ABN·AMRO

Group Economics - Macro Research - Global Monthly | 9 oktober 2026

Laten stijgende rentes de economie ontsporen?

- **De wereldeconomie heeft een serie van (herhaalde) schokken van zich afgeschud, maar stijgende obligatierentes vormen een nieuwe uitdaging**
- **De obligatiemarkten prijzen vooral een hogere neutrale rente in, terwijl begrotingszorgen de rentestijgingen in Frankrijk, België en het VK versterken.**
- **Hogere rentes kunnen de economische expansie afremmen, maar zullen op zichzelf de Amerikaanse economie of die van de eurozone waarschijnlijk niet laten ontsporen.**
- **De gevolgen voor de groei zullen groter zijn in economieën met kwetsbare overheidsfinanciën. Frankrijk staat daarbij voor de dubbele uitdaging van begrotingsconsolidatie en sterkere rentestijgingen.**
- **Financiële markten overschatten mogelijk hoelang de beleidsrentes hoog zullen blijven, waardoor we ruimte zien voor een daling van de obligatierentes volgend jaar.**
- **Regionale updates: Stijgende marktrentes temperen het tempo van ECB-renteverhogingen in de eurozone**
- **Na een sterk eerste half jaar verhogen we onze groeiraming voor dit jaar voor Nederland**
- **In de VS vermindert de minder breed gedragen inflatie de noodzaak voor de Fed om de rente te verhogen.**
- **In China verbetert het groeimomentum weer iets, mede dankzij gerichte begrotingssteun.**

Nick Kounis
Chief Economist
nick.kounis@nl.abnamro.com
Bill Diviney
Senior Economist Eurozone/Head Macro
bill.diviney@nl.abnamro.com
Adrian Quinn
Intern Economist
adrian.quinn@nl.abnamro.com
Aggie van Huisseling
Senior Economist Netherlands
aggie.van.huisseling@nl.abnamro.com
Jan-Paul van de Kerke
Head of Dutch Economic Research
jan-paul.van.de.kerke @nl.abnamro.com
Rogier Quaedvlieg
Senior Economist US/Head Economic Modelling
rogier.quaedvlieg@nl.abnamro.com
Arjen van Dijkhuizen
Senior Economist China/World Trade
arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.com

De wereldeconomie verslaat tot nog toe alle uitdagers

De wereldeconomie is dit jaar robuust gebleven, ondanks een reeks schokken. De consensusramingen voor de economische groei zijn de afgelopen maanden naar boven bijgesteld, doordat economische cijfers aanhoudend positief hebben verrast. Dit weerspiegelt een combinatie van schokken die niet groot genoeg waren om de economie te doen ontsporen, de wendbaarheid die verschillende sectoren hebben getoond bij het aanpassen aan nieuwe omstandigheden en de krachtige steun van diverse structurele investeringscycli, niet in de laatste plaats op het gebied van AI (zie hier). Het doet denken aan een sterke man op een dorpsplein die alle uitdagers uitdaagt en vervolgens verslaat, terwijl de dorpelingen zich juichend om hem heen verzamelen. De markten zijn in ieder geval blijven juichen, aangezien de winstverwachtingen voor bedrijven verder naar boven zijn bijgesteld. Blijkbaar krijgt niemand deze man tegen de grond. Maar misschien is er nu een nieuwe uitdager, een nieuw risico. De nieuwste potentiële schok waarmee de wereldeconomie wordt geconfronteerd, is de recente sterke stijging van de rentes op staatsobligaties, waarbij de opwaartse beweging die eerder dit jaar begon, is versneld. Dit roept de vraag op of de uitverkoop op de obligatiemarkt nu een reële bedreiging vormt voor de economische expansie, of dat de stijging juist het gevolg is van die expansie.

Stijgende obligatierendementen weerspiegelen veranderende verwachtingen voor r*

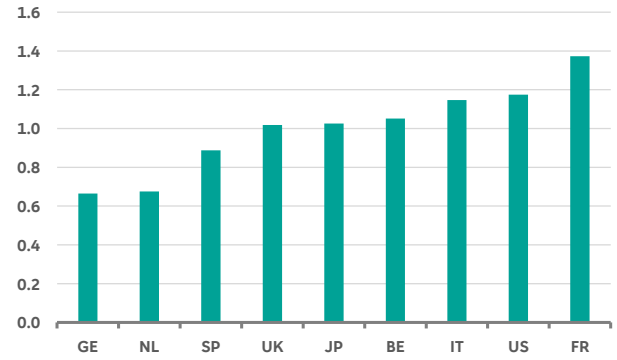
De stijging van de rendementen op staatsobligaties sinds het begin van het jaar doet zich voor in alle ontwikkelde economieën. De omvang verschilt echter. Voor de tienjaarsrente varieert de stijging van 140 basispunten in Frankrijk en 120 basispunten in de VS tot slechts circa 70 basispunten in Duitsland. Onze modelramingen wijzen erop dat ongeveer 90% van de verandering in de Duitse en Amerikaanse obligatierentes het gevolg is van veranderde verwachtingen voor het monetaire beleid; het restant komt voort uit relatief bescheiden stijgingen van de termijnpremies. Daarnaast zijn de inflatieverwachtingen vrij stabiel gebleven. Dit suggereert dat de markten mogelijk opnieuw beoordelen op welk niveau de reële rente zich de komende jaren zal stabiliseren.

Begrotingsrisico's zijn in sommige gevallen belangrijk

Daarnaast zijn de termijnpremies sterker gestegen in landen met begrotingsproblemen (met uitzondering van de VS), met geraamde stijgingen in het VK (circa 30 basispunten), België, Italië en Japan (circa 50 basispunten) en vooral Frankrijk (circa 80 basispunten). Het basisverhaal lijkt dus te zijn dat markten vooral opnieuw beoordelen waar de reële neutrale of evenwichtsrente ligt (ook bekend als r*), terwijl we voor sommige landen ook zien dat begrotingsrisico's en soms politieke onzekerheid worden ingeprijsd. In de Amerikaanse tienjaarsrente zien we weinig inprijzing van begrotingsproblemen en een toenemend aanbod van obligaties; aan het lange einde van de curve ligt dit echter geheel anders. De termijnpremie op dertigjaarsobligaties is sinds het begin van het jaar met circa 50 basispunten gestegen en bevindt zich nu op het hoogste niveau in meer dan twintig jaar. Zelfs de status van reservemunt betekent dus niet dat obligaties volledig immuun zijn in een situatie van sterk toenemend obligatieaanbod. Daarnaast is het obligatieaanbod van *hyperscalers* een belangrijke nieuwe factor geworden die concurreert met Amerikaanse staatsobligaties, vooral aan het langere einde van de curve.

Oligatierentes zijn sterk opgelopen

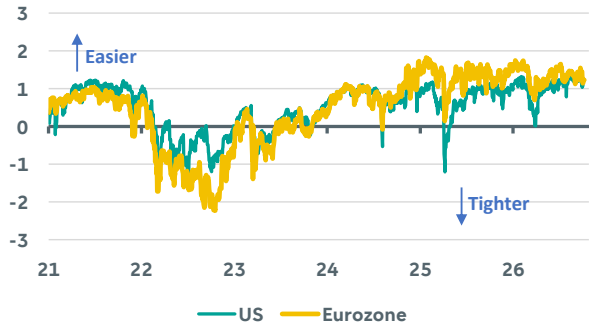
Verandering in rente op 10-jaars staatsobligaties sinds begin 2026, %



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Financiële condities nog steeds aan de ruime kant

Index financiële condities



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

De impact van hogere rentes is mogelijk kleiner dan voorheen

Welke invloed zullen de stijgende rentes hebben op de economische groei? De stijging van de rentes weerspiegelt vooral een verschuiving in de verwachtingen voor het monetaire beleid. Een manier om een beeld te krijgen van de omvang van de waarschijnlijke impact, is daarom te kijken naar modelramingen van het effect van een beleidsrenteverhoging met 100 basispunten op de economische groei. Ramingen van de Fed wijzen erop dat een verhoging van de *federal funds rate* met 100 basispunten de economische groei na 18 maanden met ongeveer 0,4-0,5 procentpunt verlaagt (zie hier en hier). De verschillende modellen die de ECB gebruikt, laten na ongeveer twee jaar effecten op de economische groei zien die uiteenlopen van 0,3 tot 1,25 procentpunt (zie hier). De impact van de renteverhogingscyclus van de ECB, die in 2022 begon, suggereert echter dat het effect op de economie aan de onderkant van die bandbreedte lag, wat beter aansluit bij de ramingen van de Fed voor de Amerikaanse economie. Een effect van 0,5 procentpunt op de economische groei over een periode van één à twee jaar zou de Amerikaanse economie of die van de eurozone niet doen ontsporen.

Hogere rendementen weerspiegelen deels optimisme over de economie

Daarnaast wijst de huidige context eveneens op een relatief beperkte impact. Ten eerste weerspiegelt de stijging van de reële rente optimisme over de economie: zij is een reactie op betere groeicijfers dan eerder verwacht. Ten tweede hebben hogere rentes, mede hierdoor, geen significante invloed gehad op risicovolle activa, waardoor de algemene financiële condities in de economie ruim zijn gebleven. Wat onze economische ramingen betreft, denken wij dat de financiële markten mogelijk een hogere en langduriger rentepiek inprijzen dan zich waarschijnlijk zal voordoen. Daarom verwachten wij dat de obligatierentes volgend jaar weer zullen dalen, wat de gevolgen van de huidige stijging voor onze eigen groeiramingen verder beperkt. Al met al zullen hogere rentes de groei echter enigszins afremmen. Dit kwam tot uiting in de neerwaartse bijstellingen van onze groeiramingen in onze actualisatie van vorige maand (zie hier).

Impact waarschijnlijk negatiever voor *Les Misérables*

Zoals hierboven besproken, houdt de stijging van de rentes in sommige landen natuurlijk veel meer in dan een opwaartse aanpassing van de reële rente vanwege de veerkracht van de economie. In een aantal economieën zijn de rentes sterker gestegen dan op grond van dat effect valt te verklaren, met name in Frankrijk (maar ook in Italië, Japan, België en het VK).

Hun rendementen zijn vanwege begrotingsrisico's eveneens sterker gestegen dan die van andere landen. Daarom ligt het voor de hand dat de gevolgen voor de groei in deze economieën ook groter zullen zijn dan gemiddeld. Daarnaast zullen stijgende rentelasten bestaande kwetsbaarheden vergroten, wat deze overheden mogelijk tot verdere begrotingsconsolidatie dwingt. Bezuinigingen kunnen de zorgen op de markt vervolgens verminderen, maar zouden de economische groei ook extra afremmen. Frankrijk is hiervan een belangrijk voorbeeld: de minderheidsregering heeft een begrotingsinspanning van EUR 54 miljard (1,7% van het bbp) aangekondigd, met als doel het tekort in 2027 te beperken tot 5% van het bbp. De begrotingsconsolidatie zal waarschijnlijk aanzienlijk worden afgezwakt, maar wij verwachten wel dat er dit jaar in enige vorm een begroting voor 2027 wordt doorgedrukt, wat de groei waarschijnlijk zal afremmen. Nu de rentelasten blijven oplopen, moet de Franse regering hard lopen om dat effect te compenseren (zie onze recente publicatie over Frankrijk hier).

Eurozone: Stijgende obligatierentes temperen het tempo van de renteverhogingen door de ECB

Bill Diviney – Senior Econoom | bill.diviney@nl.abnamro.com
Adrian Quinn – Stagiair-Econoom | adrian.quinn@nl.abnamro.com

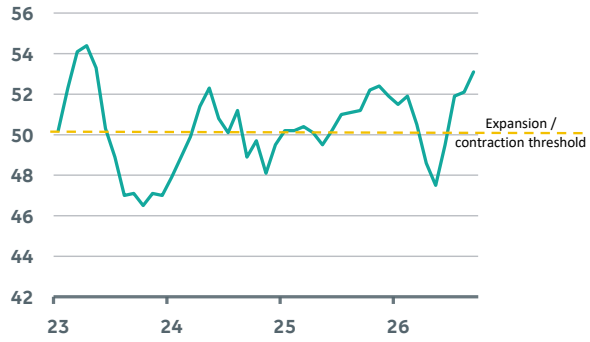
- De PMI's van september wijzen op een sterk groeimomentum, al houdt die waarschijnlijk niet aan
- De Spaanse verkiezingen hebben op korte termijn weinig effect; een strenger immigratiebeleid kan op middellange termijn de groei drukken
- Stijgende (Franse) obligatierentes temperen het tempo, maar we verwachten nog altijd twee renteverhogingen van de ECB

Ondanks dat we niet verwachten dat energieprijzen op korte termijn normaliseren, denken we wel dat de groei in de eurozone richting het vierde kwartaal veerkrachtig blijft. De onderliggende groei (exclusief Ierland) komt daarbij uit op ongeveer 0,2% k/k. We benadrukken de 'onderliggende' groei, omdat Ierland het totale bbp-cijfer sterk blijft vertekenen. De bbp-groei in het tweede kwartaal is namelijk fors naar boven bijgesteld, van 0,4% naar 0,6% k/k. Dit komt volledig doordat de groei in Ierland is herzien van 3,9% naar 10,2%. Ook de voorlopige PMI's voor september passen bij veerkrachtige groei. De samengestelde PMI steeg van 52,0 in augustus naar 53,1 in september, het hoogste cijfer sinds april 2023. De verbetering was breed gedragen: zowel de dienstensector als de industrie won aan kracht. Vooral de dienstensector viel op en bereikte het hoogste cijfer in tien maanden, waarschijnlijk dankzij IT-diensten die verband houden met AI-gerelateerde investeringen. We betwijfelen of deze dynamiek aanhoudt, maar alleen al het cijfer voor september past bij een onderliggende bbp-groei in de eurozone van ongeveer 0,4% per kwartaal – ruim boven de 0,2% die we voor het derde en vierde kwartaal verwachten. Tot nu toe hebben de inflatiedruk en hogere obligatierentes slechts beperkte gevolgen gehad voor de bedrijvigheid in de eurozone. Toch verwachten we dat een combinatie van langdurig hoge energieprijzen en verdere verkrapping door de ECB de groei in 2027 zal drukken. Daarom hebben we onze kwartaalprognose voor de groei in de tweede helft van 2027 verlaagd van 0,4% naar 0,3% k/k.

Op landenniveau blijven de prestaties uiteenlopen. De meeste grote economieën in de eurozone blijven veerkrachtig, maar Frankrijk blijft achter. Het land balanceerde in de eerste helft van 2026 op de rand van een recessie en voor het derde en vierde kwartaal wordt slechts een bescheiden herstel verwacht. De groei in Frankrijk blijft naar verwachting ruim onder de trend. Politieke onzekerheid, begrotingsconsolidatie en krappere financiële condities drukken op de bedrijvigheid. Spanje laat daarentegen nog altijd een van de sterkste groeicijfers in de eurozone zien. Voor 2026 wordt een groei van 2,7% verwacht. Vervroegde verkiezingen zullen deze dynamiek waarschijnlijk niet schaden, al leidt het aflopen van de Faciliteit voor Herstel en Veerkracht van de EU (RRF) naar verwachting tot een lagere groei in 2027. Wat de verkiezingen betreft, wijzen peilingen op een nederlaag voor Sánchez bij de verkiezingen van 29 november en op een alliantie tussen het politieke midden en radicaal-rechts in Spanje. We verwachten dat de macro-economische gevolgen van de verkiezingen beperkt blijven. Een rechtse coalitieregering kan echter wel leiden tot een strenger immigratiebeleid, wat op middellange termijn de groei enigszins kan drukken.

Samengestelde PMI eurozone bereikt nieuw hoogste

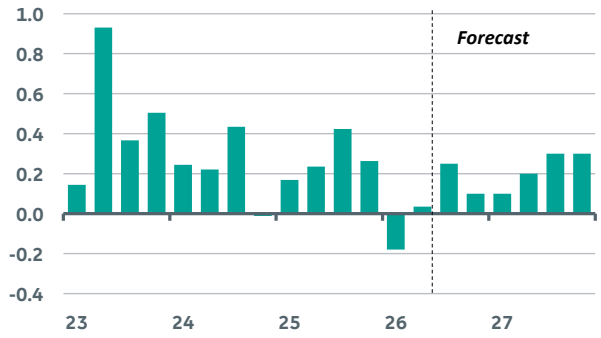
Samengestelde PMI eurozone, 50 = neutraal



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Franse bbp-groei blijft op korte termijn gematigd

Bbp-groei Frankrijk, % k/k



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Stijgende rentes en beperkte doorwerking van inflatie leiden tot geleidelijkere renteverhogingen door de ECB

We hebben onlangs onze visie op de ECB aangepast en twee extra renteverhogingen aan onze prognose toegevoegd. De havikachtige voorspellingen tijdens de vergadering van de Raad van Bestuur in september suggereerden dat de ECB van plan was de rente in oktober en december achtereenvolgens te verhogen. Sindsdien wijzen krappere financiële condities – vooral in Frankrijk, maar breder ook via hogere obligatierentes – en beperkte aanwijzingen voor tweederonde-effecten van de inflatie erop dat de ECB vasthoudt aan één renteverhoging per kwartaal. De marktverwachting voor een renteverhoging in oktober is inderdaad fors afgenomen: van 19 basispunten direct na de vergadering van de Raad van Bestuur in september tot slechts 3 basispunten op het moment van publicatie. Aangezien leden van de Raad van Bestuur hier nauwelijks tegenin zijn gegaan en Philip Lane zich in recente uitspraken uitsprak voor een 'afgemeten' reactie op de inflatiegolf, denken we dat de volgende renteverhoging waarschijnlijk in december volgt. De laatste verhoging verwachten we nu in maart.

Nederland: Veerkrachtige groei stuit op hardnekkige knelpunten

Aggie van Huisseling – Senior econoom Nederland | aggie.van.huisseling@nl.abnamro.com
Jan-Paul van de Kerke – Hoofd Nederland | jan-paul.van.de.kerke@nl.abnamro.com

- De bbp-groei viel in de eerste helft van 2026 hoger uit dan eerder geraamd, daarom hebben we onze voorspelling voor 2026 verhoogd naar 1,5%
- De groei neemt in de tweede helft van 2026 en in 2027 af, maar blijft solide
- De inflatie loopt op en komt dit jaar voor het vijfde jaar op rij boven 3% uit

De Nederlandse economie presteerde in de eerste helft van 2026 beter dan eerder geraamd. Herziene cijfers tonen een bbp-groei van 0,3% in het eerste kwartaal en 0,6% k/k in het tweede kwartaal. Een opmerkelijke prestatie gezien de geopolitieke ontwikkelingen en de (inter)nationale onzekerheid. De binnenlandse vraag was de belangrijkste aanjager. De particuliere consumptie bleef robuust ondanks de grote onzekerheid en oplopende inflatie. Bedrijven bleven investeren; mogelijk mede door eenmalige aankopen van vervoermiddelen zoals vliegtuigen. De overheidsconsumptie, bijvoorbeeld zorguitgaven, bleef bijdragen aan de groei. Ook profiteerde de Nederlandse export van de wereldwijde AI-hausse, zowel bij de goederenexport naar bijvoorbeeld Taiwan als bij de uitvoer van aanverwante diensten. De prestatie van de industriële sector weerspiegelt verschillende internationale ontwikkelingen. Zo heeft Nederland een uniek voordeel met zijn innovatieve halfgeleidersector, die de afgelopen zes jaar zowel qua omzet als werkgelegenheid ongeveer is verdubbeld. Het aardoliecluster profiteert van verstoringen in de internationale raffinagesector, terwijl internationale ontwikkelingen en energieprijzen de concurrentiepositie van de chemische industrie onder druk zetten.

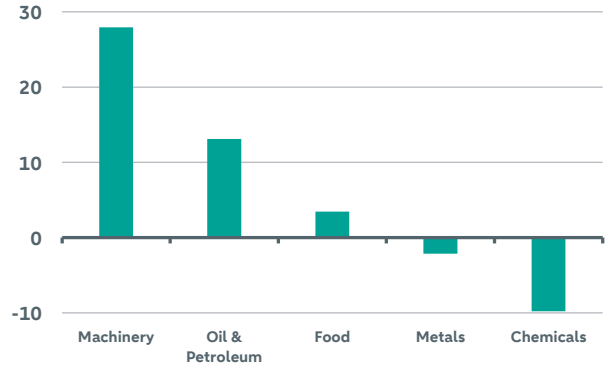
Naast deze sterke prestaties zien we een economie die nog altijd wordt beperkt door verschillende knelpunten, zoals netcongestie, personeelstekorten en knellende stikstofnormen. Deze knelpunten zullen de economische prestaties de komende tijd steeds sterker drukken en kunnen ook andere neveneffecten hebben. Nederlandse bedrijven hebben hun financiële weerbaarheid vergroot en de schuld van de private sector als aandeel van het bbp is de afgelopen jaren

afgenomen. Dit kan er echter ook op wijzen dat knelpunten, zoals beperkte aansluitmogelijkheden op het elektriciteitsnet en personeelstekorten, bedrijven afremmen. Huishoudens hebben aanzienlijke spaartegoeden opgebouwd. Die bieden een financiële buffer, maar weerspiegelen ook de grote onzekerheid. Het lage aantal faillissementen kan eveneens samenhangen met deze beperkingen en kan wijzen op een beperkte bedrijvendynamiek. Ook de conjuncturele druk neemt toe. Naar verwachting zwakt de consumptiegroei in 2027 af, doordat de hogere inflatie bij voedsel en energie het consumentenvertrouwen drukt. De oplopende rente gaat pijn doen en naar verwachting koelt de woningmarkt af. Bovendien zwakt de recente voorraadopbouw door bedrijven af. Toch blijft de binnenlandse vraag de economische activiteit op korte termijn waarschijnlijk ondersteunen en verwachten we in het derde kwartaal een bbp-groei van 0,3% k/k.

Hoewel de bbp-groei nog altijd solide is, hebben hogere energieprijzen ons ertoe gebracht onze onderliggende groeiverwachting te verlagen. De opwaartse bijstelling van de groei in de eerste helft van het jaar compenseert dit effect voor 2026 echter ruimschoots. Daarom verhogen we onze bbp-groei voorspelling voor 2026 van 1,3% naar 1,5%, terwijl we onze prognose voor 2027 ongewijzigd laten op 1,1%.

Specifieke factoren beïnvloeden de industrie

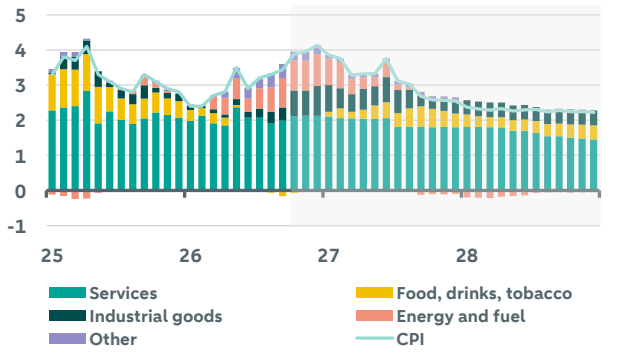
Productiegroei in de vijf grootste bedrijfstakken sinds K1 2024, %



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Inflatie voor het 5e jaar op rij boven 3%

CPI in % j/j, bijdragen in procentpunten



Bron: CBS, ABN AMRO Economisch Bureau

De inflatie loopt op. Na de opwaartse bijstelling van onze aannames voor de energieprijzen verwachten we nu een CPI-inflatie van 3,2% in 2026 en 3,1% in 2027. Rond de jaarwisseling komt de inflatie boven 4% uit, vooral door hogere brandstofprijzen. De korte termijn impact op de energierekening van huishoudens blijft beperkter, omdat veel huishoudens een vast contract hebben. Ook de prijzen van industriële goederen lopen licht op door de energiekosten en de AI-hausse. De voedingsinflatie is de afgelopen maanden afgenomen en werd zelfs negatief, maar de onderliggende druk neemt toe. Toch verwachten we dat hogere energieprijzen minder sterk doorwerken in het bredere inflatiemandje dan tijdens de vorige energiecrisis.

VS: Minder brede inflatie, breder gedragen banengroei

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

- De neerwaartse bijstelling van de PCE-inflatie was groter dan verwacht en het laatste rapport liet minder brede prijsdruk zien
- De arbeidsmarkt is solide, maar niet oververhit. De banengroei wordt minder geconcentreerd
- De nieuwste cijfers geven de Fed geen reden om met spoed de rente te verhogen; wij blijven uitgaan van één laatste renteverhoging in december.

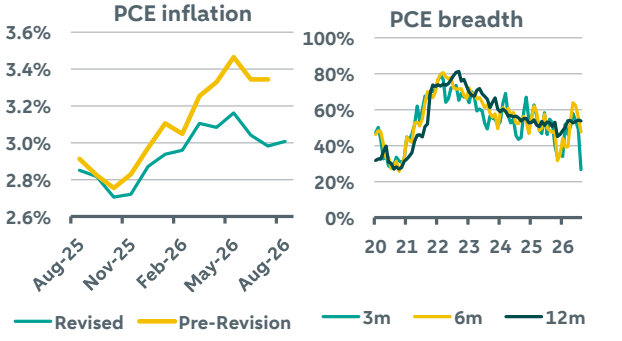
De inflatiedruk wordt minder breed, terwijl de banengroei zich uitbreidt tot meer sectoren dan de kleine groep die eerder het grootste deel van de groei voor haar rekening nam. De gemeenschappelijke noemer is een verbetering in de breedte: minder bronnen van inflatie en een breder scala aan sectoren dat bijdraagt aan de werkgelegenheidsgroei. Tegelijkertijd bevestigen opwaartse bijstellingen van het bbp dat de economische activiteit veerkrachtiger is geweest dan eerder gemeld.

De bbp-groei in het tweede kwartaal is opwaarts bijgesteld van 1,5% naar 2,2%, dankzij sterkere investeringen, overheidsuitgaven en consumentenbestedingen. Die laatste zijn nu naar schatting in het hoogste tempo gegroeid sinds eind 2024. Samen met een opwaartse bijstelling van de groei in het eerste kwartaal verhoogt dit onze raming voor de gemiddelde jaargroei, al verandert het onze vooruitzichten voor de economie niet wezenlijk.

Het PCE-rapport over augustus bracht meer positief nieuws. De totale en kern-PCE-inflatie stegen met respectievelijk 0,31% en 0,25% m/m, maar de belangrijkste ontwikkeling was een langverwachte methodologische aanpassing. Bijstellingen van computersoftware en -accessoires, vergoedingen voor portefeuillebeheer en juridische diensten verlaagden de meest recente kerninflatie met 0.36%. Dit brengt de (kern)inflatie aanzienlijk dichter bij de doelstelling, al is er nog enige afstand te gaan. Ook het momentum ziet er duidelijk beter uit: de inflatie op jaarbasis over drie maanden bedraagt nu circa 2%, tegenover 3% voor het cijfer over juli volgens de vorige methodologie. Hoewel een uitsplitsing naar aanbod- en vraaggedreven inflatie laat zien dat vraagfactoren geleidelijk een grotere rol spelen, zien wij een verbetering in de breedte van de inflatie. Dat komt niet alleen door de bijstelling, maar is ook zichtbaar in de volledige herziene reeks. Het gewogen aandeel van categorieën met een inflatie boven 3%, een maatstaf die vaak wordt aangehaald door Fed-voorzitter Warsh, is fors gedaald. Hoewel de totale inflatie in augustus strikt genomen toenam ten opzichte van het herziene cijfer voor juli, is de onderliggende druk veel minder breed.

De PCE-inflatie zag er in augustus veel beter uit

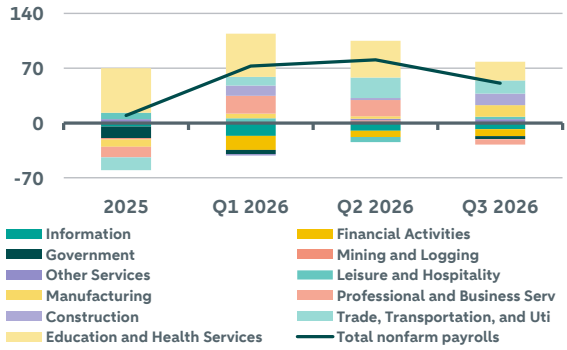
Links: inflatie j-o-j, %. Rechts: aandeel categorieën met een inflatie boven



Bron: LSEG, ABN AMRO Group Economics.

De banengroei is minder geconcentreerd

Gemiddelde maandelijkse banengroei buiten de landbouw, per sector



Bron: LSEG, ABN AMRO Group Economics

Het arbeidsmarktrapport oogde op het eerste gezicht zwakker. De werkgelegenheid nam met slechts 29 duizend toe, minder dan zowel de consensus als onze raming, terwijl de werkloosheid licht opliep, deels doordat de arbeidsparticipatie steeg. Wij beschouwen de stijgende werkloosheid daarom als een positieve ontwikkeling: een ommekeer in de dalende participatietrend is een goed teken dat mensen meer kansen zien. Bovendien ziet de banengroei er onder de oppervlakte relatief gezond uit, vooral vergeleken met vorig jaar, maar ook met eerder dit jaar. De groei van de werkgelegenheid is weliswaar vertraagd ten opzichte van begin 2026, hij is echter ook veel minder geconcentreerd. Waar de werkgelegenheidsgroei in 2025 en de eerste helft van dit jaar onevenredig sterk werd gedragen door onderwijs en gezondheidszorg en door recreatie en horeca, waren de banenwinsten in het meest recente kwartaal over een veel breder scala aan sectoren verspreid.

Alles bij elkaar geven de recente ontwikkelingen geen aanleiding voor opeenvolgende renteverhogingen van de Fed. De inflatie is te hoog, maar wordt minder breed, terwijl de banengroei solide is, zeker ten opzichte van het arbeidsaanbod, en minder afhankelijk is van enkele sectoren. Wij blijven verwachten dat de Fed de rente in december nog één keer verhoogt en deze vervolgens tot eind volgend jaar op dat niveau houdt.

China: Groeimomentum verbetert; meer gerichte steun op komst

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

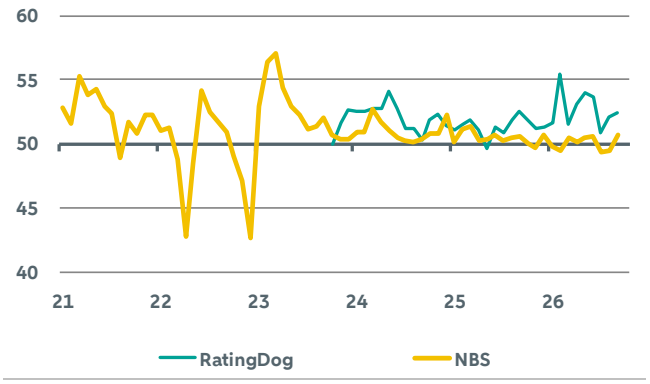
- Er zijn wat signalen van een aantrekkend groeimomentum, nu eerdere begrotingssteun doorwerkt
- Beijing komt met enkele aanvullende gerichte steunmaatregelen om de groei veilig te stellen
- Trump en Xi bewaken de vangrails; handelsbetrekkingen tussen de EU en China op een kritiek punt

Signalen van een aantrekkend groeimomentum, nu de begrotingssteun doorwerkt

Na de relatief zwakke cijfers over juli en augustus wijzen recente PMI-enquêtes op een aantrekkend groeimomentum gedurende de zomer. Dat blijkt uit de recente stijging van de samengestelde PMI's van zowel NBS als *RatingDog*. Beide samengestelde PMI's bevinden zich nu weer in expansiegebied, voor het eerst sinds juni. Het doorsijpelen van de effecten van eerder genomen begrotingsmaatregelen (na een tegenvallende impuls vanuit de begroting in het eerste kwartaal) is hiervoor een aanjager. Zo steeg de officiële PMI voor de bouw in september met 3,4 punten, na in augustus het laagste niveau sinds de pandemie te hebben bereikt. Ook houdt de rugwind van de wereldwijde AI- en technologiehausse aan: de groei van de uitvoer en invoer blijft sterk en gegevens over de containeroverslag in havens wijzen op een duidelijke opleving in september. Toch laten de meest recente macrocijfers oplopende onevenwichtig-heden zien: de industriële productie versnelt, de detailhandelsverkopen vertragen en de terugval van de investeringen verdiept zich. Op energiegebied herstelde de olie-invoer in augustus verder, maar deze blijft ruim onder het niveau van vóór het conflict met Iran. Ondertussen heeft China per 1 oktober vanwege de mondiale situatie opnieuw enkele exportbeperkingen voor geraffineerde olieproducten ingevoerd, wat de wereldwijde aanbodtekorten vergroot.

PMI's duiden op aantrekkend momentum in de zomer

Samengestelde PMI's, indices, 50 = neutrale grens



Bron: LSEG, ABN AMRO Group Economics

Containeroverslag wijst op aanhoudend sterke uitvoer

Containeroverslag in havens, in 10.000 TEU, 4-weeks voortschr. sommen

Bron: Bloomberg, ABN AMRO Group Economics

Beijing komt met wat aanvullende gerichte steunmaatregelen om groei veilig te stellen

Beleidsmakers hebben hun houding ten aanzien van additionele steunmaatregelen onlangs enigszins bijgesteld om ervoor te zorgen dat de jaarlijkse bbp-groei binnen de doelzone van 4,5-5,0% blijft. Uit recente officiële communicatie blijkt dat Beijing zijn koers heeft gewijzigd van 'bestaande maatregelen vollediger uitvoeren' naar 'een pakket praktische, doeltreffende aanvullende beleidsmaatregelen invoeren om de doelstellingen voor 2026 veilig te stellen'. De centrale overheid zal lokale overheden toestaan om ongebruikte quota voor obligatie-uitgifte van vorig jaar te benutten en zal waarschijnlijk in het vierde kwartaal extra obligatie-uitgifte goedkeuren. De centrale bank (PBoC) gaat sommige faciliteiten uitbreiden om de kredietverlening aan infrastructuur en technologie (sectoren die onder het infrastructuurprogramma *Six Networks* vallen), de landbouw en het mkb te stimuleren, en verlaagt de rente op haar speciale '*Pledged Supplementary Lending*' faciliteit. Een subsidie voor starters op de woningmarkt moet helpen de vastgoedmarkt te stabiliseren. Al met al denken wij dat deze aanvullende maatregelen weliswaar een stap in de goede richting zijn, maar nogal gericht blijven en eerder bedoeld zijn om de groei veilig te stellen dan om de binnenlandse bestedingen krachtig te versterken en onevenwichtigheden aan te pakken.

Trump en Xi bewaken de vangrails; handelsbetrekkingen EU-China op een kritiek punt

Zoals verwacht leverde de ontmoeting tussen Trump en Xi in Washington vorige maand geen grote doorbraken op en draaide deze vooral om 'het bewaken van de vangrails'. De ontmoeting bevestigde in elk geval dat beide groot-machten de onderlinge spanningen nu niet opnieuw sterk willen laten oplopen. Het bestand rond tarieven en knelpunten werd met slechts twee maanden verlengd, maar kan tijdens mogelijke vervolgbijeenkomsten opnieuw worden verlengd. Een ander teken van goede wil was een akkoord over tariefverlagingen voor USD 60 mld aan niet-gevoelige producten, zoals landbouwproducten (een additioneel overcapaciteitstarief van 7,5% is uitgesteld). In Europa hebben Frankrijk en Duitsland de handen ineengeslagen en Brussel opgeroepen verdere stappen te zetten tegen het overaanbod ('China Shock 2.0'), waaronder de mogelijkheid om bepaalde landen zo nodig de toegang tot de EU-markt te beperken. Ondertussen overweegt de EU zelf de instelling van importquota voor hybride auto's. Dit alles speelt in de aanloop naar verdere bilaterale gesprekken, nadat Brussel een deadline in oktober had gesteld voor het aanpakken van onevenwichtigheden in handel en investeringen. Hoewel de risico's op dit vlak toenemen en wij de handelsbetrekkingen tussen de EU en China

zullen blijven volgen en beoordelen, denken wij nog steeds dat Brussel uiteindelijk zal kiezen voor een geleidelijke aanpak op maat in plaats van een grootschalige tarievenoorlog, gezien de uiteenlopende opvattingen binnen de EU en de mogelijkheden van China om hard terug te slaan.

Onze visie samengevat

De wereldeconomie blijft veerkrachtig ondanks een opeenvolging van schokken. Hoewel de energieschok in alle hevigheid is teruggekeerd, zijn de effecten ervan nu meer idiosyncratisch en hebben ze meer impact op Europa dan op de VS. Ondertussen blijft een investeringstrojka rond AI, defensie en de energietransitie de groei aanjagen, die in de ontwikkelde economieën naar verwachting grofweg rond het trendmatige tempo blijft. De wereldwijde investeringsgolf ondersteunt ook de groei in China, hoewel de onevenwichtigheden daar de handelsspanningen met de EU blijven aanwakkeren. Tegen deze achtergrond zal de inflatie de komende maanden enigszins verhoogd blijven. Dit zal centrale banken naar verwachting een verkrappingsgezinde koers laten varen, waarbij de ECB, de Fed en de BoE de rente naar verwachting verder zullen verhogen. In ons basisscenario hervatten centrale banken eind 2027 de renteverlagingen.

Macro	Centrale banken & financiële markten
Eurozone – De groei in de eurozone blijft veerkrachtig ondanks de aanhoudend hoge energieprijzen. De onderliggende groei (exclusief Ierland) blijft naar verwachting tot en met het vierde kwartaal van dit jaar bescheiden, maar stabiel. Sterke PMI-cijfers over september wijzen erop dat het momentum voorlopig stevig blijft. Wij verwachten dat de groei in 2027 afzwakt, doordat de hoge energiekosten en verdere monetaire verkrapping door de ECB steeds zwaarder op de bedrijvigheid drukken. Onder dit totaalbeeld blijven de verschillen tussen landen groot: Frankrijk blijft achter, Spanje blijft een belangrijke positieve uitschieter en Duitsland zal naar verwachting steun blijven ondervinden van de defensie-uitgaven.	**ECB** – Hoewel we verwachten dat de ECB haar verkrappings-cyclus verlengt, nemen de hogere obligatierentes een deel van het werk uit handen. Hierdoor neemt de noodzaak van kort op elkaar volgende renteverhogingen af. Daarnaast wijst ook het beperkte bewijs voor bredere tweederonde-effecten van de energieschok op de inflatie erop dat de Raad van Bestuur zich een gematigder verkrappingstempo kan veroorloven. We verwachten twee renteverhogingen, in december en maart, waarmee de depositorente op 3% uitkomt. Eind 2027 verwachten we dat de ECB de beleidsrente geleidelijk begint te verlagen, zodra duidelijk wordt dat de tweederonde-effecten op de inflatie zijn ingedamd en de economie waarschijnlijk aan kracht heeft ingeboet.
Nederland – De eerste helft van 2026 eindigde sterker dan verwacht, gezien de geopolitieke onzekerheid en de hogere inflatie. We verwachten dat de groei enigszins zal afzwakken doordat de conjuncturele druk toeneemt. De Nederlandse economie is veerkrachtig, mede dankzij het recente economische momentum en doordat de private sector zijn schulden heeft afgebouwd en aanzienlijke buffers heeft opgebouwd. Structurele knelpunten blijven de feitelijke en potentiële groei belemmeren. Na de opwaartse bijstelling van onze aannames voor de energieprijzen hebben we onze inflatieramingen verhoogd. Toch is de doorwerking naar de bredere inflatiemand beperkt in vergelijking met 2022.	**Fed** – De communicatiestijl van Warsh zorgt ervoor dat het toekomstige rentepad van de Fed met meer onzekerheid dan gebruikelijk is omgeven. Wij denken niet dat de renteverhoging in september een eenmalige stap was, maar tegelijkertijd hebben recente cijfers de urgentie van verdere renteverhogingen verminderd. We verwachten dat de Fed de rente tijdens de vergadering in december nog één keer verhoogt en de bovengrens van de *federal funds rate* tot eind volgend jaar op 4,25% houdt. Tegen die tijd ligt de inflatie veel dichter bij de doelstelling, waardoor er ruimte ontstaat voor enige versoepeling als reactie op de oplopende werkloosheid.
VK – De regering onder leiding van de nieuwe premier Andy Burnham blijft hoog scoren in de peilingen en de economie heeft de afgelopen maanden beter gepresteerd dan verwacht. Deze wittebroodsweken worden op de proef gesteld door de begrotingspresentatie op 28 oktober. Daarbij zijn belasting-verhogingen waarschijnlijk om de begrotingsbuffers weer op te bouwen en is er weinig ruimte voor doortastende maatregelen om de druk van de kosten van levensonderhoud te verlichten. Hoewel de inflatie naar verwachting de komende maanden hoog blijft, betekent de veel ruimere arbeidsmarkt dat een hernieuwde versnelling van de loongroei veel minder waarschijnlijk is dan in 2022-2023.	**Bank of England** – De BoE heeft zich tot nu toe de luxe kunnen permitteren geduldig te zijn, maar de hardnekkig hoge energie-inflatie vergroot het risico dat de inflatieverwachtingen ontankerd raken. Omdat de Britse economie de laatste tijd eveneens beter presteert, lijkt de BoE nu klaar om in te grijpen. We verwachten daarom nu twee renteverhogingen in de komende maanden: een verhoging met 25 basispunten in november en nog een in februari, tegelijk met het *Monetary Policy Report* en de actualisering van de ramingen van de BoE. Net als bij de Fed en de ECB verwachten we dat de renteverlagingen in het vierde kwartaal van 2027 worden hervat, wanneer de energieschok afneemt.
VS – De economische groei en de particuliere bestedingen blijven solide, voornamelijk dankzij de investeringshausse rond AI, terwijl ook de consumptie veerkrachtig blijft. De arbeids-markt is solide, maar niet oververhit. De over het geheel genomen gematigde vraag naar arbeid is in evenwicht met een stagnerende beroepsbevolking. Het desinflatieproces zet door, maar verliest aan kracht. De energie- en voedselinflatie blijven nog enige tijd hoog, hoewel zowel de breedte als het momentum bemoedigende signalen laten zien. Naar verwachting komt de inflatie in het tweede kwartaal van 2027	**Obligatierentes** – De recente stijging van de Europese obligatierentes en de oplopende renteverschillen tussen staatsobligaties van eurolanden weerspiegelen voornamelijk de toenemende zorgen over de overheidsfinanciën. De Amerikaanse obligatierentes liepen eveneens op door een combinatie van een veerkrachtige Amerikaanse economie en aanhoudende inflatie-vrees. Vooruitkijkend verwachten we dat de obligatierentes aan beide zijden van de Atlantische Oceaan zullen dalen naarmate de markten opschuiven richting onze minder verkrappingsgezinde monetaire beleidsverwachtingen, en renteverlagingen voor het vierde kwartaal van 2027 beginnen in te prijzen. De rentecurves

binnen bereik van de doelstelling van 2%, waarna zij geleidelijk weer enigszins oploopt.	zullen naar verwachting steiler worden naarmate de markten onze visie op de centrale banken steeds meer inprijzen en de termijnpremies oplopen. Dit zal de verwachte daling van de rente aan het lange einde van de curve gedeeltelijk compenseren.
China – Na zwakke cijfers over juli en augustus wijzen recente PMI's op een aantrekkende groeidynamiek, mede omdat eerdere steunmaatregelen beginnen door te werken. De exportgroei blijft sterk dankzij de wereldwijde AI-hausse, maar binnenslands nemen onevenwichtigheden tussen vraag en aanbod verder toe. Beijing heeft zijn steunbeleid onlangs enigszins bijgesteld en enkele gerichte maatregelen genomen. Hoewel dit een stap in de goede richting is, zijn deze maatregelen eerder gericht op het veiligstellen van de groei dan op het krachtig stimuleren van de vraag en het aanpakken van onevenwichtigheden. Ondertussen zijn de handelsrelaties tussen de VS en China enigszins gestabiliseerd na de top tussen Trump en Xi in september, terwijl EU-China relaties zich op een kritiek kruispunt bevinden.	**FX** – Ontwikkelingen op de rentemarkten hebben EUR/USD lager gezet. Ten eerste zijn de renteverschillen tussen de VS en de eurozone groter geworden, wat de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro ondersteunt. De markten prijzen meer renteverhogingen door zowel de Fed als de ECB in dan wij verwachten. Als de marktverwachtingen dichter bij onze ramingen komen te liggen, zou dit EUR/USD moeten ondersteunen. Ten tweede heeft de budgettaire en politieke onzekerheid in Frankrijk de renteverschillen tussen Frankrijk en Duitsland vergroot, wat eveneens op de euro heeft gedrukt. Het sentiment rond EUR/USD kan op korte termijn negatief blijven, maar wij verwachten niet dat de verkoopgolf aanhoudt. Daarom handhaven wij onze prognose van 1,15 voor eind 2026.

Belangrijkste economische en financiële-marktramingen

	GDP				Inflation				Policy rate			
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
Eurozone	1.1	1.3	0.9	1.1	2.4	2.1	3.1	3.0	3.00	2.00	2.75	2.75
Netherlands	1.1	1.6	1.5	1.1	3.3	3.2	3.2	3.1				
Germany	0.0	0.3	1.0	0.9	2.3	2.2	2.7	2.6				
UK	1.1	1.2	1.2	1.2	2.5	3.4	3.2	3.3	4.75	3.75	4.00	4.00
US	3.0	2.3	2.3	2.3	2.6	2.6	3.3	2.5	4.50	3.75	4.25	4.00
China	5.0	5.0	4.6	4.5	0.2	0.1	1.0	1.2	3.10	3.00	3.00	2.80

Note: Inflation is HICP for Eurozone, CPI for the Netherlands and Germany, and PCE for the US. Annual average for GDP and inflation, end of period for the policy rate

	2025	09/10/26	2026	2027	Energy	2025	09/10/26	2026	2027
US Treasury	4.17	5.24	5.15	4.70					
German Bund	2.85	3.46	3.45	3.30	Brent - USD/bbl*	61	104	95	80
EUR/USD	1.17	1.12	1.15	1.20	WTI - USD/bbl*	57	91	90	75
USD/CNY	6.99	6.69	6.70	6.60	TTF Gas - EUR/MWh*	29	78	90	55
GBP/USD	1.35	1.32	1.36	1.38					

*Energy price forecasts are end of period. Brent, WTI: active month contract; TTF: next calender month

	2025				2026				2027			
GDP (q/q)	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Eurozone	0.5	0.0	0.3	0.2	0.0	0.6	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Netherlands	0.3	0.3	0.4	0.5	0.3	0.6	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
US (saar)	0.1	4.0	3.9	0.2	2.5	2.2	3.3	2.4	2.2	2.2	2.0	1.9
China (y/y)	5.4	5.2	4.8	4.5	5.0	4.3	4.5	4.7	4.5	4.6	4.6	4.4
Inflation	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Eurozone	2.3	2.0	2.1	2.1	2.0	3.0	3.3	4.1	3.9	3.3	2.8	2.0
Netherlands (CPI)	3.5	3.4	3.0	2.9	2.5	3.1	3.3	4.0	3.6	3.5	2.9	2.6
US (PCE)	2.5	2.5	2.7	2.7	3.0	3.6	3.4	3.3	3.0	2.2	2.3	2.3
China	-0.1	0.0	-0.2	0.6	0.8	1.1	0.8	1.2	1.2	1.3	1.2	1.1
Unemployment	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
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
Netherlands	3.8	3.8	3.9	4.0	4.0	3.9	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2	4.2
US	4.1	4.2	4.3	4.5	4.3	4.3	4.2	4.3	4.3	4.4	4.4	4.5
Policy rate	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Eurozone	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.25	2.50	2.75	3.00	3.00	3.00	2.75
US	4.50	4.50	4.25	3.75	3.75	3.75	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25	4.00
UK	4.50	4.25	4.00	3.75	3.75	3.75	3.75	4.00	4.25	4.25	4.25	4.00
China	3.10	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.90	2.90	2.90	2.80

Source: LSEG, Bloomberg, ABN AMRO Group Economics

(saar = seasonally adjusted annual rate)

Team macro-economisch onderzoek

Adrian Quinn, Economist Intern | adrian.quinn@nl.abnamro.com
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-economisch onderzoek | bill.diviney@nl.abnamro.com
Jan-Paul van de Kerke, Hoofd Nederlands economisch onderzoek | jan-paul.van.de.kerke@nl.abnamro.com
Lieke Hoegen, Marketing & Content Intern | lieke.hoegen@nl.abnamro.com

Nick Kounis, Chief Economist | nick.kounis@nl.abnamro.com
Philip Bokeloh, Senior Economist | philip.bokeloh@nl.abnamro.com
Rogier Quaedvlieg, Senior Economist | rogier.quaedvlieg@nl.abnamro.com

Onderzoek naar valuta en rente

Georgette Boele, Senior FX & Oil Strategist | georgette.boele@nl.abnamro.com
Jaap Teerhuis, Senior Rates Strategist | jaap.teerhuis@nl.abnamro.com
Larissa Fritz, Senior Rates Strategist | 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")