Group Economics - Macro Research - Global Monthly | 10 November 2026

Hoe veerkrachtig is de veerkracht?

- **We voorzien dat de wereldeconomie volgend jaar rond het trendmatige tempo blijft groeien, maar dat de verschillen tussen regio's toenemen.**
- **Defensie-uitgaven stimuleren de Amerikaanse economie. De afnemende groei-impuls van AI-investeringen zal vooral elders in de wereld merkbaar zijn.**
- **Europa blijft achter, met groei onder het trendmatige tempo door een krapper begrotingsbeleid, hogere rentes en politieke onzekerheid.**
- **Veerkracht is geen vanzelfsprekendheid: tot dusver waren de schokken niet groot genoeg om de wereldeconomie te ontregelen, maar een ineenstorting van de AI-boom zou dat waarschijnlijk wel doen.**
- **Regionale vooruitzichten: de economie van de eurozone is veerkrachtig, maar niet ongeschonden. Voor 2027 rekenen we op een lagere groei door een krapper begrotingsbeleid en een restrictiever monetair beleid.**
- **Ook in Nederland vertraagt de groei, ondanks de aanhoudend sterke export.**
- **Het herstel van de Duitse economie zet door, maar blijft gedreven door het begrotingsbeleid.**
- **In de VS verschuift de investeringsimpuls van AI naar defensie.**
- **Investeringen ondersteunen de groei in China, maar de economische onevenwichtigheden zijn toegenomen.**

Nick Kounis
Chief Economist
nick.kounis@nl.abnamro.com
Bill Diviney
Senior Economist Eurozone/Head Macro
bill.diviney@nl.abnamro.com
Jan-Paul van de Kerke
Head of Dutch Economic Research
jan-paul.van.de.kerke @nl.abnamro.com
Aggie van Huisseling
Senior Economist Netherlands
aggie.van.huisseling@nl.abnamro.com
Dr. Alexander Krüger
Chief Economist Germany
alexander.krueger@de.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 groei houdt aan, maar er zijn wolken aan de horizon

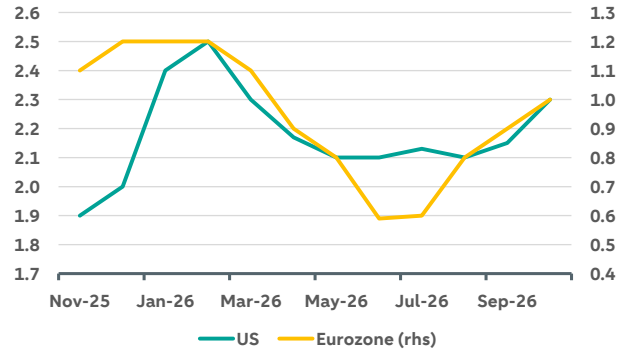
In deze publicatie presenteren we onze economische vooruitzichten voor het komende jaar en voegen we voor het eerst onze ramingen voor 2028 toe. Ondanks de vele schokken van de afgelopen jaren is de wereldeconomie stevig gegroeid. We leggen uit waarom we verwachten dat de economische groei aanhoudt, al kunnen de groeipaden van de VS en de rest van de wereld opnieuw verder uiteenlopen. Vooral Europa dreigt daarbij achter te blijven. Daarnaast bespreken we een aantal risico's voor de wereldeconomie die haar uitzonderlijke veerkracht op de proef kunnen stellen.

Veerkracht is het woord *van het moment*

Veerkracht is zonder twijfel het woord dat de wereldeconomie typeert, niet alleen in 2026, maar ook in de afgelopen jaren. Tijdens de recente jaarvergaderingen van de Wereldbank en het IMF was het onmiskenbaar het meest gebruikte woord (zie hier). De algemene verwachting is dat het ook 2027 zal kenmerken. Wie de schokken van de afgelopen tijd op een rij zet - van energieschokken en invoerheffingen tot bredere geopolitieke onzekerheid, zorgen over de overheidsfinanciën en stijgende rentes - kan niet anders dan zich verbazen over de relatief gunstige economische uitkomsten.

Verwachtingen van economen voor het bbp in 2026

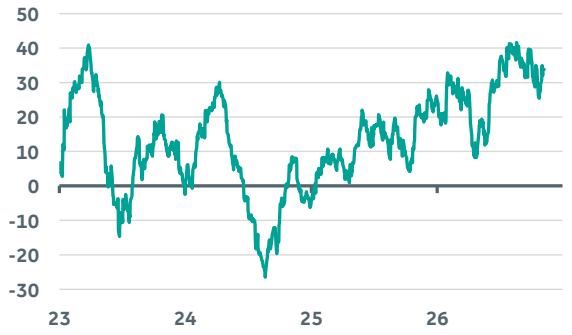
Bloomberg-consensusraming van de jaarlijkse bbp-groei, %



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Wereldwijde economische cijfers verrassen positief

Index (positieve waarden = gepubliceerde cijfers overtreffen de verwachtingen)



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Het IMF wijst erop dat zijn ramingen voor de wereldeconomie de mondiale groei drie jaar op rij hebben onderschat, ondanks de negatieve schokken. Daarvóór leidden schokken doorgaans juist tot een overschatting van de groei. Ook andere economen hebben hun groeiramingen de afgelopen maanden veelal naar boven bijgesteld. Na de neerwaartse bijstellingen bij het uitbreken van de oorlog verrasten de economische cijfers namelijk positief. Tegelijkertijd verhoogden hun collega's die aandelen analyseren hun verwachtingen voor de bedrijfswinsten. Wat is er aan de hand? Is de wereldeconomie inmiddels bestand tegen elke schok? Helaas is het korte antwoord: nee.

Hoewel de economie zich de afgelopen jaren opvallend goed aan veranderende omstandigheden heeft weten aan te passen, waren twee andere — mogelijk meer tijdelijke — factoren belangrijker. Ten eerste bleken de schokken uiteindelijk relatief gematigd van omvang, ook als ze aanvankelijk soms enorm groot leken. Neem de energieprijsschok van dit jaar. Om redenen die we eerder uitgebreid hebben besproken (zie hier), was deze vanuit historisch perspectief niet bijzonder groot, ondanks alle waarschuwingen voor een naderende energiecrisis. Dat biedt echter geen garantie dat grotere schokken uitblijven, zoals we hieronder bespreken.

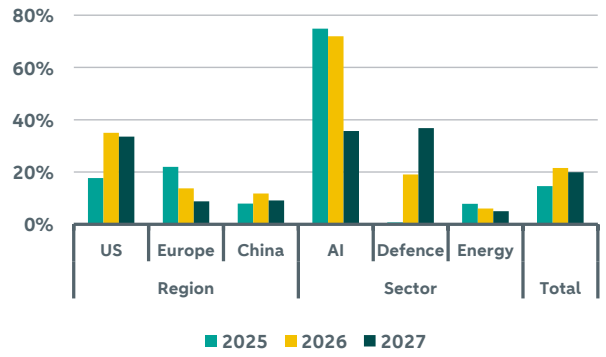
Ten tweede vonden deze schokken plaats tegen de achtergrond van drie structurele investeringsgolven - in AI, defensie en schone energie - die de mondiale groei hebben ondersteund. Ook hier zijn recent twijfels gerezen, vooral over hoelang de sterke groei van de AI-investeringen kan aanhouden. Intussen bleven het begrotingsbeleid, de financiële condities en de gezonde balansen van de private sector de economie over het algemeen ondersteunen. Stijgende aandelenkoersen vergrootten het vermogen van huishoudens en daarmee de consumptieve vraag, vooral in de VS. Per saldo werden negatieve schokken dus gecompenseerd door positieve impulsen.

Aanhoudende groei, gesteund door een investeringssupercyclus

In ons basisscenario blijft de wereldeconomie volgend jaar rond het trendmatige tempo groeien, maar lopen de groeipaden tussen regio's verder uiteen. Laten we eerst naar het grotere geheel kijken. We verwachten dat de mondiale investeringscyclus nog geruime tijd aanhoudt (zie onze recente analyse hier). De investeringen in AI, defensie en schone energie bedroegen dit jaar in de VS, China en de eurozone samen naar schatting USD 3,5 biljoen, oftewel ongeveer 4,5% van hun gezamenlijke bbp. De gezamenlijke groei-impuls voor deze economieën bedroeg 0,9% van het bbp. Volgend jaar verwachten we een vergelijkbare impuls. We ramen dat de AI-investeringen in deze economieën volgend jaar samen oplopen tot USD 1,3 biljoen. Hoewel dit een forse vertraging van de groei inhoudt, van ongeveer 70% naar 35% op jaarbasis, zorgt de hogere uitgangsbasis ervoor dat de impuls voor de wereldeconomie niet al te sterk afneemt. Daarnaast verwachten we dat hogere defensie-investeringen deze afzwakking compenseren, vooral dankzij de VS. De militaire operaties in Iran hebben daar de noodzaak vergroot om materieel en munitie op korte termijn aan te vullen.

De drie investeringsgolven lopen in 2027 uiteen

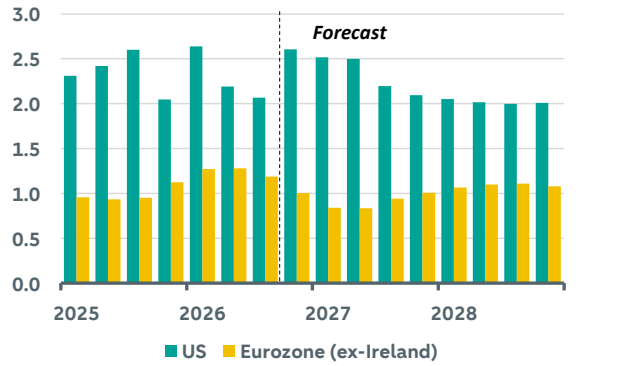
Investeringen, % op jaarbasis



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Groei VS en eurozone gaat opnieuw uiteenlopen

% op jaarbasis



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Sneller wegebben van de energieschok kan de groei extra stimuleren

Een tweede steunpilaar is onze verwachting dat de energieprijzen in de loop van volgend jaar dalen. Na de Amerikaanse verkiezingsuitslag lijkt een snellere normalisering van het energieaanbod nu waarschijnlijker. Vóór de verkiezingen vreesden we dat president Trump zijn toespelingen op een hernieuwde escalatie van het conflict in Iran zou waarmaken. Sindsdien heeft de bredere omslag binnen de Republikeinse partij tegen het conflict ons verrast. Als opperbevelhebber heeft Trump nog steeds de bevoegdheid om het conflict opnieuw te laten escaleren. Maar Republikeinen hebben nu een electorale prikkel om afstand van hem te nemen. Als hij zonder steun van zijn partij opnieuw escaleert, loopt hij daardoor het risico dat sommige senatoren zich bij de Democraten aansluiten en vóór zijn afzetting stemmen. Dit vergroot aanzienlijk de kans op een akkoord dat de Straat van Hormuz eindelijk blijvend kan heropenen en een volledige normalisering van het energieaanbod mogelijk maakt.

Ook in ons voorzichtigere basisscenario, waarin er geen akkoord tussen de VS en Iran komt, herstelt het olieaanbod uit het Midden-Oosten geleidelijk en komt nieuwe LNG-capaciteit buiten Qatar beschikbaar. Dit zou de inflatie in de loop van volgend jaar scherp moeten doen dalen. Dat ondersteunt de wereldeconomie op twee manieren. Ten eerste helpt het de besteedbare inkomens van huishoudens volgend jaar te herstellen. Ten tweede houdt het, samen met gematigde tweederonde-effecten, de renteverhogingen van centrale banken beperkt. Uiteindelijk ontstaat hierdoor tegen eind 2027 ruimte voor renteverlagingen. Omdat financiële markten momenteel rekenen op een scenario waarin de rente langer hoog blijft, zullen ook de obligatierentes dalen. Aan het lange einde van de rentecurve blijft die daling echter beperkt doordat het toenemende obligatieaanbod de termijnpremies opdrijft.

De VS en de rest van de wereld groeien verder uit elkaar

De VS zullen juist profiteren van de verschuiving in de investeringsgroei van AI naar defensie. De directe impuls van AI-investeringen komt namelijk niet noodzakelijk volledig terecht in het land waar de uitgaven worden gedaan, omdat deze investeringen doorgaans veel invoer vereisen. De landen waar de apparatuur wordt geproduceerd, profiteren minstens zo sterk. Volgens het IMF nemen Taiwan en Korea bijvoorbeeld 62 procent van de nettohandel in AI-gerelateerde computerhardware voor hun rekening. Ook Maleisië, Mexico en Nederland zijn belangrijke netto-exporteurs. Tegelijkertijd zijn de VS en China goed voor meer dan 75 procent van de netto-invoer van AI-gerelateerde computerhardware. Dit verklaart, samen met stijgende prijzen, waarom ongeveer de helft van de groei van de wereldhandel in waarde verband hield met AI-hardware. Defensie-uitgaven komen daarentegen vrijwel volledig in de binnenlandse economie terecht. Het netto-effect van deze verschuiving op de Amerikaanse groei kan dus positief zijn. De kleinere impuls van AI-investeringen kan juist leiden tot een wat lagere groei in de belangrijkste economieën die AI-hardware produceren, en tot een tragere groei van de wereldhandel. In China zal aanhoudende gerichte beleidssteun naar verwachting de gevolgen van de zwakkere handel volgend jaar compenseren. Daarom verwachten we dat de economische groei daar dicht bij het tempo van vorig jaar blijft.

Europa blijft achter

Hoewel de economie van de eurozone naar verwachting blijft groeien, zal het tempo tamelijk mager zijn en gemiddeld onder het trendmatige niveau liggen. Ten eerste zal het begrotingsbeleid de groei waarschijnlijk niet langer ondersteunen, maar juist afremmen. De Duitse begrotingsimpuls neemt af, Europese fondsen die vooral projecten in Zuid-Europa hebben

ondersteund raken uitgeput, en landen met kwetsbare overheidsfinanciën, zoals Frankrijk, gaan bezuinigen. Dit komt deels tot uiting in de afzwakking van de drie investeringsgolven in Europa. Duitsland blijft zijn defensie-uitgaven weliswaar opvoeren, maar de sterke afhankelijkheid van invoer en de beperkte begrotingsruimte elders temperen de groei-impuls. Ten tweede zijn de rentes in de eurozone iets sterker gestegen dan in de VS. De lange rentes zijn nog wat meer opgelopen door begrotingsrisico's en politieke onzekerheid. Omdat financiering in de eurozone sterker op banken leunt dan op kapitaalmarkten, hebben renteverhogingen meer invloed op de financieringsvoorwaarden voor bedrijven en huishoudens. De achterblijvende Europese groei, samen met aanhoudende risico's rond staatsschulden en politieke onzekerheid in Frankrijk en elders (zie hieronder), zal de euro volgend jaar naar verwachting op het huidige relatief lage niveau tegenover de dollar houden.

'Licence to shock'

Hoewel we in ons basisscenario uitgaan van aanhoudende groei, zijn er donkere wolken aan de horizon die schokken kunnen veroorzaken die groot genoeg zijn om de wereldeconomie te ontregelen. De belangrijkste risico's die we kunnen aanwijzen zijn 1) een AI-crash en 2) escalerende zorgen over de staatsschuld in Frankrijk of elders. Hieronder bespreken we deze uitgebreider. Daarnaast heeft het afgelopen jaar ons geleerd dat er ook risico's zijn waarvan we het bestaan nog niet kennen, vooral op geopolitiek gebied. Rond deze tijd vorig jaar zagen we een conflict in Iran niet als een waarschijnlijke economische schok. En hoewel de inspanningen om de oorlog tussen Rusland en Oekraïne te beëindigen recent zijn opgevoerd, gaat er nauwelijks een dag voorbij zonder nieuws over hybride oorlogsvoering in Europa en het risico dat het conflict escaleert tot een confrontatie met de NAVO. Op handelsgebied gaan we er in ons basisscenario (zie hier) van uit dat de EU en China hun meningsverschillen op een veel minder explosieve manier oplossen dan de VS en China hebben gedaan. Een ernstigere escalatie van de handelsspanningen kunnen we echter niet uitsluiten.

De AI-boom leeft nog even door

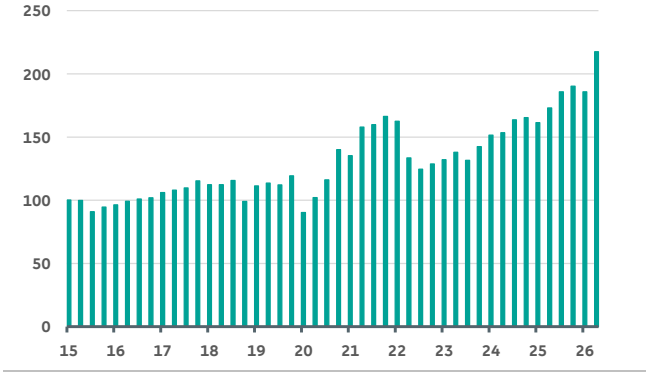
De zorgen van beleggers over een mogelijke ineenstorting van de AI-boom zijn de afgelopen maanden toegenomen. Aanvankelijk draaide het vooral om de vraag of de inkomsten de enorme investeringen in rekencapaciteit konden rechtvaardigen. Daarna verschoof de aandacht naar de financiering van die investeringen. De verkoopgolf in datacenterobligaties werd daarbij gezien als een vroeg waarschuwingssignaal. De overtuigende overwinning van de Democraten bij de tussentijdse verkiezingen heeft hier recent een politieke dimensie aan toegevoegd: het risico op strengere beperkingen voor datacenters en de ontwikkeling van de meest geavanceerde AI is toegenomen. Investeringen kunnen echter verschuiven naar staten met een gunstiger beleid of mogelijk naar federaal grondgebied. Bovendien behoudt Donald Trump zijn vetorecht over federale AI-wetgeving. De verkiezingsuitslag kan de uitbouw van AI dus vertragen, maar zal de investeringsgolf waarschijnlijk niet tot stilstand brengen.

Een ineenstorting van de AI-boom zou de wereldeconomie niettemin hard raken. Door de enorme omvang van de AI-investeringen is er veel ruimte voor een terugval. Tegelijkertijd zouden dalende aandelenkoersen en oplopende kredietopslagen de financiële condities verkrappen en het vermogen van huishoudens aantasten. Een recente studie van de Fed (zie hier) schat dat zelfs een koersdaling van 25% de consumptieve bestedingen kan doen krimpen, omdat huishoudens tegenwoordig veel grotere aandelenportefeuilles bezitten. Dit is dus een schok die de veerkracht van de wereldeconomie serieus op de proef kan stellen.

Maar is dit de grote klap, of slechts een oefening? Wij blijven van mening dat de AI-boom nog even voortduurt (zie onze analyse hier voor meer details). Op enig moment ligt een correctie voor de hand: inkomsten en productiviteitswinsten moeten de spectaculaire investeringsuitgaven uiteindelijk rechtvaardigen. Voorlopig blijven de fundamentele factoren echter gunstig. De inkomsten groeien sterk, de vraag naar rekencapaciteit blijft groter dan het aanbod en de huurprijzen van GPU's lopen nog steeds op. Ook de waarderingen liggen ver onder de extreme niveaus van vóór het uiteenspatten van de ICT-bubbel. De investeringsgolf gaat mogelijk een uitdagender fase in, maar volgens ons is zij nog niet voorbij.

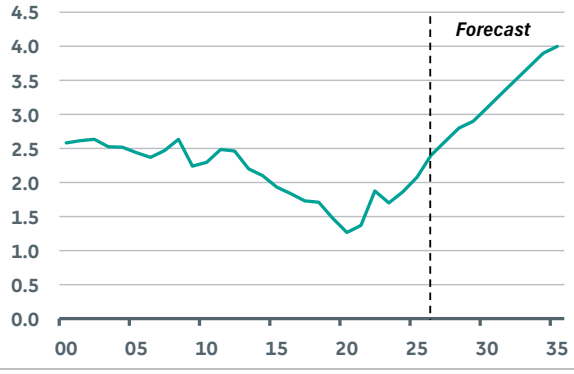
Direct aandelenbezit van Amerikaanse huishoudens

% van het besteedbaar inkomen



Rentelasten maken begrotingssanering noodzakelijk

Rentebetalingen van de Franse overheid, % van het bbp



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

‘From France with Risk’

Frankrijk is een andere mogelijke bron van een grotere schok, al gaan we in ons basisscenario uit van doormodderen in plaats van een crisis. De ontwikkeling van de Franse overheidsfinanciën is zorgwekkend, maar we verwachten dat een afgezwakte begroting voor 2027 wordt aangenomen. Zelfs een presidentschap van Marine Le Pen hoeft geen crisis te veroorzaken. Marktdruk, de beperkingen van het ambt en - in ons basisscenario - het ontbreken van een meerderheid voor Rassemblement National (RN) in de Nationale Vergadering zullen naar verwachting enige ‘Meloni-isering’ in de hand werken. Het extreme risico is dat deze remmen niet werken. Een RN-meerderheid zou ertoe kunnen leiden dat een verslechtering van de begrotingsdiscipline en een confrontatie met Europa elkaar versterken. Als stijgende rentes tot verzet in plaats van matiging leiden, kan de druk op banken, groei en overheidsfinanciën uitmonden in een vicieuze cirkel. Uiteindelijk zouden beleggers dan het risico van omzetting naar een andere munt gaan inprijzen. Frankrijk hoeft niet daadwerkelijk voor een Frexit te kiezen om dit destabiliserend te maken. Het volstaat dat markten dit niet langer als ondenkbaar beschouwen (zie hier voor meer informatie).

Frankrijk is niet de enige bron van begrotingsrisico’s. België bevindt zich in een vergelijkbaar moeilijke begrotingssituatie, terwijl Italië risico’s loopt rond de parlementsverkiezingen van volgend jaar. Premier Meloni moet mogelijk steunen op Futuro Nazionale, een coalitiepartner die verder naar rechts staat, om haar meerderheid te behouden. Dat kan de Italiaanse naleving van de Europese begrotingsregels op de proef stellen. Bovendien heeft onrust op obligatiemarkten de neiging zich zonder onderscheid te verspreiden zodra zij eenmaal op gang komt. Zoals het IMF in zijn laatste Fiscal Monitor waarschuwde: ‘De gevolgen van gebrekkige begrotingsdiscipline houden niet op bij de grens.’ Het risico is dus niet alleen dat de onrust in één land escaleert, maar ook dat zij andere landen op grote schaal besmet en een bredere crisis ontketent. Daar zien we nog geen tekenen van. In Europa zou in ieder geval de mogelijke inzet van het TPI van de ECB moeten helpen voorkomen dat zo’n dynamiek ontstaat. Dat betekent echter niet dat obligatiemarkten immuun zijn voor besmetting. Tot slot komen overheden wereldwijd onder begrotingsdruk te staan door de stijgende kosten van hun schulden en zullen zij moeilijke keuzes moeten maken. Zo wordt de huidige uitbreiding van de Europese defensie-uitgaven met schuld gefinancierd. Hoewel dit misschien niet direct een probleem vormt, zal de rekening uiteindelijk moeten worden betaald via lastige keuzes over belastingen en uitgaven. Of markten het nu afdwingen of niet: de begrotingsrekening kan niet eindeloos worden doorgeschoven.

Ter onderbouwing van onze belangrijkste inschattingen hebben we in de aanloop naar deze publicatie de volgende vijf thema’s onderzocht:

- **De AI-investeringsboom houdt voorlopig stand** - Rogier Quaedvlieg & Nick Kounis
- **Leidt China-schok 2.0 tot een handelsoorlog tussen de EU en China?** - Arjen van Dijkuizen & Jan-Paul van de Kerke
- **Eurozone inflatie: Een nieuwe golf, maar geen herhaling van 2022** - Aggie van Huisseling & Bill Diviney
- **AI and the neutral rate: Live and let rise** - Rogier Quaedvlieg & Nick Kounis
- **We need to talk about France** - Bill Diviney

In de onderstaande tabel vatten we onze belangrijkste inschattingen en aannames voor de macro-economische ontwikkelingen en de financiële markten in 2027 samen.

Thema	Visie
Groei: veerkrachtig, maar niet schokbestendig	• **De mondiale groei blijft in 2027 rond het trendmatige tempo**, doordat investeringen en afnemende druk van energieprijzen de tegenwind compenseren • De recente veerkracht weerspiegelt de relatief gematigde omvang van negatieve schokken en de sterke positieve tegenkrachten. **Een grotere schok kan deze steunpilaren alsnog onderuit halen**
Investeringen: de drie investeringsgolven houden aan	• **Investeringen in AI, defensie en schone energie blijven belangrijke groeimotoren** • **Sterkere defensie-investeringen compenseren deels de tragere groei van AI-investeringen**, waardoor de gezamenlijke investeringsimpuls ongeveer gelijk blijft aan die van 2026
Regionale verschillen: sterke VS, zwak Europa	• **De VS profiteren van de verschuiving naar defensie-uitgaven, die sterker op de binnenlandse economie zijn gericht**, terwijl de tragere groei van AI-investeringen hardware-exporteurs en de wereldhandel afremt • **De groei in de eurozone, exclusief Ierland, daalt onder het trendmatige tempo**, doordat het begrotingsbeleid verkrapt en hogere rentes de vraag drukken • **Gerichte beleidssteun in China compenseert de zwakkere handel**, waardoor de groei ongeveer gelijk blijft aan die van 2026
Energie en inflatie: de schok ebt weg	• **De energieprijzen dalen in de loop van 2027**, doordat het olieaanbod uit het Midden-Oosten geleidelijk herstelt en nieuwe LNG-capaciteit buiten Qatar beschikbaar komt • **Hiervoor is geen akkoord tussen de VS en Iran nodig,** maar een snellere normalisering van het energieaanbod kan de groei hoger en de inflatie lager doen uitvallen • **Afnemende energie-inflatie en gematigde tweederonde-effecten zorgen voor een scherpe daling van de totale inflatie**, wat de reële inkomens van huishoudens ondersteunt
Monetair beleid, rentes en valuta: verkrapping maakt plaats voor verruiming	• **Verdere renteverhogingen op korte termijn blijven beperkt**, terwijl afnemende inflatie uiteindelijk ruimte schept voor renteverlagingen eind 2027 • **Obligatierentes dalen naarmate markten opschuiven naar onze verwachting van een minder restrictief monetair beleid**, maar stijgende termijnpremies en een toenemend obligatieaanbod beperken de daling van de lange rentes • **De euro blijft relatief laag gewaardeerd tegenover de dollar**, door zwakkere Europese groei en aanhoudende onzekerheid over staatsschulden en politiek
Extreme risico's: AI-correctie en staatsschuldencrisis	• **Een ineenstorting van de AI-boom is een risico, niet ons basisscenario:** de fundamentele factoren blijven gunstig, maar een scherpe terugval kan de groei raken via investeringen, het vermogen van huishoudens en kredietvoorwaarden • **Frankrijk blijft doormodderen en belandt niet in een staatsschuldencrisis**, maar er bestaat een risico dat afnemende begrotingsdiscipline en marktonrust elkaar versterken en zich over de grenzen verspreiden • **Escalerende geopolitieke conflicten en handelsspanningen blijven aanvullende neerwaartse risico's**; ons basisscenario gaat ervan uit dat de EU en China hun meningsverschillen beheersen zonder een grote breuk

Eurozone: Veerkrachtig, maar gehavend... *alors, encore?*

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

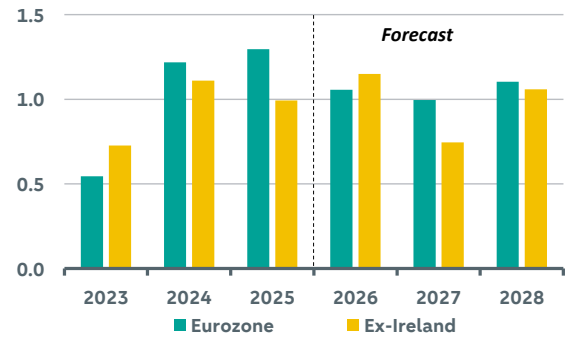
- De eurozone doorstond in 2026 opnieuw een turbulent jaar, waarbij de Duitse begrotingsstimulans en veerkrachtige consumenten tegenwicht boden aan de nieuwste energieschok en de hevige concurrentiedruk van buitenaf
- De groei vertraagt in 2027 door een krapper begrotings- en monetair beleid en een dalende werkgelegenheid, maar de veerkracht van de eurozone zal naar verwachting ook volgend jaar standhouden
- De nieuwe ECB-president kan volgend jaar voor lastige afwegingen komen te staan, niet in de laatste plaats rond Frankrijk. We verwachten een omslag van renteverhogingen naar renteverlagingen naarmate de inflatiedruk afneemt en de groei vertraagt

De economie van de eurozone heeft de afgelopen jaren flinke klappen gekregen: een pandemie, een historische verhoging van de Amerikaanse invoertarieven en inmiddels twee schokken in het energieaanbod. Het is bijna een jaarlijkse traditie geworden. Toch heeft de economie telkens een recessie weten te ontlopen, ook wanneer die redelijkerwijs te verwachten was. In plaats van recessie spreken we daarom steeds weer van dat andere begrip: *veerkracht*. Blijft dat zo? Wij denken van wel, maar de tegenwind door inflatie, een dalende werkgelegenheid, een krapper begrotings- en monetair beleid en een zwakke buitenlandse vraag zal waarschijnlijk zwaarder wegen. Tegelijkertijd komen de risico's van de Franse begrotingsproblemen scherper in beeld. Alles bij elkaar verwachten we dat de onderliggende groei van de eurozone (exclusief Ierland) volgend jaar vertraagt tot 0,7%, tegenover een verwachte groei van 1,2% dit jaar.

Om de vooruitzichten te beoordelen, helpt het om eerst te begrijpen waarom de economie zo goed stand heeft gehouden. Hoewel de gebruikelijke schommelingen in de Ierse productie het beeld van de totale bbp-groei vertroebelen, versnelde de onderliggende groei in 2026 naar 1,2%, tegenover 1,0% een jaar eerder. Zoals verwacht bracht de Duitse begrotingsbazooka de grootste economie van de eurozone eindelijk op gang. Hoewel het uitblijven van begeleidende hervormingen om de private sector te stimuleren ons heeft teleurgesteld (zie Duitsland), hielp de bestedingsimpuls zeker om de klap van opnieuw een energieschok op te vangen. Ook de laatste uitbetalingen uit de *Recovery and Resilience Facility* (RRF) boden steun: 2026 was waarschijnlijk een recordjaar, doordat landen zich haastten om projectmijlpalen te halen en zo vóór de sluiting van het programma in augustus voor uitbetaling in aanmerking te komen. Aanvragen ter waarde van circa EUR 115 miljard worden nog beoordeeld. Als ze allemaal worden goedgekeurd, zouden de uitbetalingen met EUR 177 miljard (1,1% van het bbp van de eurozone) bijna twee keer zo hoog zijn als in 2025. Dit heeft de groei in de grootste ontvangende landen in Zuid-Europa waarschijnlijk ondersteund, maar vergroot ook het risico op een kleine 'begrotingsklif' voor deze economieën volgend jaar. Per saldo zal het begrotingsbeleid naar verwachting omslaan van een duidelijk positieve bijdrage in 2026 naar een licht negatieve bijdrage in 2027. De aanhoudende Duitse begrotingsstimulans wordt daarbij tenietgedaan door het aflopen van de RRF en een verwachte bescheiden begrotingsconsolidatie in Frankrijk. Gezien de ontwikkelingen op de obligatiemarkt lijken de risico's eerder te wijzen op meer dan op minder druk op overheden om hun tekorten terug te dringen.

Onderliggende groei (excl. Ierland) vertraagt in 2027

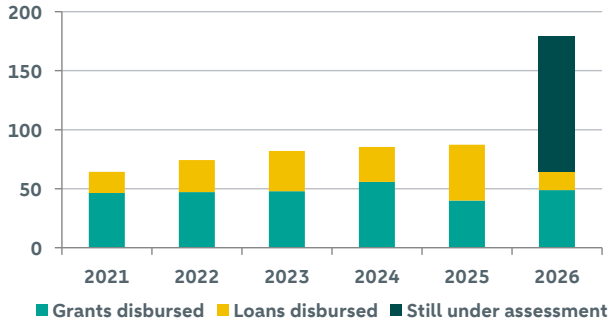
Jaarlijkse bbp-groei, %



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

2026 waarschijnlijk recordjaar voor RRF-uitbetalingen

Uitbetalingen *Recovery & Resilience Fund*, EUR miljard



Bron: Europese Commissie, ABN AMRO Economisch Bureau

Ook de externe omgeving zal naar verwachting op de groei drukken. Dit jaar gaf een gemengd beeld. De remmende werking van de Amerikaanse invoertarieven (weet u nog?) nam af, terwijl de uitvoer naar de grootste handelspartner van

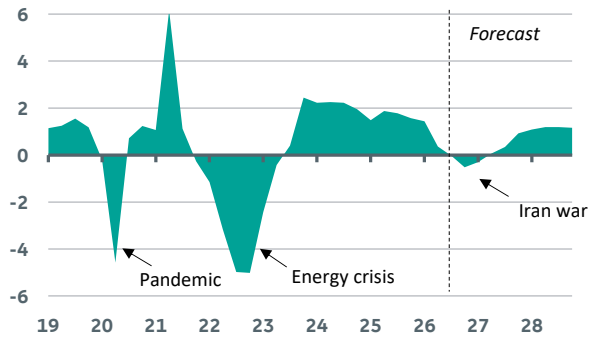
de eurozone weer aantrok, waarschijnlijk geholpen door de robuuste Amerikaanse groei. De handel met China liet een ander beeld zien: de uitvoer bleef stagneren, mede door de snelle overstap van China op elektrische voertuigen (EV's) en doordat Europa de Chinese EV-fabrikanten niet wist bij te benen. Dit betekende een driedubbele klap voor de Europese autofabrikanten, die te maken hebben met hevige concurrentie in China, in derde landen en in Europa zelf (zie hier voor meer informatie). Meer in het algemeen blijft de Europese industrie kampen met structurele uitdagingen door hoge energieprijzen, dit jaar nog versterkt door de nieuwste energieschok, en door de transitie naar elektrische voertuigen. Deze tegenwind zal in 2027 waarschijnlijk niet gaan liggen, al bieden de verwachte daling van de energieprijzen en mogelijk verdere afspraken tussen de EU en China om de concurrentiedruk in de autosector te verlichten enige steun. De industrie profiteert ook enigszins van hogere defensie-uitgaven, maar de totale impuls voor de bbp-groei wordt voorlopig tenietgedaan door de remmende werking van een hogere invoer. Verdere vooruitgang met het vervangen van invoer door binnenlandse productie in de defensiesector zou helpen om hogere uitgaven in een sterkere groei-impuls om te zetten (zoals we vorig jaar betoogden, zie ook hier), maar dit proces verloopt traag. We verwachten daarom dat de netto-uitvoer in 2027 een licht negatieve bijdrage aan de groei blijft leveren.

Hoe staat het met de huishoudens? Zij hebben de nieuwste energieschok tot dusver zowel beter als anders doorstaan dan in 2022-2023. Beter, omdat de schok voor de reële inkomens zelf veel kleiner is: we verwachten slechts een lichte daling van de reële lonen per werknemer, tegenover een maximale daling van circa -5% in 2022. Anders, omdat ook de reactie op schokken lijkt te zijn veranderd, wat erop wijst dat huishoudens zich mogelijk aanpassen aan het nieuwe normaal. In 2022-2023 verhoogden huishoudens hun spaarquote, terwijl overheden steun verleenden om de schok op te vangen. Ditmaal hebben huishoudens, mogelijk ook door de minder genereuze overheidssteun, hun spaarquote verlaagd om de consumptiegroei op peil te houden. De spaarquotes zijn nog steeds aan de hoge kant, wat erop wijst dat de voorzichtigheid groot blijft. Een andere manier om naar hoge spaarquotes te kijken, is echter dat huishoudens nog een buffer hebben die zij zo nodig kunnen aanspreken. In ons basisscenario gaan we ervan uit dat huishoudens hun spaarquote in 2027 langzaam verder verlagen. Daardoor zou de consumptie, net als in 2026, met circa 1% op jaarbasis kunnen blijven groeien.

Aan deze tamelijk optimistische visie kleven echter neerwaartse risico's. Ten eerste dalen de benzineprijzen inmiddels weliswaar, maar blijven de dieselprijzen hoog. Bovendien moeten huishoudens de volledige gevolgen van de hoge gas- en elektriciteitsprijzen nog voelen, doordat deze met vertraging in de energierekening worden doorberekend. Ten tweede zal de stijging van de rente, vooral de hypotheekrente, geleidelijk voelbaar worden voor huishoudens van wie de rentevaste periode afloopt. Ten derde kan ook de arbeidsmarkt, die in 2026 merkbaar verzwakte, een grotere invloed gaan krijgen. De arbeidsmarkt was al langere tijd aan het afkoelen, maar deze zomer werd de groei van de werkgelegenheid in de eurozone voor het eerst sinds de pandemie negatief. De zwakte van de industrie in Noord-Europa lijkt de belangrijkste oorzaak, maar ook de economische zwakte in Frankrijk heeft hieraan bijgedragen. Beide factoren zullen de banengroei waarschijnlijk blijven drukken. Ook de Zuid-Europese arbeidsmarkten kunnen afkoelen nu de RRF-uitgaven aflopen. Het risico is dat de afkoeling van de arbeidsmarkt het vertrouwen schaadt en huishoudens opnieuw voorzichtiger worden.

Energieschok raakt reële inkomens minder dan in

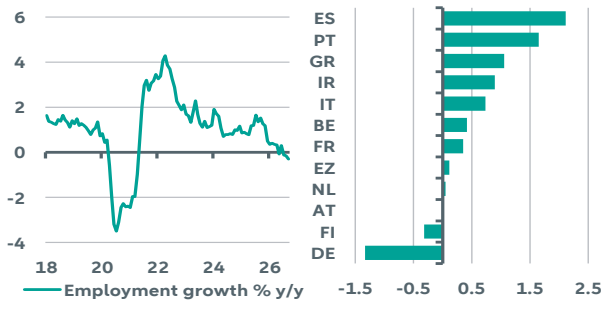
Reële beloning per werknemer, % j-o-j



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Zwakke Duitse industrie drijft daling werkgelegenheid

Werkgelegenheidsgroei, % j-o-j Werkgel. groei per land, % 2026 tot nu



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Nu ook de inflatierisico's nog niet volledig wegebben, kan de nieuwe ECB-president (over wiens benoeming waarschijnlijk tijdens de EU-top van 17-18 december 2026 wordt besloten) volgend jaar voor lastige afwegingen komen te staan. Ons basisscenario voorziet nog twee renteverhogingen, tijdens de vergaderingen in december en maart. Nu de energieschok afneemt en de economie verzwakt, wordt de beslissing in maart echter steeds onzekerder. Het zou kunnen dat de ECB eerder overgaat tot renteverlagingen dan het vierde kwartaal, waarvan we momenteel uitgaan. Naast groei en inflatie

kunnen de Franse verkiezingsuitslagen een complicerende factor vormen. Peilingen wijzen erop dat Marine Le Pen de presidentsverkiezingen zal winnen, maar een belangrijke onzekerheid is of haar partij een absolute meerderheid behaalt bij de parlementsverkiezingen die daar waarschijnlijk op volgen. Dit zal cruciaal zijn voor de mate waarin Le Pen gehoor geeft aan druk van de markten en Europese instellingen om het begrotingstekort op geloofwaardige wijze terug te dringen en de Franse schuldquote te stabiliseren. Ons basisscenario is dat Frankrijk blijft 'voortmodderen', en de markten houden hier waarschijnlijk ook rekening mee. De tegenstrijdigheden in het programma van Le Pen wijzen echter op een verhoogd risico op volatiliteit op de obligatiemarkt en op druk op de ECB om in te grijpen (wat volgens ons alleen in uitzonderlijke omstandigheden zou gebeuren). De Franse schulden-problemen zijn wellicht het grootste risico voor de vooruitzichten van de eurozone volgend jaar. We voorzien geen crisis, maar de risico's zijn aanzienlijk (zie hier voor meer informatie).

Ook op politiek vlak zijn de aanstaande verkiezingen in Spanje (29 november) en Italië (waarschijnlijk mei/juni 2027, uiterlijk in december) belangrijk. In Spanje lijkt een verschuiving naar rechts waarschijnlijk. Dit kan leiden tot strengere migratiebeperkingen die de sterke economische groei van Spanje uiteindelijk afremmen. In Italië moet premier Meloni mogelijk een beroep doen op Futuro Nazionale, een verder naar rechts georiënteerde coalitiepartner, om haar meerderheid te behouden. Dat kan de Italiaanse bereidheid om zich aan de Europese begrotingsregels te houden op de proef stellen.

Nederland: Veerkrachtig, maar niet immuun

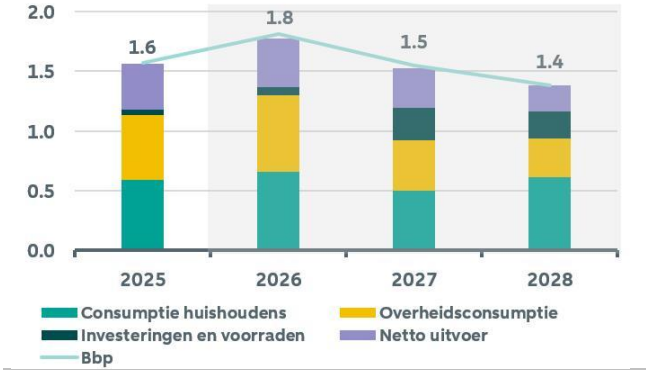
Jan-Paul van de Kerke – Hoofd economisch onderzoek Nederland | jan.paul.van.de.kerke@nl.abnamro.com
Aggie van Huisseling – Senior econoom | aggie.van.huisseling@nl.abnamro.com
Quinton Lee – Stagiair econoom | quinton.lee-kong-fong@nl.abnamro.com

- Een solide basis, de unieke positie in de toeleveringsketen voor halfgeleiders en overheidsuitgaven hebben de Nederlandse economie geholpen opnieuw een energieschok te doorstaan
- De groei neemt naar verwachting af in 2027–28 doordat hogere rentes en inflatie de vraag drukken, ondanks aanhoudende steun vanuit de uitvoer
- De inflatie blijft hardnekkig, terwijl knelpunten aan de aanbodzijde het groeipotentieel van de economie beperken

Waarom heeft de Nederlandse economische groei standgehouden?
De Nederlandse economie bleek in 2026 opmerkelijk veerkrachtig. Een nieuwe energieschok deed zich voor terwijl huishoudens en bedrijven de gevolgen van de vorige nog verwerkten. Toch hield de economische activiteit stand, dankzij de financiële positie van huishoudens en de particuliere consumptie, AI-gerelateerde exportvraag en overheidsuitgaven. De solide groeicijfers van 2026 bieden een basis voor 2027, maar beschermen niet tegen alle tegenwind. Onze groeiramingen voor 2026 en 2027 liggen nu net boven het niveau van vóór het uitbreken van de oorlog. Waarom hebben we tot nu toe solide groei gezien, ondanks geopolitieke onzekerheid, hogere energieprijzen en de daaruit voortvloeiende inflatie? Ten eerste zijn de lonen sneller gestegen dan de inflatie, waardoor de reële inkomens zijn toegenomen. De krappe arbeidsmarkt heeft het vertrouwen ondersteund om die extra inkomsten uit te geven, ondanks de internationale onzekerheid. De particuliere consumptie bleef inderdaad solide, ondanks de inflatie. Bepaalde inkomensgroepen zagen hun koopkracht verder toenemen. Pensioenhervormingen hebben de bestedingsruimte van oudere huishoudens vergroot en geven de consumptie in 2028 waarschijnlijk nog een kleine extra impuls (lees hier). De balansen in de private sector zijn weerbaarder geworden doordat de schuldquotes verder zijn gedaald. Door de onzekerheid bleef de spaarquote van huishoudens de afgelopen jaren hoog. Financiële buffers helpen consumenten hogere kosten op te vangen. Ten tweede heeft de sterke AI-gerelateerde vraag de uitvoer van de Nederlandse halfgeleidersector en zijn toeleveranciers ondersteund. De machine-industrie, waartoe verschillende grote bedrijven in deze sector behoren, zag haar toegevoegde waarde tussen 2019 en 2025 met 70% toenemen. In de eerste helft van 2026 groeide de toegevoegde waarde verder, met nog eens 13% ten opzichte van de eerste helft van 2025. Ten derde hebben overheidsuitgaven de groei ondersteund. Denk bijvoorbeeld aan stijgende zorguitgaven door de vergrijzing. Ook blijft de werkgelegenheid in de bredere publieke sector groeien, ondanks plannen om het personeelsbestand van ministeries te verkleinen. Daardoor leveren overheidsuitgaven een aanzienlijke bijdrage aan de groei (zie de linker grafiek hieronder).

Groeivooruitzichten vrij evenwichtig

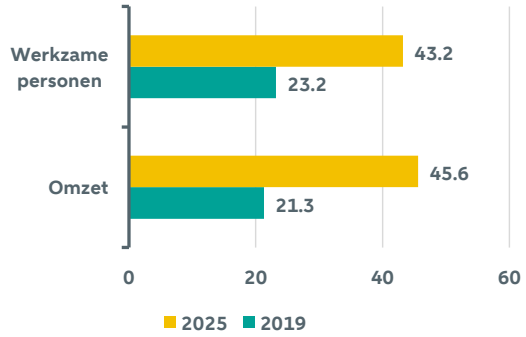
% j/j, bijdragen in procentpunten



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Belang halfgeleidersector in zes jaar verdubbeld

Omzet in miljarden, werkgelegenheid in duizenden



Bron: CBS, ABN AMRO Economisch Bureau

Solide groei, maar conjuncturele tegenwind leidt tot enige afzwakking

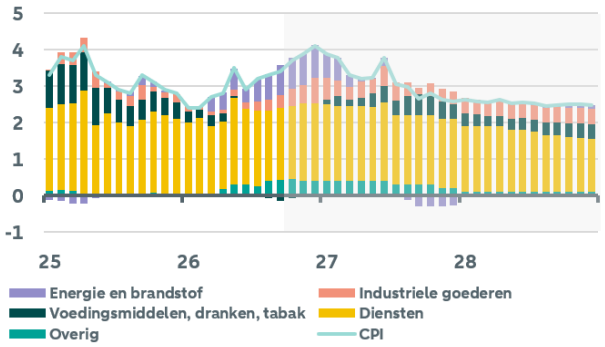
We verwachten dat de groei in 2027 en 2028 afzwakt. Hogere rentes remmen de economische activiteit al af, vooral op de woningmarkt. Daar verwachten we dat het aantal transacties in 2027 daalt (lees hier). Door de hogere inflatie geven consumentenuitgaven gedurende het jaar een kleinere impuls. Huishoudens zien de inflatie immers oplopen, vooral bij de heel 'tastbare' voedingsprijzen (zie hieronder). De uitvoer laat een gemengd beeld zien. AI-gerelateerde vraag blijft de Nederlandse halfgeleidersector ondersteunen. Verschillende grote bedrijven in deze sector hebben onlangs hun verwachtingen voor 2027 verhoogd. Energie-intensieve industriële exporteurs blijven echter onder concurrentiedruk staan, ondanks de geplande overheidscompensatie voor elektriciteitskosten. Dit drukt de exportvraag. Sterkere groei in Duitsland, de grootste handelspartner van Nederland, biedt ook steun. Duitse overheidsuitgaven, waaronder investeringen in defensie en infrastructuur, komen naar verwachting de Nederlandse economische activiteit ten goede. Tegelijkertijd zetten ze de schaarse capaciteit in de West-Europese infrastructuursector onder druk. Maar veerkracht is niet hetzelfde als een groter vermogen om te groeien. Netcongestie, stikstofgerelateerde beperkingen en andere knelpunten aan de aanbodzijde beperken de economische groei op lange termijn steeds meer.

Inflatie voor het zesde jaar op rij boven de 3%

De meest recente energieschok werkt in Nederland waarschijnlijk langer door in de inflatie dan in andere eurozone landen. De schok deed zich voor terwijl de loongroei en de onderliggende inflatie nog hoog waren. De CPI-kerninflatie bedroeg in februari nog 2,7%. Net als voor de eurozone als geheel verwachten we daarom dat zowel de inflatie als de loongroei langer hoog blijven (lees hier). Vaste energiecontracten van Nederlandse huishoudens vertragen de doorwerking van prijsstijgingen in de inflatie. Zij kunnen de energie-inflatie echter ook verlengen als de schok aanhoudt. Hoewel de wereldwijde energieprijzen naar verwachting richting 2027 en 2028 afnemen, houden drie kanalen de prijsdruk in stand. Ten eerste blijven hogere energiekosten doorwerken in andere prijzen, vooral die van voeding. Na een pas op de plaats dit jaar na meerdere jaren van sterke stijgingen, nemen de voedingsprijzen naar verwachting weer toe in 2027. Dit weerspiegelt ook hogere wereldwijde grondstoffenprijzen. Ten tweede dragen hogere prijzen voor consumentenelektronica bij aan de goedereninflatie. Dit weerspiegelt deels stijgende kosten voor rekenkracht en wereldwijde schaarste. Ten derde neemt de diensteninflatie de komende jaren naar verwachting slechts licht af, deels door de loongroei en doordat huren automatisch worden geïndexeerd. Beleidsmaatregelen, waaronder brandstofheffingen en het doorberekenen van ETS2-kosten, beïnvloeden de inflatie ook. Samen vormen deze factoren de basis voor onze inflatieraming van 3,2% in 2027 en 2,5% in 2028, na gemiddeld 3,2% in 2026.

Inflatie: korte termijn boven 4%, langere doorwerking

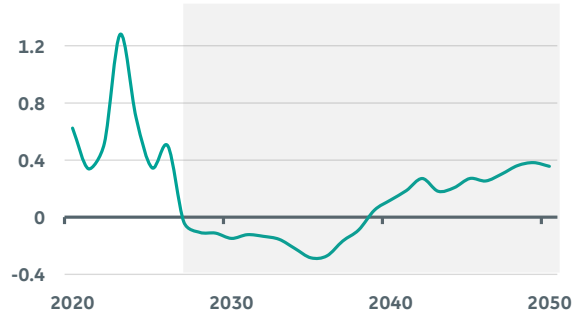
% j/j, bijdragen in procentpunten



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

2027: het jaar waarin vergrijzing voelbaar wordt

% j/j, bevolking in de werkzame leeftijd (20–65 jaar)



Bron: CBS, ABN AMRO Economisch Bureau

Arbeidsmarkt: stabiel totaalbeeld, lichte verzwakking onder de oppervlakte.
Het werkloosheidspercentage ligt al drie maanden op 4% en de arbeidsmarkt blijft over de hele linie krap. Onder dat stabiele totaalbeeld wijzen verschillende indicatoren echter op een lichte afname van de krapte. Denk bijvoorbeeld aan een daling van het aantal vacatures per werkloze en een stijging van de kortdurende en langdurige werkloosheid. We verwachten dat de werkloosheid licht oploopt, naar gemiddeld 4,1% in 2027 en 4,2% in 2028. Toch versterkt de vergrijzing van de Nederlandse bevolking in de werkzame leeftijd de krapte. De vraag vanuit de publieke en semipublieke sector blijft sterk en vormt een groeiend aandeel van de totale nieuwe vraag naar arbeid. Tegelijkertijd veranderen maatregelen tegen schijnzelfstandigheid de samenstelling van de werkgelegenheid: minder mensen kiezen voor zelfstandig ondernemerschap, terwijl meer mensen overstappen naar een dienstverband. We verwachten dat deze verschuiving in 2027 doorzet.

Minderheidskabinet biedt vooralsnog niet de broodnodige stabiliteit
In onze mondiale vooruitzichten van vorig jaar schreven we, na de voortijdige val van het kabinet-Schoof 1 en een langdurige periode met demissionaire kabinetten, dat het aantredende kabinet-Jetten 1 meer stabiliteit zou kunnen bieden, ondanks zijn minderheidsstatus. Dat is tot nu toe niet het geval. Een duidelijk voorbeeld is het Belastingplan 2027, het eerste belastingplan van het kabinet-Jetten voor een volledig jaar. Op het moment van schrijven is er nog geen meerderheid voor het Belastingplan 2027. Dit laat zien hoe moeilijk een minderheidskabinet wetgeving door het parlement krijgt. Dit nieuwe experiment, waarbij een minderheidskabinet moeite heeft om wetgeving aangenomen te krijgen, volgt op een periode waarin de Nederlandse regering sinds 2020 ongeveer 40% van de tijd demissionair was. Dit is onwenselijk voor een land waar de feitelijke groei weliswaar sterk kan zijn, maar de potentiële groei verslechtert. Ook de arbeidsproductiviteit, hoewel die de laatste tijd weer toeneemt, en de vele knelpunten aan de aanbodzijde vragen om een aanpak. Het coalitieakkoord bevatte veel stappen in de goede richting op het gebied van innovatie, onderwijs en deze knelpunten. In 2027 zal blijken of het kabinet meerderheden vindt om deze plannen uit te voeren. De Provinciale Statenverkiezingen (maart 27), die de samenstelling van de Eerste Kamer bepalen, vormen een nieuwe test voor het kabinet.

Al met al heeft de Nederlandse economie laten zien dat zij schokken kan opvangen, wat een solide basis biedt voor 2027. Verschillende factoren ondersteunen de huidige economische activiteit, maar nemen de knellende beperkingen aan de aanbodzijde niet weg. Het vergroten van het vermogen om op langere termijn te groeien is een andere uitdaging.

Duitsland: Het economisch herstel is geen reden om achterover te leunen

Dr. Alexander Krüger – Hoofdeconoom Duitsland | alexander.krueger@de.abnamro.com
Dr. Bastian Hepperle – Senior econoom | bastian.hepperle@de.abnamro.com
Nils Sonnenberg – Econoom | nils.sonnenberg@de.abnamro.com

- Het huidige economisch herstel zet in 2027 door, vooral dankzij de begrotingsimpulsen die nog in het verschiet liggen
- Op langere termijn liggen de groeivooruitzichten in lijn met de potentiële groei van circa 0,3 procent
- Inflatie blijft in 2027 een punt van zorg, maar de impact ervan neemt in de loop van het jaar af

Het goede nieuws tot dusver dit jaar is dat de Duitse economie de stagnatie van de afgelopen jaren achter zich heeft gelaten. Ondanks de iets lagere bbp-groei in het derde kwartaal blijft dit beeld overeind. We verwachten voor 2026 een bbp-groei van 1,3 procent. Dat zou betekenen dat de economie de druk van de sterk gestegen energieprijzen en de hittegolf tot op zekere hoogte heeft opgevangen.

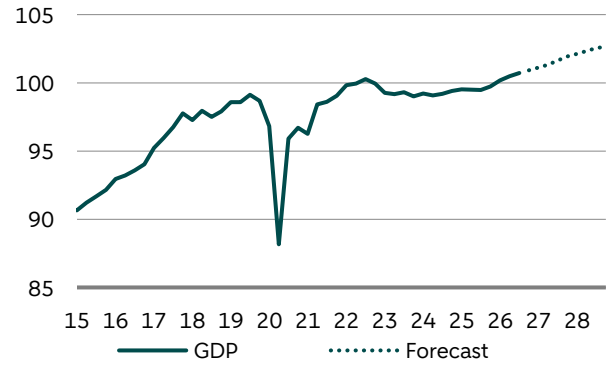
Hoe gunstig het groeicijfer voor 2026 ook lijkt, het is geen reden voor feestvreugde. Het economisch herstel wordt vooral gedragen door het met leningen gefinancierde stimuleringspakket voor infrastructuur en defensie dat de Duitse federale regering in 2025 heeft aangenomen. Zonder deze impuls zou het herstel aanzienlijk zwakker zijn geweest, los van de gevolgen van de Iran-oorlog. Uit een nadere analyse van het groeicijfer blijkt bovendien dat de verwachte groei van 1,3 procent deels berust op een werkdageneffect van 0,25 procentpunt en een hoger startniveau aan het begin van het jaar (0,2 procentpunt). De onderliggende economische dynamiek was dus zwakker dan het groeicijfer op het eerste gezicht doet vermoeden. Bovendien blijft de sinds het einde van de coronapandemie opgebouwde groeiachterstand ten opzichte van andere landen aanzienlijk.

Economisch herstel zet door

We hebben er vertrouwen in dat de economie in 2027 het groeitempo van dit jaar vasthoudt. Belangrijke vertrouwensindicatoren wijzen volgens ons in die richting. Ook de recordomvang van de orderportefeuille in de industrie geeft reden tot optimisme. Over de hele linie zien we bij bedrijven echter geen duidelijke bereidheid om de bestaande productiecapaciteit aanzienlijk intensiever te benutten. Gezien het lastige ondernemingsklimaat vinden we dat begrijpelijk. Hoge energieprijzen en belastingen en een grote regeldruk zijn slechts enkele van de factoren die daarbij een rol spelen. Duitsland blijft daardoor internationaal gezien kampen met aanzienlijke concurrentienadelen. Naast het Amerikaanse invoertarievenbeleid en de agressieve prijsstrategieën van Chinese concurrenten vormen nu ook de stijgende rente en politieke onzekerheid een belasting. Investeringen in capaciteitsuitbreiding zijn daarom voorlopig niet aan de orde. Er is weinig uitzicht op een sterkere economische dynamiek in de komende kwartalen. Bovendien zullen er waarschijnlijk eerder banen verdwijnen dan bijkomen. Dat vertroebelt ook de vooruitzichten voor de consumptie. Omdat we geen snelle en aanzienlijke daling van de energieprijzen voorzien, houdt het daaruit voortvloeiende koopkrachtverlies voorlopig aan. De daling van de olieprijzen die we voor 2027 verwachten, zal naar verwachting wel verlichting brengen.

Economisch herstel blijft op koers

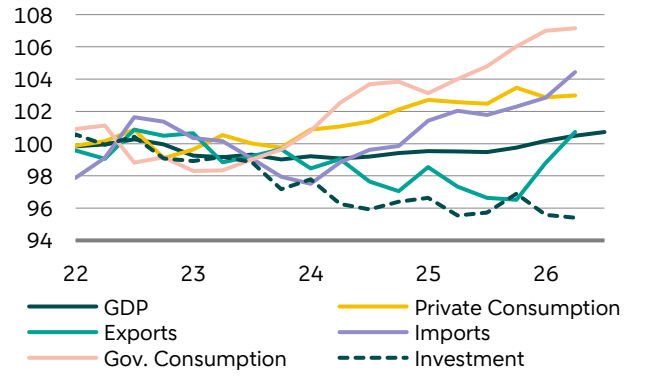
Bruto binnenlands product (Duitsland, reëel, 2022 = 100)



Bron: LSEG, ABN AMRO Group Economics

De overheid domineert, de private sector heeft het

Bruto binnenlands product (Duitsland, componenten, reëel, 2022 = 100)



Bron: LSEG, ABN AMRO Group Economics

Per saldo verwachten we dat het bbp de komende kwartalen gestaag groeit, aangedreven door het begrotingsbeleid. Voor 2027 ramen we de bbp-groei op 1,0 procent. Volgens ons komt dit voort uit een hernieuwde, duidelijke stijging van de overheidsconsumptie en een toename van de investeringen vanaf een laag niveau. De buitenlandse handel zal de economische groei daarentegen waarschijnlijk licht drukken, doordat we een hoge invoer verwachten. De bbp-groei profiteert in 2027 ook van een werkdageneffect van 0,1 procentpunt en een hoger startniveau van 0,3 procentpunt. Al met al is er volgens ons geen sprake van een krachtig herstel dat op eigen benen kan staan. We zien voor 2027 dan ook weinig ruimte voor een verdere conjuncturele opleving.

Hervormingen zijn dringend nodig

Onze verwachting dat de bbp-groei in 2028 terugvalt naar 0,7% is ingegeven door structurele factoren. Het is al lang duidelijk dat de economie een doortastend hervormingsbeleid aan de aanbodzijde nodig heeft om in te spelen op demografische en geopolitieke veranderingen en de internationale concurrentiekracht te versterken. De economische argumenten daarvoor liggen al geruime tijd op tafel. Ook met Agenda 2010 zijn positieve ervaringen opgedaan. Toch is de

hervormingsbereidheid in de politiek niet van de grond gekomen. Dat in Duitsland vooral de overheid de economische groei aanjaagt, had politici echter al lang zorgen moeten baren. De investeringen staan ondertussen al geruime tijd op een laag pitje. In een bloeiende economie zou de impuls juist vooral van de private sector moeten komen, niet van de overheid.

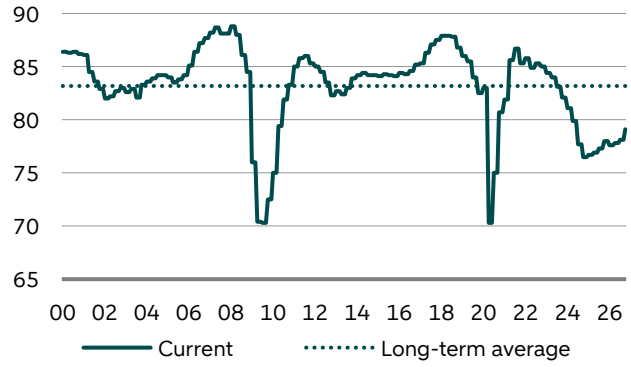
De huidige positieve economische cijfers zijn dan ook geen reden voor feestvreugde. De Duitse federale regering is er tot dusver niet in geslaagd een groot deel van de middelen uit het stimuleringspakket voor investeringen in te zetten. Juist investeringen vergroten de productiecapaciteit en maken daarmee op langere termijn een hoger groeipad mogelijk. Bij een normale benutting van die capaciteit kan de bbp-groei dan duurzaam hoger uitvallen. In plaats daarvan gaat een groot deel van de middelen naar consumptieve uitgaven. Beleidsmakers zullen hierin voorlopig waarschijnlijk geen ingrijpende verandering aanbrengen, waardoor belemmeringen voor de groei naar verwachting blijven bestaan. Voor de groeivooruitzichten levert dat volgens ons het volgende beeld op: 1) Het economisch herstel in 2026/27 lijkt sterk op een kortstondige opleving; 2) Voorbij 2028 daalt de bbp-groei naar onze raming van het groeipotentieel op lange termijn, circa 0,3%; 3) De groeivertraging zal a) bij beleggers leiden tot toenemende twijfels over de houdbaarheid van de overheidsschuld, die ook na 2027 verder zal oplopen. Zij zullen daarom in de toekomst waarschijnlijk hogere risicopremies verlangen. Daarnaast b) zal de strijd om de verdeling van de welvaart naar verwachting nog heviger worden dan nu al het geval is. Dat vergroot echter het risico dat bedrijven en gekwalificeerde arbeidskrachten Duitsland de rug blijven toekeren, terwijl de demografische ontwikkelingen juist vragen om hun behoud. Politiek ingrijpen had dan ook al lang moeten plaatsvinden, zeker omdat het waarschijnlijk jaren duurt voordat hervormingen hun vruchten afwerpen.

Inflatie blijft een punt van zorg

Voor 2027 verwachten we een inflatie van 2,9 procent. Dat is nog iets hoger dan onze raming van 2,7 procent voor 2026. Onze aannames over de energieprijzen zijn bepalend voor het verloop van de inflatie gedurende het jaar.

Historisch lage bezettingsgraad

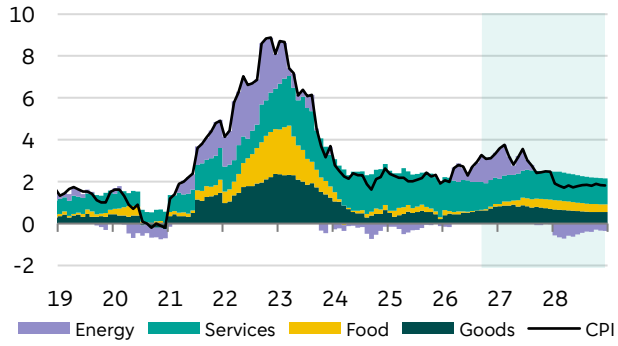
Bezettingsgraad in de industrie (Duitsland, ifo, %)



Bron: LSEG, ABN AMRO Group Economics

Inflatie blijft nog langer hoog

Consumentenprijzen en componenten (Duitsland, % j-o-j,



Bron: LSEG, ABN AMRO Group Economics

Onze raming berust op de aanname dat de prijzen van diesel, benzine en stookolie aanvankelijk hoog blijven en in 2027 geleidelijk dalen. Tegenover de neerwaartse druk op de inflatie die daarvan uitgaat, staat een tegengesteld effect van de gas- en elektriciteitsprijzen. Die stijgen door hogere kosten, die energiebedrijven waarschijnlijk aan hun klanten doorberekenen. Per saldo blijft de energiecomponent op jaarbasis stijgen, wat de consumentenprijzen opdrijft. Voor voedselprijzen geldt een vergelijkbaar beeld, mede door El Niño. De indirecte effecten van de energieprijsschok zijn daarin nog niet verwerkt. De opwaartse druk vanuit de dienstenprijzen blijft waarschijnlijk beperkt. We verwachten dat de inflatie aan het begin van het jaar boven de 3,5 procent uitkomt, maar tegen het einde van het jaar daalt naar 2,0 tot 2,5 procent. Omdat de energieprijzen naar verwachting in 2027 grotendeels zijn genormaliseerd, voorzien we voor 2028 een inflatie die in lijn ligt met de prijsstabiliteitsdoelstelling van de ECB van 2,0 procent.

VS: De energieschok ebt weg, de AI-boom niet

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

- Investeringen blijven de groei in 2027 aanjagen; dankzij lagere inflatie en stijgende reële inkomens kunnen consumenten blijven volgen

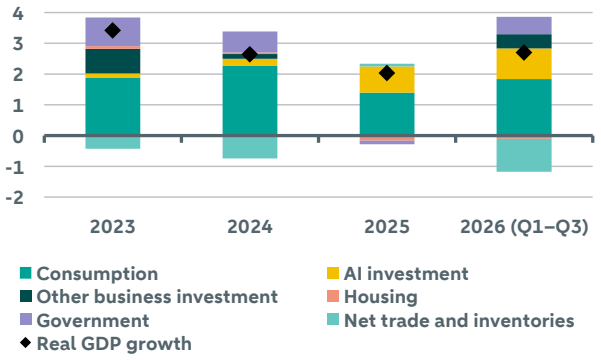
- De energieschokken ebben weg zonder tweederonde-effecten, de uitbreiding van de AI-infrastructuur houdt de kerninflatie hoog
- Na een laatste renteverhoging in december houdt de Fed de rente het grootste deel van 2027 ongewijzigd; pas tegen het einde van het jaar volgt een verlaging

Groei: Investeringen nemen het voortouw. Kunnen consumenten volgen?

Investeringen blijven de motor van de Amerikaanse economie. De uitgaven aan IT-apparatuur en software, vooral voor AI, dragen sinds 2025 jaarlijks circa 1 procentpunt bij aan de bbp-groei. In het derde kwartaal was hun bijdrage 1,1 procentpunt, bij een totale groei van 3,4%. Wij verwachten dat de groei van de AI-investeringen in 2027 afneemt van meer dan 70% naar circa 40%. De uitgaven blijven daarmee sterk stijgen. Daarnaast zorgt de aanschaf van defensiematerieel voor extra vraag. Doordat dit materieel voor een groot deel in eigen land wordt geproduceerd, komt via invoer een kleiner deel van deze vraag in het buitenland terecht dan bij AI-hardware. Investeringen blijven daardoor naar verwachting ongeveer evenveel bijdragen aan de groei als dit jaar. Volgens onze analyses leveren investeringen in AI, defensie en schone energie in 2027 samen een impuls van circa 1,6% van het bbp. In de overige sectoren zijn de vooruitzichten minder gunstig, mede door de strengere kredietvoorwaarden voor bedrijven en consumenten. Wij verwachten dat de overige bedrijfsinvesteringen geleidelijk afzwakken en dat de woningbouw de groei blijft drukken.

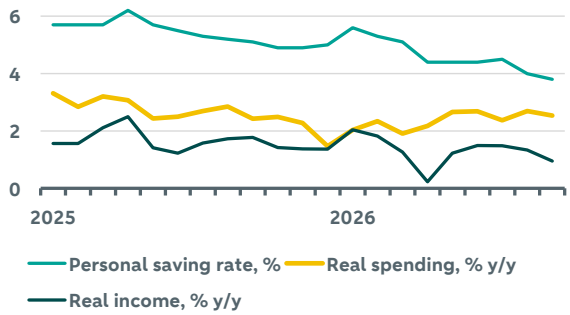
AI-investeringen leveren bruto circa 1 procentpunt

Bbp decompositie, %



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Minder sparen om te blijven consumeren



Bron: Fed, ABN AMRO Economisch Bureau

De consumptiegroei is afhankelijk van stijgende reële inkomens. In september lagen de reële bestedingen 2,5% hoger dan een jaar eerder, terwijl het reële besteedbare inkomen slechts met 0,9% was gestegen. Huishoudens vingen dit verschil op door minder te sparen. De spaarquote daalde hierdoor tot 3,8%. In 2027 zal de consumptie naar verwachting meer steunen op reële inkomensgroei en minder op een verdere daling van de besparingen. Wij verwachten dat het nominale inkomen uit arbeid met circa 3,5% groeit, bij een loonstijging van circa 3% en een werkgelegenheidsgroei van 0,3-0,5%. Door de lagere olieprijzen daalt de totale PCE-inflatie naar verwachting van 3,6% naar circa 2% tegen eind 2027. Dat ondersteunt de koopkracht van huishoudens. De koopkrachtverbetering komt dus door lagere inflatie, niet door hogere loongroei. Omdat de beroepsbevolking nauwelijks groeit, is de economische groei afhankelijk van productiviteitsgroei. Die is op 2,2% per jaar gebleven. Net als in 2026 verwachten wij dat AI in 2027 vooral via investeringen in de technologie bijdraagt aan de groei, en nog niet via productiviteitswinsten door het gebruik ervan. Zodra de investeringsgroei afneemt, moeten die productiviteitswinsten zichtbaar worden om de economische groei en de stijging van de levensstandaard ook na de opbouw van de AI-infrastructuur vast te houden.

Politiek: Wat een Democratische meerderheid in het Congres betekent

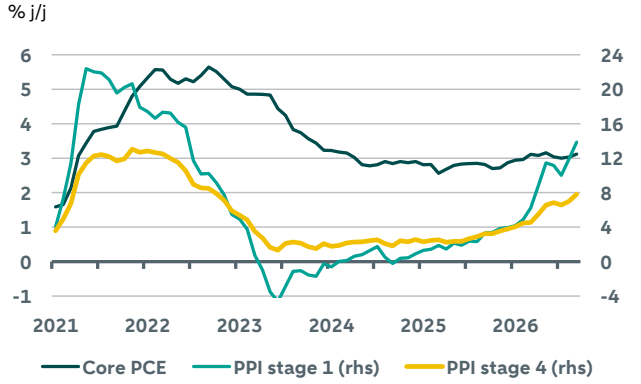
De Democraten behaalden bij de tussentijdse verkiezingen een meerderheid in beide kamers van het Congres. Zij bleven echter ruim onder de tweederdemeerderheid die nodig is om een presidentieel veto te doorbreken. De politieke patstelling die hierdoor ontstaat, heeft twee gevolgen voor de economie. De onzekerheid over het begrotingsbeleid neemt af: nieuwe belasting- of uitgavenpakketten kunnen niet langer met alleen de steun van één partij worden aangenomen. De onzekerheid over het overige beleid blijft bestaan, omdat de president het handels- en buitenlandse beleid blijft bepalen, inclusief de invoerheffingen. Wij gaan ervan uit dat die heffingen grotendeels ongewijzigd blijven. De deadlines voor de begroting en het schuldenplafond zullen de belangrijkste aanleidingen voor begrotingsconflicten zijn. De Democraten kunnen deze momenten aangrijpen om aan te dringen op herstel van de zorgsubsidies die de regering heeft geschrapt. Dat zou een bescheiden maar betekenisvolle steun zijn voor huishoudens met lagere inkomens, die al onder druk staan. Tegelijkertijd maakt de Democratische meerderheid het voor de regering moeilijker om de uitgaven verder te verhogen. Vooral extra defensie-uitgaven via de begrotingsprocedure ‘reconciliation’ vereisen nu Democratische steun. Daarmee neemt de kans af dat de defensie-investeringen hoger uitvallen dan wij verwachten.

Inflatie: De energieschok ebt weg, maar AI houdt de prijsdruk deels in stand

De energieschok is over zijn hoogtepunt heen. De vraag is nu of het bij een eenmalige grondstoffenschok blijft, of dat hogere lonen en inflatieverwachtingen de prijsdruk in stand houden. De producentenprijsindices voor de verschillende productiefasen laten zien hoeveel prijsdruk er nog in de keten zit. In fase 1, waar energie het zwaarst weegt, lagen de inputprijzen in september 13,9% hoger dan een jaar eerder. In fase 4, het dichtst bij de finale vraag, stegen de inputprijzen met 7,8%, tegenover circa 3% een jaar eerder. De hogere kosten werken dus nog steeds door in de toeleveringsketen. Dit draagt ertoe bij dat de PCE-kerninflatie tot begin 2027 rond 3% blijft. De doorwerking lijkt echter relatief beperkt. De inflatie in fase 3 lag in het voorjaar nog boven die in fase 4, maar is inmiddels op hetzelfde niveau gekomen. De prijsdruk concentreert zich in energiegevoelige sectoren, zoals het vrachtvervoer en de chemie. De prijzen van diensten voor de finale vraag, exclusief handel en transport, blijven in een stabiel tempo van 4% stijgen. Wij zien weinig aanwijzingen voor brede tweederonde-effecten. De loongroei neemt af en blijft achter bij de inflatie: volgens de arbeidskostenindex stegen de lonen en salarissen in het jaar tot en met het derde kwartaal met 3,1% en in het kwartaal zelf met 0,7%. De totale PCE-inflatie bedroeg 3,6% op jaarbasis. Ook de marktgebaseerde inflatiecompensatie voor de lange termijn is stabiel. De 5y5y-breakeveninflatie ligt op 2,2%, even hoog als een jaar eerder. Hogere inflatieverwachtingen bij consumenten blijven wel een risico.

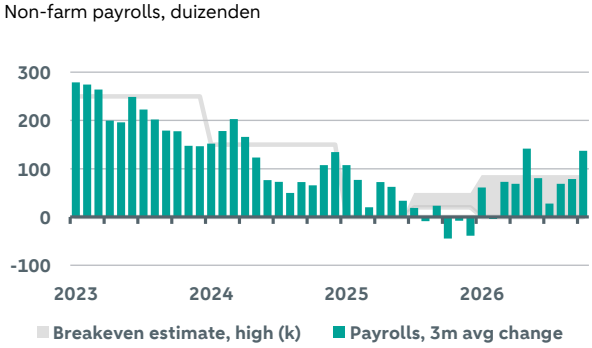
De uitbreiding van de AI-infrastructuur houdt de PCE-inflatie boven de doelstelling. De prijzen van informatieverwerkingsapparatuur lagen in september 15,7% hoger dan een jaar eerder. Wij verwachten dat deze prijsdruk aanhoudt zolang de infrastructuur wordt uitgebreid. De PCE-kerninflatie daalt daardoor naar verwachting slechts geleidelijk, van 3,1% nu naar circa 2,4% eind 2027. Dankzij lagere energieprijzen daalt de totale PCE-inflatie sneller: van 3,6% nu naar ongeveer 2% tegen eind 2027.

Hogere energiekosten werken nog door in de keten



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Weinig banen nodig om werkgelegenheid te behouden



Bron: LSEG, Fed, ABN AMRO Economisch Bureau

Arbeidsmarkt: Minder banengroei nodig om de werkloosheid stabiel te houden

Om de werkloosheid stabiel te houden, zijn veel minder nieuwe banen nodig dan voorheen. De geraamde benodigde banengroei is gedaald van circa 250.000 per maand in 2023 naar minder dan 50.000 nu. Sommige ramingen van de Fed liggen zelfs dicht bij nul. Door demografische ontwikkelingen zal ook in 2027 weinig banengroei nodig zijn. De totale arbeidsparticipatie daalde het afgelopen jaar van 62,5% naar 61,8%, terwijl die onder 25- tot 54-jarigen op 83,7% bleef. De 'Peak 65'-pensioneringsgolf houdt tot en met 2027 aan en de immigratie is laag. Wij verwachten daarom dat de beroepsbevolking nauwelijks groeit. Een maandelijkse banengroei van 20.000–50.000 is dan voldoende om de werkloosheid stabiel te houden. Eén maand met banenverlies zou op zichzelf dus niet op een recessie wijzen. De recente banengroei lag hoger: in de afgelopen drie maanden kwamen er gemiddeld 137.000 banen per maand bij, verspreid over meer sectoren dan vorig jaar. Dat wijst op een sterkere vraag naar personeel. Omdat het arbeidsaanbod maar weinig groeit, hoeft dit tempo echter niet aan te houden om de werkloosheid stabiel te houden. Wij verwachten dat de werkloosheid in 2027 vrijwel stabiel blijft op 4,3-4,4%.

Fed: Nog één renteverhoging, pas eind 2027 een eerste verlaging

Wij verwachten dat de Fed de rente in december 2026 nog één keer verhoogt, naar 4,00–4,25%. Met een PCE-kerninflatie van 3,1% zal de Fed naar verwachting eerst willen voorkomen dat de inflatie hardnekkig wordt, in plaats van de energieschok meteen als tijdelijk te beschouwen. De markten rekenen op verdere renteverhogingen, waarbij de bovengrens van de beleidsrente piekt op 4,6%. Volgens ons volstaat één extra verhoging. Daarna blijft de rente naar verwachting gedurende de eerste drie kwartalen van 2027 ongewijzigd. Door de hogere neutrale rente is dit beleid minder restrictief dan de nominale rente op zichzelf doet vermoeden. Wij schatten dat de uitbreiding van de AI-

infrastructuur de neutrale reële rente met circa 0,2 procentpunt verhoogt zolang die uitbreiding voortduurt. De nominale neutrale rente komt daarmee op 3,3-3,6%, boven de eigen raming van de Fed van 3,2%. Een beleidsrente van 4,00-4,25% ligt circa 0,5-0,8 procentpunt boven het neutrale niveau. Dat is restrictief genoeg om tweederonde-effecten te voorkomen, zonder de rest van de economie onnodig te verzwakken.
Voor een eerste renteverlaging moet de PCE-kerninflatie duidelijk en overtuigend dalen. De inflatie van IT-goederen blijft waarschijnlijk hoog zolang de AI-infrastructuur wordt opgebouwd en uitgebreid. Tegen eind 2027 zou de Fed er echter van overtuigd moeten zijn dat de energieschok niet heeft doorgewerkt in lonen en inflatieverwachtingen. Ook zou dan duidelijk moeten zijn dat de prijsdruk bij IT-goederen te beperkt is om een restrictief beleid voor de hele economie te rechtvaardigen. Met een PCE-kerninflatie van rond 2,4% verwachten wij daarom in december 2027 een eerste renteverlaging, naar 3,75-4,00%. De risico's voor dit rentepad liggen aan beide kanten. Brede tweederonde-effecten of een nieuwe piek in de olieprijs zouden tot nog een renteverhoging leiden. Een AI-correctie of een zwakkere arbeidsmarkt zou juist aanleiding zijn om de rente eerder te verlagen.

China: Met alleen export red je het uiteindelijk niet

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

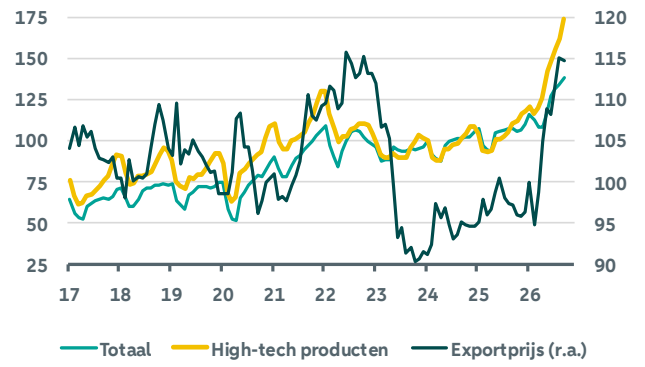
- Bbp-groei in 2026 gesteund door wereldwijde AI-hausse, maar onevenwichtigheden zijn toegenomen
- Voortzetting van gerichte, stapsgewijze steunmaatregelen moet bbp-groei in 2027 veiligstellen
- Het *Six Networks* programma zou moeten bijdragen aan een omslag in de investeringen
- Ondanks strubbelingen denken we niet dat handelsspanningen met VS/EU in 2027 uit de hand lopen
- We verwachten dat de jaarlijkse reële bbp-groei in 2027 en 2028 rond 4,5% blijft

Terugblik op 2026: bbp-groei gesteund door wereldwijde AI-/techhausse...

De reële bbp-groei hield in 2026 redelijk goed stand, ondanks de negatieve effecten van de oorlog in Iran en de daarmee samenhangende energiecrisis, en de zwakke binnenlandse vraag. Na een sterke start in het eerste kwartaal (5,0% j-o-j) vertraagde de reële bbp-groei in het tweede kwartaal (4,3%). Enig herstel volgde in het derde kwartaal (4,5%, in lijn met onze raming), dankzij de uitvoer en een herstel van de productie van olieraffinaderijen. Voor heel 2026 verwachten we een groei van 4,6%, aan de onderkant van de door Beijing gehanteerde bandbreedte voor het groeidoel van 4,5–5,0%. Toch was de groei ook dit jaar weer ongebalanceerd, waarbij de binnenlandse oneven-wichtigheden tussen vraag en aanbod toenamen. De aanbodzijde werd ondersteund door de wereldwijde AI/tech-hausse. De groei van de industriële productie bleef het hele jaar solide, ondanks het conflict in Iran en andere verstoringen. De uitvoerwaarde – en in het kielzog daarvan de invoerwaarde – steeg sterk. Dit kwam echter niet alleen door AI-gerelateerde producten: ook de auto-export groeide fors. Bovendien wordt de toename van de buitenlandse handel mede verklaard door hogere uitvoer- en invoerprijzen.

Sterke Chinese export door wereldwijde AI-/tech*boom*

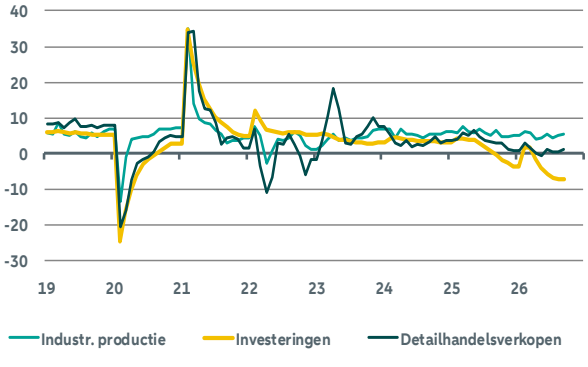
Indices, 3-maands voortschr. gem., jan-24 = 100 Index, vorig jaar = 100



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Onevenwichtigheden nemen toe; krimp investeringen

% j-o-j (investeringen: % j-o-j, *year-to-date*)



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

...maar binnenlandse onevenwichtigheden tussen vraag en aanbod zijn toegenomen en voeden handelsspanningen

Daarentegen bleef de binnenlandse vraag tot dusver gedurende heel 2026 zwak. De Chinese consument blijft voorzichtig en blijft sparen en/of schulden afbouwen. Het consumentenvertrouwen wordt gedrukt door de aanhoudende malaise op de vastgoedmarkt (hoewel er enige tekenen van verlichting zijn), een zwakke arbeidsmarkt, een lagere inkomensgroei en beperkte sociale vangnetten. De detailhandelsverkopen blijven ver achter bij de industriële productie, waarbij vooral de verkoop van duurzame goederen, waaronder auto's, zwak is. De investeringen krompen opnieuw. Dit wordt nog steeds vooral gedreven door de vastgoedinvesteringen, maar ook de investeringen in de industrie en infrastructuur zijn gaan krimpen. Deze investeringsdaling weerspiegelt deels strengere regels (zoals campagnes tegen excessieve concurrentie, en corruptie) en de moeilijkere financiële positie van veel lokale overheden, die traditioneel een belangrijke rol spelen in publieke investeringsplannen. Al met al leiden de onevenwichtigheden tussen vraag en aanbod en de daaruit voortvloeiende overcapaciteit tot grotere externe overschotten en handelsfricties (zie hieronder). De zwakke vraag komt ook tot uiting in de aanhoudend lage consumentenprijsinflatie, hoewel de producentenprijsinflatie is gestegen onder invloed van hogere energieprijzen. China heeft de energieschok al met al goed opgevangen, deels door over te schakelen op andere energiebronnen (elektriciteit, steenkool). China heeft zich zelfs ontpopt tot de mondiale '*swing consumer*' van olie, hoewel het land de productie van olieraffinaderijen dit jaar soms heeft teruggeschroefd en uitvoerbeperkingen heeft opgelegd – met gevolgen voor de mondiale markten.

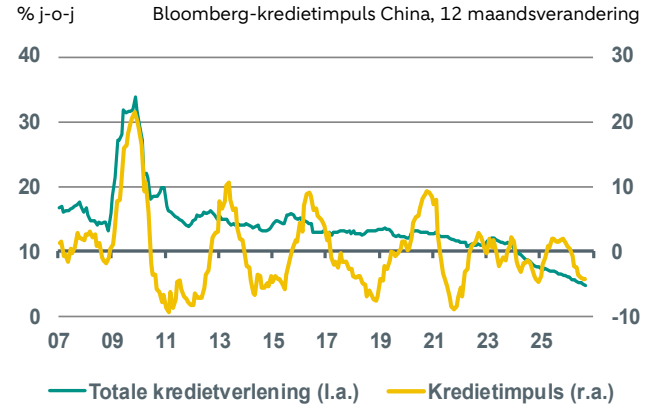
Voortzetting van gerichte steun moet bbp-groei in 2027 veiligstellen

We gaan ervan uit dat de groeibijdrage van de netto-uitvoer volgend jaar afneemt, doordat handelspartners zoals de EU (zie hieronder) verdere maatregelen nemen om bepaalde invoer uit China (zoals auto's) te beperken, en de mondiale AI-/tech*boom* wat aan kracht verliest. Dit betekent dat beleidsmakers meer zullen moeten doen om de totale bbp-groei in 2027 veilig te stellen. Meer steun voor de vraagkant zou twee vliegen in één klap slaan, hoewel industriebeleid en technologische opwaardering waarschijnlijk een prominent strategisch doel blijven. Deze zomer zagen we al een verschuiving in de beleidskoers, nadat de begrotingssteun in de eerste helft van 2026 tegenviel. Beijing keurde een kredietfaciliteit van RMB 800 miljard goed voor beleidsbanken, ter ondersteuning van kredietverlening aan infrastructuur en technologie, sectoren die onder het zogenoemde *Six Networks* programma vallen (zie hierna). Ook werd de uitgifte van RMB 550 miljard aan obligaties door lokale overheden goedgekeurd en werden maatregelen genomen ter ondersteuning van de vastgoedsector. Ondertussen verlaagde de PBoC de beleidsrente op de *'pledged supplementary lending facility'* en voerde zij enkele technische wijzigingen door in haar monetaire beleidskader (waaronder de overstap naar de daggeldrente op omgekeerde repo's als centrale beleidsrente). We verwachten verdere stapsgewijze monetaire verruiming (in de vorm van geringe verlagingen van beleidsrentes en lagere reservevereisten voor banken), naast aanhoudende gerichte begrotingssteun voor huishoudens en bedrijven (waaronder grotere inspanningen om betalingsachterstanden van de publieke sector aan particuliere leveranciers weg te werken). Meer duidelijkheid over de steunplannen van de overheid voor 2027 volgt waarschijnlijk tijdens de jaarlijkse Centrale Economische Werkconferentie in december.

Het *Six Networks* programma zou moeten bijdragen aan omslag investeringen

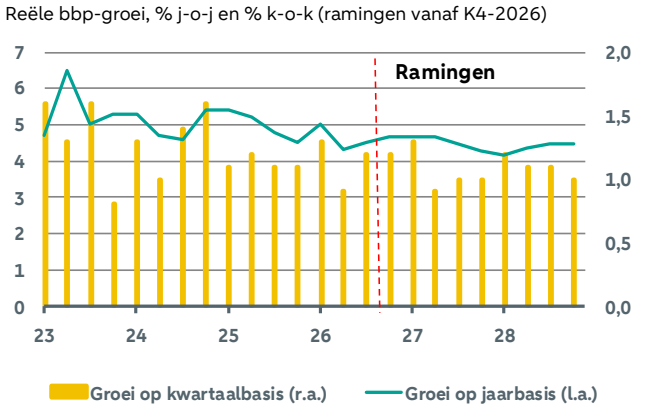
Het belangrijkste investeringsproject van Beijing is het *Six Networks (*Zes Netwerken) programma, een meerjarig infrastructuurplan van circa CNY 25 biljoen voor zes sectoren die cruciaal worden geacht om China's toekomstige technologische leiderschap te versterken: computers/data/AI, communicatie, logistiek, elektriciteitsnetten, ondergrondse leidingen en water. In nominale termen zouden deze investeringen in 2026–2030 jaarlijks gemiddeld circa 3,5% van het bbp van 2026 bedragen. Dit moet echter worden bezien tegen de achtergrond van de hierboven genoemde bredere investeringsmalaise, terwijl deze bedragen niet volledig 'nieuw geld' zijn. Het programma was al opgenomen in het vorige vijfjarenplan van China: de nominale stijging ten opzichte van het eerdere plan bedraagt 35%. Toch vinden we dit programma nog steeds een veelbelovend initiatief, omdat het: 1) de centrale overheid een grotere rol geeft, waardoor zij de belemmeringen waarmee lokale overheden worden geconfronteerd kan omzeilen. Lokale overheden kunnen zelfs nog voorzichtiger worden in de aanloop naar het 21e congres van de Chinese Communistische Partij in het vierde kwartaal van 2027, 2) beter gecoördineerd en toekomstbestendiger lijkt dan de traditionele infrastructuurprojecten die doorgaans worden gekozen om de groei op korte termijn te stimuleren, en 3) zou kunnen bijdragen aan een uitbodeming van de kredietgroei (die al lange tijd vertraagt door de zwakke krediet-vraag) en een omslag in de totale investeringen.

Vertraging kredietgroei door zwakke vraag



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Jaarlijkse bbp-groei blijft rond 4,5% in 2027–2028



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, Bloomberg

Ondanks strubbelingen denken we niet dat handelsrelaties met VS/EU uit de hand zullen lopen in 2027

We gaan ervan uit dat de overweldigende *Blue Wave* bij de Amerikaanse tussentijdse verkiezingen niet zal leiden tot grote, onmiddellijke veranderingen in de handelsrelatie tussen de VS en China. De ontmoeting tussen Trump en Xi in september bevestigde dat beide grootmachten liever vasthouden aan het fragiele evenwicht. De wapenstilstand rond invoerheffingen en strategische knelpunten is verlengd tot 1 januari 2027 en zal waarschijnlijk verder worden verlengd. De VS stelden een aanvullende overcapaciteitsheffing van 7,5% uit, maar China had aangegeven die hoe dan ook te zullen tolereren (na eerdere verlagingen van invoerheffingen). De handelsrelaties tussen de EU en China bevinden zich momenteel op een kritiek punt, waarbij de EU haar handelsinstrumentarium uitbreidt om met China samenhangende uitdagingen en risico's aan te pakken. Hoewel de EU zich strenger opstelt, is de gekozen aanpak minder ontwrichtend dan die van de VS vorig jaar. De recente overeenkomst over de invoer van hybride auto's in de EU is een duidelijk voorbeeld van een meer op samenwerking gerichte aanpak. Gezien hun wederzijdse economische belangen verwachten we niet dat de spanningen tussen de EU en China escaleren tot een volledige handelsoorlog (zie onze thematische publicatie *Leidt China-schok 2.0 tot een handelsoorlog tussen de EU en China?*).

We verwachten dat de jaarlijkse bbp-groei in 2027 en 2028 rond 4,5% blijft

Al met al voorzien we in ons basisscenario meer gerichte stimulering om de bbp-groei te stabiliseren, in plaats van een 'grote bazooka' die een nieuwe groeispurt in gang zet. We gaan ervan uit dat Beijing voor 2027 een groeidoel van 'rond 4,5%' vaststelt (te bevestigen tijdens de vergadering van het Nationale Volkscongres die begin maart gepland staat). We hebben ons kwartaalgroeiprofiel enigszins aangepast, omdat we verwachten dat de gerichte stimulering vooral aan het begin van 2027 doorwerkt. We verwachten dat de groei op jaarbasis licht afneemt, van 4,6% in 2026 naar 4,5% in 2027 en 4,4% in 2028. De belangrijkste **neerwaartse risico's** voor onze groeiramingen zouden voortvloeien uit 1) tegenvallende gerichte steunmaatregelen, 2) een ernstigere (hernieuwde) escalatie van handelsspanningen met de EU en/of de VS, en 3) andere geopolitieke gebeurtenissen (zoals een intensivering van het conflict rond Taiwan). **Opwaartse risico's** zouden voortkomen uit sterker dan verwachte maatregelen om de vastgoedsector te stabiliseren, de binnenlandse consumptie en investeringen te stimuleren, en/of andere maatregelen om de binnenlandse onevenwichtigheden tussen vraag en aanbod te verminderen. Een dergelijke herbalancering zou ook kunnen helpen de handelsfricties te verzachten.

Onze visie samengevat

De wereldeconomie blijft veerkrachtig ondanks een reeks schokken. De energieschok zal naar verwachting langzaam afnemen. De effecten ervan zijn meer idiosyncratisch en hebben grotere impact op Europa dan op de VS. Ondertussen blijft een investeringstrojka rond AI, defensie en de energietransitie de groei aanjagen. De groei in de VS blijft naar verwachting rond het trendniveau, terwijl we voor de eurozone een zwakkere groei verwachten. De wereldwijde investeringsgolf ondersteunt ook de groei in China, al blijven de onevenwichtigheden daar de handelsspanningen met de EU aanwakkeren. Druk op de Franse overheidsfinanciën vormt een belangrijk neerwaarts risico. Tegen deze achtergrond blijft de inflatie de komende maanden hoog. Dit zal centrale banken naar verwachting een verkrappingsgezinde koers laten varen, waarbij we

verwachten dat de ECB, de Fed en de BoE de rente verder verhogen. In ons basisscenario hervatten centrale banken eind 2027 de renteverlagingen

Macro	Centrale banken & financiële markten
Eurozone – De groei bleek in 2026 opnieuw veerkrachtig, gesteund door de begrotingsstimulans in Duitsland, uitgaven uit het Europese herstel- en veerkrachtfonds (RRF) en huishoudens die ondanks de energieschok hun consumptie op peil hielden. We verwachten dat de onderliggende groei vertraagt van 1,2% in 2026 naar 0,7% in 2027, doordat het begrotingsbeleid licht restrictief wordt, de werkgelegenheid afneemt en de zwakke buitenlandse vraag op de groei blijft drukken. Dalende energieprijzen zouden enige verlichting moeten bieden, terwijl de besparingen van huishoudens een buffer vormen. Naar verwachting keert de inflatie eind 2027 terug naar de doelstelling, waarbij de energieschok naar verwachting slechts beperkt doorwerkt in de loongroei. De budgettaire en politieke vooruitzichten voor Frankrijk vormen het belangrijkste neerwaartse risico.	**ECB** – We blijven uitgaan van nog twee renteverhogingen, in december en maart. De afweging voor de verhoging in maart wordt echter steeds krapper. Nu de energieschok afneemt en de economie aan vaart verliest, verwachten we dat de ECB in het vierde kwartaal van 2027 overgaat op renteverlagingen. Er is een risico dat de verruiming eerder begint. Frankrijk vormt een extra uitdaging voor de ECB: nieuwe spanningen op de obligatiemarkt kunnen de druk om in te grijpen verhogen. We denken echter dat dit alleen in uitzonderlijke omstandigheden zou gebeuren. De nieuwe ECB-president, die waarschijnlijk in december wordt bevestigd, zal vermoedelijk geen grote gevolgen hebben voor het beleid.
Nederland – De Nederlandse economie bleek in 2026 opvallend veerkrachtig, gezien de geopolitieke onzekerheid en de hogere inflatie. De economische activiteit hield stand, dankzij de financiële positie van huishoudens, AI-gerelateerde uitvoer en overheidsuitgaven. De groei zal naar verwachting in 2027–28 afnemen door hogere rentes, hogere inflatie en het concurrentievermogen. De Nederlandse economie blijft veerkrachtig, maar structurele knelpunten drukken de huidige en potentiële groei. De inflatie zal zes jaar op rij boven de 3% liggen, vooral door hogere energieprijzen. De doorwerking naar het bredere inflatiemandje is echter beperkt vergeleken met 2022.	**Fed** – Door de communicatiestijl van Warsh is het toekomstige verloop van de beleidsrente van de Fed onzekerder dan gebruikelijk. We denken niet dat de renteverhoging in september een eenmalige stap was. Tegelijkertijd hebben recente cijfers de noodzaak om de rente verder te verhogen minder urgent gemaakt. We verwachten dat de Fed de rente tijdens de vergadering in december nog één keer verhoogt. De bovengrens van de Federal Funds-rente blijft dan tot eind volgend jaar op 4,25%. Tegen die tijd ligt de inflatie veel dichter bij de doelstelling, waardoor er ruimte ontstaat voor enige versoepeling.
VK – Premier Burnham geniet nog steeds van een wittebroodsperiode, waarin Labour hoog scoort in de peilingen. Als dit aanhoudt, neemt het risico op vervroegde verkiezingen volgend jaar toe. Ook de economie heeft de afgelopen maanden beter gepresteerd dan verwacht. De begroting was in lijn met de verwachtingen. Belastingverhogingen financieren deels beperkte maatregelen tegen de kosten van levensonderhoud. Hoewel de inflatie de komende maanden naar verwachting hoog blijft, maakt de veel ruimere arbeidsmarkt een nieuwe versnelling van de loongroei veel minder waarschijnlijk dan in 2022–2023.	**Bank of England** – Na de renteverhoging van 25 basispunten in november verwachten we nog één verhoging in februari, tegelijk met het Monetary Policy Report van de BoE en de actualisering van de ramingen. Daarmee zou de Bank Rate op 4,25% komen. Hoewel we beperkte tweederonde-effecten van de energieschok verwachten en de rente al licht restrictief is, neigt het MPC naar verdere verkrapping om de inflatieverwachtingen stevig verankerd te houden. Net als bij de Fed en de ECB verwachten we dat de renteverlagingen in het vierde kwartaal van 2027 worden hervat. De energieprijzen zijn dan weer gedaald en het wordt duidelijk dat de loonreactie beperkt is.
VS – Investeringen blijven de groei aanjagen. Consumenten houden gelijke tred doordat afnemende inflatie de reële inkomens verhoogt. De energieschok zal naar verwachting afnemen zonder tweederonde-effecten. De vraageffecten van de investeringsgolf houden de kerninflatie naar verwachting echter hoog, ook als de totale inflatie in de loop van het jaar de doelstelling nadert. De arbeidsmarkt is solide, maar niet oververhit. De over het geheel genomen zwakke vraag naar arbeid is in evenwicht met een stagnerende beroepsbevolking, die afneemt door zowel het uitblijven van immigratie als vergrijzing.	**Obligatierentes** – De OAT–Bund-spread bereikte een piek van ongeveer 175 en is sindsdien afgenomen. Het verschil blijft historisch groot, omdat de politieke en budgettaire vooruitzichten voor Frankrijk onveranderd zijn. Ook de rentes op Amerikaanse staatsobligaties zijn na de Amerikaanse tussentijdse verkiezingen gedaald. We verwachten dat de korte rentes in Europa en de VS hun piek hebben bereikt, nu de markten meer aansluiten bij onze minder strenge vooruitzichten voor het monetaire beleid. De impact zal vooral aan de korte kant van de rentecurve merkbaar zijn. Aan de lange kant zal de aanhoudende stijging van de termijnpremies het effect van renteverlagingen grotendeels compenseren. Daardoor worden de rentecurves van eurozone en Amerikaanse staatsobligaties steiler, terwijl de rentes dalen.

China – De reële bbp-groei hield in 2026 goed stand, ondanks de remmende effecten van de oorlog in Iran. De uitvoer profiteerde van de wereldwijde AI-hausse. Toch bleef de groei onevenwichtig. Toenemende binnenlandse onevenwichtigheden tussen vraag en aanbod droegen bij aan grotere externe overschotten en handelsfricties. We verwachten dat aanhoudende, gerichte steun in kleine stappen de bbp-groei in 2027 zal waarborgen. Het investeringsprogramma 'Six Networks' zal naar verwachting bijdragen aan een omslag in de investeringen. Ondanks haperingen verwachten we niet dat de handelsrelaties tussen China en de VS/EU uit de hand lopen. Alles bij elkaar verwachten we dat de bbp-groei in 2027–2028 rond de 4,5% blijft.

Valuta's – We verwachten dat EUR/USD in 2027 zwak blijft, doordat de politieke onzekerheid in Frankrijk en de sterkere economische groei in de VS de euro drukken. Een groot deel van het politieke risico is al ingeprijsd, waardoor de ruimte voor een verdere daling beperkt is. Zorgen over een mogelijk vertrek van Frankrijk uit de EU kunnen EUR/USD echter richting pariteit of daaronder duwen. Dit scenario valt buiten ons basisscenario. Renteverhogingen door de ECB, minder renteverhogingen door de Fed dan de markten nu verwachten en dalende energieprijzen zullen naar verwachting de euro enige steun bieden. We verwachten een herstel in 2028, als de energiekosten verder dalen en de verschillen in economische groei en in nominale en reële rentes afnemen. We hebben onze ramingen voor eind 2026 verlaagd van 1,15 naar 1,10 en voor eind 2027 van 1,20 naar 1,12.

Belangrijkste economische en financiële-marktramingen

	GDP				Inflation				Policy rate			
	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027	2028
Eurozone	1.3	1.1	1.0	1.1	2.1	3.1	3.0	1.8	2.00	2.75	2.75	2.25
Netherlands	1.6	1.8	1.5	1.4	3.2	3.2	3.2	2.5				
Germany	0.2	1.3	1.0	0.7	2.2	2.7	2.9	1.8				
UK	1.2	1.4	1.4	1.5	3.4	3.2	3.3	1.7	3.75	4.00	4.00	3.50
US	2.3	2.4	2.3	2.0	2.6	3.4	2.5	1.9	3.75	4.25	4.00	3.50
China	5.0	4.6	4.5	4.4	0.1	0.9	1.1	1.2	3.00	3.00	2.80	2.70

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

	2026	9-11-2026	27Q1	2027	2028	Energy	2026	9-11-2026	27Q1	2027	2028
US Treasury	5.15	4.88	5.05	4.65	4.40						
German Bund	3.45	3.26	3.35	3.15	3.35	Brent - USD/bbl*	95	93	85	75	70
EUR/USD	1.10	1.12	1.10	1.12	1.18	WTI - USD/bbl*	90	87	80	70	65
USD/CNY	6.70	1.34	6.70	6.60	6.50	TTF Gas - EUR/MWh*	90	82	70	55	40
GBP/USD	1.35	6.67	1.35	1.35	1.40						

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

	2026				2027				2028			
GDP (q/q)	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Eurozone	0.0	0.6	0.4	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Netherlands	0.3	0.7	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
US (saar)	2.5	2.2	3.4	2.3	2.1	2.1	2.2	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0
China (y/y)	5.0	4.3	4.5	4.7	4.7	4.7	4.5	4.3	4.2	4.4	4.5	4.5
Inflation	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Eurozone	2.0	3.0	3.3	4.0	3.8	3.2	2.8	2.1	1.9	1.8	1.8	1.8
Netherlands (CPI)	2.5	3.1	3.3	3.9	3.7	3.4	2.9	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5
US (PCE)	3.0	3.6	3.5	3.6	3.2	2.4	2.3	2.0	1.9	1.9	2.0	2.0
China	0.8	1.1	0.7	0.9	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.1
Unemployment	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Eurozone	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	6.5	6.4	6.4	6.4	6.3	6.3	6.3
Netherlands	4.0	3.9	4.0	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
US	4.3	4.3	4.1	4.3	4.3	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3	4.3	4.3
Policy rate	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Eurozone	2.00	2.25	2.50	2.75	3.00	3.00	3.00	2.75	2.50	2.25	2.25	2.25
US	3.75	3.75	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50
UK	3.75	3.75	3.75	4.00	4.25	4.25	4.25	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50
China	3.00	3.00	3.00	3.00	2.90	2.90	2.90	2.80	2.80	2.80	2.70	2.70

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
Quinton Lee-Kong-Fong, Economist intern | quinton.lee-kong-fong@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")