

Teflon-economie schudt opnieuw een schok van zich af

- De wereldeconomie blijft veerkrachtig ondanks aanhoudende schokken
- De AI-hausse, defensie-uitgaven en de energietransitie – het trio van investeringsgolven – zullen de groei waarschijnlijk ook de komende tijd blijven ondersteunen
- Toch blijven het risico op een AI-bubbel en de ontwikkeling van overheidsschulden reden tot zorg
- Ook deze maand: **vier zomerthema's** – 1. Blijft de goedereninflatie stijgen? 2. Zal de Fed de rente verhogen? 3. Krijgen we een handelsoorlog tussen de EU en China? 4. Zorgt de energieschok voor een heropleving van de loongroei in de eurozone?
- **Spotlight:** olieprijsramingen neerwaarts bijgesteld, maar we verwachten vanaf hier nog steeds een stijging
- Regionale ontwikkelingen: EV-opmars ondersteunt consumptie in de [eurozone](#)
- Politieke onzekerheid blijft wegen op [Duitsland](#), ondanks beloofde pensioenhervormingen
- Druk op koopkrachtondersteuning neemt toe in [Nederland](#)
- [Amerikaanse](#) data lijkt op een 'piek in havikachtigheid' te wijzen en zal waarschijnlijk verzwakken
- Groeirisico's in [China](#) verschuiven opwaarts, maar onevenwichtigheden nemen toe

Nick Kounis

Hoofdeconoom

nick.kounis@nl.abnamro.com

Bill Diviney

Senior Econoom Eurozone/Hoofd Macro

bill.diviney@nl.abnamro.com

Philip Bokeloh

Senior Econoom

philip.bokeloh@nl.abnamro.com

Aggie van Huisseling

Senior Econoom Nederland

aggie.van.huisseling@nl.abnamro.com

Jan-Paul van de Kerke

Hoofd Economisch Onderzoek Nederland

jan-paul.van.de.kerke@nl.abnamro.com

Arjen van Dijkhuizen

Senior Econoom China/Wereldhandel

arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.com

Rogier Quaedyvlieg

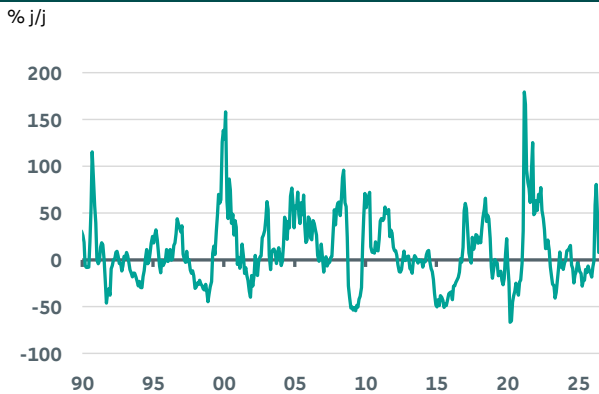
Senior Econoom VS/Hoofd economische modellen

rogier.quaedyvlieg@nl.abnamro.com

Wereldbeeld: voorwaarden aanwezig voor aanhoudende groei

De wereldeconomie is stevig blijven groeien, ondanks wat de grootste schok in de energievoorziening ooit is genoemd. Daarmee zet een thema zich voort: veerkracht bij schokken. Net zoals de wereldeconomie de forse stijging van Amerikaanse invoertarieven vorig jaar goed heeft verwerkt, lijkt ook de energieschok de economische groei niet te hebben ontspoord. Niets lijkt te blijven kleven aan deze 'Teflon-economie', al betekent dat natuurlijk niet dat dit in de toekomst zo blijft. Wat verklaart deze veerkracht? Ten eerste was de stijging van de energieprijzen – zelfs vóór hun daling na het akkoord met Iran – historisch gezien niet bijzonder groot. De aanbodschock was groot, ook al was de uiteindelijke prijsschock dat niet. Daarmee heeft het enige gelijkenis met de grote aanbodschock door tarieven vorig jaar, waarvan de impact uiteindelijk minder groot was dan gevreesd. Het tekort in de energievoorziening werd deels gedicht door verschillende compensaties, terwijl voor het resterende tekort voorraden werden aangesproken die sterk daalden (zie onze Spotlight [hier](#)). Ten tweede is de energie-intensiteit van de economie in de loop der jaren gedaald, waardoor de impact van energieprijzen op de economische groei is afgenomen. Ten derde bouwde de wereldeconomie vóór het conflict momentum op, waarbij investeringen in AI, energie en defensie de vraag ondersteunden. Vooruitkijkend blijven de voorwaarden aanwezig voor aanhoudende groei in de regio's, grofweg rond de trend. De inflatie blijft waarschijnlijk nog enige tijd verhoogd, maar de daling van de energieprijzen vanaf de piek betekent dat de opwaartse risico's voor inflatie zijn afgenomen en dat centrale banken slechts in enkele gevallen zacht op de rem hoeven te trappen (ECB, BoJ), en in andere gevallen helemaal niet (Fed, BoE). De belangrijkste risico's voor dit beeld zijn dat de AI-hausse uitmondt in een AI-correctie, waardoor kapitaaluitgaven zouden omslaan en financiële voorwaarden zouden verkrappen, evenals kwetsbaarheden in de overheidsfinanciën in een aantal economieën.

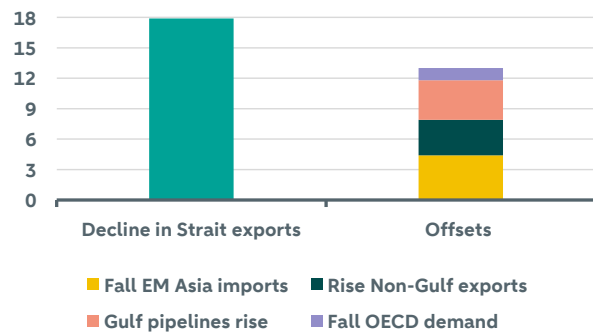
Zelfs vóór het akkoord oliepijsschok niet zo groot



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Compensaties vangen energietekort deels op

Oliestromen, miljoen vaten per dag



Bron: IEA, ABN AMRO Economisch Bureau

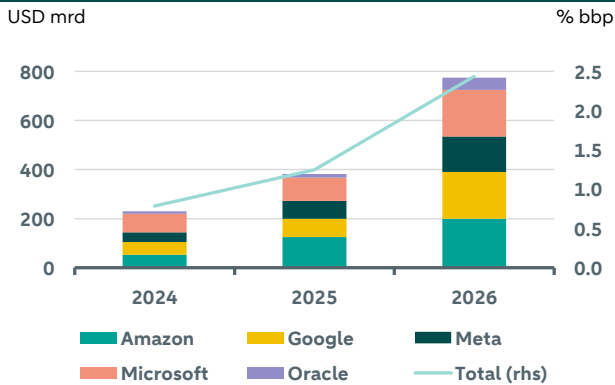
Akkoord tussen VS en Iran lijkt stand te houden

De ontwikkelingen sinds het memorandum van overeenstemming tussen de VS en Iran om de Straat van Hormuz te heropenen en het staakt-het-vuren met 60 dagen te verlengen, verliepen allesbehalve soepel. Toch hebben beide partijen laten zien dat zij de onderhandelingen op koers willen houden. De prikkels om aan Amerikaanse zijde een sterke stijging van benzineprijzen te voorkomen en aan Iraanse zijde de olie-export op gang te houden, lijken beide partijen nu al weken aan tafel te houden. We hebben schendingen van het staakt-het-vuren gezien, maar die waren relatief kortstondig. Tegelijkertijd lijkt de gelijktijdig gesloten raamwerkovereenkomst tussen Israël en Libanon het risico te hebben verkleind dat een aanhoudend conflict in Libanon het akkoord tussen de VS en Iran zou laten ontsporen, al is het risico niet weggenomen. Per saldo verwachten we dat het akkoord standhoudt. Dan blijft de vraag hoe snel de energievoorziening normaliseert. Het antwoord van de oliemarkt op die vraag lijkt 'heel snel' te zijn, met prijzen ongeveer terug op het niveau van vóór het conflict. Wij zijn iets sceptischer en verwachten dat het aanbodtekort waarschijnlijk tot tegen het einde van het jaar aanhoudt, met verder dalende voorraden (zie [hier](#)). Dit kan de olieprijs weer opdrijven tot rond USD 80 per vat Brent. Toch maakt het voor de economische groei niet echt veel uit of de olieprijs USD 70 of USD 80 bedraagt. Een opleving van de oliepijzen zou centrale banken wel helpen om nog enige tijd havikachtig te blijven.

Een trio van investeringsgolven

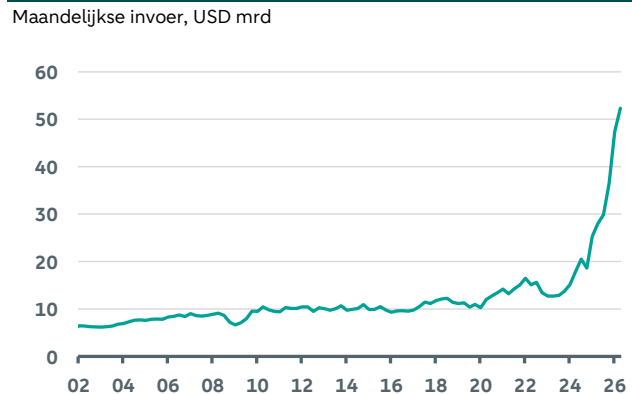
Het akkoord zou de aandacht sterker moeten richten op een aantal positieve aanjagers voor de vooruitzichten. Hoewel we onze groeiramingen niet wijzigen naar aanleiding van het akkoord (omdat dit deel uitmaakte van ons basisscenario), zijn de neerwaartse risico's voor de economische vooruitzichten duidelijk afgenomen. De vrees was dat de energieprijsschok veel groter zou uitvallen als de Straat van Hormuz de hele zomer gesloten was gebleven. De afname van deze onzekerheid zou ook het consumenten- en ondernemersvertrouwen moeten ondersteunen. In Europa zijn de spaarquotes van de private sector bijvoorbeeld verhoogd gebleven ondanks sterke balansen. We zien ruimte voor een daling daarvan naarmate consumentenbestedingen en investeringen geleidelijk aantrekken (zie ook de [eurozone](#) van deze maand). Daarnaast moet het trio van investeringsgolven (AI, energie-infrastructuur en defensie) de wereldeconomie blijven ondersteunen. Alleen al de AI-gerelateerde investeringen van de vijf grote Amerikaanse bedrijven zijn dit jaar gepland op bijna 2,5% van het bbp, een cijfer dat recent naar boven is bijgesteld. Dit geeft ook een krachtige impuls aan de wereldhandel, vooral in Azië (maar zelfs dichterbij huis in Nederland), omdat de AI-gerelateerde invoer van de VS momenteel met meer dan 80% j/j groeit. Mede door de uitbreiding van AI-infrastructuur blijven investeringen in schone energie volgens de IEA sterk groeien. Dit geldt vooral voor investeringen in elektriciteitsnetten, die dit jaar wereldwijd met ongeveer 20% zullen toenemen; twee keer zo snel als in 2025. Ondertussen nemen de Europese defensie-uitgaven toe, het duidelijkst in Duitsland, waar de groei tot nu toe dit jaar op jaarbasis rond 20% ligt. Tot slot zijn de financiële voorwaarden accommoderend.

VS AI-gerelateerde capex grote 5 verdubbelt dit jaar



Bron: Bloomberg, bedrijfsrapportages, ABN AMRO Economisch Bureau

VS AI-gerelateerde invoer blijft sterk stijgen



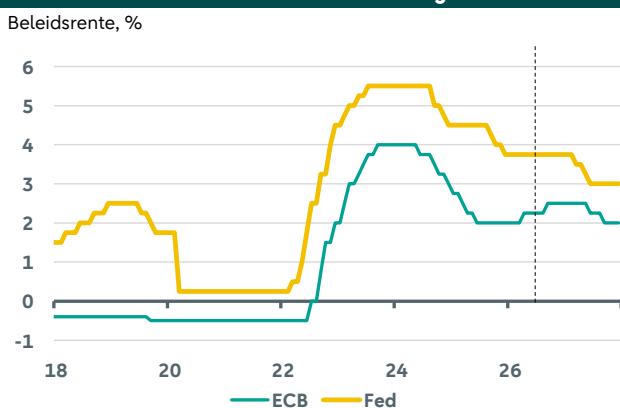
Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Centrale banken houden een gematigd havikachtige houding

De meest recente reeks beleidsvergaderingen van centrale banken kende over het algemeen een duidelijk havikachtige houding. Dat weerspiegelde de stijging van de inflatie door de sprong in energieprijzen, tekenen van doorwerking naar andere goederen en diensten, en opwaartse risico's voor de inflatie door de mogelijkheid van een grotere energieprijsschok als de Straat van Hormuz in de zomer gesloten was gebleven. De situatie is sinds die vergaderingen echter wezenlijk veranderd: het akkoord tussen de VS en Iran om de Straat te heropenen heeft geleid tot een scherpe daling van de energieprijzen en verkleint het risico op tweederonde-effecten.

Dit betekent niet dat we al overwinningsverklaringen zullen horen aan het inflatiefront. De inflatie blijft nog enige tijd boven de doelstelling (in het geval van de VS verlengt dit een lange periode van 5 jaar met inflatie boven de doelstelling), er is nog onzekerheid over hoe snel de energievoorziening herstelt en of het akkoord standhoudt, en een deel van de stijging van energieprijzen zal nog doorwerken in andere goederen en diensten. Daarnaast zorgt de AI-hausse ook voor opwaartse druk op de goederenprijsinflatie (zie [hieronder](#)). Tot slot zijn generaals vaak druk bezig de vorige oorlog te voeren. Voor centrale banken was dat de inflatiegolf van 2022-2023, waarbij algemeen werd gevonden dat zij traag handelden. Al met al zullen we de komende maanden waarschijnlijk nog steeds een havikachtige houding zien, maar de toon zal vrijwel zeker zachter worden dan tijdens de vergaderronde in juni. Voor de ECB verwachten we nog één renteverhoging van 25bp in september (zie [hier](#)). Voor de Fed verwachten we een verdere periode van ongewijzigde rentes die tot in 2027 zal doorlopen (zie [hieronder](#) en [hier](#)). Uiteindelijk moet de havikachtige houding van centrale banken plaatsmaken voor een renteverlagingscyclus. We verwachten dat zowel de Fed als de ECB de rente volgend jaar uiteindelijk verlagen, waarbij de Fed waarschijnlijk de eerste stap zet.

Centrale-bankrentes zullen uiteindelijk dalen



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Financiële voorwaarden



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

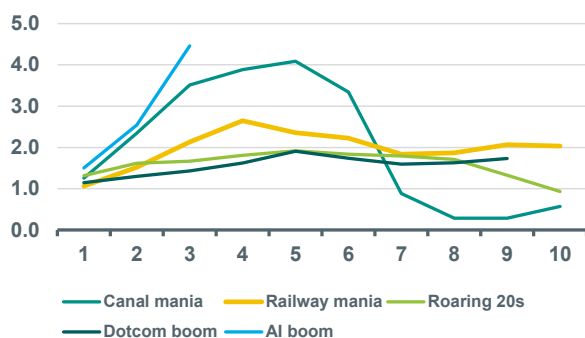
Mogelijke AI-correctie en budgettaire kwetsbaarheden

Er zijn natuurlijk nog steeds neerwaartse risico's voor deze vooruitzichten, waarvan er twee belangrijk zijn om te benadrukken. Ten eerste kan de AI-hausse omslaan in een correctie, waarbij kapitaaluitgaven terugvallen en herwaardering op aandelenmarkten leidt tot krappere financiële voorwaarden. Hoewel de AI-revolutie uiteindelijk vrijwel

zeker aanzienlijke productiviteitswinsten zal opleveren, zijn er vragen of de winsten groot genoeg zullen zijn (en in hoeverre ze te gelde worden gemaakt) om de enorme stijgingen van kapitaaluitgaven die we zien te rechtvaardigen. Zoals we [hieronder](#) uitleggen, beginnen er aan de aanbodzijde knelpunten te ontstaan die leiden tot stijgende kostendruk. Tot slot stelt een recente BIS-publicatie (zie [hier](#)) dat historische investeringsbooms rond innovatie, gedreven door verwachtingen van commerciële rendementen boven wat een echte technologische doorbraak opleverde, uiteindelijk in een correctie zijn geëindigd. We merken echter ook op dat de AI-investeringsgolf zich vergeleken met deze episodes in een relatief vroeg stadium bevindt. Gemiddeld ligt de piek in deze episodes in het vijfde jaar, dus als dat enige houvast biedt, kan de AI-investeringsgolf nog wat verder doorlopen. Bovendien hielden investeringen in de meest recente episode – de Dotcomboom – ondanks de bekende correctie van aandelenkoersen relatief goed stand.

Innovatiegerelateerde investeringsgolven en correcties

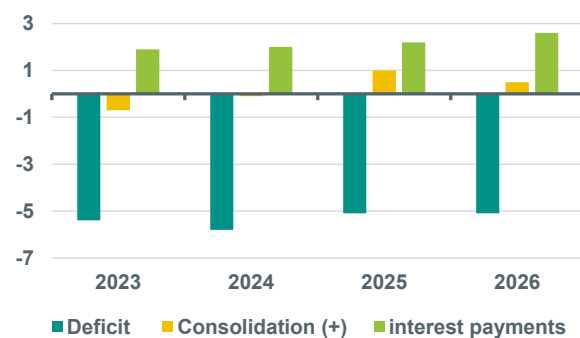
Veelvoud van pre-investeringsgolf-dieptepunt; horizontale as: jaren



Bron: BIS, ABN AMRO Economisch Bureau

Uitsplitsing van Franse overheidsfinanciën

% bbp



Bron: Europese Commissie, ABN AMRO Economisch Bureau

Een tweede risico zijn kwetsbaarheden in de overheidsfinanciën van een aantal grote ontwikkelde economieën. De VS en Frankrijk vallen hierbij op. De aanhoudend sterke stijging van de overheidsschuld en rentelasten die in beide gevallen bij het huidige beleid wordt verwacht, betekent dat termijnpremies nog sterker kunnen stijgen dan in ons basisscenario. Dit kan overslaan naar andere activaklassen en leiden tot een scherpe verkrapping van de financiële voorwaarden. In Frankrijk is de begrotingsconsolidatie van de afgelopen twee jaar deels tenietgedaan door stijgende rentelasten, waardoor het begrotingstekort hoog blijft. De begrotingsconsolidatie die nodig is om de schuld te stabiliseren (ongeveer 5% bbp) zou zelfs voor een stabiele regering zeer uitdagend zijn (zie ook onze notitie hierover eind vorig jaar [hier](#)). Tegen deze achtergrond kan politieke onzekerheid rond de verkiezingen van volgend jaar een trigger zijn voor grotere zorgen van de markt.

Vier thema's om deze zomer te volgen

Nu onze gebruikelijke zomerpauze op het punt staat te beginnen (we hervatten de publicatie begin september), blik het Macro-team vooruit op vier belangrijke thema's om de komende maanden te volgen. Naast deze thema's zet de Spotlight van deze maand onze verwachtingen voor energieprijzen uiteen in het licht van het recente staakt-het-vurenakkoord tussen de VS en Iran.

1. Zullen aanbodknelpunten en de wereldwijde techhousse de mondiale goedereninflatie verder opstuwten?

De stijging van de goedereninflatie heeft waarschijnlijk nog verder te gaan, maar dalende energieprijzen zouden dit moeten beteugelen.

Zoals beschreven in de [Spotlight](#) van deze maand zijn de olieprijsen scherp gedaald sinds de VS en Iran overeenstemming bereikten en de Straat van Hormuz werd heropend. Hoewel we onze olieprijsramingen naar aanleiding hiervan opnieuw neerwaarts hebben bijgesteld, verwachten we dat de oliemarkt dit jaar een aanbodtekort blijft kennen, waardoor de prijzen tijdelijk weer boven het niveau van vóór het conflict uitkomen. Hoewel het verloop van de *headline* inflatie zal worden gedomineerd door de sterke stijging en daaropvolgende daling van de olieprijsen, kan het verloop van de kerninflatie minder eenduidig zijn. Zoals de ECB aangaf in haar [junivergadering](#): 'hoe langer de energieprijzen hoog blijven, hoe groter de kans dat zij via indirecte en tweederonde-effecten de bredere inflatie opstuwten'. De ECB wijst ook op bredere verstoringen in mondiale toeleveringsketens, aanhoudende handelsspanningen die leiden tot meer gefragmenteerde mondiale

toeleveringsketens, beperkingen op kritieke grondstoffen en een verslechtering van capaciteitsbeperkingen, die de inflatie kunnen opdrijven.

Verstoringen in mondiale toeleveringsketens worden ook zichtbaar in ABN AMRO's mondiale index voor aanbodknelpunten, die in mei tot het hoogste niveau in vier jaar steeg (al kunnen toekomstige updates enige verlichting laten zien na de heropening van de Straat van Hormuz). Deze stijging wordt aangevoerd door de deelindices voor levertijden die in onze index zijn opgenomen, en — in mindere mate — door indicatoren die vracht- en scheepvaarttarieven weerspiegelen (zie ook [hier](#)). In mei daalde de levertijdencomponent van de wereldwijde PMI voor de verwerkende industrie in ontwikkelde economieën naar de laagste stand sinds juli 2022 (lagere waarden wijzen op langere levertijden). Daarbij moeten we opmerken dat deze toename van levertijden waarschijnlijk niet alleen de extra mondiale aanbodknelpunten als gevolg van het Iran-conflict weerspiegelt, maar ook de aanhoudend opmerkelijke kracht van de wereldwijde tech/AI-cyclus. Merk op dat de levertijdencomponent van de wereldwijde PMI voor elektronische apparatuur — die ook in onze knelpuntenindex is opgenomen — momenteel eveneens op het laagste niveau in vier jaar staat.

ABN AMRO Global Supply Bottlenecks Index

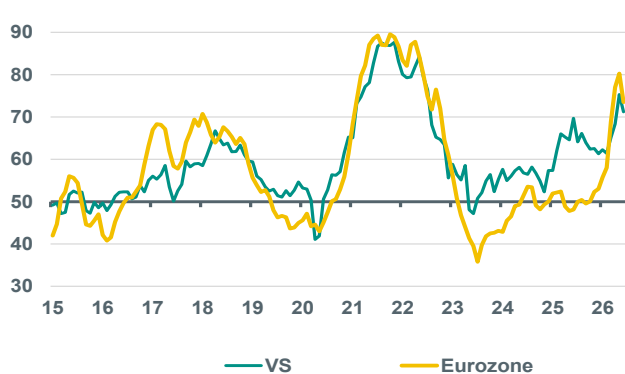
Index, +6 = maximum overmatige vraag/aanbodknelpunten



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, LSEG, Bloomberg

PMI prijscomponenten hoog, maar piek lijkt achter

PMI verwerkende industrie, inputprijzen, 50 = neutraal niveau

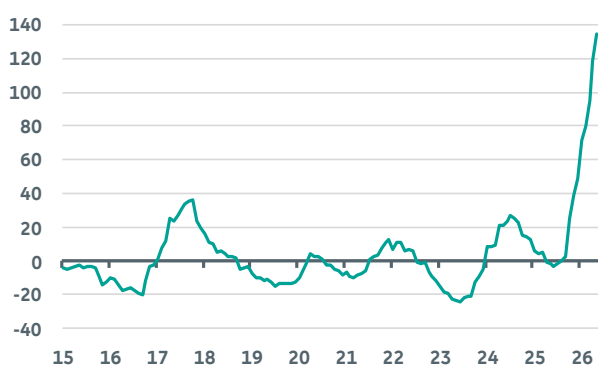


Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, LSEG

Er zijn meer signalen dat de doorwerking van hogere energieprijzen als gevolg van (de aanbodknelpunten rond) het Iran-conflict, in combinatie met de aanhoudende kracht van de wereldwijde tech/AI-cyclus, gepaard gaat met toenemende prijsdruk in de mondiale industrie. Zo zijn de deelindices voor input- en outputprijzen van de wereldwijde PMI voor de verwerkende industrie sinds het vierde kwartaal van 2025 opgelopen en bevinden zij zich nog altijd op het hoogste niveau in vier jaar. Dat gezegd hebbende, liggen ze nog steeds ruim onder de pieken die tijdens de pandemie en de energiecrisis rond Rusland-Oekraïne in 2022 werden gezien. Bovendien laten de *flash*-PMI's voor de ontwikkelde economieën zien dat deze deelindices in juni weer enigszins zijn gedaald. Breder bezien is het probleem met PMI-enquêtes dat de stijging van deze componenten eerder een illustratie is van de breedte van prijsstijgingen die door deze enquêtes worden gemeten, dan een nauwkeurige maatstaf voor hun omvang.

Prijs van Koreaanse halfgeleiders is omhoog

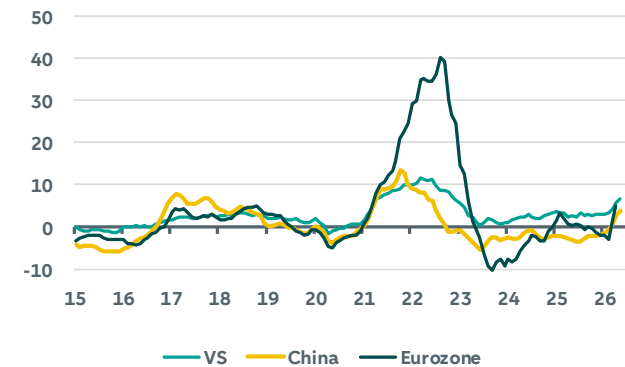
Zuid-Korea, PPI halfgeleiders, % j-o-j



Bron: Bloomberg, Bank of Korea, ABN AMRO Economisch Bureau

Producentenprijzen wijzen op prijsdruk 'in de pijplijn'

'Headline' PPI indices, % j-o-j



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Toch wijzen ook directere prijsindicatoren erop dat de prijsdruk in de mondiale industrie is toegenomen. Het meest opvallend zijn de prijsspieken in de mondiale tech/AI-sector, waarbij bijvoorbeeld de Koreaanse halfgeleiderprijzen in mei versnelden tot 135% j-o-j. Breder bezien is de prijsdruk in de pijlpijn overal toegenomen, in elk geval tot en met mei. De producentenprijsinflatie (PPI) is de afgelopen maanden sterk gestegen in alle belangrijke economieën die wij volgen, hoewel zij ruim onder de piekniveaus blijft die na de energiecrisis van 2022/23 werden gezien.

In de VS suggereren de onderliggende PPI-cijfers dat de doorwerking naar consumentenprijzen groter kan zijn dan gebruikelijk (zie [hier](#)). De kern-PCE-goederencomponent is sinds februari op jaarbasis opgelopen, hoewel deze in mei weer iets afnam (van 2,8% j-o-j naar 2,4%). In de eurozone gaan stijgende industriële producentenprijzen in maart/april samen met enige versnelling van de kern-CPI-component voor goederen (tot 0,9% j-o-j in mei). Daarbij moet worden opgemerkt dat de stijging van de totale PPI in de eurozone in 2022-23 veel sterker was, omdat Europa toen het epicentrum vormde van de energiecrisis die volgde op het conflict tussen Rusland en Oekraïne. Ondertussen is in China de stijging van de PPI-inflatie sinds maart (na 3,5 jaar PPI-deflatie) het meest zichtbare effect van het Iran-conflict, en dit gaat hand in hand met stijgende exportprijzen. De doorwerking naar hogere consumentenprijzen wordt echter afgezwakt door aanhoudende onevenwichtigheden tussen vraag en aanbod en door overheidsbeleid. Al met al suggereren recente trends in de mondiale industrie dat de stijging van de mondiale goedereninflatie mogelijk nog verder doorzet, maar de heropening van de Straat van Hormuz — indien deze standhoudt — en de daarmee samenhangende daling van de energieprijzen zouden dit moeten beteugelen. (Arjen van Dijkhuizen)

2. VS: breekt deze aanbodschock de Fed?

Markten hebben hun verwachtingen voor het beleidspad van de Fed sterk aangepast sinds het begin van de oorlog met Iran. Verwachtingen aan het begin van het jaar van twee tot drie renteverlagingen in 2026 waren medio april volledig uit de prijzen verdwenen na de energieschok. Sinds mei zijn markten renteverhogingen voor dit jaar gaan inprijzen. De eerste FOMC-vergadering van Kevin Warsh duwde de marktprijzen sterk omhoog, doordat het persbericht, en in mindere mate de voorzitter zelf, duidelijk havikachtiger uitvielen dan verwacht. Deze havikachtige toonverschuiving kwam voort uit een even duidelijke verschuiving binnen het comité, bevestigd door een opwaartse beweging in de dot plot (zie de rechtergrafiek hieronder). De helft van de leden verwacht nu minstens één renteverhoging tegen het einde van het jaar; velen zien er twee of meer.

Toch verwachten wij nog steeds dat de volgende beleidsstap een renteverlaging wordt. De Fed lijkt comfortabel te zijn met een ongewijzigde rente terwijl zij de economische impact van de meest recente schok beoordeelt. De datastroom bevindt zich momenteel op een piek in havikachtigheid (zie het [VS hoofdstuk](#)), maar wij verwachten dat de datastroom in de komende maanden duidelijk duifachtiger wordt. Daardoor verwachten wij dat het narratief in het derde en vierde kwartaal van dit jaar duifachtiger wordt, waardoor renteverhogingen uiteindelijk worden voorkomen. Hieronder beoordelen wij de argumenten voor en tegen verhogingen, en onze bijgewerkte vooruitzichten voor de beleidsrente van de Fed.

Markten begonnen in mei renteverhogingen in te

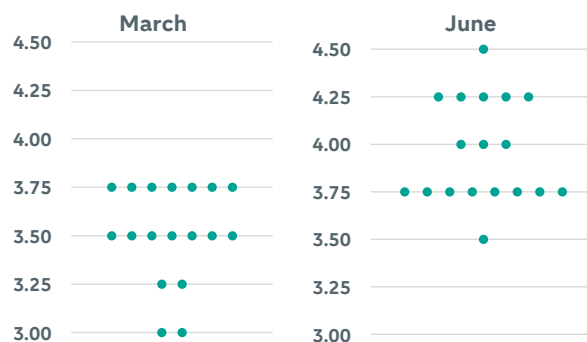
Marktprijzen voor de bovengrens van de federal funds rate per datum, %



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Group Economics

... en de Fed is gevolgd

Fed-dots, bovengrens van de federal funds rate in december 2026



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Group Economics

De argumenten voor renteverhogingen. Vergeleken met de afgelopen jaren staat de Fed in een goede positie. Waar zowel de arbeidsmarkt als de inflatie gedurende een groot deel van de afgelopen twee jaar zorgen baarden, wijzen

recente cijfers vooral op een inflatieprobleem. De inflatie is sterk gestegen door de energieschok, bovenop een overschrijding die al meer dan vijf jaar aanhoudt. Bovendien voorzagen wij, zelfs voordat Hormuz werd gesloten, dat de inflatie dit jaar opnieuw zou versnellen.

De standaardreactie van centrale banken is om door energieschokken heen te kijken, te wachten tot ze wegebben en ondertussen tweederonde-effecten te volgen. Renteverhogingen lossen de onderliggende aanbodbeperking niet op en dreigen consumenten verder onder druk te zetten terwijl hun koopkracht al onder druk staat. Deze logica geldt voor alle aanbodschokken en stuurde ook de reactie van de Fed op tarieven: zij hield de rente ongewijzigd totdat tweederonde-effecten beperkt werden geacht, waarna zij de versoepeling hervatte.

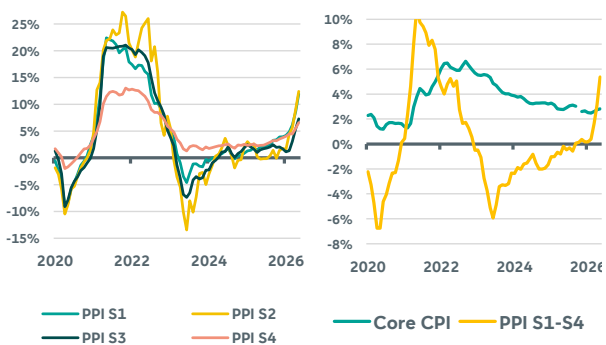
Het belangrijkste argument om nu te verhogen is daarom simpelweg de duur van de schok. De inflatie ligt al te lang boven de doelstelling. Men kan door aanbodschokken heen kijken, maar hun gezamenlijke impact heeft er nu toe geleid dat de inflatie zo lang boven de doelstelling ligt dat de meest recente schok moet worden getemd. Kevin Warsh leek dit argument te maken in de openingsopmerkingen van zijn eerste persconferentie. Omdat de olievoorziening het komende jaar waarschijnlijk normaliseert, zou het inflatiepad echter moeten verbeteren. Renteverhogingen zouden de terugkeer naar de doelstelling alleen versnellen, maar mogelijk tegen aanzienlijke kosten. De drempel voor actie ligt daarom waarschijnlijk hoger en vereist duidelijk bewijs van tweederonde-effecten.

In die context vormen PPI-cijfers het sterkste argument. De grafiek linksonder toont een update van onze PPI-analyse, en het meest recente datapunt sindsdien laat een duidelijke verslechtering zien, met toenemende druk in de toeleveringsketen naarmate de energieschok doorwerkt. Dit wijst op toekomstige druk op consumentenprijzen die opwaartse bijstellingen van inflatieramingen kan rechtvaardigen en daarmee de weg kan vrijmaken voor renteverhogingen.

Een laatste argument is dat de huidige inflatieopleving niet puur door aanbod wordt gedreven. Een deel van de overschrijding weerspiegelt vraag, met sterke prijsstijgingen in goederen die verband houden met chips en geheugen, gekoppeld aan de uitbouw van AI (zie ook [hier](#)), naast extra vraag door groter dan gebruikelijke belastingteruggaven. Een renteverhoging zou deze door vraag gedreven inflatie op zijn minst verminderen en de Fed dichterbij haar doelstelling brengen.

Inflatie en inflatiedruk nemen toe...

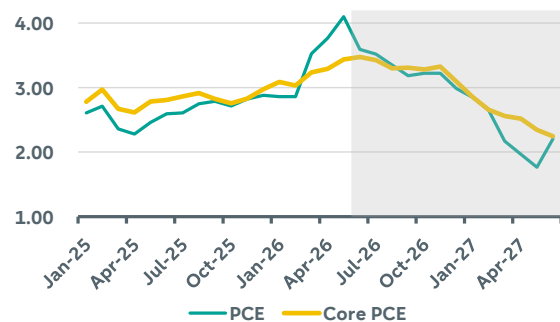
links: PPI j-o-j%, rechts: CPI, j-o-j%



Bron: LSEG, ABN AMRO Group Economics. Noot: PPI S1 tot en met S4 signaleren vroege tot bijna-consumentgerichte fasen in de productiecyclus.

...maar de piek in de totale inflatie ligt achter ons

Aandeel van PCE-inflatie op driemaands geannualiseerde basis, %



Bron: LSEG, ABN AMRO Group Economics

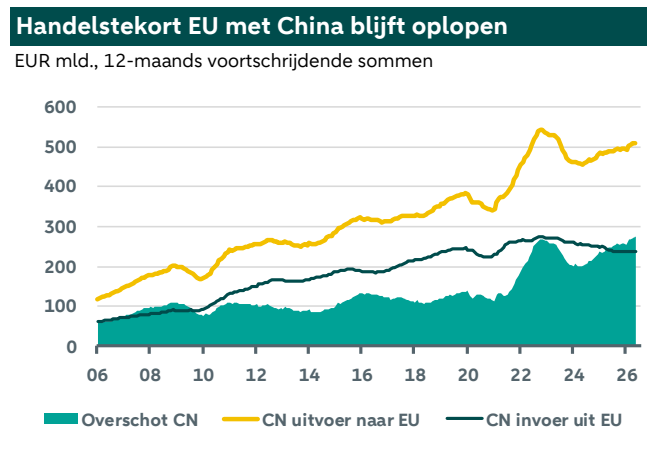
De argumenten tegen renteverhogingen. Het belangrijkste argument tegen renteverhogingen is dat zij het huidige inflatieprobleem niet aanpakken. Hogere rentes herstellen de energievoorziening niet en zullen zelfs aan de vraagkant de uitbouw van AI waarschijnlijk niet doen ontsporen. Hoewel zij de vraag verder zouden drukken, zou het voordeel beperkt zijn en gepaard gaan met aanzienlijke kosten voor een Amerikaanse consument die al onder druk staat. Wij zien beperkt risico op tweederonde-effecten. De arbeidsmarkt blijft in een evenwicht van weinig aannemen en weinig ontslaan, met gematigde loondruk (zie [VS regionaal](#)). De binnenlandse vraag neemt al af, door zowel de klap van hogere energiekosten als krappere financiële omstandigheden via hogere langetermijnrentes, zelfs zonder extra beleidsverkrapping. Wij verwachten dat PPI-druk afneemt samen met de energieprijzen, hoewel enige doorwerking naar de kerninflatie zal aanhouden. Zoals benadrukt in het hoofdstuk over de VS, verkleint het gebrek aan breedte in de inflatie het risico op prijsdoorwerking. Samen wijzen deze factoren niet op een betekenisvolle hernieuwde versnelling van de inflatie.

Onze Fed-visie. Per saldo blijven de signalen over inflatie gemengd. De Fed zal waarschijnlijk de tijd nemen om te beoordelen of recente schokken de kerninflatie betekenisvol zullen verhogen. Onze modellen suggereren dat de totale inflatie in mei piekte, terwijl de kerninflatie waarschijnlijk in juni piekte. Daarna zullen de totale inflatie, en in mindere mate de kerninflatie, naar verwachting snel afnemen. Tegelijkertijd zal het momentum op de arbeidsmarkt vertragen door eerdere naar voren gehaalde aanwervingen, wat in het derde en vierde kwartaal op de banengroei drukt. Samen zou dit het beleidsnarratief moeten verschuiven van verkrapping naar neutraal, en uiteindelijk naar de mogelijkheid van versoepeling in de tweede helft van het jaar. Wij denken echter wel dat de aanhoudende energieschok de daadwerkelijke verlaging van de beleidsrente waarschijnlijk tot volgend jaar zal uitstellen. Wij verwachten daarom nu de eerste renteverlaging in het eerste kwartaal van 2027, met nog eens 50 basispunten aan verlagingen in het tweede kwartaal, waardoor de bovengrens van de federal funds rate in juni op 3,00% uitkomt. Eerder verwachtten wij dat de verlagingen in december zouden beginnen.

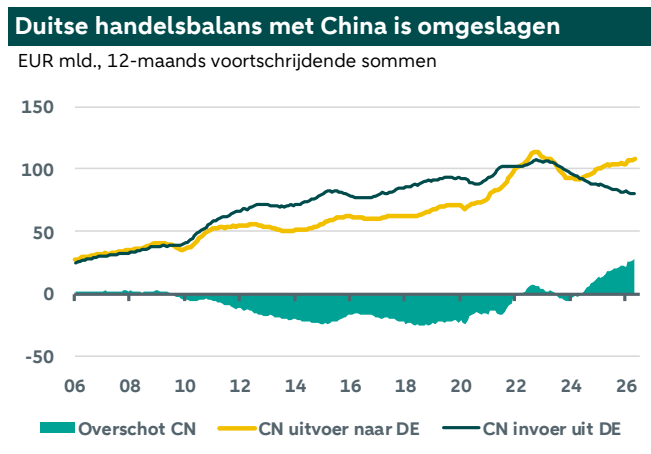
3. China Shock 2.0 schudt de EU langzaam wakker

Vlak voor de zomerpauze namen EU-leiders een hardere toon aan richting China. Zij vroegen de Europese Commissie om met voorstellen te komen om de handelsrelatie tussen de EU en China beter in balans te brengen. Die relatie wordt gekenmerkt door een oplopend handelstekort, dat drukt op kernlanden zoals Duitsland en op belangrijke industriële sectoren, waaronder de auto-industrie, chemie en machinebouw. Tegelijkertijd is Europa afhankelijker geworden van China door de dominante positie van het land in cruciale toeleveringsketens. Nu de Commissie naar verwachting snel met nieuwe beleidsvoorstellen komt, blijft de relatie tussen de EU en China deze zomer een belangrijk thema om te volgen.

De macro-economische achtergrond is duidelijk. In de afgelopen tien jaar is China, door de sterke focus van Beijing op hightech industriebeleid, opgeschoven in de technologische waardeketen. Het land is veranderd van een bron van vraag in een directe concurrent voor de Europese industrie, zowel op de eigen markt als in derde markten (zie ook de China-special in onze Outlook 2026 hier). Tegelijkertijd heeft de zwakke binnenlandse vraag in China het probleem van exportovercapaciteit vergroot, terwijl China zijn munt mede beheert met het oog op het behoud van externe concurrentiekracht. Naast het vergroten van zijn marktaandeel in belangrijke industriële sectoren houdt China aanzienlijke controle over kritieke inputs en grondstoffen, met zeldzame aardmetalen als duidelijkste voorbeeld. Als dat nodig is, bijvoorbeeld op het hoogtepunt van de handelsoorlog met de VS vorig jaar, heeft Beijing laten zien bereid te zijn deze hefboom te gebruiken door exportcontroles aan te scherpen.



Bron: ABN AMRO Group Economics, Bloomberg



Bron: ABN AMRO Group Economics, Bloomberg

Duitsland, eerder een grote begunstigde van Chinese vraag, voelt steeds sterker de gevolgen van wat inmiddels breed wordt aangeduid als de “Tweede China Schok”. Het handelsoverschot met China is omgeslagen in een tekort, dat blijft oplopen naar recordniveaus. Deze trend is versneld sinds het uitbreken van de oorlog in Oekraïne, die Europese, en vooral Duitse, energie-intensieve industrieën onevenredig hard raakte. Bovendien is de tweede China Schok sterker geworden door de ont koppeling van de handel tussen de VS en China die vorig jaar zichtbaar werd, waarbij een groter deel van de Chinese export naar andere bestemmingen ging (vooral ASEAN, maar ook de EU).

Deze macro-economische dynamiek ging vooraf aan de recente aanscherping van de toon onder Europese beleidsmakers. Landen als Frankrijk waren traditioneel voorstander van een meer protectionistische koers, maar vooral de verschuiving in Duitsland laat zien dat binnen de EU een bredere consensus ontstaat. In 2024 verzette Berlijn zich onder de vorige Duitse regering tegen EU-tarieven op [Chinese elektrische voertuigen](#). Recenter zou bondskanselier Merz China echter hebben

omschreven als een land dat “markten overspoelt via hoge subsidies”, waarbij hij wees op “gesubsidieerde overcapaciteit” en een “ondergewaardeerde yuan”. Hoewel Duitsland voorzichtig blijft om de resterende exportvraag uit China niet in gevaar te brengen, wordt de veranderende beleidskoers steeds duidelijker zichtbaar in Europa’s grootste en meest blootgestelde economie. Die koerswijziging zorgt echter nog niet voor volledige consensus binnen de EU, omdat Spanje, dat Chinese directe investeringen ontvangt, voorstander blijft van de status quo.

EU-leiders gaven de Commissie van Von der Leyen een mandaat om i) onevenwichtigheden diplomatiek te blijven aanpakken, maar ii) ook te onderzoeken hoe het bestaande beleidsinstrumentarium voor handelsbescherming en industriebeleid kan worden aangevuld. Het huidige kader wordt gezien als te traag, te beperkt en in sommige gevallen te kostbaar om in te zetten.

Het doel zou uit twee onderdelen bestaan. Ten eerste het verminderen van strategische afhankelijkheden, in lijn met recente G7-[toezeggingen](#). Een zogenoemd “diversificatie-instrument” zou bedrijven verplichten om niet meer dan 40% van hun inputs bij één leverancier en uit één land te halen – een maatregel die bedoeld is om toeleveringsketens veerkrachtiger te maken. Het tweede doel is explicieter defensief en richt zich erop de EU in staat te stellen sneller te reageren op vermeende oneerlijke handelspraktijken. Dit kan manieren omvatten om tarieven in te voeren; ideeën in lijn met het Amerikaanse Section 301-kader zijn bepleit door president [Macron](#).

Vooruitkijkend zal de EU waarschijnlijk voorzichtig handelen vanwege uiteenlopende nationale economische belangen en verschillende visies op de omgang met China. Een assertievere houding tegenover China zal vrijwel zeker tot vergelding leiden. Op korte termijn zou dit gebeuren op een moment waarop de Europese economie de gevolgen van de energieschok nog aan het verwerken is. De Europese industrie is bovendien nog altijd sterk afhankelijk van Chinese inputs, en dan is er ook nog de huidige handelssituatie met die andere belangrijke exportpartner (de VS). Hoewel nieuwe voorstellen van de Commissie al tijdens de *State of the Union* in september kunnen worden gepresenteerd, zal het tijd kosten om die om te zetten in concrete maatregelen. Eerst moet de politieke bereidheid in de lidstaten worden veiliggesteld en voorstellen moeten worden omgezet in wetgeving. Cruciaal is dat het vermogen van de EU om een hardere koers vol te houden afhangt van betekenisvolle voortgang bij de diversificatie van toeleveringsketens. Dit betekent dat de status quo, en daarmee de concurrentiedruk voor de Europese industrie, op korte termijn waarschijnlijk niet verandert. Toch kan het signaal aan Beijing dat de EU enkele maatregelen overweegt, Chinese beleidsmakers meer gevoel van urgentie geven om binnenlandse onevenwichtigheden tussen aanbod en vraag aan te pakken. Intussen kwamen EU-handelsvertegenwoordiger Sefcovic en de Chinese minister van Handel Wang op 29 juni overeen om een deadline in oktober vast te stellen voor ‘tastbare resultaten op het gebied van het in balans brengen van handel en investeringen, exportcontroles, markttoegang en een gezamenlijk monitoringssysteem’.

Van een afstand bezien wordt de noodzaak om op China Shock 2.0 te reageren steeds dringender, maar dat mag niet afleiden van de noodzaak van binnenlandse hervorming. De EU heeft zelf ook wel enige hefboom in de handelsrelatie tussen de VS en China: toegang tot haar interne markt met 450 mln. consumenten. Het verder verbeteren van de interne markt door interne barrières voor investeringen en handel te verminderen blijft even belangrijk. Niet alleen Chinees industriebeleid heeft de huidige onevenwichtigheden gevormd. Ook Europa’s zwakke productiviteitstrend en bredere concurrentieproblemen, zoals door Draghi gesignaleerd, spelen een rol en vragen om een stevige en tijdige reactie.

4. Zal de loongroei in de eurozone aantrekken als reactie op de energieschok?

Ons basisscenario is dat de loongroei hoog blijft, maar niet terugkeert naar een versnelling zoals in 2022.

Een les uit de vorige energieschok was dat de inhaalslag van de lonen een belangrijke bijdrage leverde aan de hardnekkigheid van de diensteninflatie – en daarmee ook aan de totale inflatie. Hoewel de meest recente energieschok nu wegebt, blijft de vraag relevant of deze dynamiek zich zal herhalen. Er zijn drie grote verschillen tussen deze schok en de vorige, die ons vertrouwen geven dat we geen herhaling van die episode zullen zien. Namelijk: 1) de huidige schok in energieprijzen is veel kleiner dan in 2022, 2) de krapte op de arbeidsmarkt is duidelijk afgenomen, en 3) destijds kwamen huishoudens uit de pandemie met een aanzienlijke inhaalvraag. Toch blijft de loongroei boven de niveaus van vóór de pandemie en is de diensteninflatie nog niet volledig genormaliseerd¹. Daardoor is loongroei een belangrijke variabele om deze zomer te volgen. Een nieuwe versnelling kan zorgwekkend worden als die een stijging van de inflatie in diensten, of

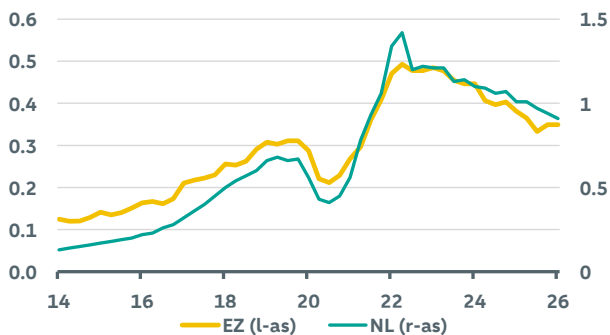
¹ We hebben [eerder ingeschat](#) dat, om consistent te zijn met een inflatie van 2%, de loongroei gelijk zou zijn aan de inflatiedoelstelling plus de productiviteitsgroei op lange termijn. Voor de eurozone ligt dit tussen 2,7 en 3,0%.

van de inflatie in bredere zin, aanwakkert in plaats van te worden opgevangen door winstmarges. Hieronder maken we de balans op van de [drie belangrijkste aanjagers](#) van loongroei.

Laten we eerst kijken naar de krapte op de arbeidsmarkt. Zoals [eerder beschreven](#), is de vacaturegraad een nuttigere maatstaf voor de onderliggende krapte op de arbeidsmarkt dan de werkloosheid. Volgens deze maatstaf is de krapte op de arbeidsmarkt duidelijk afgenomen ten opzichte van de piek in 2022 – zonder dat de werkloosheid betekenisvol is gestegen. Over het algemeen koelen arbeidsmarkten af, maar blijven ze naar verwachting relatief krap door vraag naar arbeid in specifieke sectoren, zoals de zorg en defensie. Dit wijst erop dat de onderhandelingspositie van werknemers niet meer zo sterk is als tijdens de vorige energiecrisis, wat de opwaartse druk op de loongroei zou moeten beperken.

Vacaturegraad gedaald vanaf piek

Vacatures per werkloze



Bron: LSEG, CBS, ABN AMRO Economisch Bureau

Prijsverwachtingen dalen weer

Prijsverwachtingen van consumenten, 12 maanden vooruit



Bron: EC, ABN AMRO Economisch Bureau

Inflatieverwachtingen zijn een andere factor die de loondynamiek kan beïnvloeden, zowel voor korte als de langere termijn. Wanneer huishoudens verwachten dat de inflatie hoog blijft, zullen zij eerder compensatie via lonen vragen. Dit kan gebeuren zelfs als de verwachtingen voor de langere termijn in grote lijnen verankerd blijven. Deze keer zijn de verwachtingen opnieuw gestegen, maar in de eurozone in ieder geval niet in dezelfde mate als tijdens de energiecrisis van 2022. Recenter cijfers wijzen ook op enige afzwakking. Dat duidt op beperkte extra druk op de loongroei vanuit vooruitkijkende verwachtingen, al kan de loongroei nog steeds worden beïnvloed door gerealiseerde inflatie en koopkrachtverlies.

Tot slot geldt voor het eurozone-aggregaat dat de beloning per werknemer de reële inkomensverliezen uit de vorige energiecrisis grotendeels heeft goedgemaakt. Dit beperkt in algemene zin de ruimte voor een grote extra inhaalbeweging van lonen. Over het algemeen is enige druk op de loongroei via het inhaal-kanaal waarschijnlijk. De omvang van die druk hangt echter af van de duur en intensiteit van de schok, en van de eerdergenoemde krapte – en daarmee van de onderhandelingspositie van werknemers. Nu de schok zelf al wegeeft en arbeidsmarkten veel ruimer zijn, zien wij beperkte ruimte voor een aanzienlijk hogere loongroei als gevolg van deze schok.

Alles bij elkaar is ons basisscenario dat de loongroei hoog blijft, maar door de recente schok in energieprijzen niet terugkeert naar een versnelling zoals in 2022. Dit is tot nu toe in lijn met vooruitkijkende indicatoren zoals de ECB-loontracker en de loongroei volgens Indeed. Toch moeten we, gezien het risico voor de diensteninflatie, de ontwikkeling van de loongroei nauwlettend blijven volgen. (Aggie van Huisseling & Bill Diviney)

Spotlight: de negatieve omslag bij olie lijkt voorbarig maar het ergste lijkt achter de rug

Georgette Boele – Senior FX- en oliestrategie | georgette.boele@nl.abnamro.com

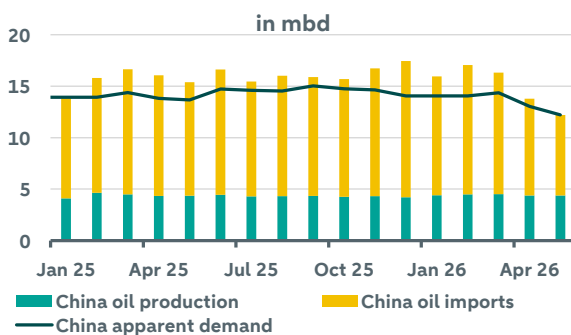
- De olieprijsen zijn de afgelopen periode fors gedaald, maar lijken gezien de krappe fysieke marktomstandigheden momenteel relatief laag.
- De wereldwijde olievoorraden bevinden zich op een laag niveau, terwijl de vraag wordt ondersteund door beperkte voorraden van geraffineerde producten en het seizoensmatig sterke reisverkeer tijdens de zomermaanden.

- Voor 2027 verwachten we een herstel van het olieaanbod, terwijl de vraaggroei beperkt blijft door de voortgaande elektrificatie van transport.
- Onze herziene prognoses gaan uit van een Brent-prijs van USD 80 per vat en een WTI-prijs van USD 75 per vat aan het einde van dit jaar. Voor eind 2027 verwachten we respectievelijk USD 70 en USD 65 per vat.

Hoewel het Internationaal Energieagentschap (IEA) de recente energieschok omschreef als een van de ernstigste ooit, bleef de stijging van de olieprijs tijdens de Iran-crisis uiteindelijk beperkt. Daarvoor waren verschillende verklaringen. Allereerst trof de crisis een oliemarkt die al met een zekere mate van overaanbod kampte. Daarnaast temperden wereldwijde decarbonisatietrends en de inspanningen van de eurozone om de energiezekerheid te vergroten de impact van de verstoring. Ook andere compenserende factoren speelden een rol. Aan de aanbodzijde draaide de Amerikaanse olieproductie dicht tegen haar maximale capaciteit aan. Ondanks dalende binnenlandse voorraden bleven de Verenigde Staten een groot deel van hun productie exporteren. Bovendien werd het verlies aan olie-export vanuit de regio gedeeltelijk opgevangen doordat Saudi-Arabië, de Verenigde Arabische Emiraten en Irak hun leveringen via bestaande pijpleidingen konden verhogen.

Overaanbod in China bij aanvang van het conflict

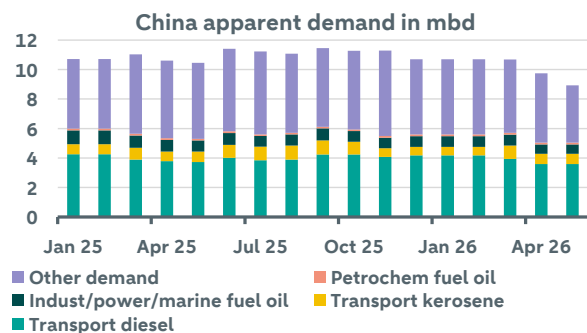
In miljoen vaten per dag



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Group Economics

Daling van overige vraag en transportvraag

In miljoen vaten per dag



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Group Economics

Ook aan de vraagzijde waren er ontwikkelingen die de gevolgen van de crisis verzachtten. De Chinese olie-import nam namelijk sterk af. Voorafgaand aan het conflict importeerde China meer olie dan direct noodzakelijk was, waardoor aanzienlijke voorraden konden worden opgebouwd. Toen de Straat van Hormuz tijdelijk werd gesloten, slaagde China er bovendien in om een aanzienlijk deel van zijn olie-import uit het Midden-Oosten veilig te stellen, in tegenstelling tot verschillende andere Aziatische landen, waaronder Japan. Daarnaast kon China terugvallen op eerder opgebouwde reserves, de export van olieproducten beperken en het gebruik van vloeibare brandstoffen ontmoedigen door de overstap op kolen en elektriciteit, onder meer voor vervoer, te stimuleren. De grafiek links toont de oliebalans van China, terwijl de grafiek rechts laat zien in welke sectoren de olievraag lager uitkwam. De vraag naar diesel en benzine voor transport daalde, maar de grootste daling deed zich voor bij "overige vraag". Hoewel de exacte samenstelling van deze categorie onduidelijk is, vermoeden wij dat hierin ook geraffineerde olieproducten zijn opgenomen die normaal gesproken deels worden geëxporteerd naar andere Aziatische landen.

Ondanks deze compenserende ontwikkelingen bleef de oliemarkt kampen met een tekort, wat leidde tot een aanzienlijke daling van de voorraden. De totale wereldwijde olievoorraden worden doorgaans geschat op circa 7,5 tot 8 miljard vaten. Van die hoeveelheid is echter slechts ongeveer de helft beschikbaar in de vorm van bruikbare voorraden op land. De beschikbare gegevens laten zien dat de commerciële OESO-voorraden sterk zijn gedaald en inmiddels dicht bij de dieptepunten van 2022 liggen. Omdat de meest recente cijfers eind mei dateren, is het mogelijk dat de voorraden inmiddels zelfs onder dat niveau zijn gezakt. Ook in de Verenigde Staten bevinden de ruwe-olievoorraden, inclusief de strategische reserves, zich op het laagste peil sinds het begin van de jaren tachtig. In hoeverre de Chinese strategische en commerciële olievoorraden de afgelopen maanden zijn aangesproken is weinig bekend. Eind 2025 werden ze geschat op ongeveer 1,4 miljard vaten, na meerdere jaren van voorraadopbouw.

Een scherpe daling van commerciële voorraden in de OESO

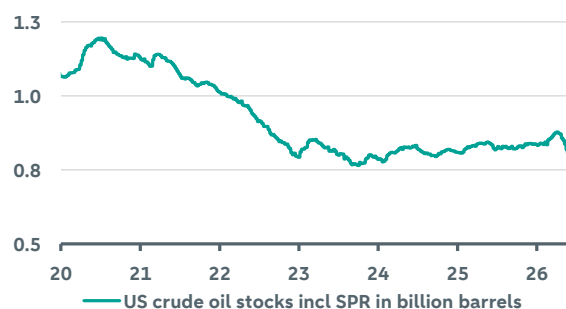
In miljard vaten



Bron: DOE EIA

Amerikaanse ruwe-olievoorraden op laagste niveau

In miljard vaten



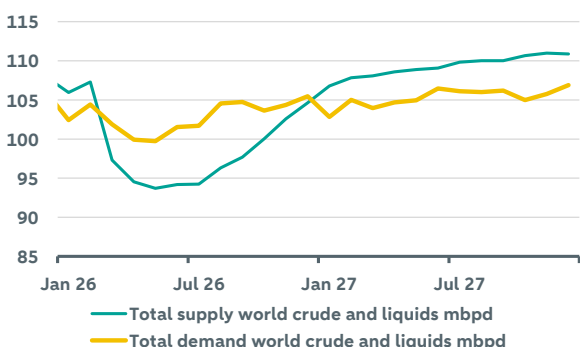
Bron: DOE EIA, ABN AMRO Group Economics

Wat kunnen we verwachten van de olieprijsen in de komende periode

Sinds de Verenigde Staten en Iran een *Memorandum of Understanding* hebben gesloten en de Straat van Hormuz opnieuw is geopend, zijn de olieprijsen scherp terugggevallen naar ongeveer USD 70 per vat. Daarmee liggen de prijzen meer dan 40% onder de piekniveaus tijdens het conflict en opnieuw dicht bij het niveau van vóór de crisis. Wij gaan ervan uit dat de risicopremie die verband hield met het conflict inmiddels grotendeels uit de markt is verdwenen. Ook de sterke Amerikaanse dollar heeft de olieprijs onder druk gezet. Toch zijn wij van mening dat de huidige prijsniveaus de feitelijke marktomstandigheden onvoldoende weerspiegelen. Waar de huidige prijsontwikkeling en termijncurve vooral wijzen op een verwacht overaanbod volgend jaar, wordt het huidige tekort op de markt naar onze mening onderschat. Het herstel van het olieaanbod in het Midden-Oosten zal tijd vergen, terwijl de vraag naar verwachting juist zal aantrekken. Gezien de lage voorraden en de relatief aantrekkelijke prijsniveaus ligt het bovendien voor de hand dat veel landen hun strategische reserves opnieuw willen opbouwen om beter bestand te zijn tegen toekomstige verstoringen.

Aanbodtekort slaat naar verwachting om in aanbodoverschot

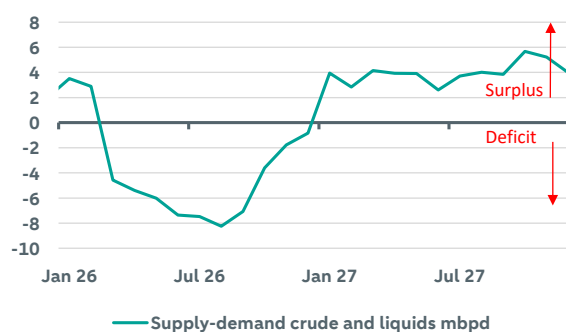
In miljoen vaten per dag



Bron: DOE EIA STOE juni 2026, ABN AMRO Group Economics

EIA verwacht overaanbod vanaf 2027

In miljoen vaten per dag



Bron: DOE EIA STOE juni 2026, ABN AMRO Group Economics

Daarnaast bevindt de oliemarkt zich in een periode waarin de seizoensgebonden vraag traditioneel hoog is. Tegelijkertijd blijven de voorraden van geraffineerde producten, zoals kerosine, benzine en diesel, beperkt. De prijzen van deze producten zijn minder sterk gedaald dan de prijs van ruwe olie, waardoor raffinagemarges zijn verbeterd. Dit ondersteunt de vraag naar ruwe olie vanuit raffinaderijen. Per saldo verwachten wij daarom, in lijn met de prognoses van de EIA, dat de olieprijsen op korte termijn opwaartse druk zullen ondervinden en dat de wereldwijde voorraden verder zullen afnemen. Voor 2027 voorzien wij echter een ander beeld. Het aanbod kan toenemen door extra productie uit de Verenigde Arabische Emiraten nadat deze de OPEC+ hebben verlaten, mogelijke terugkeer van Iraanse olie op de markt indien sancties worden versoepeld, en een hogere productie in Irak bij een eventuele verruiming van het OPEC-quotum. Hoewel de vraag eveneens zal groeien, verwachten wij dat dit in een gematigder tempo gebeurt vanwege de voortgaande elektrificatie en verduurzaming van de transportsector. China loopt in deze ontwikkeling voorop. Hierdoor voorzien wij tegen 2027 opnieuw een situatie van overaanbod. Deze marktdynamiek vormt de basis voor onze aangepaste olieprijsramingen. Wij verwachten dat Brent eind dit jaar uitkomt op USD 80 per vat en WTI op USD 75 per vat. Voor eind 2027 ramen wij een Brent-prijs van USD 70 per vat en een WTI-prijs van USD 65 per vat.

Olieprijsverwachtingen van ABN AMRO

End of perio	2026				2027					
	Mar	Jun	Sep	Dec	Mar	Jun	Sep	Dec		
Brent Oil	118	75	80	80	75	75	70	70		
WTI	101	70	75	75	70	70	65	65		
Averages	2026				2027					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Full year	Q1	Q2	Q3	Q4	Full year
Brent oil	78	97	83	80	86	75	75	70	70	73
WTI	72	93	75	75	78	70	70	65	65	68

Bron: ABN AMRO Group Economics

Eurozone: de energieschok remt – en stimuleert – de consumptie

Bill Diviney – Senior Economist | bill.diviney@nl.abnamro.com

Jan-Paul van de Kerke – Senior Economist | jan-paul.van.de.kerke@nl.abnamro.com

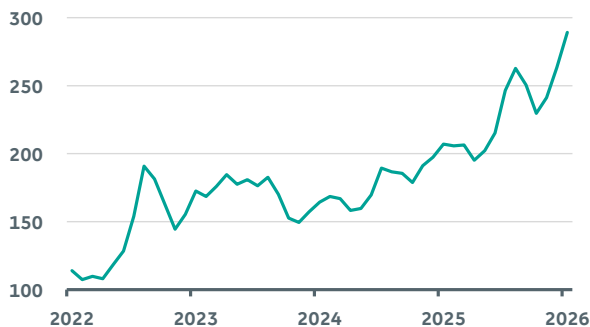
- Sterk stijgende EV-verkopen wijzen erop dat de consumptie niet alleen werd geremd, maar ook werd gesteund door de energieschok
- Nu de energieschok wegebt, zal het consumentenvertrouwen waarschijnlijk herstellen, wat de consumptie verder ondersteunt
- Wij verwachten nog één rentestap van ECB in september, met renteverlagingen in het tweede en derde kwartaal van 2027

Het bbp van de eurozone kromp uiteindelijk met 0,2% k-o-k in Q1, waarbij de krimp van het Ierse bbp in de laatste berekeningen nog extremer uitkwam op -12%. Alleen het 'Ierland-effect' heeft ons ertoe gebracht onze groeiraming voor 2026 te verlagen van 0,8% naar 0,5%, al raden wij lezers aan hier geen signaal uit af te leiden: zoals vorige [maand](#) uitgelegd, was de onderliggende bbp-groei juist vrij solide, en werd de bbp-groei exclusief Ierland in het eerste kwartaal in de meest recente raming juist opwaarts bijgesteld naar 0,3% k-o-k. Dat is opmerkelijk gezien de energieschok die we hebben gezien. Het blijkt dat de energieschok de consumptie op veel terreinen heeft geremd, natuurlijk bij de benzineverkopen, maar breder ook bij de detailhandelsverkopen, terwijl die op andere terreinen juist een stimulans vormde. Zo stegen de EV-verkopen in de drie maanden tot en met mei met 40% j-o-j. Daarmee compenseerden zij ruimschoots de aanhoudende daling van de verkopen van auto's met verbrandingsmotor en stuwden zij de totale autoverkopen met 6,4% j-o-j omhoog. De voor de hand liggende interpretatie is dat hogere benzineprijzen de overstap naar EV's hebben versneld, aangezien de elektriciteitsprijzen tijdens de schok stabiel zijn gebleven. Wat de reden ook is, de sterke autoverkopen hielpen de particuliere consumptie in het eerste kwartaal met een bescheiden 0,2% te groeien. Dat gebeurde ondanks de scherpe daling van het consumentenvertrouwen na het uitbreken van de oorlog met Iran. Nu de energieschok (hopelijk) afneemt en de inflatieverwachtingen van consumenten dalen, begint het vertrouwen al terug te keren. De vraag voor de komende periode is in hoeverre huishoudens bereid zullen zijn hun nog altijd historisch hoge spaarquote te verlagen en weer gaan consumeren. Ons basisscenario, en dat van de ECB, is dat dit in de komende kwartalen geleidelijk zal gebeuren en dat, als er geen nieuwe schokken komen, de consument richting 2027 een grotere aanjager van groei wordt.

Dalende inflatie zal het herstel van het consumentenvertrouwen zeker helpen, maar ondanks de forse daling van de energieprijzen verwachten wij dat de inflatie voorlopig enigszins verhoogd blijft. Dat komt doordat de inflatie zelf breder is geworden dan alleen energie. Ook de goedereninflatie loopt op door een toename van knelpunten in de toelevering, vooral in de aan AI gerelateerde technologiesector. Daarom verlagen wij deze maand onze raming voor de totale inflatie in 2026 met 0,3 procentpunt naar 2,5% vanwege lagere energieprijzen, maar hebben wij ook onze ramingen voor de kerninflatie verhoogd. Voor volgend jaar verwachten wij nu dat de inflatie met 2,1% iets boven de doelstelling van de ECB blijft.

EV-verkopen de afgelopen maanden gestegen

Maandelijks EV-verkopen, duizendtallen, 3m gemiddelde



Bron: LSEG, ABN AMRO Group Economics

Hoe snel kan de consument herstellen?

Consumentenvertrouwen eurozone, index



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Group Economics

ECB verhoogt nu waarschijnlijk nog maar één keer in september

De hardnekkigheid van de kerninflatie zal de Raad van Bestuur van de ECB er waarschijnlijk toe brengen om tijdens komende vergaderingen aan de havikachtige kant te blijven. Hoewel zelfs haviken nu een renteverhoging in juli lijken uit te sluiten (Kazaks op 30 juni: “de urgentie van opeenvolgende stappen is aanzienlijk afgenomen”), rekenen wij op nog één verhoging, in september. Vóór de bekendmaking van de deal tussen de VS en Iran deed de verrassend havikachtige toon van de ECB tijdens de vergadering van de Raad van Bestuur in juni ons denken dat de ECB nog verder zou gaan en in december een derde keer zou verhogen. Nu de energieprijzen sterker en duurzamer dalen dan wij eerder dachten, lijkt dit echter steeds onwaarschijnlijker. Als er geen significante doorwerking van de inflatiegolf naar de loongroei komt (zie [hier](#)), blijven wij denken dat de ECB de verkrapping van het beleid in de loop van volgend jaar zal terugdraaien, met naar verwachting twee renteverlagingen in zowel het tweede als het derde kwartaal van 2027.

Duitsland: politieke onzekerheid drukt op de economie

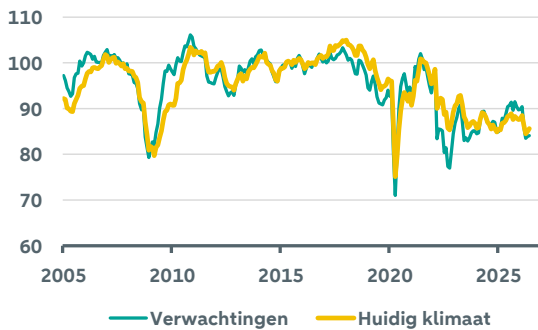
Philip Bokeloh - Senior Econoom | philip.bokeloh@nl.abnamro.com

- Economie stabiliseert, maar blijft fragiel met inflatie boven de doelstelling
- Enige voortgang bij pensioenhervormingen, maar interne spanningen houden aan
- Toenemende politieke risico's en onzekerheid door onvrede onder kiezers

Na een terugval in februari suggereren recente vertrouwensindicatoren dat de bodem is bereikt. Zo is de Ifo-index licht gestegen. Ook het consumentenvertrouwen is toegenomen, mogelijk gedreven door de volgens IAB en Ifo gunstigere arbeidsmarktvooruitzichten. De verbeteringen volgen op berichten over een staakt-het-vuren tussen de VS en Iran en kunnen doorzetten als de vredesonderhandelingen zich positief ontwikkelen. Eerder hebben wij vanwege het conflict en de daaruit voortvloeiende energieprijzstijging onze bbp-ramingen neerwaarts bijgesteld naar 0,8% groei voor dit jaar en 1% voor volgend jaar. Vooralsnog zien wij geen aanleiding om deze ramingen verder aan te passen. Hoewel onzekerheid blijft drukken op consumptie en bedrijfsinvesteringen, wordt de economie ondersteund door hogere overheidsuitgaven. De overheid investeert in defensie, infrastructuur en klimaatmaatregelen, zij het langzamer dan verwacht. Door de verkiezingen van 2025 moest de regering langere tijd werken met een voorlopige begroting, waardoor vorig jaar slechts 65% van het infrastructuurfonds van EUR 37 mld werd besteed. In 2026 is de uitvoering versneld: in april was 28% van de toewijzing van EUR 40 mld ingezet. Toch blijft de trage uitvoering bij lagere overheden onze voorzichtige groeiverwachting rechtvaardigen. De inflatie daalde in juni volgens voorlopige cijfers naar 2,3% jaar-op-jaar, van 2,6% in mei en 2,9% in april. Dit is grotendeels toe te schrijven aan de energieprijzdaling in juni en de verlaging van de brandstofaccijnzen in mei. Deze verlaging loopt zoals gepland af in juli. Ondanks de gedaalde energieprijzen, zullen hogere goederenprijzen de totale inflatie nog enige tijd boven de doelstelling houden.

Bodem vertrouwen bereikt na akkoord VS-Iran

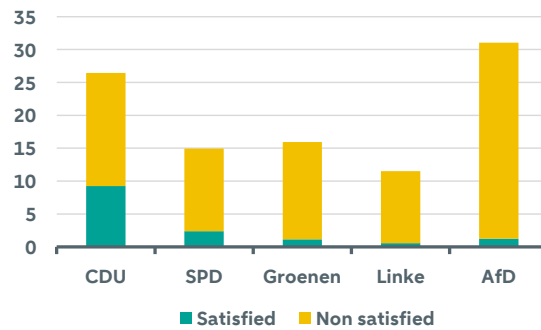
Index, 2015 = 100, seizoengecorrigeerd



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

Onvrede over coalitie zelfs binnen eigen gelederen

% kiezersaandeel 5 grote partijen en tevredenheid over de regering



Bron: PolitPro, ABN AMRO Economisch Bureau

De regering zet eerste stappen richting arbeidsmarkt- en pensioenhervormingen. Zo wil zij het omslagstelsel aanvullen met een kapitaalgedekte pijler die belegt in risicovollere, maar potentieel rendabelere, kapitaalmarktactiva. Dit is welkom, want tot dusver kwam er weinig terecht van Merz' verkiezingsbelofte om hervormingen door te voeren, afgezien van wijzigingen in de gezondheidszorg en een nieuwe warmtewet. Merz had beloofd een einde te maken aan de ruzies die de vorige regering kenmerkten, maar is daarin niet geslaagd. Evenmin heeft hij zijn belofte waargemaakt om de steun voor de AfD te halveren. Recente peilingen suggereren dat de pro-Russische, anti-NAVO- en anti-EU-AfD nu aan kop gaat. Veel kiezers voelen zich niet uit overtuiging tot de AfD aangetrokken, maar uit teleurstelling over de gevestigde partijen. Bijna de helft van de kiezers vindt zelfs dat de coalitie haar volledige termijn niet zou moeten uitzitten. De coalitie heeft al tegenslagen geleden bij twee deelstaatverkiezingen en meerdere gemeenteraads-verkiezingen, en dreigt ook te verliezen bij drie verkiezingen in september. Vooral de SPD krijgt het zwaar te verduren. Zij staat voor een lastig dilemma: een sociaal conservatievere koers varen om kiezers terug te winnen van de AfD, of juist een progressievere koers die aantrekkelijk is voor naar de Groenen en Linke overgestapte kiezers. Verdere fragmentatie lijkt waarschijnlijk bij een slechte verkiezingsuitslag. Het is zelfs denkbaar dat de SPD zich uit de regering terugtrekt. De CDU/CSU zou er dan voor kunnen kiezen om zonder vaste coalitie te regeren en per dossier ad hoc meerderheden te zoeken. De Nederlandse ervaring laat zien welke uitdagingen zo'n constructie met zich meebrengt. Dit geldt des te meer voor Merz, die zelfs onder CDU-kiezers impopulair is. Al met al blijft de regering op wankelende basis staan. Vervroegde verkiezingen zijn mogelijk, waarbij de AfD verder terrein zou kunnen winnen. Voor de economie zou dit leiden tot meer onzekerheid en een risico op vertragingen bij hervormingen en bij besluiten over defensie- en infrastructuuruitgaven. Reden temeer voor de huidige coalitie om nu alsnog door te pakken met hervormen.

Nederland: Het Harry Styles-effect

Aggie van Huisseling – Senior Econoom Nederland | aggie.van.huisseling@nl.abnamro.com

Jan-Paul van de Kerke – Hoofd Economisch Onderzoek Nederland | jan-paul.van.de.kerke@nl.abnamro.com

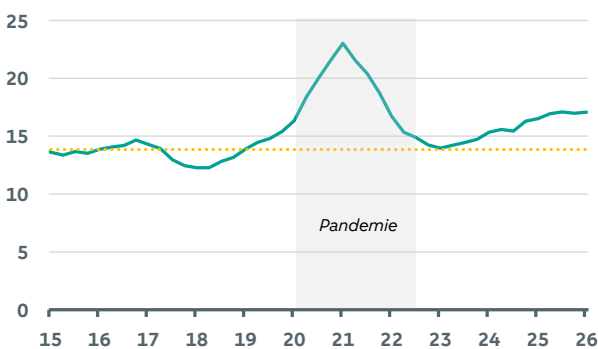
- Bbp groei in het eerste kwartaal is opwaarts bijgesteld naar 0,2% k/k. Wij verwachten een gemiddelde groei van 0,9% in 2026 en 1,1% in 2027
- De CPI-inflatie steeg in mei sterk naar 3,5% j-o-j, vooral door vliegtickets en accommodatie
- Nu Prinsjesdag dichterbij komt, verschuift de aandacht naar koopkrachtsteun

De bbp-cijfers over het eerste kwartaal zijn in de tweede berekening opwaarts bijgesteld naar 0,2% k/k (was 0,1%), dankzij hogere bestedingen van huishoudens en een minder sterke daling van de uitvoer. Deze cijfers lagen daardoor meer in lijn met onze [eerste inschatting](#) dat de impact van het conflict in het Midden-Oosten op de groei op korte termijn naar verwachting beperkter zou zijn dan bij de energieschok van 2022. Huishoudens blijven voorzichtig, zoals blijkt uit de nog altijd hoge spaarquote, maar het consumentenvertrouwen steeg in juni sterk. Toch blijft het onder het historische gemiddelde, wat wijst op aanhoudende voorzichtigheid. Juni was ook de maand van de MATCH Act, een Amerikaans wetsvoorstel dat de exportcontroles van de VS en zijn bondgenoten richting China wil aanscherpen. Daarmee neemt het risico toe dat de Nederlandse waardeketen voor halfgeleiders opnieuw een focuspunt van geopolitieke spanningen wordt. Tegelijkertijd lijken de afspraken met Iran stand te houden (zie [Global View](#)), met als gevolg lagere energieprijzen. In combinatie met het opwaarts bijgestelde cijfer over het eerste kwartaal worden de risico's voor onze groeiramingen daardoor evenwichtiger.

De CPI-inflatie steeg in mei sterk naar 3,5% j/j, tegen 2,8% in april. De grootste aanjager van de stijging was de diensteninflatie, waarvan de bijdrage aan het totaalcijfer opliep naar 2,4 procentpunt (van 1,9 in april). Aan deze stijging lagen vliegtarieven en accommodatie ten grondslag. Het eerste hangt samen met de sterke stijging van kerosineprijzen nadat het conflict in Iran uitbrak. Het tweede heeft waarschijnlijk te maken met Harry Styles. Omdat de Britse zanger tijdens zijn Europese tour alleen Amsterdam en Londen bezocht, was dit voor veel toeristen een reden om naar Nederland te reizen. Vliegtarieven en accommodatie verklaren samen 0,41 procentpunt van de stijging van de diensteninflatie. Het CPI cijfer van juni is weer gedaald naar 2,9% j/j. In algemene zin verwachten wij dat de Nederlandse HICP-inflatie gemiddeld 3,0% bedraagt in 2026 en 2,6% in 2027, doordat hoge energieprijzen geleidelijk doorwerken in andere inflatiecategorieën, zoals industriële goederen en voeding. De daling van de energieprijzen na het akkoord tussen de VS en Iran, en de daarmee gepaard gaande opening van de Straat van Hormuz, vormt een neerwaarts risico voor de inflatieramingen. Een deel van de eerdere energieprijsschok zit echter nog in de pijplijn en werkt met vertraging door in de consumentenprijzen.

Onzekerheid maakt huishoudens voorzichtig

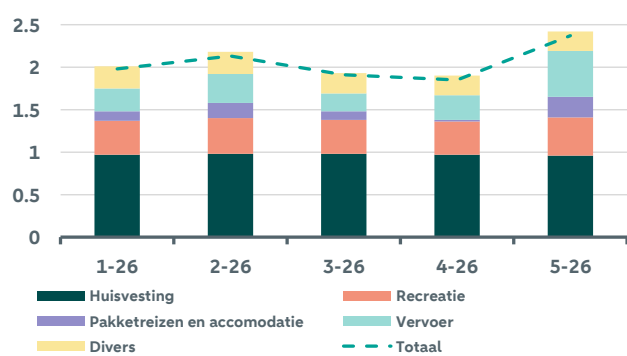
Spaarquote, jaarlijks voortschrijdend gemiddelde. Gem. 2015-19 in geel.



Bron: CBS, ABN AMRO Economisch Bureau

CPI-stijging in mei door vervoer en accommodatie

Bijdrage in procentpunten aan diensteninflatie (CPI)



Bron: CBS, ABN AMRO Economisch Bureau

Na de zomer zijn alle ogen gericht op Prinsjesdag. Nu de inflatie ruim boven de aannames ligt die aan het coalitieakkoord ten grondslag lagen, zullen eerder verwachte koopkrachtwinsten afnemen, terwijl voor 2027 nog altijd belastingverhogingen gepland staan. Het CPB berekende onlangs dat het besteedbaar inkomen van het gemiddelde huishouden in 2026 en 2027 met minder dan 1% daalt in een scenario op basis van marktverwachtingen. Hoewel dit aanzienlijk kleiner is dan de koopkrachtverliezen tijdens de vorige energiecrisis, blijft het relevant. Volgens voorlopige berichten heeft dit de discussie over koopkrachtsteun richting Prinsjesdag op gang gebracht. Vanuit het perspectief van vandaag is dat misschien begrijpelijk, maar minder wenselijk als het zou afleiden van bredere hervormingen die hard nodig zijn, zoals het oplossen van de verschillende knelpunten die op de economische activiteit drukken (netcongestie, beperkte bedrijfsdynamiek, strenge stikstofnormen). Vanuit dit perspectief is het belangrijk om beleidsontwikkelingen gedurende de zomer te volgen. In algemene zin wordt dit de eerste Prinsjesdag van het minderheidskabinet-Jetten. Hoewel de oorlog in Iran de vooruitzichten heeft veranderd, blijft de coalitie te maken hebben met een uitdagende politieke omgeving, vooral als het gaat om het verkrijgen van parlementaire meerderheden. De komende begroting dient daarom als een belangrijke indicator voor de strategie van de coalitie.

VS: havik op de top, duif aan de horizon

Rogier Quaedvlieg – Senior Economist | rogier.quaedvlieg@nl.abnamro.com

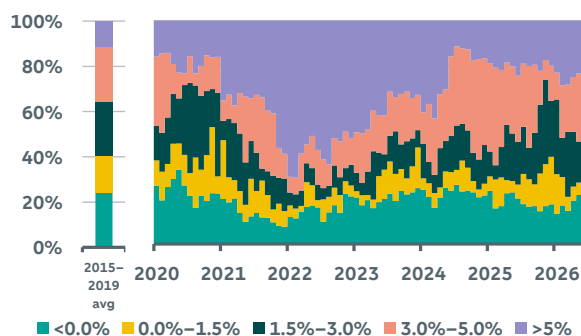
- De inflatie is gestegen door de energieschok, maar zal vanaf nu naar verwachting afnemen.
- De kracht van de arbeidsmarkt wordt overschat door vervroegde aanwervingen in de dienstensector, wat de banengroei in het derde kwartaal drukt.

Tijdens de vergadering in juni zorgde het FOMC voor een van de grootste 'hawkish' verrassingen ooit. De rente op tweejarige Amerikaanse staatsobligaties steeg als reactie op de vergadering met 13 basispunten, de grootste beweging op één dag sinds Liberation Day vorig jaar. Warsh wilde geen inzichten delen over de visie van het FOMC op de economie. In ons [hoofdartikel](#) geven we een aantal argumenten die momenteel deel zouden kunnen uitmaken van het FOMC-debat. Hier geven we onze eigen visie op de recente ontwikkelingen rond inflatie en werkgelegenheid.

Vorige maand wezen we op vroege waarschuwingen vanuit producentenprijzen (PPI) dat de energieprijsschok hardnekkiger zou kunnen worden. Het patroon lijkt opvallend sterk op het begin van de vorige inflatiegolf, en de data sindsdien hebben de spanning alleen maar vergroot (zie [global view](#)). Tegelijkertijd verlaagt de komst van een vredesakkoord, en de trage heropening van de Straat van Hormuz, de kans op een aanhoudende doorwerking van PPI. Daarvoor zijn twee redenen. Ten eerste draait de energieschok grotendeels terug, ook als olieprijsen vanaf hier enigszins herstellen. Ten tweede is er een groot verschil met de vorige episode: de breedte van de inflatiedruk. We gebruiken gedetailleerde PCE-data om indices te maken die laten zien hoe inflatie over bestedingen is verdeeld. We wijzen elk van de 245 categorieën toe aan een groep op basis van het driemaands geannualiseerde inflatiecijfer, variërend van prijzen die dalen (<0,0%) tot prijzen die snel stijgen (>5%). De omvang van de groep weerspiegelt de totale bestedingen in elke relevante categorie. Begin 2021 zagen we een sterke toename van het aandeel van de bestedingen in de categorie “snel stijgend”, ten koste van bestedingen in categorieën met dalende prijzen. Tot dusver zien we dit jaar niet hetzelfde patroon ontstaan, hoewel de komende paar cijfers belangrijk zijn gezien de vertraging in de doorwerking. Tot nu toe komt de stijgende inflatie door een intensivering binnen de smalle groep categorieën waar prijsdruk bestaat, niet door een verbreding. We verwachten dat de totale inflatie in mei een piek heeft bereikt en dat de kerninflatie in juni zal pieken. Daarna zou het momentum moeten afnemen, waardoor de totale inflatie, en in mindere mate de kerninflatie, snel vertraagt.

Inflatiebronnen blijven beperkt

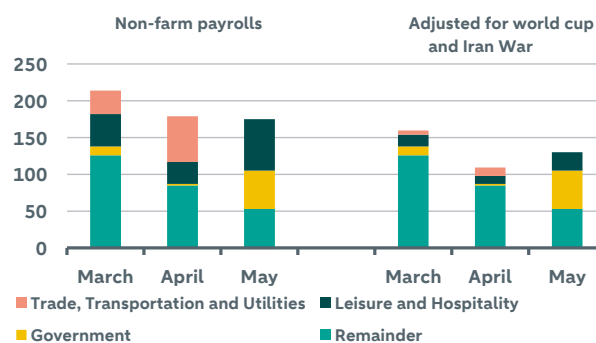
Aandeel van PCE-inflatie op basis van driemaands geannualiseerd cijfer, ~



Bron: BEA, ABN AMRO Group Economics. Laatste waarneming: mei 2026.

Vervroeging en eenmalige aanwervingen stuwden de

Banen buiten de landbouw, duizenden. Correctie op basis van



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Group Economics

We zagen ook drie sterke maanden van banengroei, na aanzienlijke volatiliteit in de maanden daarvoor. Het driemaands gemiddelde steeg van -39 duizend in december naar -4 duizend in februari en +188 duizend in mei. Wij denken dat deze cijfers de huidige kracht overschatten. Ten eerste liet de totale werkgelegenheid, gemeten in de andere arbeidsmarktenquête, de afgelopen maanden een sterke dalende trend zien. Dat signaal is waarschijnlijk te negatief, maar de divergentie wordt meestal ergens in het midden opgelost (zie [eerder onderzoek](#)), wat erop wijst dat we ook echte neerwaartse herzieningen van de NFP-data zullen zien. Ten tweede, en meer vooruitkijkend, zagen we in twee gebieden meer aanwervingen dan gebruikelijk op basis van normale seizoenspatronen. We vermoeden twee oorzaken. Ten eerste heeft het WK het toerismeseizoen feitelijk naar voren gehaald. Aangeworven werknemers worden in de komende maanden ontslagen, of voorkomen dat vacatures opnieuw ontstaan. Dat betekent dat we enige terugval verwachten na de vervroeging. De tweede oorzaak is de oorlog met Iran. We zagen sterkere aanwervingen in de energiegerelateerde sector doordat de VS zijn energie-export verhoogde, terwijl de reisvraag toenam na de verstoring aan het begin van de oorlog. Dit was zichtbaar in de NFP-categorieën ‘utilities’ en ‘leisure’. Zoals de rechtergrafiek hierboven laat zien, brengt het plaatsen van deze twee categorieën op historische gemiddelden de banengroei dichterbij 125 duizend per maand. Die werd verder geholpen door aanzienlijke aanwervingen bij lokale overheden, vooral in mei. Wij denken dat deze aangepaste cijfers een betere afspiegeling zijn van het huidige krachtniveau, maar waarschuwen dat deze effectieve vervroeging ertoe leidt dat het overschot van de afgelopen drie maanden waarschijnlijk zal omslaan in een tekort in de komende maanden, ten opzichte van die trend. Dat zou ons opnieuw in de lage 60k brengen, een duidelijk ander verhaal. Al met al impliceert dit dat de recente datastroom voor inflatie en werkgelegenheid ‘peak-hawk’ was. De inflatie en de arbeidsmarkt zullen verzwakken, waardoor geleidelijk ruimte ontstaat voor een meer duifachtige toon.

China: Groeirisico's nemen af, onevenwichtigheden nemen toe

Arjen van Dijkhuizen – Senior econoom | arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.com

- Effect energieschok gecompenseerd door sterke uitvoergroei leunend op mondiale tech-/AI-boom
- China is redelijk ongeschonden door energiecrisis gekomen; gerapporteerde olie-import fors gedaald
- Risicobalans rond onze groeiramingen verbeterd, maar onevenwichtigheden vraag/aanbod nemen toe

Effect van energieschok gecompenseerd door uitvoergroei leunend op tech-/AI-boom

De cijfers over mei gaven een redelijk gemengd beeld. Sommige delen van de economie leden onder de energieschok, terwijl andere profiteerden van de kracht van de mondiale tech-/AI-cyclus. De energieschok raakte de productie van olieraffinaderijen en enkele andere energie-intensieve sectoren, wat in april leidde tot een vertraging van de industriële productie. Toch trok de groei van de industriële productie in mei weer iets aan, gesteund door een versnelling van de exportgroei (naar 19,4% j-o-j), waarbij hightechexporten opvallend goed presteerden. De rugwind van de wereldwijde AI-boom blijkt ook uit de versnelling van de Chinese export naar de VS, tot 36% j-o-j in mei (uiteraard mede door sterke basiseffecten vanaf het begin van tariefloorlog 2.0 een jaar eerder). Aan de consumptiekant heeft de energieschok het consumentenvertrouwen en de bestedingen geraakt. De jaarlijkse groei van de detailhandelsverkopen werd in mei voor het eerst sinds de turbulenties rond het einde van Zero-Covid eind 2022 negatief. Nu de olieschok wegeeft, kunnen de detailhandelsverkopen weer enigszins verbeteren, maar een sterk herstel wordt waarschijnlijk verhinderd door het afbouwen van consumentensubsidies en een zwakke arbeidsmarkt. Intussen drukte het zwakkere vertrouwen ook op de vastgoedmarkt, waarbij de krimp van de verkoop van nieuwe woningen en de dalingen van de huizenprijzen opnieuw verdiepten. Ook de vaste investeringen blijven in krimpgebied, gedrukt door een verdere vertraging van de vastgoedinvesteringen, al zullen infrastructuurinvesteringen mogelijk profiteren van nieuwe financieringsinstrumenten. Op het inflatiefront versnelde de producentenprijsinflatie naar een vierjaars hoogtepunt van 3,9% j-o-j, maar de CPI-(kern)inflatie blijft laag (net boven 1%) in verband met aanhoudende, zelfs toenemende onevenwichtigheden tussen vraag en aanbod.

Rugwind van aanhoudende wereldwijde tech/AI-boom

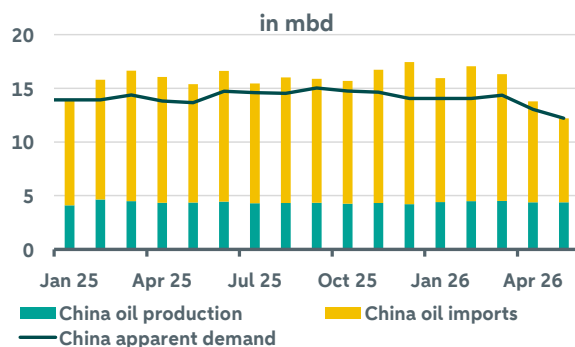
Chinese exportwaarden, indices, jan. 2024 = 100



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, Bloomberg

China heeft de energieschok vrij goed opgevangen

Miljoen vaten per dag



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, Bloomberg

China ving energieschok goed op; gerapporteerde olie-invoer sterk gedaald in april/mei

De impact van de energieschok is verzacht door enkele bijzondere factoren, zoals de eerdere opbouw van oliereserves, toegang tot andere energieleveranciers (waaronder Rusland) en de verschuiving naar andere energiebronnen (elektriciteit, kolen; zie ook de Spotlight [hier](#)). Feitelijk positioneerde China zich tijdens de crisis als een soort 'swing oil importer'. De olie-importen vielen in april/mei terug naar niveaus van 2018, hoewel de werkelijke olie-importen waarschijnlijk hoger lagen, aangezien China de belangrijkste bestemming was van niet-gerapporteerde ('grijze') energiestromen via de Straat van Hormuz tijdens de dubbele blokkade door zowel de VS als Iran. Al met al hebben de strategische voorbereidingen van Beijing om de gevolgen van geopolitiek gedreven verstoringen te beheersen, de economie geholpen deze specifieke crisis vrij goed te doorstaan. Vooruitkijkend zullen China's olie-importen waarschijnlijk geleidelijk weer aantrekken (de EIA verwacht een opleving van de Chinese olievraag in de tweede helft van 2026), hoewel Beijing mogelijk enige terughoudendheid betracht bij het aanvullen van de oliereserves.

Risicobalans rond groeiramingen verbetert; onevenwichtigheid vraag/aanbod stijgt

Het wegebben van de energieschok zal helpen de gerelateerde risico's voor de externe en binnenlandse vraag te verminderen. Tegelijkertijd zal de rugwind van de wereldwijde tech-/AI-*boom* (die deels verklaart waarom Beijing vooralsnog terughoudend is geweest met extra stimulering) waarschijnlijk nog enige tijd aanhouden. Al met al verbetert de risicobalans ten opzichte van onze groeiramingen (dit wordt bevestigd door een lichte stijging van de officiële PMI's voor juni). Recente cijfers suggereren echter dat de binnenlandse onevenwichtigheden tussen vraag en aanbod verslechteren en meer aandacht van Beijing verdienen, mede omdat zij bijdragen aan handelsspanningen, onder meer met de EU (zie hoofdartikel [hier](#)). We zullen onze groeiramingen (4,6% en 4,5% voor 2026 en 2027) herzien na de publicatie van de bbp-cijfers over het tweede kwartaal medio juli.

Belangrijke hoofdpunten

De wereldeconomie blijft veerkrachtig bij een reeks opeenvolgende schokken. Nu de recente energieschok wegebt, zullen een trio van investeringsgolven rond AI, defensie en de energietransitie de groei waarschijnlijk stuwen. Dit ondersteunt naar verwachting in de komende kwartalen groei rond de trend in ontwikkelde economieën. De wereldwijde investeringsgolf ondersteunt ook de groei in China, waarvan de economie niettemin zo onevenwichtig blijft dat zij nieuwe handelsspanningen met de EU veroorzaakt. Tegen deze achtergrond blijft de inflatie de komende maanden enigszins verhoogd, en dit moet centrale banken havikachtig houden. De ECB zal naar verwachting in september nog één keer de rente verhogen. Daarna zullen beide centrale banken naar verwachting begin 2027 de renteverlagingen hervatten.

Macro	Centrale banken & markten
<p>Eurozone – Ondanks dalende energieprijzen blijft de inflatie de komende maanden naar verwachting verhoogd. Dit komt door een versteviging van de goedereninflatie, die niet alleen verband houdt met doorwerking van eerdere energieprijstijgingen, maar breder met een toename van wereldwijde aanbodknelpunten. De onderliggende groei (exclusief Ierland) houdt ondertussen stand, geholpen door de aanhoudende stijging van Duitse defensie-uitgaven, terwijl de consumptie veerkrachtig is gebleven, geholpen door de overstap naar elektrische auto's. Een belangrijk aandachtspunt is nu hoe snel het consumentenvertrouwen herstelt door dalende energieprijzen, en in hoeverre dit de consumptie stuwt.</p>	<p>ECB – Na de renteverhoging tijdens de vergadering in juni verwachten we dat de Raad van Bestuur de rente in september opnieuw verhoogt, waardoor de depositorente uitkomt op 2,50%. Dit is bedoeld om de inflatieverwachtingen goed verankerd te houden, waarbij de kerninflatie naar verwachting verhoogd blijft ondanks de dalingen van energieprijzen die we nu zien. Uiteindelijk verwachten we echter dat tweederonde-effecten beperkt blijven. Begin 2027 verwachten we dat de ECB voldoende vertrouwen heeft in de inflatievooruitzichten om de rente geleidelijk terug te brengen naar haar inschatting van een neutrale beleidsinstelling. We verwachten één renteverlaging in zowel het tweede als het derde kwartaal van 2027, waardoor de depositorente terugkeert naar 2%.</p>
<p>Nederland – De bbp-cijfers over het eerste kwartaal zijn opwaarts bijgesteld. Hoewel het conflict in het Midden-Oosten de groei beïnvloedt, is de Nederlandse economie veerkrachtig. Deels door het recente economische momentum en doordat de private sector schulden heeft afgebouwd en aanzienlijke buffers heeft opgebouwd. Nu hogere energieprijzen geleidelijk doorwerken naar andere inflatiecategorieën, verwachten we dat de inflatie verhoogd blijft. De Nederlandse economie is gevoelig voor tweederonde-effecten op lonen. De komende eerste Prinsjesdag van het minderheidskabinet-Jetten is een belangrijke indicator voor de politieke strategie van de coalitie voor de komende periode.</p>	<p>Fed – De Fed hield de rente tijdens de vergadering in juni op de bandbreedte van 3,50-3,75%, vergezeld van een duidelijke havikachtige verschuiving in de puntenprognose. Door de gecombineerde impact van de olieschok en stijgende goedereninflatie als gevolg van de AI-investeringsgolf verwachten we dat de Fed de rente de rest van het jaar ongewijzigd houdt. Naarmate de inflatie geleidelijk daalt en de arbeidsmarkt afkoelt, verwachten we dat een duifachtige Fed vanaf maart 2027 geleidelijk versoepelt met 25bp per vergadering. Hiermee komt de rente juni volgend jaar uit op 2,75-3,00%, de onderkant van de schattingen voor neutraal beleid.</p>
<p>VK – Het aftreden van premier Starmer betekent dat de links georiënteerde Andy Burnham waarschijnlijk nog vóór het einde van de zomer premier wordt. Dit kan leiden tot enkele bescheiden maatregelen om huishoudens met lage inkomens te helpen bij druk op de kosten van levensonderhoud, terwijl het VK grotendeels vasthoudt aan zijn traject van begrotingsconsolidatie. Dit kan volgend jaar licht de groei ondersteunen. Hoewel de inflatie de komende maanden verhoogd zal blijven, betekent de veel ruimere arbeidsmarkt dat een hernieuwde stijging van de loongroei veel minder waarschijnlijk lijkt dan in 2022-23.</p>	<p>Bank of England – Het MPC heeft de laatste tijd een duifachtige toon aangeslagen. Het akkoord tussen de VS en Iran versterkt onze overtuiging dat de BoE het beleid de rest van 2026 ongewijzigd houdt. Uiteindelijk verwachten we dat het MPC begin 2027 de renteverlagingen hervat, en we verwachten twee renteverlagingen waardoor Bank Rate medio 2027 daalt naar 3,25%. Een aandachtspunt van de nieuwe regering-Burnham wordt mogelijke wijzigingen in het mandaat van de BoE. Zelfs als die er komen, verwachten we dat de impact op het monetaire beleid in de praktijk beperkt blijft, omdat het MPC zich al niet volledig richt op zijn inflatiedoelstelling.</p>
<p>VS – Het cijfer over het eerste kwartaal van 2026 liet solide groei zien. De impuls van de energieschok heeft de inflatie opgedreven. De arbeidsmarkt bleef sterk dankzij vervroegde, conjunctuurongevoelige personeelsuitbreiding. We verwachten nog steeds behoorlijke groeicijfers voor het totaalcijfer, dankzij de positieve impuls van AI-investeringen en monetaire en budgettaire verruiming. De totale inflatie, en in mindere mate de kerninflatie, zal beginnen te dalen, terwijl de arbeidsmarkt enige terugslag zal laten zien na de sterke start van het jaar. De werkloosheid blijft geleidelijk oplopen, waarbij beperkte vraag samenvalt met de sterke daling van het aanbod.</p>	<p>Obligatierentes – Het conflict in het Midden-Oosten heeft de inflatieverwachtingen opgestuwd. Als reactie daarop heeft de ECB de rente al één keer verhoogd, en markten prijzen een hoge waarschijnlijkheid (>90%) in van een extra renteverhoging dit jaar. In de VS heeft de havikachtige toon van de nieuwe Fed-voorzitter markten er ook toe gebracht meer dan één renteverhoging tegen het einde van het jaar te verwachten. Daardoor zijn obligatierentes gestegen. Omdat deze verwachtingen boven ons basisscenario liggen, voorzien we dat rentecurves opnieuw steiler worden, vooral aan de korte kant. Lange rentes dalen minder snel, door hogere termijnpremies als gevolg van de verslechterende overheidsfinanciën.</p>
<p>China – De cijfers over mei gaven een gemengd beeld: sommige delen van de economie leden onder de energieschok, terwijl andere profiteerden van de kracht van de wereldwijde tech-/AI-cyclus. De kloof tussen de groei van de industriële productie en de detailhandelsverkoop is opnieuw groter</p>	<p>FX – We verwachten nog steeds dat de Amerikaanse dollar breder verzwakt. We hebben onze EUR/USD-ramingen echter bescheiden aangepast vanwege twee ontwikkelingen. Ten eerste hebben onze economen hun visie op de ECB herzien. We verwachten nu nog één renteverhoging dit jaar. Tegelijkertijd blijft onze visie op de Fed</p>

geworden, wat wijst op oplopende onevenwichtigheden tussen vraag en aanbod. Producentenprijzen blijven versnellen, maar de CPI inflatie, zowel totaal als kern, blijft gematigd. China heeft de energieschok vrij goed doorstaan, met geregistreerde olie-invoer die in april/mei sterk daalde. Nu de risico's van de energieschok beginnen af te nemen en de rugwind van de wereldwijde tech-/AI-hausse nog aanwezig is, verbetert de risicobalans rond onze groeiramingen.

meer duifachtig dan de markt verwacht. Ten tweede verwachten we dat de Franse verkiezingen in april 2027 in het vierde kwartaal van 2026 en het eerste kwartaal van 2027 op de euro drukken. We verwachten echter ook dat de Amerikaanse tussentijdse verkiezingen beleidsrisico's en onzekerheid in de VS opnieuw onder de aandacht brengen. Samen wijzen deze factoren op iets minder opwaarts potentieel voor EUR/USD dit jaar en volgend jaar. Onze nieuwe eindejaarsraming is 1,18 voor 2026 en 1,23 voor 2027.

Belangrijkste economische en financiële-marktramingen

	BBP				Inflatie				Beleidsrente			
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
Eurozone	0.9	1.5	0.5	1.2	2.4	2.1	2.5	2.1	3.00	2.00	2.50	2.00
Nederland	1.1	1.6	0.9	1.1	3.2	3.0	3.0	2.6				
Duitsland	-0.5	0.3	0.7	1.0								
VK	1.0	1.3	1.0	1.3	2.5	3.4	3.1	2.2	4.75	3.75	3.75	3.25
VS	2.8	2.1	2.2	2.1	2.6	2.6	3.4	2.4	4.50	3.75	3.75	3.00
China	5.0	5.0	4.6	4.5	0.2	0.1	1.1	1.3	3.10	3.00	2.90	2.80

Opmerking: Jaargemiddelde voor bbp en inflatie, einde periode voor beleidsrente.

	2025	01-07-26	K3 26	2026	2027	Energy	2025	01-07-26	K3 26	2026	2027
US Treasury	4.17	4.46	4.30	4.25	4.15						
Duitse Bund	2.85	2.88	2.80	2.80	3.05	Brent - USD/bbl*	60.85	71.71	83	86	73
EUR/USD	1.17	1.14	1.16	1.18	1.23	WTI - USD/bbl*	57.42	68.31	75	78	68
USD/CNY	6.99	6.94	6.80	6.80	6.70	TTF Gas - EUR/MWh*	27.28	43.70	43	51	35
GBP/USD	1.35	1.32	1.35	1.36	1.40						

* Brent, WTI, Henry Hub: actieve maandcontract; TTF: komend kalenderjaar

	2025				2026				2027			
	K1	K2	K3	K4	K1	K2	K3	K4	K1	K2	K3	K4
BBP (k-o-k)												
Eurozone	0.7	0.1	0.3	0.2	-0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
Nederland	0.2	0.4	0.4	0.4	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
VS*	-0.6	3.8	4.4	0.5	2.1	2.5	2.0	1.9	2.1	2.2	2.2	2.1
China (j-o-j)	5.4	5.2	4.8	4.5	5.0	4.6	4.5	4.5	4.4	4.6	4.6	4.6
Inflatie												
Eurozone	2.3	2.0	2.1	2.1	2.0	3.0	2.3	2.5	2.3	1.7	2.3	2.0
Nederland	3.3	3.2	2.7	2.8	2.4	2.8	3.1	3.5	2.9	2.7	2.5	2.2
VS	2.6	2.4	2.7	2.8	3.1	3.8	3.4	3.2	2.6	2.0	2.4	2.6
China	-0.1	0.0	-0.2	0.6	0.8	1.3	1.2	1.0	1.2	1.3	1.3	1.3
Werkloosheid												
Eurozone	6.3	6.3	6.3	6.3	6.2	6.3	6.4	6.3	6.3	6.2	6.2	6.2
Nederland	3.8	3.8	3.9	4.0	4.0	4.0	4.3	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
VS	4.1	4.2	4.3	4.5	4.3	4.4	4.6	4.7	4.7	4.6	4.6	4.6
Beleidsrente												
Eurozone	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50	2.25	2.00	2.00
VS	4.50	4.50	4.25	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.50	3.00	3.00	3.00
VK	4.50	4.25	4.00	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.50	3.25	3.25	3.25
China	3.10	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.90	2.90	2.90	2.80	2.80

Bron: LSEG, Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

* seizoensgecorrigeerd geannualiseerd

Macro Research-team

Aggie van Huisseling, Senior econoom | aggie.van.huisseling@nl.abnamro.com

Arjen van Dijkhuizen, Senior econoom | arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.com

Bill Diviney, Hoofd Macro Research | bill.diviney@nl.abnamro.com

Jan-Paul van de Kerke, Hoofd Nederlands economisch onderzoek | jan-paul.van.de.kerke@nl.abnamro.com

Kees van Santen, Stagiair marketing & content | kees.van.santen@nl.abnamro.com

Nick Kounis, Hoofdeconoom | nick.kounis@nl.abnamro.com

Philip Bokeloh, Senior econoom | philip.bokeloh@nl.abnamro.com

Rogier Quaedvlieg, Senior econoom | rogier.quaedvlieg@nl.abnamro.com

FX & Rates Research

Georgette Boele, Senior FX- en oliestrateg | georgette.boele@nl.abnamro.com

Jaap Teerhuis, Senior rente-strateg | jaap.teerhuis@nl.abnamro.com

Larissa Fritz, Senior rente-strateg | larissa.de.barros.fritz@nl.abnamro.com

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 2026 ABN AMRO Bank N.V. and affiliated companies ("ABN AMRO")