1%.

Er zijn verschillende indicatoren die wijzen op een verbetering van de arbeidsmarkt in de eurozone. Zo groeide de tewerkstelling in het vierde kwartaal van 2015 aan met 0,3% tegenover het voorgaande kwartaal en in vergelijking met een jaar geleden beliep de toename 1,2%. De verbetering op de arbeidsmarkt blijkt ook uit de toename van de vacaturegraad (verhouding van het aantal vacatures tot het aantal banen plus vacatures) die in het vierde kwartaal van 2015 steeg tot 1,6% tegenover 1,5% in het voorgaande kwartaal en een jaar eerder. En natuurlijk is er ook de dalende werkloosheidsgraad die in februari uitkwam op 10,3% tegenover 10,4% in januari en 11,2% een jaar geleden. Wel verloopt de verbetering slechts traag en er blijven zeer grote verschillen onder de lidstaten, want de werkloosheidsgraad ligt laag in Duitsland (4,3%) maar is zeer hoog in Griekenland (24,0%) en Spanje (20,4%). Ook de jeugdwerkloosheidsgraad (15 tot 24 jaar) is dalend gericht, namelijk 21,6% tegenover 22,7% in februari 2015, maar is nog zeer hoog in Griekenland (48,9%) en Spanje (45,3%) in vergelijking met Duitsland (6,9%).

Grafiek 5: indicatoren van het vertrouwen (indexen)



Grafiek 6: industriële productie (% YoY)



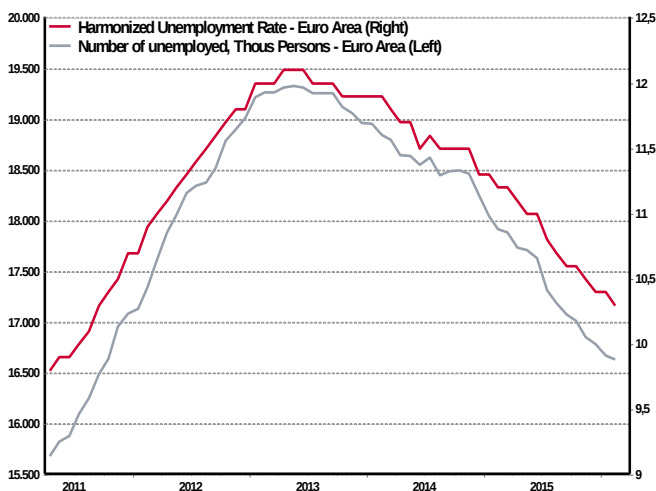
De meest recente prognose komt van het IMF dat een groei voorop stelt van 1,5% in 2016 en 1,6% in 2017.

Er wordt verwacht dat de inflatie nog geruime tijd zeer laag zal blijven.

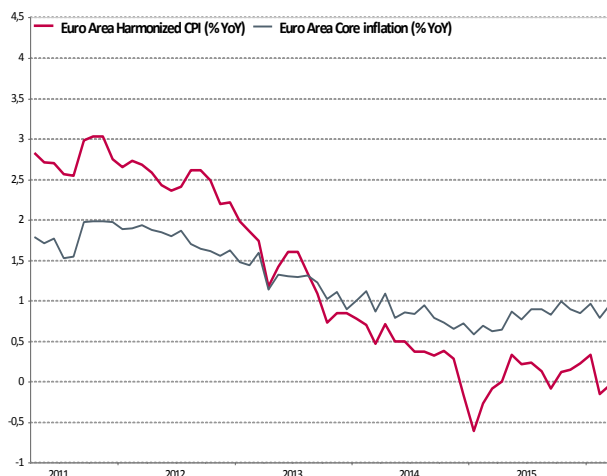
Begin februari maakte de Europese Commissie haar nieuwe groeiprognozes voor 2016 en 2017 bekend. Het bbp van de eurozone zou met 1,7% toenemen in 2016 (voorheen 1,8%) en met 1,9% in 2017 (ongewijzigd). Ook de ECB maakte op 10 maart nieuwe groeiprognozes bekend. Voor 2016 wordt nu een reële groei voorop gesteld van 1,4% (voorheen 1,7%) en deze zou in 2017 oplopen tot 1,7% (voorheen 1,9%) en in 2018 tot 1,8% (eerste raming). De meest recente prognose komt van het IMF dat een groei voorop stelt van 1,5% in 2016 en 1,6% in 2017.

In maart is de inflatie (op jaarbasis) uiteindelijk uitgekomen op 0,0% (-0,1% bij een eerste raming) tegenover -0,2% in februari. Het lage inflatiecijfer is nog steeds volledig toe te schrijven aan de energieprijzen die nu 8,7% lager liggen dan een jaar geleden. Bij de industriële goederen en diensten was er een prijsstijging van respectievelijk 0,5% en 1,4%. De onderliggende inflatie, zonder de prijzen voor energie en voeding, is toegenomen van 0,8% in februari tot 1,0% in maart. Men kan dus zeker niet spreken van een algemene deflatie, maar wel wordt verwacht dat de inflatie nog geruime tijd zeer laag zal blijven. Begin maart maakte de ECB nieuwe prognoses bekend voor de inflatie in de volgende jaren. De ECB stelt nu voor 2016 een HICP inflatie voorop van 0,1% (voorheen 1,0%), die in 2017 zou oplopen tot 1,3% (voorheen 1,6%) en in 2018 tot 1,6% (eerste raming).

Grafiek 7: evolutie werkloosheidsgraad



Grafiek 8: inflatie en onderliggende inflatie (% YoY)



De Tankan reeksen zijn doorgaans een betrouwbare indicator van de winstgevendheid van het Japanse bedrijfsleven. De vooruitzichten van de grote ondernemingen voor 2016 zijn beduidend conservatief: er wordt een daling verwacht van de omzet en de bedrijfswinst met respectievelijk 0,4% en 2%.

Het BBP kromp in het laatste kwartaal van 2015 met 0,3% t.o.v. het derde kwartaal en het ziet er naar uit dat ook in het eerste trimester van 2016 de output is gedaald.

De slabakkende economie heeft de discussie rond de geplande verhoging van de consumptietaks in april 2017 opnieuw doen losbarsten.

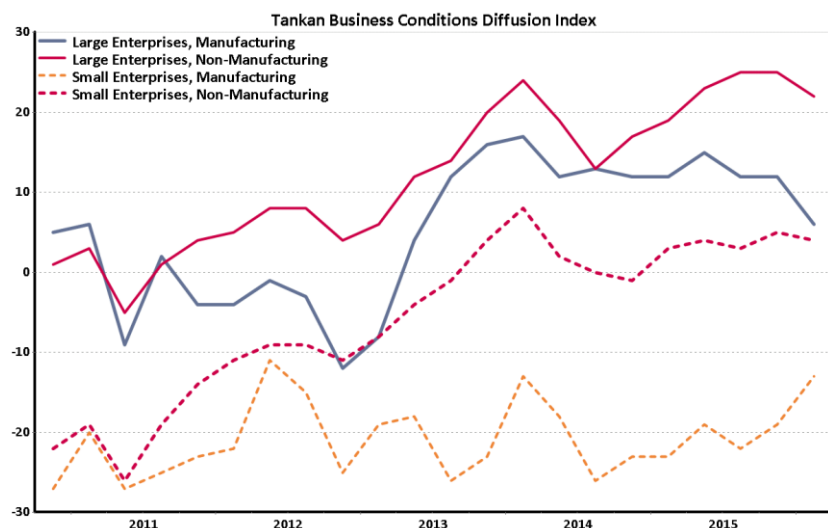
Japan : kans op recessie zaait twijfel over belastingverhoging.

Het economisch vertrouwen bij de grote Japanse bedrijven verzwakte tijdens het eerste kwartaal van dit jaar volgens de invloedrijke Tankan-enquête. De Tankan vertrouwen index voor grote ondernemingen in de verwerkende nijverheid daalde van 12,0 naar 6,0 in Q1 onder invloed van de tegenvallende economische groei in de Aziatische groeielanden en de sterke yen die Japanse exportproducten duurder maakt. Het ondernemersvertrouwen bij de kleine en middelgrote bedrijven (die minder afhankelijk zijn van de buitenlandse vraag) bleef stabiel in de dienstensector en wist zelfs lichtjes te verbeteren in de verwerkende industrie. De Tankan reeksen zijn doorgaans een betrouwbare indicator van de winstgevendheid van het Japanse bedrijfsleven. De vooruitzichten van de grote ondernemingen voor 2016 zijn beduidend conservatief: er wordt een daling verwacht van de omzet en de bedrijfswinst met respectievelijk 0,4% en 2%. Het is dan ook niet verrassend dat in deze omstandigheden er weinig animo is om extra personeel aan te werven.

De recentste resultaten van de vertrouwensenquête tonen aan dat de groei van de Japanse economie blijft aanmodderen. Het BBP kromp in het laatste kwartaal van 2015 met 0,3% t.o.v. het derde kwartaal en het ziet er naar uit dat ook in het eerste trimester van 2016 de output is gedaald wat zou betekenen dat Japan opnieuw een recessie (twee opeenvolgende kwartalen van negatieve groei) te verwerken krijgt.

De slabakkende economie heeft de discussie rond de geplande verhoging van de consumptietaks in april 2017 opnieuw doen losbarsten. De vorige verhoging van de verbruiksbelastingen (van 5% naar 8%) in 2014 duwde de Japanse economie kopje onder en een nieuwe verhoging naar 10% in 2017 riskeert een gelijkaardig effect te hebben. De voorstanders van de BTW-verhoging zien dit echter als een wapen tegen de deflatie.

Grafiek 9: Evolutie van het Japanse bedrijfssentiment



De ECB-bashing vanuit Duitsland brengt de onafhankelijkheid van de centrale bank in het gedrang.

De Europese obligatiemarkten trokken zich weinig aan van het politiek gekrakeel en boekten sinds het midden van maart nieuwe koerswinsten.

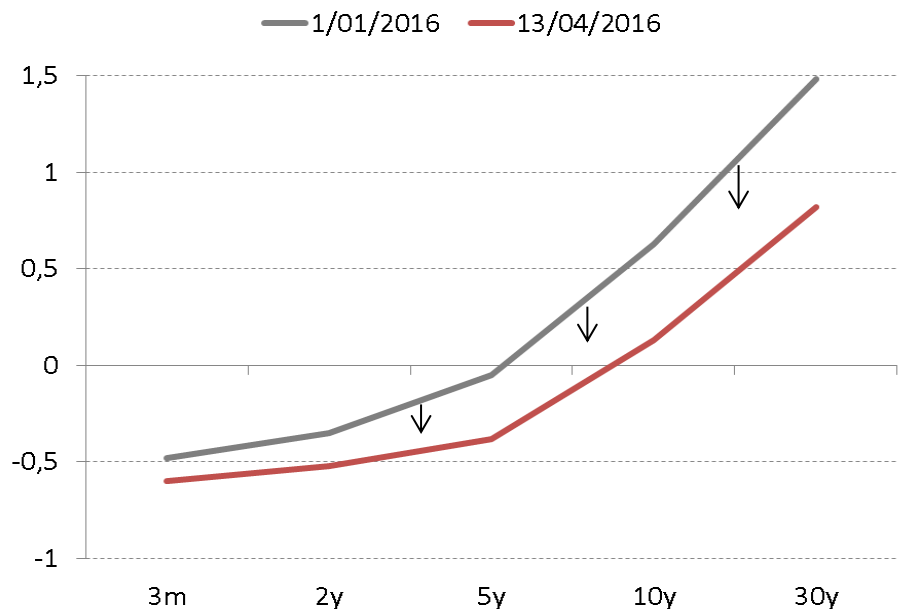
Rente: politieke kritiek op de ECB zwelt aan.

De afgelopen weken kwam de ECB onder vuur te liggen vanwege haar uitzonderlijk gulle monetaire beleid. Zoals gewoonlijk kwam de kritiek uit Duitsland, met name van minister van financiën Wolfgang Schäuble. Hij verweet ECB-president Draghi dat zijn beleid gedeeltelijk verantwoordelijk is voor het politieke succes van de eurosceptische partij AfD in Duitsland. Het negatieve rentebeleid kreeg van de Duitse minister ook de wind van voren omdat dit volgens hem schadelijk is voor de Duitse spaarders. Draghi en Bundesbank president Jens Weidmann slaagden erin om de kritiek met de mantel der liefde te bedekken maar de ECB-bashing door de grootste lidstaat van de eurozone doet het imago van de ECB geen deugd omdat de onafhankelijkheid van de centrale bank op die manier in het gedrang komt.

De Europese obligatiemarkten trokken zich weinig aan van het politiek gekrakeel en boekten sinds het midden van maart nieuwe koerswinsten. De rente op het Duits overheidspapier met een looptijd van 10 jaar daalde van 0,31% op 15 maart tot een dieptepunt van 0,09% begin april, vooraleer voorzichtige winstnemingen de 10-jaars rente opnieuw tot 0,15% deden klimmen. De grafiek onderaan illustreert de verschuiving van de Duitse rentecurve sinds de start van 2016.

Door het kwantitatieve versoepelingsbeleid van de ECB (en de Bank of Japan) en de combinatie met een schaarse aanbesteding van Europees staatspapier blijft de kans echter bestaan dat de komende weken de 10-jaars obligatierente in Duitsland onder de nul procent duikt. De Brexit-vrees speelt ook in de kaart van de Duitse obligaties omdat hierdoor een sterkere vraag naar veilige haven beleggingen ontstaat.

Grafiek 10: Duitse rentecurve (overheidspapier)



Ondanks de negatieve rentes in Japan en de eurozone verstevigden deze munten de afgelopen maand tegenover de U.S. dollar.

De daling van de reële rente in de eurozone ondersteunde de afgelopen weken de EUR-USD wisselkoers.

FX: euro en yen stijgen ondanks negatieve nominale rentes.

De Japanse yen is tegenover de U.S. dollar sinds begin maart verstevigd van 114 yen per USD naar 108 ondanks het feit dat de Japanse overheidsobligaties een negatieve nominale rente opleveren tot en met de looptijd van 10 jaar door het agressieve monetaire beleid van de Bank of Japan. Ook in de eurozone staat het grootste gedeelte van de Duitse rentecurve (voor overheidsobligaties) 'onder water' en toch is ook de euro de afgelopen weken flink duurder geworden t.o.v. de Amerikaanse dollar. Men hoopte wellicht stilletjes bij de ECB en de Bank of Japan dat de lage en negatieve rentes de eigen munt zouden doen verzwakken, wat tot een hogere inflatie kan leiden. Bovendien zou dit de Japanse en Europese exporteurs een hart onder de riem steken, maar jammer genoeg is het anders gelopen. De dollar verzwakte immers tot het laagste niveau van de afgelopen vijf maanden, nadat Janet Yellen, de gouverneur van de Federal Reserve, meedeelde dat de centrale bank minder renteverhogingen zal doorvoeren in de loop van 2016 dan bij het begin van het jaar werd gedacht.

Wanneer we rekening houden met het verschillende verloop van de inflatie in de V.S. (versus de eurozone en Japan) dan is de recente daling van de dollar iets gemakkelijker te verklaren. In tegenstelling tot de eurozone, waar de kans op deflatie nog steeds reëel is, is de inflatie in de V.S. opgelopen van 0% in september 2015 tot 1,0% in februari van dit jaar. Hierdoor is de reële rente in de VS veel meer gedaald dan de reële rente in de eurozone, wat heeft gewogen op de USD. De komende maanden verwachten we geen plotse wijziging in deze dynamiek waardoor het op korte termijn moeilijk zal zijn voor de USD om terrein te winnen op de euro.

Grafiek 11: Reële renteverskil 2y Ger-VS versus EUR-USD.



Tijdens de eerste drie maanden van 2016 beleefde het Britse pond zijn slechtste kwartaal op de forex markt sinds 2009.

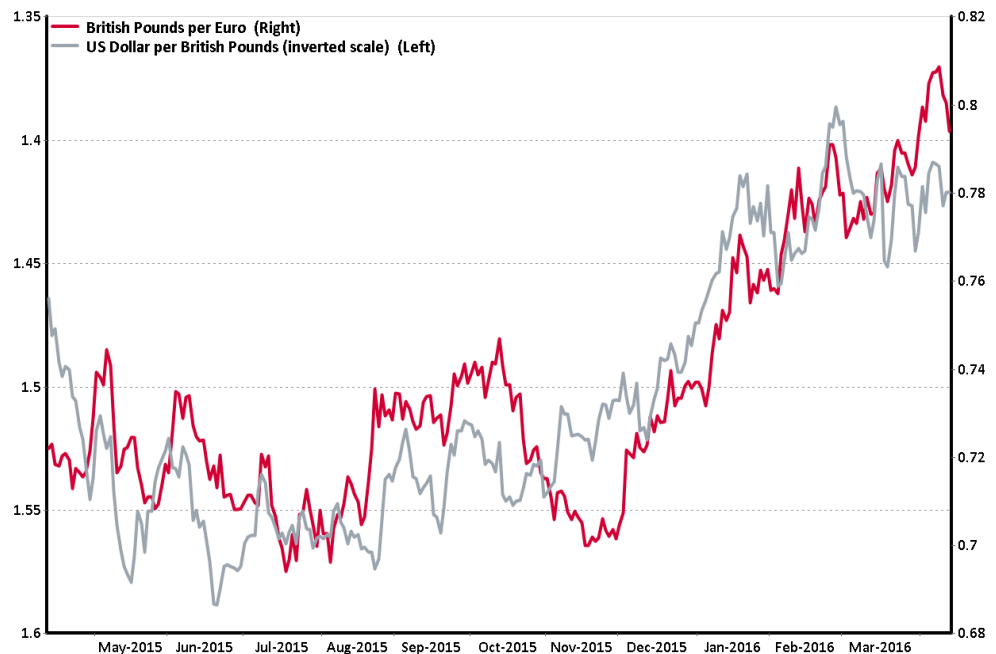
We blijven op korte termijn negatief t.o.v. het Britse pond omdat een negatief Brexit scenario nog niet volledig in de GBP/USD wisselkoers vevat zit.

GBP: het slechtste trimester sinds 2009

Tijdens de eerste drie maanden van 2016 beleefde het Britse pond zijn slechtste kwartaal op de forex markt sinds 2009. Op basis van de economische fundamentele bouwstenen lijkt het Britse pond ondergewaardeerd, vooral tegenover de euro, omdat het economisch herstel in het V.K. duidelijk verder gevorderd is dan in de meeste landen van de eurozone, maar de macro-economische argumenten worden al geruime tijd naar de achtergrond gedrukt door de vrees voor een Brexit-scenario.

Het pond verloor dit jaar al 7% tegenover een index van munten en tuimelde sinds de start van 2016 respectievelijk 8% en 3,5% lager tegenover de euro en de Amerikaanse dollar. Versus de USD fluctueert het Britse pond sinds begin maart tussen \$1,41 en \$1,45. Volgens ons zit een negatief Brexit scenario (waarbij de politieke banden tussen de EU en het Verenigd Koninkrijk losser worden) nog niet volledig in de GBP/USD wisselkoers vevat, zodat we op korte termijn negatief blijven t.a.v. het Britse pond.

Grafiek 12: EUR-GBP en GBP-USD.



PROGNOSETABELLEN.

*	Vooruitzichten BBP (% jaar-op-jaar)			CPI vooruitzichten (% jaar-op-jaar)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
V.S.	2,4	2,2	2,2	0,1	1,2	2,1
Eurozone	1,6	1,7	1,9	0,0	0,1	1,3
Duitsland	1,7	1,7	1,9	0,1	0,5	1,4
België	1,4	1,5	1,7	0,6	1,7	1,5
Japan	0,5	0,5	0,5	0,5	0,0	1,0
China	6,9	6,5	6,2	1,4	1,5	1,7

**	20/04/16	Q2 16	Q3 16	Q4 16	Q1 17
3mnd \$	0,62	0,76	0,90	1,00	1,20
3mnd €	-0,25	-0,25	-0,27	-0,30	-0,35
10j IRS \$	1,62	1,70	1,85	2,00	2,15
10j IRS €	0,55	0,50	0,55	0,70	0,80
EUR-USD	1,13	1,15	1,13	1,10	1,12
USD-JPY	109,5	110	112	115	117
EUR-GBP	0,80	0,83	0,78	0,75	0,72

*: GDP/CPI vooruitzichten zijn gemiddelden

** : alle vooruitzichten van de financiële markten gelden op het einde van de periode

Research Disclaimer.

Dit document is van louter informatieve aard, het omvat geen aanbod tot de verkoop of aankoop van financiële instrumenten, het vormt geen beleggingsadvies, noch een bevestiging van enige transactie.

Alle opinies, ramingen en verwachtingen in dit document zijn die van Belfius Bank op de datum van dit document en zijn onderhevig aan wijzigingen zonder voorafgaande kennisgeving. De informatie in dit document komt van diverse bronnen. Belfius Bank legt de grootst mogelijke zorg aan de dag bij het kiezen van zijn informatiebronnen en het doorgeven van de informatie. Fouten of weglatingen in deze bronnen of processen kunnen echter niet van tevoren worden uitgesloten. Belfius kan niet aansprakelijk worden gesteld voor directe of indirecte schade of verlies die voortvloeit uit het gebruik van dit document.

De informatie in dit document is bedoeld om de ontvanger van dienst te zijn. Er moet niet op worden gerekend als zijnde gezaghebbend of mag niet ter vervanging van het eigen oordeel van de ontvanger worden genomen.