

Macro Watch

Group Economics | 1 Juli 2024

Philip Bokeloh, Senior Econoom | philip.bokeloh@nl.abnamro.com | Phone: +31-20-3832657

Bill Diviney, Senior VK Econoom | bill.diviney@nl.abnamro.com

Britse verkiezing: samensmelting op rechts na verschuiving naar links

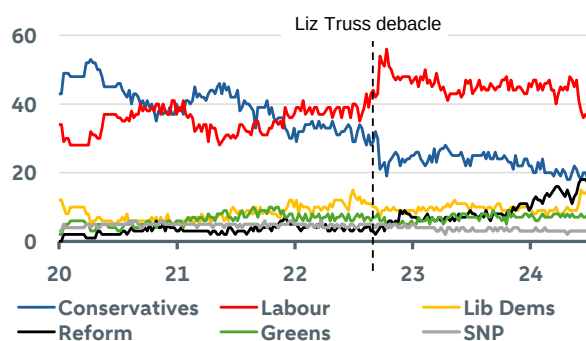
- Na 14 jaar Tory bewind zijn de Britten komende donderdag toe aan verandering
- Het Liz Truss debacle, zorgwachtlijsten, het lerarentekort en woningschaarste drijven kiezers naar Labour
- De Tories kunnen zelfs als derde eindigen, na Reform UK. Mogelijk volgt een verbond na de verkiezingen
- De komende Labourregering heeft weinig begrotingsruimte voor fundamentele beleidswijzigingen.
- Ook een heroverweging van Brexit zit er niet in.
- De regeringswijziging zal waarschijnlijk weinig invloed hebben op de inflatie- en bbp-groeivoorzichten
- Door de hardnekkige inflatie blijft de ruimte voor de Bank of England om de rente te verlagen, beperkt

Vervroegde verkiezingen op 4 juli

De Britten gaan op 4 juli naar de stembus. De parlementsverkiezingen komen eerder dan gepland, omdat Premier Rishi Sunak deze tussentijds heeft uitgeroepen. Dat deed hij op een voor zijn partij ongunstig moment. Na veertien jaar Tory-bewind zijn de Britten toe aan verandering. De Britten zijn de affaires tijdens corona onder Boris Johnson niet vergeten, noch de [financiële rampspoed](#) die het Verenigd Koninkrijk trof toen Liz Truss kortstondig premier was. Beleggers op financiële markten straffen haar voorstellen voor drastische belastingverlagingen af met een val van het Pond en hoge risicopremies op staatsobligaties. Dit leidde tot de [val](#) van haar regering en beschadigde de financiële reputatie van de Conservatieven.

Labour valt in peilingen, maar leidt nog altijd

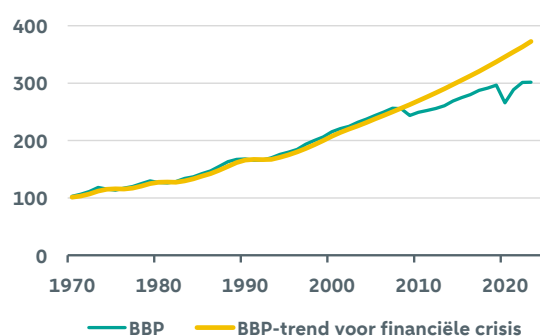
Stemaandeel (YouGov), %



Source: Bloomberg

Economie leidt onder reeks van crises

bbp (1970=100)



Source: OBR

Economisch hebben De Conservatieven niet geleverd wat er van hen werd verwacht. De werkloosheid is weliswaar laag, maar de lonen zijn de afgelopen jaren nauwelijks gestegen, waardoor het besteedbaar inkomen van de Britten is teruggezaakt ten opzichte van andere landen. Bovendien blijven de wachtlijsten in de zorg groeien, nemen de lerarentekorten toe en is huisvesting schaars en duur. Hier komt bij dat de kwaliteit van lokale voorzieningen achteruit is gegaan door alle bezuinigingen op de toelages van gemeenten. Tot slot hét Brexit-thema: migratie. De Tories zijn er niet in geslaagd om die te beteugelen. Integendeel, het aantal immigranten van buiten de EU is juist gestegen.

Het is daarom niet verwonderlijk dat De Conservatieven het slecht doen in de polls. Wat de partij ook niet helpt, is dat hun al impopulaire aanvoerder Rishi Sunak de ene na de andere blunder begaat tijdens zijn campagne. En dat Nigel Farage, een van de roergangers achter de Brexit, onlangs lijsttrekker is geworden van Reform UK en veel teleurgestelde Tory-stemmers naar zich toetrekt. Er bestaat zelfs een kans dat De Conservatieven door het radicaal rechtse Reform UK voorbij worden gestreefd.

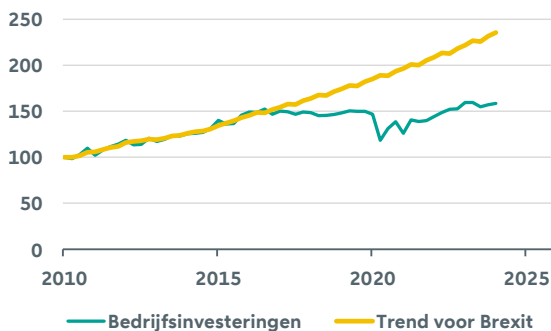
Gegeven het 'first past the post' kiessysteem waarin de elke kandidaat met de meeste kiezers van een kiesdistrict achter zich een van de 650 parlamentszetels wint, verzwakt de fragmentatie op de rechterzijde van het politieke spectrum de positie van rechtse partijen. Als zodanig zal Reform slechts een handvol zetels in het parlement bemachtigen, ook al krijgt zij 15 tot 20 procent van de stemmen. Dit kenmerk van het kiesstelsel, dat grote partijen voordeel verschaft tegenover kleine, zou na de verkiezingen kunnen leiden tot een samensmelting van de Conservatieven en Reform, wat een ruk naar rechts zou betekenen van de voormalige Conservatieve Partij.

Labour nog duidelijk aan de leiding in de peilingen, ondanks recente dip in steun

Ondanks de recente daling zal Labour volgens de peilingen goed scoren. Behalve dat kiezers Tory beu zijn, wordt Labour ook geholpen door de Scottish National Party. Die partij is minder populair vanwege interne problemen en omdat er geen uitzicht is op Schotse onafhankelijkheid, een belangrijk speerpunt van de partij.

Bedrijfsinvesteringen haperen sinds Brexitkeus

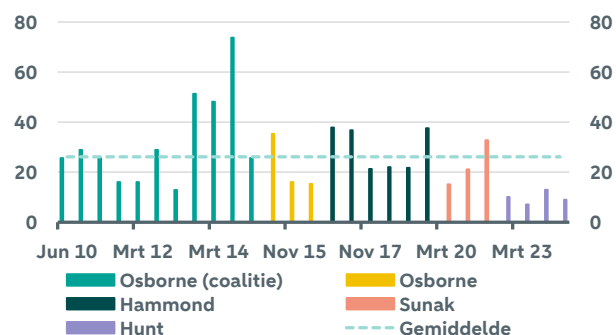
Bedrijfsinvesteringen (2010=100)



Source: Bloomberg

Weinig begrotingsruimte voor komend kabinet

Opeenvolgende ramingen voor begrotingsruimte



Source: OBR

Hoewel Labourcampagne voert met de leus 'change' denken wij niet dat het overheidsbeleid wezenlijk zal veranderen na de verkiezingen. Labour aanvoerder Keir Starmer heeft zich ontdaan van zijn tegenstrever Jeremy Corbyn en diens aanhangers, die een veel linkere koers voorstaan. Starmer zit meer op een lijn met voormalig Labour premier Tony Blair en diens minister van financiën Gordon Brown, die eind jaren negentig met New Labour het marktdenken omarmden. Wel staat Starmer kritischer tegenover globalisering dan zij en heeft bij meer oog voor de nadelige gevolgen daarvan voor de inkomens- en vermogensverdeling.

Starmer is in de loop der jaren qua standpunten naar rechts opgeschoven, mede om kiezers in het centrum te trekken. Hij gaat ervan uit dat kiezers aan de linkerzijde weinig alternatieven hebben en toch wel op Labour zullen stemmen. Starmer is inmiddels teruggekomen op meerdere beloften die hij in de strijd om het partijleiderschap deed, zoals het plan om het collegegeld voor Britse studenten af te schaffen, of zijn voornemen om de privatiseringen van post-, energie- en waterbedrijven terug te draaien. Een ander voorbeeld is Brexit. Eerder wilde Starmer een referendum organiseren over het teruggedraaien daarvan. Nu houdt hij zich op de vlakte over dit voor de Britten nog altijd heikele onderwerp.

Brexit wordt voorlopig niet teruggedraaid

Dit laatste wil niet zeggen dat het Britse beleid ten aanzien van Europa helemaal gelijk blijft als Starmer straks aan het roer staat. De Conservatieven zetten de afgelopen jaren in op handelsdeals. Afgezien van enkele deals met ver gelegen, kleinere economieën kwamen zij van een koude kermis thuis. De interesse bij grotere partners

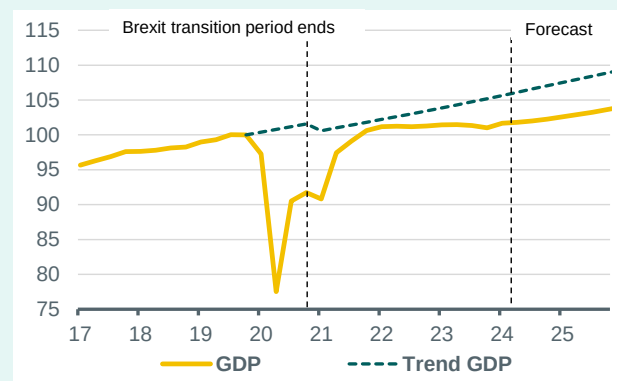
zoals de VS en China viel helaas tegen. Starmer zal naar verwachting aansturen op Brits beleid dat niet te veel uit de pas loopt met dat van de EU om daarop mee te liften. Maar ook niet veel meer dan dat. Aansluiting bij de Europese Unie zit er dus voorlopig niet in.

Brexit blijft een rem zetten op Britse bbp-groei

Aan de vooravond van Brexit maakten wij de inschatting dat de door Brexit opgeworpen handelsbarrières 5% van de bbp zouden afschaven (zie [hier](#)). Daarna is de Britse begrotingswaakhond tot [dezelfde slotsom](#) gekomen. Zelfs een bescheiden stap richting herintreding zou de bbp-groei kunnen stimuleren. Maar Starmer heeft grote aanpassingen in die richting uitgesloten, en aansluiting bij de EU al helemaal. Als gevolg daarvan zullen de door douanecontroles toegenomen handelsfricties en de verschillen in regelgeving ten opzichte van de EU de productiviteit en bbp-groei de komende jaren blijven remmen.

Brexit heeft trend groei verlaagd

Index, vierde kwartaal 2019=100

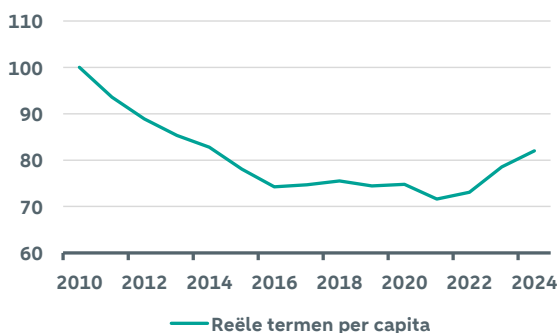


Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Starmer heeft financieel weinig ruimte voor ingrijpende wijzigingen. De overheidsfinanciën zijn na een periode van zwakke bbp-groei en hoge overheidsuitgaven in verband met corona en de energiecrisis verzwakt. Veel geld voor stimulerende maatregelen is er dus niet. Eerder staan er belastingverhogingen op de agenda. In haar manifest kondigt Labour voor GBP 8 mld aan lastenverzwaringen aan. Het gaat daarbij om belastingen voor vermogende buitenlandse ingezetenen, maatregelen die belastingontwijking tegengaan, een hogere BTW op privéscholen en extra belastingen voor grote energiebedrijven die bovenmatig profiteren van de energieprijsstijgingen. In totaal GBP 5 mld hiervan wil Labour gebruiken om de kwaliteit van de publieke dienstverlening te verbeteren en te verduurzamen.

Gemeenten ontvangen minder middelen

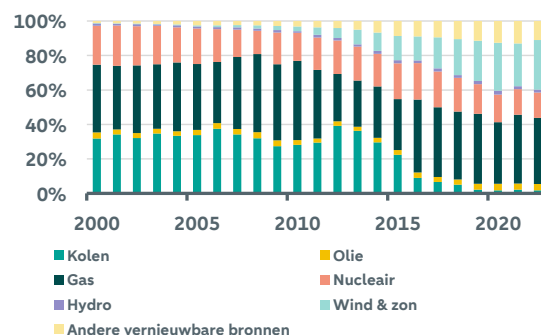
Gemeentelijke financiering (2010=100)



Source: IFS

Scherpe toename duurzame energie

Aandeel in gegenereerde elektriciteit



Source: UK government statistics

Veel de aandacht van Labour zal de komende jaren uitgaan naar de woningmarkt. Het aantal gerealiseerde nieuwbouwwoningen voorziet niet in de behoefte. Labour belooft dat er 1,5 miljoen woningen bij komen in de komende vijf jaar. Om dat te bereiken dient het aantal jaarlijkse woningrealisaties te worden verdubbeld. Een belangrijk instrument daarvoor zijn soepelere regels voor ruimtelijke ordening. Daarnaast studeert Labour op

fiscale maatregelen die gemeenten aanmoedigen om grond voor woningbouw te bestemmen. De opbrengsten van zo'n fiscale prikkel zouden bovendien kunnen helpen om de gemeentelijke belastingen, die een regressief karakter hebben en een gelijkere inkomensverdeling in de weg staan, te verlagen.

Hervorming van zorg en onderwijs

Andere belangrijke thema's zijn zorg en onderwijs. De afgelopen jaren werd er meer geld uitgetrokken voor gezondheidszorg. Maar de zorgkosten stegen nog harder door de complexere zorgvraag van de gemiddeld oudere populatie. De problemen kunnen niet alleen met geld erbij worden opgelost. Ook de organisatie van het zorgstelsel behoeft aandacht. Hetzelfde geldt voor het onderwijs. Leraren stoppen ermee, omdat de werklust te hoog is en banen in andere sectoren hen meer speelruimte geven.

Dan is er nog de noodzaak van verduurzaming. Daar wil Labour de komende jaren GBP 24 mld extra voor uittrekken. Het VK heeft al de nodige vooruitgang geboekt met het opwekken van duurzame energie. Nu is het probleem dat elektriciteitsnetwerk te weinig capaciteit heeft en er investeringen nodig zijn om de capaciteit uit te breiden. Daarnaast zijn er investeringen nodig om het energieverbruik van gezinnen te verminderen door woningen te verduurzamen. De woningvoorraad is in vergelijking tot andere landen oud en slecht geïsoleerd. Labour wil jaarlijks GBP 1,1 mld uittrekken om woningen met een ongunstig energielabel te verbeteren.

De doelstellingen ten aanzien van woningbouw, gezondheidszorg, onderwijs en verduurzaming zullen lastig te behalen zijn voor Labour zonder groei van de economie. Op dit moment stoelt de economische groei vooral op de toename van het gewerkte aantal uren. Maar aan uitbreiding van het aantal gewerkte uren zit een bovengrens. Het is daarom zaak de productiviteit te verbeteren. De productiviteitsgroei is gestaag afgenomen gedurende de financiële-, de corona- en de energiecrisis. Als de economie na 2008 hetzelfde groeitempo had weten vast te houden als vóór de financiële crisis, dan was de economie nu een kwart groter geweest.

Productiviteit is te laag

Op zichzelf is afname van de productiviteitsgroei niet uniek voor het VK. Ook andere landen kampen ermee. Toch zijn er factoren die specifiek zijn voor het VK. Ten eerste dat de economie sterk op de dienstensector leunt en dat de productiviteit van het meest productieve onderdeel daarvan, de financiële sector, onder druk staat. Ten tweede dat vrijwel alle sectoren qua productiviteitsgroei slechter presteren dan vergelijkbare sectoren in het buitenland. Ten derde dat er grote verschillen in productiviteit zijn tussen de diverse regio's. Al met al steekt Londen met kop en schouders boven de andere grotere steden uit. In andere landen zijn de verschillen veel kleiner.

Geld nodig voor investeringen in infrastructuur

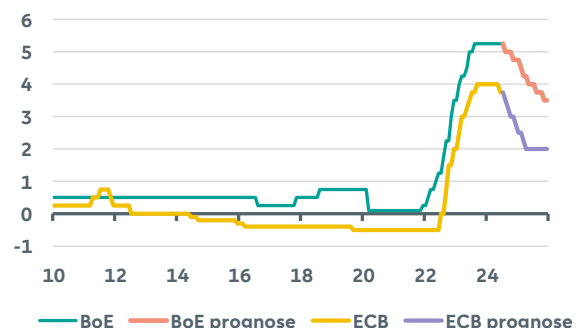
Mondiale Infrastructuur Index (gemiddeld tevredenheidsniveau =100)



Bron: IPSOS

Bank of England klaar om de rente te verlagen

%



Source: Bloomberg

Er zijn diverse verklaringen voor de stagnatie van de productiviteitsgroei. Een fundamenteel probleem is de gebrekkige staat van de wegen, waardoor de vervoer- en transportkosten hoog zijn. Daarnaast gaat een klein

deel van het bbp naar scholing, schiet het opleidingsniveau tekort en is een groot aandeel van de werknemers onder gekwalificeerd. Tot slot liggen de bedrijfsinvesteringen op een laag niveau, ondanks dat bedrijven er financieel relatief gezond voor staan. Dit komt niet alleen door het dienstengeoriënteerde karakter van de economie, maar ook door onzekerheid bij ondernemers als gevolg van Brexit, (zie box) hun beperkte toegang tot risicodragend kapitaal.

Kortom, als Labour aan de macht komt, zoals voorspeld door alle polls, wacht de schone taak om de economie te hervormen en aan te zwengelen. Als het goed is, kan Labour op enige steun rekenen van de Bank of England. Nu de inflatie afzwakt, kunnen de officiële rentetarieven van de centrale bank geleidelijk weer naar beneden worden bijgesteld. Dat is een prettig vooruitzicht voor huizenbezitters. In het VK bestaat namelijk een sterke voorkeur voor hypotheeklen met korte rentevaste periodes, waardoor hogere rentetarieven snel tot hogere hypotheeklasten leiden. Het aantal hypotheekgevers met betalingsproblemen is inmiddels gestegen tot het hoogste niveau in acht jaar tijd. Een lagere rente zal huizenbezitters meer lucht geven en bijdragen aan een herstel van de consumptie.

Main economic & financial market forecasts

	GDP (				Inflation				Policy rate			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
Eurozone	3.5	0.5	0.7	1.6	8.4	5.5	2.4	2.0	2.00	4.00	3.00	1.50
Netherlands	4.3	0.1	0.5	1.3	11.6	4.1	2.5	2.1				
UK	4.3	0.1	0.6	1.1	9.1	7.4	2.9	3.1	3.50	5.25	4.75	3.50
US	1.9	2.5	2.5	2.0	6.5	3.8	2.6	2.1	4.50	5.50	5.00	3.25
China	3.0	5.2	5.1	4.5	1.9	0.2	0.8	1.8	3.65	3.45	3.25	3.25

Note: Annual average for GDP and inflation, end of period for the policy rate

	2023	24/06/2024	Q3 24	2024	2025	Energy	2023	24/06/2024	Q3 24	2024	2025
US Treasury	3.88	4.24	4.05	3.75	3.25						
German Bund	2.02	2.42	2.20	1.90	1.75	Brent - USD/bbl*	77.04	86.01	85	90	80-85
EUR/USD	1.10	1.07	1.05	1.07	1.10	WTI - USD/bbl*	71.65	81.63	80	85	75-80
USD/CNY	7.14	7.26	7.15	7.10	6.80	TTF Gas - EUR/MWh*	35.25	37.33	35	40	35-40
GBP/USD	1.2731	1.27	1.27	1.27	1.32						

* Brent, WTI: active month contract; TTF: next calendar year

GDP (qoq)	2023				2024				2025			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Eurozone	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.3	0.2	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
Netherlands	-0.4	-0.4	-0.3	0.3	-0.1	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
US (saar)	2.2	2.1	4.9	3.4	1.3	2.5	1.5	1.5	2.0	2.0	2.5	2.5
UK	0.2	0.0	-0.1	-0.3	0.6	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
China (yoy)	4.5	6.3	4.9	5.2	5.3	5.6	4.9	4.8	4.4	4.6	4.6	4.6
Inflation	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Eurozone	8.0	6.2	4.9	2.7	2.6	2.5	2.1	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0
Netherlands	7.2	6.3	2.7	0.4	3.0	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1
US (PCE)	5.0	3.9	3.3	2.8	2.5	2.7	2.4	2.6	2.2	2.1	2.0	2.0
UK	10.2	8.4	6.7	4.2	3.5	2.2	2.7	3.1	3.3	3.2	3.0	2.8
China	1.3	0.1	-0.1	-0.3	0.0	0.4	1.2	2.0	2.1	1.9	1.7	1.6
Unemployment	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Eurozone	6.6	6.5	6.6	6.5	6.5	6.4	6.5	6.6	6.7	6.8	6.8	6.7
Netherlands	3.5	3.5	3.6	3.6	3.6	3.8	3.9	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
US	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8	3.9	4.2	4.2	4.3	4.2	4.1	4.0
Policy rate	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Eurozone	3.00	3.50	4.00	4.00	4.00	3.75	3.50	3.00	2.50	2.00	1.50	1.50
US	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75	4.25	3.75	3.25
UK	4.25	5.00	5.25	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75	4.25	4.00	3.75	3.50
China	3.65	3.55	3.45	3.45	3.45	3.45	3.35	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25

Source: LSEG, Bloomberg, ABN AMRO Group Economics

(saar = season adjusted annual rate)

This forecast table is from our [June Global Monthly](#).

DISCLAIMER

Dit document is opgesteld door ABN AMRO. Het is uitsluitend bedoeld om financiële en algemene informatie over economie te verstrekken. De informatie in dit document is strikt vertrouwelijk en wordt u uitsluitend ter informatie verstrekt. Het mag niet (geheel of gedeeltelijk) worden gereproduceerd, gedistribueerd of doorgegeven aan derden of worden gebruikt voor andere doeleinden dan hierboven vermeld. Dit document is informatief van aard en vormt geen aanbod van effecten aan het publiek, noch een uitnodiging tot het doen van een dergelijk aanbod.

Er mag voor geen enkel doel worden vertrouwd op de informatie, meningen, prognoses en aannames in het document of op de volledigheid, juistheid of redelijkheid ervan. Er wordt door of namens ABN AMRO, haar directeurs, functionarissen, agenten, gelieerde ondernemingen, groepsmaatschappijen of werknemers geen enkele garantie, uitdrukkelijk of stilzwijgend, gegeven met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de informatie in dit document en er wordt geen aansprakelijkheid aanvaard voor enig verlies dat direct of indirect voortvloeit uit het gebruik van dergelijke informatie. De opvattingen en meningen in dit document kunnen op enig moment wijzigen en ABN AMRO is niet verplicht om de informatie in dit document na de datum van dit document te actualiseren.

Voordat u in een product van ABN AMRO Bank N.V. belegt, dient u informatie in te winnen over de verschillende financiële en andere risico's en mogelijke beperkingen waarmee u en uw beleggingsactiviteiten te maken kunnen krijgen op grond van toepasselijke wet- en regelgeving. Als u na het lezen van dit document overweegt om in een product te beleggen, wordt u geadviseerd om een dergelijke belegging te bespreken met uw relatiebeheerder of persoonlijke adviseur en na te gaan of het betreffende product - gezien de risico's - past binnen uw beleggingsactiviteiten. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor om wijzigingen aan te brengen in dit materiaal.

© Copyright 2024 ABN AMRO Bank N.V. en gelieerde bedrijven ("ABN AMRO").