

Macro Visie

Belfius Research

➤ V.S.: Trump treft economie aan in relatief gezonde toestand	2
➤ Eurozone: inflatie in de lift door hogere olieprijsen	4
➤ V.K.: geen Brexit-recessie in 2016	5
➤ Rente: correctie op de obligatiemarkten na de verkoopgolf van eind 2016	6
➤ FX: Chinese yuan onder druk	7
➤ Prognosetabel	8

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

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

De nieuwe president van de V.S. erft een economie in relatief goede gezondheid.

V.S.: Trump treft economie aan in relatief gezonde toestand.

Het sterke banenrapport van december 2016 was een bevestiging van de lange weg die de Amerikaanse arbeidsmarkt de afgelopen acht jaar heeft afgelegd. Toen Barack Obama voor het eerst als president werd verkozen in 2008 erfde hij van zijn voorganger Bush een economie die de zwaarste recessie te verduren kreeg sinds de jaren 30 van de vorige eeuw. De werkloosheidsgraad bedroeg (in december 2008) 7,3% vergeleken met 4,7% in de laatste maand van vorig jaar en in plaats van een verlies van bijna 700,000 jobs (dec-08) kwamen er vorige maand 156,000 banen bij in de V.S.

De gezondheid van arbeidsmarkt is de belangrijkste barometer van de Amerikaanse economie gezien de grote impact op het consumentenvertrouwen en het enorme belang van de gezinsuitgaven voor de economische groei. De jobcijfers kwamen enkele dagen na de aankopenquêtes van de bedrijven, die wezen in de richting van een sterkere activiteit in de industriële en dienstensectoren. De tabel onderaan vergelijkt de macro-economische indicatoren waarmee Obama van start ging met de toestand die Trump aantreft. Naast het herstel van de arbeidsmarkt zijn de belangrijkste evoluties van de voorbije acht jaren de sanering van de huizenmarkt en de afbouw van de gezinsschulden. Bovendien noteerde de USD op handelsgewogen basis ongeveer 23% hoger aan het eind van 2016 dan bij het afsluiten van 2008.

Tabel 1. Trump start met een gezondere economie dan Obama.

	Eind 2008 : Obama na 8 jaar Bush	Eind 2016: Trump na 8 jaar Obama
Werkloosheidsgraad	7,3%	4,7%
Jobcreatie/maand	-695,000	156,000
Consumentenvertrouwen	38,6	113,7
Gezinsschulden als % van het beschikbaar inkomen	116%	87%
Huizenprijsindex*	186,8 (dec-08)	226,1 (sep-16)
USD-index**	88,7	109,3
CPI%yoy	0% (dec-08)	1,7% (nov-16)
BBP%yoy	-2,8% (Q4 08)	1,7% (Q3 16)

Bron: Bloomberg / factset / *: S&P/Case-Shiller / **: handelsgewogen index

Het consumentenvertrouwen verstevigde na de electorale winst van Trump en de daling van de spaarquote zal de consumentenuitgaven verder ondersteunen.

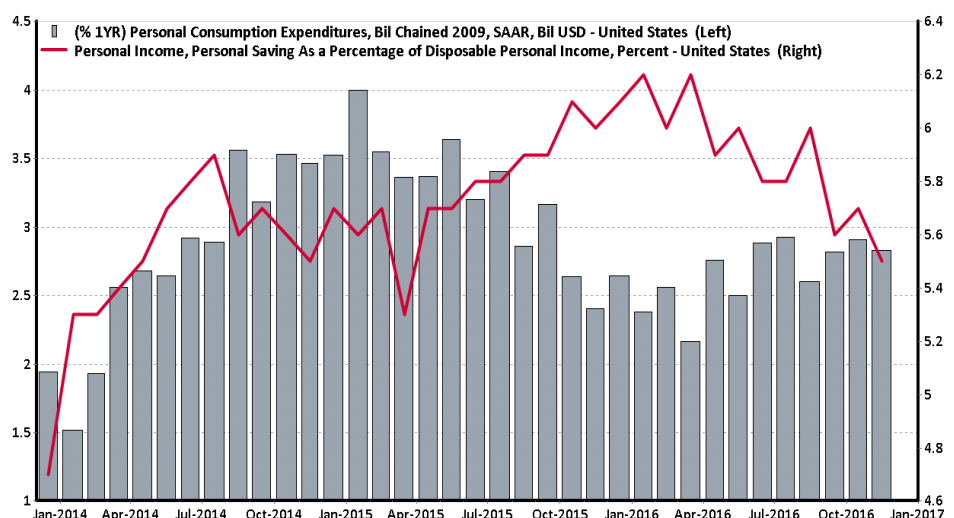
Het blijft nog wachten tot 27 januari op de officiële BBP cijfers voor het laatste kwartaal, maar volgens de verwachtingen groeide de Amerikaanse economie met ongeveer 1,6%-1,7% in 2016. Net als in 2014-2015 leverden de gezinsuitgaven de belangrijkste groeibijdrage tot het Amerikaanse BBP en dat zal niet anders zijn in 2017.

Het consumentenvertrouwen dat reeds in de lift zat door de stevige conjunctuur op de arbeidsmarkt heeft na de verkiezingswinst van Trump een extra boost gekregen. Bovendien is de spaarquote van de gezinnen tussen augustus en november gedaald van 6,0% naar 5,5% en is de loongroei verstevigd waardoor de jaargroei van de consumentenuitgaven ook in Q1 2017 in de buurt kan komen van 3%. Voor het volledige jaar rekenen we op een groei van de privé-consumptie met 2,5% en een groei van het totale BBP in de V.S. met 2,2%.

Figuur 1 V.S. : consumentenvertrouwen.



Figuur 2 V.S. : spaarquote van de gezinnen vs jaargroei van de consumptie.



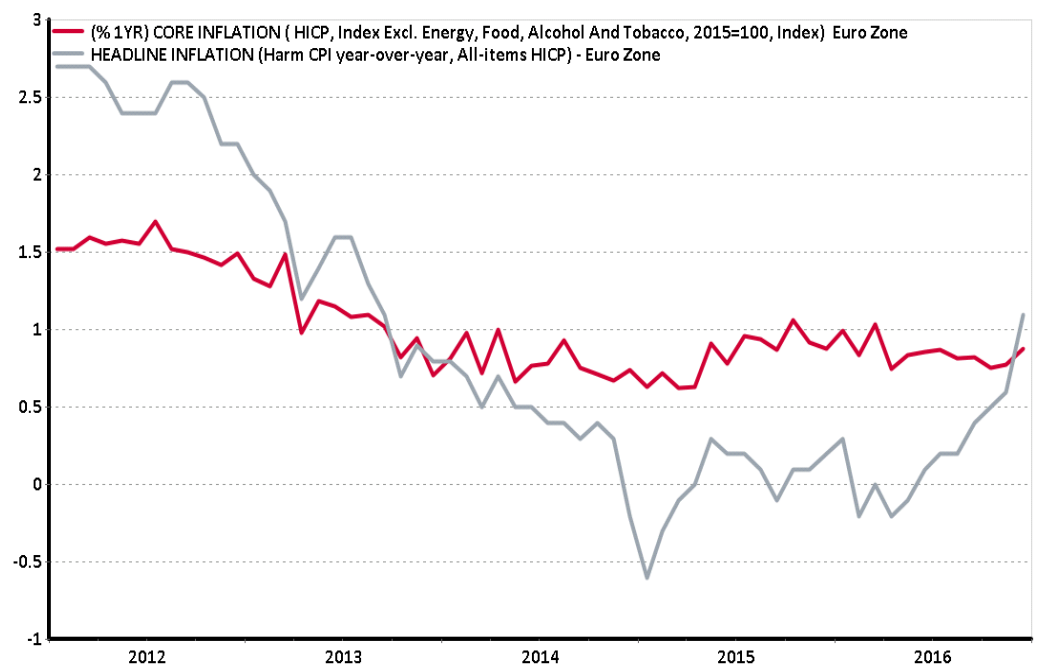
De kerninflatie (zonder de volatiele energie- en voedselprijzen) steeg slechts van 0,8% naar 0,9% zodat we niet kunnen spreken van een ontsporing van de inflatietrend.

Eurozone: inflatie in de lift door hogere olieprijsen.

De consumenteninflatie in de eurozone is quasi verdubbeld van 0,6% in november naar 1,1% in december volgens de eerste raming van Eurostat. De forse klim heeft te maken met de hogere energieprijzen (met name de olieprijs) en met ongunstige basiseffecten. Het effect van de lagere olieprijsen die in 2016 de inflatie extra laag hielden is grotendeels uitgewerkt en zal de algemene inflatiecijfers in de eurozone tot april 2017 ondersteunen. Door de aankondiging van productiebeperkingen in Irak en Kazachstan is de Brent olieprijs opgelopen tot ongeveer \$55 per vat, in vergelijking met \$30 bij het begin van 2016. De kerninflatie (zonder de volatiele energie- en voedselprijzen) steeg slechts van 0,8% naar 0,9% zodat we niet kunnen spreken van een ontsporing van de inflatietrend. Alle landen van de eurozone zagen de inflatie toenemen maar de verschillen tussen de lidstaten blijft aanzienlijk. In België en Duitsland is de inflatie opgelopen tot respectievelijk 2,2% en 1,7% terwijl in Italië de prijzenklim op jaarbasis in december uit kwam op 0,5%.

Niet alleen de inflatie is aan een opmars bezig in de eurozone, ook het economisch sentiment bij de Europese bedrijven zit in de lift. De eurozone heeft een spannend politiek jaar voor de boeg maar blijkbaar liggen weinig Europese bedrijfsleiders daar wakker van. Net als in de V.S. maken we momenteel een opstoot mee van het optimisme. Indien het sterkere vertrouwen bij de bedrijven niet wegsmelt de komende maanden zal dit zich vertalen naar een BBP-groei (in Q1) van 1,8% of beter.

Figuur 3. Inflatieverloop eurozone.



In het derde kwartaal van 2016 versnelde de Britse BBP-groei ondanks de Brexit beslissing naar 2,3% en ook voor het laatste trimester wordt een economische groei van minstens 2% verwacht.

Een 'harde Brexit' waarbij het V.K. geen automatische toegang krijgt tot de eenheidsmarkt van de EU, lijkt op dit moment het meest waarschijnlijke scenario.

V.K.: geen Brexit-recessie in H2 2016.

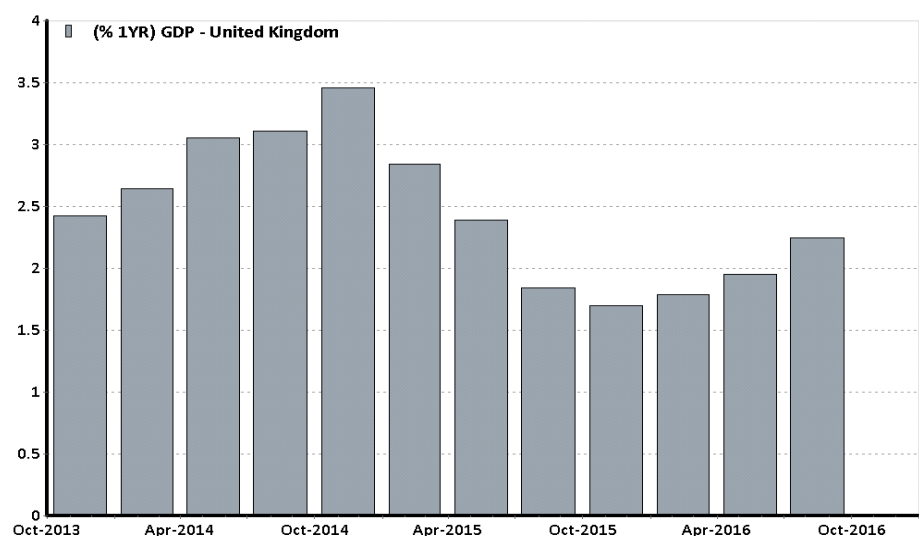
Begin januari sloeg Andrew Haldane, de hoofdeconoom van de Bank of England, een mea culpa. Hij gaf toe dat de voorspelling van de centrale bank dat de keuze voor Brexit een recessie zou veroorzaken in het tweede semester van 2016, wellicht overdreven was. In het derde kwartaal van 2016 versnelde de Britse BBP-groei ondanks de Brexit beslissing naar 2,3% en ook voor het laatste trimester wordt een economische groei van minstens 2% verwacht.

De beter-dan-verwachte BBP-cijfers voor 2016 betekenen natuurlijk niet dat de Britse economie in de toekomst geen hinder kan ondervinden van de Brexit procedure. Tot nu toe betekende de verzwakking van het pond sinds juni 2016 vooral een gunstigere concurrentiepositie voor de Britse exportsector. Maar een zwakkere munt vertaalt zich ook naar hogere inflatie en een lagere koopkracht voor de gezinnen, en die effecten zullen in 2017 in kracht toenemen.

De stevige economische groei in 2016 was een meevaller voor de regering van Theresa May die op politiek vlak recent echter een nieuwe tegenvaller te verwerken kreeg. De Brit die de Brexit onderhandelingen moest voeren, Sir Ivan Rogers, heeft namelijk zijn ontslag ingediend. Rogers heeft ruim 25 jaar diplomatieke ervaring in de EU en zijn ontslag heeft de geruchten gevoed dat de Britten in de komende Brexit onderhandelingen aan het kortste eind zullen trekken. May gaf in recente interviews aan dat ze niet tot elke prijs bereid is om het V.K. in de Europese eenheidsmarkt te houden. Zo wil ze de autonomie behouden over het immigratiebeleid zodat een 'hard Brexit' waarbij het V.K. geen automatische toegang krijgt tot de interne markt van de EU op dit moment het meest plausibele scenario lijkt. Gouverneur Mark Carney van de Bank of England gaf tegengas door te pleiten voor een overgangsfase in plaats van een abrupte breuk waar de regering May op aanstuurt.(*). Volgens de baas van de Britse centrale bank is een overgangsfase nodig om de economische schade in het V.K. en de EU te beperken.

Figuur 4. V.K.: jaar-op-jaar BBP-groei (%) .

(*): "It is absolutely in the interests of the United Kingdom, and the EU-27, that there is an implementation phase, a transition phase, and ideally that is agreed early on in this process," "If there is not such a transition put in place, in our view it will have consequences. We will work to mitigate those consequences as much as possible. And again, in my view -- I'm repeating myself -- those consequences would be greater for Europe than for the U.K." BoE governor Mark Carney, source Bloomberg



De Amerikaanse obligatierentes corrigeerden na de hevige renteklim van november en december.

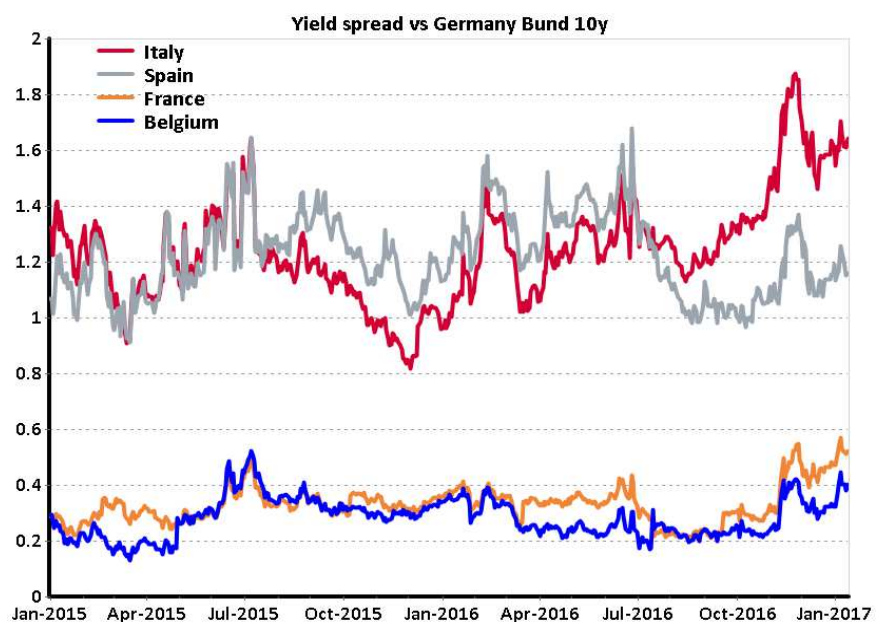
Rente: correctie op de obligatiemarkten na de verkoopgolf van eind 2016.

Op de obligatiemarkten begon het jaar met een gedeeltelijke correctie van de verkoopgolf die ontstond na de verkiezingsoverwinning van Trump. In de V.S. daalden de rentes op de overheidsobligaties met een looptijd van 5 en 10 jaar tussen 15 december en 12 januari met 23 basispunten tot respectievelijk 1,86% en 2,36%. De euforie die heerste op Wall Street door de Trump-zege is gedeeltelijk weggeëbd en de focus op de obligatiemarkten is verschoven van het fiscale reflatiebeleid van Trump naar zijn agenda op het vlak van internationale handel. De gespieerde taal richting China en Mexico, twee belangrijke handelspartners van de V.S., heeft de vrees voor meer protectionisme en een lagere groei op mondiaal vlak aangewakkerd.

Uit de notulen van de recentste monetaire vergadering in de Verenigde Staten bleek nochtans dat de meeste FOMC leden op de vergadering van december een grotere kans zagen dat de groeicijfers in 2017 hun voorspellingen zullen overtreffen door een expansief fiscaal beleid onder Trump. De monetaire beleidsmakers blijven wel onderling verdeeld waarbij een meerderheid van mening blijft dat in 2017 en daarna een geleidelijke i.p.v. een abrupte verhoging van de beleidsrente aangewezen is.

Ook in Duitsland hebben de obligatiemarkten een deel van de koersverliezen die werden geïncasseerd eind 2016 goedge maakt sinds de start van dit jaar. De rente op het Duitse staatspapier met een looptijd van 10 jaar daalde op een maand van 0,79% naar 0,69%. De rentes op het staatspapier van België, Frankrijk, Italië en Spanje zijn daarentegen stabiel gebleven de afgelopen maand waardoor het renteverskil t.o.v. de Duitse overheidsobligaties opnieuw wat groter is geworden.

Figuur 5. EZ: evolutie van het renteverskil met de Duitse overheidsobligatie – looptijd 10 jaar



Trump wil China bestempelen als 'currency manipulator'.

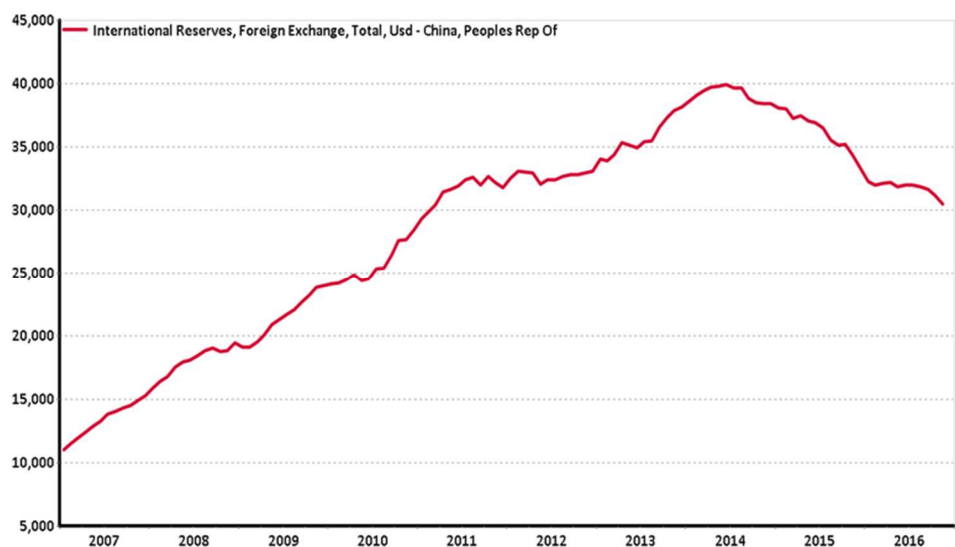
De Chinese centrale bank spendeerde sinds midden 2014 al bijna \$1 trn aan het ondersteunen van de yuan.

FX: Chinese yuan onder druk.

De nieuwe president van de V.S. is volgens insiders van plan om kort na zijn officiële benoeming China officieel te bestempelen als een 'currency manipulator', wat voor de laatste keer gebeurde in 1994 (*). Als dit scenario zich ontvouwt, breekt er een periode aan van één jaar waarin beide partijen (VS-China) een compromis trachten te vinden. Pas daarna kan de V.S. concrete economische sancties gaan treffen tegenover Chinese bedrijven. Trump en zijn team van adviseurs argumenteren dat China oneerlijke concurrentie voert door de renminbi artificieel zwak te houden waardoor de afgelopen jaren er veel jobs zijn verloren gegaan in de Amerikaanse industrie. De yuan is inderdaad 7% gedaald t.o.v. de USD in de loop van 2016 maar dat had meer te maken met de vertraging van de Chinese economische groei dan met een bewuste manipulatie van de wisselkoers door Beijing.

Op de wisselmarkten wordt er druk gespeculeerd over een verdere devaluatie van de yuan. De Chinese kapitaalmarkten zien nog steeds geld wegvloeien door de afkoeling van de lokale vastgoedmarkten en de stijgende rentes op de obligatiemarkten in de V.S.. Die maken het interessanter om in Amerikaans overheidspapier te gaan beleggen. De afgelopen 18 maanden probeerde de Chinese centrale bank om het vertrouwen bij de investeerders te herstellen door te putten uit de deviezenreserves en yuan op te kopen maar deze strategie slaagde er slechts in om de val van de yuan te vertragen. Deviezenhandelaars houden de Chinese forex reserves in de gaten: wanneer het resterende bedrag onder de psychologische grens van \$3 triljoen duikt, dan vergroot de kans dat de centrale bank andere instrumenten zal aanwenden om de kapitaalvlucht te bestrijden.

Figuur 6. China: internationale deviezenreserves (in honderd miljoen \$).



Bron: (*): WSJ.com 07/01/17 "Trump's Chinese Currency Manipulation"/ Macrobond

PROGNOSETABELLEN.

*	Vooruitzichten BBP (% jaar-op-jaar)			CPI vooruitzichten (% jaar-op-jaar)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
V.S.	1,7	2,2	2,0	1,3	2,5	2,6
Eurozone	1,6	1,4	1,5	0,2	1,2	1,4
Duitsland	1,7	1,5	1,7	0,4	1,5	1,5
België	1,3	1,4	1,4	1,8	1,9	1,8
V.K.	1,9	1,2	1,4	0,6	2,5	2,3
Japan	0,9	1,2	1,0	-0,1	0,6	0,8

**	13/01/17	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17
3mnd \$	1,02	1,05	1,30	1,55	1,75
3mnd €	-0,33	-0,30	-0,30	-0,35	-0,35
10j IRS \$	2,15	2,25	2,45	2,65	2,95
10j IRS €	0,67	0,85	0,90	0,95	1,10
EUR-USD	1,063	1,06	1,04	1,02	1,05
USD-JPY	115	115	120	123	118
EUR-GBP	0,8725	0,90	0,89	0,89	0,88

*: 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.

De afsluitdatum van deze publicatie is 13 januari 2017.