

Global Monthly

Macro Team

abn.amro.group.economics@nl.abnamro.com Bill Diviney: 06 4778 4657

Wat als de rente veel sneller stijgt?

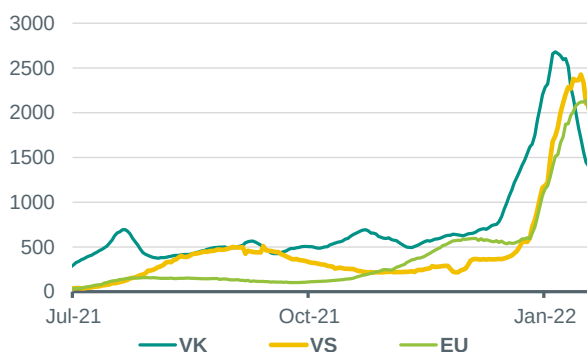
- ▶ Door omikron hebben wij onze groeiprognozes licht naar beneden bijgesteld. Onze verwachtingen voor inflatie zijn sterk *opwaarts* bijgesteld
- ▶ Samen met forse loonstijgingen in de VS betekent dit in maart al renteverhogingen door de Fed - met een toegenomen risico van nog sterkere rentestijgingen
- ▶ We beschrijven de gevolgen van een dergelijk alternatief scenario, waarbij de *fed funds rate* volgend jaar tot 4% stijgt: voor de Amerikaanse economie, de obligatiemarkten en de mogelijke spillovers naar de eurozone

Global View: Inflatie wordt een nadrukkelijker probleem - wat als de rente daardoor oploopt?

De besmettingen in de belangrijkste geavanceerde economieën lijken over hun hoogtepunt heen. De weinige landen die wel restricties invoerden lijken deze alweer op te heffen. De verspreiding van de omikron-variant heeft een gunstiger effect op de economie dan verwacht. Hierdoor hebben wij deze maand onze groeiprognozes voor de komende maanden slechts licht naar beneden bijgesteld. Deze bijstelling kwam vooral doordat het herstel van de dienstensector vertraging heeft opgelopen en door de voortdurende knelpunten aan de aanbodzijde. Tegenover deze lichte neerwaartse bijstelling staat de inflatie. Wij hebben onze inflatieverwachtingen, met name voor de VS en de eurozone, flink naar boven bijgesteld. Het effect van omikron op het monetair beleid is dat de argumenten voor een eerdere verkrapping van het monetaire beleid zijn versterkt. Wij hebben onze verwachting voor renteverhogingen in de VS opnieuw naar voren geschoven. Wij verwachten echter nog steeds dat de ECB een heel andere koers zal varen dan de Amerikaanse Fed - misschien zullen de renteverhogingen van de ECB nog jaren op zich laten wachten - maar de eurozone zal niet immuun zijn voor de renteverhogingen in de VS. We hebben het begin daarvan al gezien, met een 10-jaars bund yield die vorige week voor het eerst sinds mei 2019 weer positief werd. In de *Global View* van deze maand geven we updates over hoe omikron onze visie op het herstel heeft bijgesteld, ook gaan we in op hoe markten en economieën reageren op een alternatief scenario met veel steilere rentestijgingen dan we momenteel in ons basisscenario verwachten.

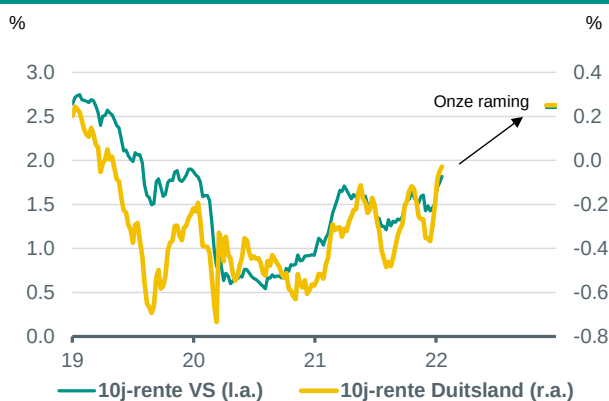
Omikron golf lijkt over het hoogtepunt heen...

Dagelijkse covid-19 gevallen per miljoen



Bron: Our World in Data, ABN AMRO Economisch Bureau

...terwijl bond yields stijgen



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

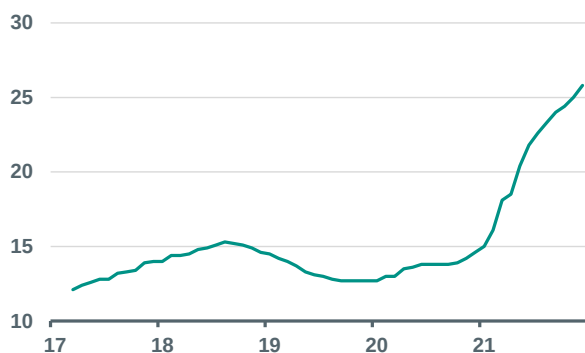
Omikron impact: Groei neerwaarts bijgesteld; inflatie opwaarts bijgesteld; renteverhogingen vervroegd

Wat de bbp-groei betreft, heeft omikron vooral het herstel van de dienstensector vertraagd. Voor het grootste deel kwam dit door terughoudendheid van de consument zelf. In de meeste landen liep bijvoorbeeld het bezoekersverkeer in de detailhandel en recreatie terug. In sommige landen van de eurozone (met name Nederland en Oostenrijk) en in een aantal steden in China waren er zelfs weer volledige lockdowns. Voor de eurozone en China hebben wij onze groeiprognoses voor 2022 met 0,2 procentpunt verlaagd tot respectievelijk 3,7% en 5,1%. Nu het herstel voorwaarts in de tijd is geschoven, hebben we de prognoses voor 2023 juist verhoogd tot respectievelijk 2,6% en 5,3%. Voor de VS hebben wij onze groeiprognose voor 2022 sterker bijgesteld - van 4,1% naar 3,8% - de prognose voor 2023 blijft gelijk op 2,3%. Net als in de eurozone en China zal het herstel in de dienstensector voornamelijk in 2023 plaatsvinden, maar in de VS zal dit positieve effect teniet worden gedaan door de zwakkere overheidsuitgaven door het mislukken van *Biden's Build Back Better*-plan en door de doorwerking van de renteverhogingen van de Fed.

Wij hebben onze inflatieprognoses veel sterker bijgesteld, deels door omikron en deels omdat in de VS de inflatie verbreed en versterkt is. Omikron versterkt de inflatie doordat het verlichting in mondiale aanvoerketens verder uitstelt. In de ontwikkelde economieën zet het toegenomen ziekteverzuim door quarantaine verplichtingen de reeds overbelaste arbeidskrachten opnieuw onder druk. In China heeft het zero-tolerancebeleid van de Chinese overheid tot hernieuwde lokale lockdowns geleid (toch laat de laatste PPI-data uit China een bescheiden verlichting van de prijsdruk zien). Terwijl de omikron-golf in de ontwikkelde economieën zijn hoogtepunt lijkt te hebben bereikt, is de situatie in China anders. De mogelijkheid van ruimere lockdowns in China om de verspreiding van omikron in te dammen blijven hierdoor een groot risico voor de vooruitzichten, zowel voor de groei (neerwaarts) als voor de inflatie (opwaarts).

Bottlenecks blijven voortduren

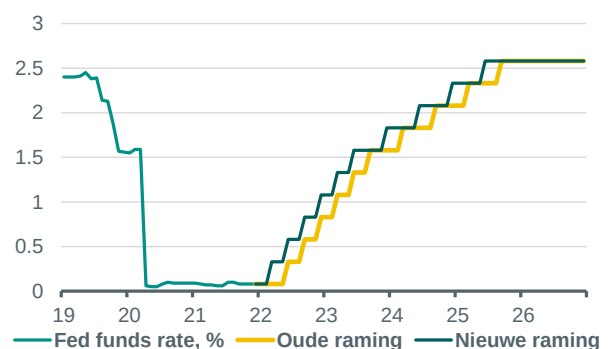
Vershil tussen bestelling en levering van halfgeleiders, weken



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Fed zal rente verhogen in maart

%



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

In de VS hebben de aanhoudende opwaartse inflatieverrassingen ertoe geleid dat wij onze verwachting voor de eerste renteverhoging door de Fed hebben vervroegd van juni naar maart. Wij verwachten nu dat de inflatie in de VS in 2022 gemiddeld 4,6% zal bedragen, tegen 3,9% in onze prognose van december. Dit komt door verhoogde druk die uitgaat van de producentenprijzen, maar ook met name door de arbeidsmarkt. Nu de werkloosheid met 3,9% onder het niveau van volledige werkgelegenheid ligt, is de loonstijging in december verder versneld tot 6,1% op jaarbasis - het dubbele van het gemiddelde van vóór de pandemie (ongeveer 3%). De hoge inflatie en de krappe arbeidsmarkt blijken in de VS een krachtige cocktail te zijn, waardoor het risico van een loon-prijsspiraal aanzienlijk is toegenomen.

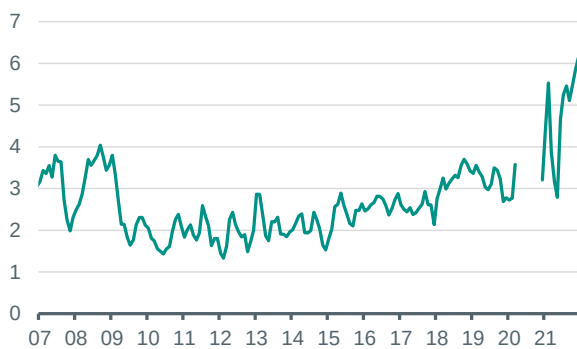
Voor alle duidelijkheid: de situatie in de eurozone is anders. Ook hier hebben wij onze inflatieprognose voor 2022 verhoogd van 1,7% tot 2,5%, maar dit is vooral te danken aan de sterkere stijging van de goederen- en [energieprijzen](#). Inflatoire druk van de binnenlandse vraag blijft uit in de eurozone, waar het volume van de particuliere consumptie in het derde kwartaal van vorig jaar nog ongeveer 2,5% onder het pre-pandemische niveau lag, terwijl het in de VS 3,6% boven het pre-pandemische niveau lag. Bovendien blijven structurele rigiditeiten - zoals meerjarig afgesloten cao's - de loonstijging op korte termijn afremmen, ondanks krapte op de arbeidsmarkt in bijvoorbeeld Nederland en Duitsland. Zelfs de recente stijging van de inflatie zal waarschijnlijk slechts een bescheiden opwaartse invloed hebben op de loonstijging, aangezien

automatische indexatie van de lonen slechts op een minderheid van werknemers van toepassing is. Ondanks onze bijstelling van de prognoses blijft ons basisscenario dan ook dat de inflatie tegen eind 2022 weer zal dalen tot onder het streefcijfer van 2% van de ECB. Gezien deze verschillen verwachten wij in de VS een veel snellere en steilere rentestijging dan in de eurozone. Voor de VS verwachten wij nu vier renteverhogingen dit jaar (tegen drie eerder) en nog eens drie volgend jaar. Daarmee zal de fed funds rate medio 2023 weer zijn teruggebracht tot de doelbandbreedte van voor de pandemie van 1,5-1,75%. Wat de ECB betreft, wijzen [recente uitspraken](#) van de leden van de Raad van Bestuur weliswaar op een grotere waakzaamheid ten aanzien van de inflatie, maar blijven wij van mening dat renteverhogingen binnen onze prognosehorizon (tot eind 2023) onwaarschijnlijk zijn.

Toch blijft de eurozone, zoals vorige maand in onze Global Outlook al aangegeven, niet geïsoleerd van het inflatieprobleem in de VS. Naarmate het jaar vordert zullen de gevolgen hiervan waarschijnlijk erger worden. De rente op Bunds is al sneller gestegen dan wij hadden voorspeld, en omdat de Fed de rente eerder gaat verhogen, verwachten wij nu dat de rente op Bunds tegen eind 2022 tot 0,25% zal stijgen, terwijl wij eerder op 0% hadden gerekend. Stijgende rentevoeten zetten natuurlijk een neerwaartse druk op de groei via diverse kanalen, van huisvesting tot bedrijfsinvesteringen. Deze effecten zullen worden gemaskeerd tijdens de post-pandemische herstelfase, maar zullen op langere termijn op de groei wegen.

De loonstijging in de VS neemt toe

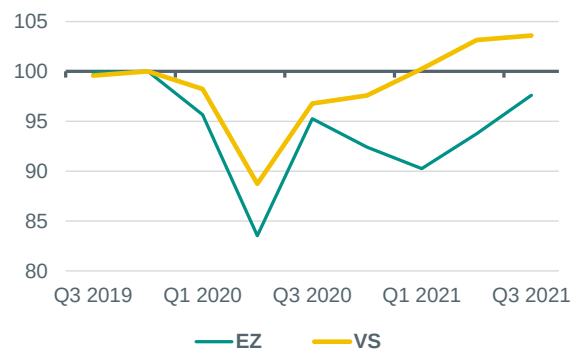
Gemiddeld uurloon VS, % 3m/3m geannualiseerd



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau
Opmerking: Gegevens rond de eerste lockdown verwijderd

Aanzienlijke verschil tussen vraagzijdes EZ en VS

Particuliere consumptie, 100 = K4 19



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Maar wat als de rente nog veel meer moet stijgen?

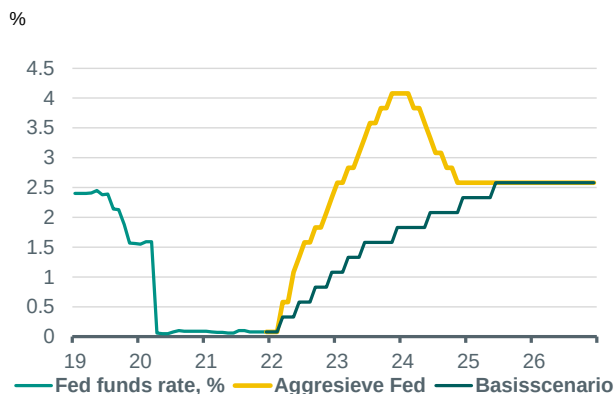
De renteverhogingen door de Fed zijn al naar voren gehaald in de tijd, maar zelfs dit agressievere profiel is afhankelijk van een aanzienlijke daling van de inflatie in het komende jaar. Wat als de inflatie niet daalt, of met minder dan wij verwachten? Wij denken dat de Fed in dat alternatieve scenario veel agressiever zal reageren. Dat zou betekenen dat de rente meer dan dubbel zo snel wordt verhoogd als in ons basisscenario, met pieken tot 4% tegen eind 2023 - ruim boven het geraamde nominale neutrale percentage van ongeveer 2,5% (zie grafiek op de volgende bladzijde). Voor alle duidelijkheid, dit is niet ons basisscenario maar het is nuttig de gevolgen van een dergelijk scenario te onderzoeken.

Dit alternatieve scenario betekent een flinke en vrij plotselinge verkrapping van de financieringsvoorwaarden. De rente op 10-jaars schatkistpapier - die gewoonlijk gelijktijdig piekt met de piek van de *fed funds rate* - zou tegen de tweede helft van dit jaar dan kunnen oplopen tot wel 4%. Volgens onze ramingen zou de reële waarde van de koers-winstverhouding van de S&P 500 bij een rente van 4% op de 10-jaars rente maar liefst 40% lager kunnen uitvallen, wat een aanzienlijke ruimte voor een marktcorrectie suggereert. Een dergelijke schok in de financiële omstandigheden zou via tal van kanalen een flinke klap betekenen voor de economie. De huizenmarkt - die door de pandemie oververhit is geworden - wordt geraakt door stijgende hypotheekrentes. Veel bedrijfsinvesteringen worden door de hogere rentetarieven onrendabel. En de daling van de aandelenmarkten zou een groot negatief welvaartseffect hebben. Het netto-effect van dit alles zou inderdaad zijn dat de inflatie weer daalt, maar met het neveneffect van een aanzienlijk zwakkere economie - en misschien zelfs een recessie in de VS later dit jaar. De Fed zou het tempo van de renteverhogingen kunnen vertragen als dit een *ernstige* recessie lijkt te veroorzaken, maar gezien haar prioriteit om de inflatie aan te pakken, [zou de lat hiervoor hoog](#) liggen.

De spillovers naar de eurozone zijn in dit alternatieve scenario groter

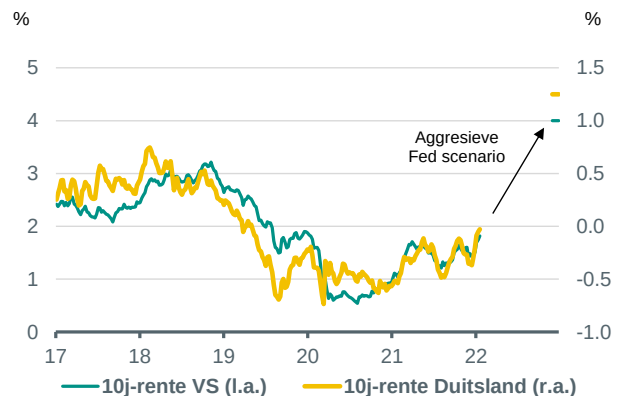
Net als in ons basisscenario zijn er overloopeffecten naar de eurozone en de wereldeconomie. Een zwakkere vraag als gevolg van een vertragende (zo niet krimpende) Amerikaanse economie zou, naast een aantasting van de groei in de opkomende economieën (zie [vraag 4 van onze vooruitzichten](#)), een belangrijke spillover zijn, hoewel een zwakkere Amerikaanse economie in feite enige verlichting zou kunnen brengen in de vastzittende toeleveringsketens, aangezien de overconsumptie van goederen deze moeilijkheden het afgelopen jaar heeft verergerd. Een veel negatievere spill-over zal waarschijnlijk komen van de financiële voorwaarden, zowel door de stijgende obligatierente als door de zwakke aandelenmarkten. Wij zullen dergelijke marktbewegingen waarschijnlijk in Europa weerspiegeld zien, zij het op kleinere schaal. De rente op Bunds zou zelfs nog sterker stijgen dan in ons basisscenario, tot ongeveer 1,25%. Dat zou de hoogste rente zijn sinds 2014, toen de ECB voor het eerst begon met haar programma voor de aankoop van activa. Gezien het zeer verschillende macro-economische klimaat in de eurozone zal de ECB deze stijging van de obligatierente waarschijnlijk opvangen door meer activa op te kopen, terwijl de risicoaversie als gevolg van de wereldwijde daling van de aandelenmarkten ook de vraag naar veilige havens zoals Bunds zal ondersteunen. Dit zou de rente uiteindelijk doen dalen naar een nog steeds hoog niveau van circa 0,8%.

Mogelijk agressievere Fed nodig



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

...waardoor obligatierentes stijgen



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Een andere compenserende factor zou een zwakkere euro zijn, die onder druk zou komen te staan door een grotere kloof tussen de obligatierente van de VS en die van de eurozone. Zelfs in ons basisscenario verwachten wij dat de EUR/USD tegen eind 2022 tot 1,05 zal dalen en tegen eind 2023 tot pariteit. In dit agressievere Fed-scenario verwachten wij dat deze daling van de EUR/USD wordt versneld, hoewel dit effect later kan worden afgezwakt als markten rekening houden met een grotere klap voor de Amerikaanse economie door de stijgende rente. Een zwakkere euro zou het concurrentievermogen van de export van de eurozone ten goede komen, waardoor het temperende effect op de bedrijvigheid van hogere rentetarieven en de verwachte vertraging van de mondiale groei en de wereldhandel in dit scenario enigszins wordt gecompenseerd. Hoewel de aanscherping van de financiële voorwaarden in de eurozone dus niet zo groot zou zijn als in de VS, zou zij de economische groei toch doen dalen, waarschijnlijk tot dicht bij nul in vergelijking met de boven trend groei die wij in ons basisscenario verwachten.

DISCLAIMER

Dit document is opgesteld door ABN AMRO. Het is uitsluitend bedoeld om financiële en algemene informatie te verstrekken over economie. De informatie in dit document is strikt vertrouwelijk en wordt u uitsluitend ter informatie verstrekt. Zij mag niet (geheel of gedeeltelijk) worden gereproduceerd, verspreid 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 verzoek tot het doen van een dergelijk aanbod.

Er mag geen enkel vertrouwen worden gesteld, voor welk doel dan ook, in de informatie, opinies, voorspellingen en hypothesen in het document of in de volledigheid, nauwkeurigheid of billijkheid ervan. Noch ABN AMRO, noch haar directieuren, functionarissen, agenten, gelieerde ondernemingen, groepsmaatschappijen of werknemers geven enige expliciete of impliciete verklaring of garantie met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de in dit document opgenomen informatie en aanvaarden geen aansprakelijkheid voor enigerlei schade die direct of indirect voortvloeit uit het gebruik van dergelijke informatie. De hierin neergelegde opvattingen en meningen kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO is niet verplicht de in dit document opgenomen informatie na de datum van dit document te actualiseren.

Voordat u belegt in een product van ABN AMRO Bank N.V., dient u zich te laten informeren over de verschillende financiële en andere risico's en de 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 met uw relatiebeheerder of persoonlijk adviseur te bespreken 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 2022 ABN AMRO Bank N.V. en gelieerde ondernemingen ("ABN AMRO")

Nederland: Hoe kunnen de stijgende rentes de huizenmarkt en de economie raken?

Hoewel het niet ons basisscenario is, is het de moeite waard na te gaan hoe het alternatieve scenario van steilere rentestijgingen in de VS zou kunnen doorwerken op de Nederlandse huizenmarkt en bedrijfsinvesteringen.

Een langdurige periode van dalende rentevoeten in combinatie met een gebrek aan aanbod heeft de vastgoedprijzen in Nederland opgedreven. Vooral huizenprijzen zijn tijdens de pandemie fors gestegen. De blootstelling van de huishoudens aan de renteschok loopt vooral via de hypotheekrente. Ten eerste kan een stijging van de hypotheekrente een risico vormen voor de binnenlandse vraag, aangezien een hogere hypotheekrente tot hogere maandelijkse betalingen leidt. Het merendeel van de Nederlandse huishoudens heeft echter een langlopende hypotheek met vaste rente. Hierdoor is het aantal blootgestelde huishoudens in eerste instantie vrij klein. Ten tweede kan een hogere hypotheekrente een prijscorrectie op de huizenmarkt teweegbrengen omdat de hogere hypotheekrente de leenmogelijkheden beperkt en de vraag van beleggers afremt. Ook de prijzen van commercieel vastgoed zouden op soortgelijke wijze kunnen worden geraakt. Wat zouden de gevolgen van een dergelijke correctie zijn? De huizenprijscorrecties in de nasleep van de financiële crisis hebben geleid tot problemen met het negatief eigen vermogen. Huizen stonden onder water waardoor huishoudens zijn gaan bezuinigen. Vooral Nederlandse consumenten hebben met dit probleem te kampen, omdat zij niet over liquide middelen beschikken omdat hun spaargeld is opgesloten in verplichte pensioenfondsen. Sinds de financiële crisis is de situatie echter flink veranderd. Destijds hadden veel huizenbezitters aflossingsvrije hypotheek. Tegenwoordig heeft het merendeel van de huizenkopers een annuïtaire hypotheek. Bovendien zijn de recente prijsstijgingen zo sterk geweest, dat de meerderheid van de huishoudens is juist is beschermd, zelfs in het geval van een aanzienlijke prijscorrectie. De groep die het meeste risico op prijscorrecties loopt, zijn kopers van een eerste woning die onlangs een huis hebben gekocht tegen een verhoogde LTV-ratio.

Een ander kanaal waarlangs strengere financiële voorwaarden de Nederlandse economie kan schaden, zijn de bedrijfsinvesteringen. Hoewel het Nederlandse bedrijfsleven zich tijdens de pandemie over het algemeen veerkrachtig heeft getoond, zal het toch de gevolgen ondervinden van een stijging van de rente. Het belangrijkste macro-economische effect zal zich voordoen via een daling van de bedrijfsinvesteringen. Ondanks de voorkeur van Nederlandse bedrijven voor interne financiering verwachten wij dat de financiële verkrapping verdere neerwaartse druk zal uitoefenen op investeringen. Dit terwijl het investeringsklimaat al sombere vooruitzichten in 2022 kende door de bottlenecks in internationale aanvoerlijnen en een gebrek aan gekwalificeerd personeel. Dit neemt niet weg dat het Nederlandse bedrijfsleven over het algemeen veerkrachtig is; de schuld als percentage van het bbp van niet-financiële bedrijven is in het derde kwartaal van 2021 bijvoorbeeld alweer gedaald tot onder het niveau van voor de pandemie.

Belangrijkste economische/financiële prognoses

BBP-groei (%)	2020	2021e	2022e	2023e	Inflatie (%)	2020	2021	2022e	2023e
Verenigde Staten	-3.4	5.5	3.8	2.3	Verenigde Staten	1.2	4.7	4.6	2.1
Eurozone	-6.5	5.1	3.7	2.6	Eurozone	0.2	2.6	2.5	1.3
Japan	-4.5	1.9	3.1	1.5	Japan	0.0	-0.2	1.0	0.7
Verenigd Koninkrijk	-9.4	6.9	5.2	2.1	Verenigd Koninkrijk	0.9	2.6	4.3	1.9
China	2.2	8.1	5.1	5.3	China	2.5	0.9	2.5	2.0
Nederland	-3.8	4.3	2.8	2.7	Nederland	1.1	2.8	3.5	1.9
Beleidsrente	21/01/2022	+3M	2022e	2023e	10j-rente	21/01/2022	+3M	2022e	2023e
Federal Reserve	0.25	0.50	1.25	2.00	VS Treasury	1.75	1.85	2.60	2.60
European Central Bank	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	Duitse Bund	-0.06	0.05	0.25	0.35
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	Japans overheidspapier	0.12	0.10	0.13	0.20
Bank of England	0.25	0.50	0.75	1.25	VK gilts	1.17	1.35	1.65	2.00
People's Bank of China	3.70	3.60	3.60	3.60					
Natuurlijke bronnen	21/01/2022	+3M	2022e	2023e	Wisselkoersen	21/01/2022	+3M	2022e	2023e
Brent - Olie USD/vat*	87.9	85	75	75	EUR/USD	1.13	1.09	1.05	1.00
WTI - Olie USD/vat*	85.1	82	72	72	USD/JPY	113.7	120	124	130
Henry Hub - Gas USD/mm	4.00	4.50	3.50	3.50	GBP/USD	1.36	1.36	1.33	1.30
TTF - Gas EUR/MWh*	44.5	50	35	25	EUR/GBP	0.84	0.80	0.79	0.77
Goud - USD/oz	1,835	1,700	1,500	1,300	USD/CNY	6.34	6.30	6.20	6.15

Bron: Refinitiv, Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

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

Macro Onderzoeksteam

Sandra Philippen, Hoofdeconoom sandra.phlippen@nl.abnamro.com

Aline Schuiling, Senior Econoom | aline.schuiling@nl.abnamro.com

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

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

Jan-Paul van de Kerke, Econoom | jan-paul.van.de.kerke@nl.abnamro.com

Nick Kounis, hoofd van Financial Markets Research | nick.kounis@nl.abnamro.com

Nora Neuteboom, Senior Econoom | nora.neuteboom@nl.abnamro.com