

Eurozone: Zwakke periode gevolgd door boven-trendmatige groei

Aline Schuiling - Senior econoom | aline.schuiling@nl.abnamro.com

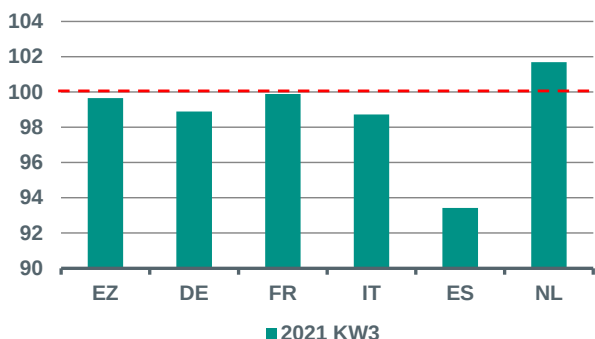
- ▶ De economische groei is in de laatste maanden van 2021 aanzienlijk vertraagd
- ▶ Knelpunten aan de aanbodzijde en hoge inflatie (energieprijzen) remmen de groei van de industriële productie af en doen ook het reëel beschikbaar inkomen van consumenten dalen, en dit terwijl nu een nieuwe golf van het coronavirus de regio treft
- ▶ De groei zal na deze zwakke periode waarschijnlijk weer boven het trendmatige niveau uitkomen, gesteund door het monetaire en begrotingsbeleid en een aanhoudend herstel van de arbeidsmarkt
- ▶ De inflatie zal in de loop van 2022 waarschijnlijk dalen en in 2023 onder het streefniveau van de ECB uitkomen

Na een forse opleving van de groei in het tweede en derde kwartaal van 2021 is de economie van de eurozone in een dip terechtgekomen, die nog wel een paar maanden kan aanhouden. Hoewel de verspreiding van de Omicron-variant duidelijk een neerwaarts risico voor onze groeivoorzichten vormt, verwachten wij geen nieuwe krimp van het bbp omdat de restricties en lockdownmaatregelen dankzij de hoge vaccinatiegraad gematigder zullen zijn dan tijdens eerdere golven van de pandemie. Wij verwachten dat de groei in de loop van het eerste kwartaal van 2022 weer boven het trendmatige percentage zal uitkomen en gedurende heel 2022 hoog zal blijven. Er is immers nog ruimte voor een krachtige consumptiegroei als gevolg van inhaalvraag en een verder herstel van de arbeidsmarkt, terwijl de groei ook ondersteund zal blijven door het begrotings- en monetaire beleid.

De economische prestaties binnen de eurozone zullen convergeren. Het bbp-niveau van de eurozone is in het derde kwartaal van 2021 bijna terug op het niveau van voor de pandemie (zie grafiek). Er waren echter flinke verschillen tussen de grootste lidstaten. Deze groeiverschillen kunnen door een groot aantal factoren worden verklaard. Sommige houden verband met de pandemie (bv. de verspreiding van het virus en de striktheid van lockdownmaatregelen) en andere met fundamentele economische factoren (bv. de economische structuur, het concurrentievermogen en de flexibiliteit van de arbeidsmarkt). Wij verwachten dat de kloof tussen de verschillende landen kleiner zal worden wanneer het economische effect van de pandemie afneemt, wat naar verwachting in 2022-2023 zal gebeuren. Een deel van deze economische convergentie zal te danken zijn aan de verdeling van de middelen uit het Europees Herstelfonds, die grotendeels worden overgeheveld naar de landen die tijdens de pandemie het zwaarst zijn getroffen. Zo zullen Italië en Spanje relatief grote bedragen ontvangen (gelijk aan respectievelijk ongeveer 4% en 6% van het bbp), terwijl Frankrijk minder dan 2% en Duitsland en Nederland elk minder dan 1% zullen ontvangen.

Bbp versus pre-COVID, EZ Big-5

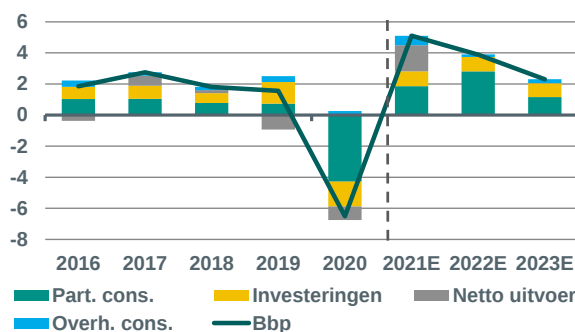
Index, 2019 kwartaal4 = 100



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

BBP-groei van EZ en voornaamste componenten

% / procentpunten



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

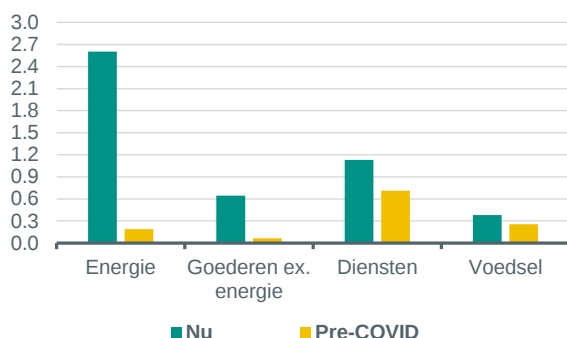
Particuliere consumptie levert belangrijkste bijdrage aan groei volgend jaar. De groei van de particuliere consumptie is in het tweede en derde kwartaal van 2021 fors aangetrokken. Ondanks deze opleving lag het consumptievolume in het derde kwartaal nog ongeveer 2,5% onder het niveau van vóór de pandemie, terwijl de spaarquote nog ruim boven het

niveau van vóór de pandemie lag. Dit duidt erop dat er ruimte is voor een toekomstige inhaalvraag. Uit maandelijkse gegevens over de detailhandelsverkoop, registratie van nieuwe auto's en Google Mobility-gegevens over bezoeken aan winkels en recreatiemogelijkheden blijkt echter dat de consumptiegroei in het vierde kwartaal duidelijk is vertraagd. Het consumentenvertrouwen is in oktober en november gedaald, wat waarschijnlijk te wijten is aan de snelle verspreiding van het virus in een aantal lidstaten, en de herinvoering van lockdownmaatregelen. Daar komt nog bij dat de aanhoudende stijging van de (energieprijzen)inflatie het reëel beschikbare gezinsinkomen heeft gedrukt en waarschijnlijk ook de bereidheid van consumenten om grote aankopen te doen heeft verminderd. Wij denken dat de huidige zwakte van de particuliere consumptie in de loop van volgend jaar zal verdwijnen, wanneer de inflatie naar verwachting merkbaar zal dalen, terwijl het herstel van de arbeidsmarkt zou moeten doorzetten. Wij verwachten dat de particuliere consumptie in 2022 sneller zal groeien dan het totale bbp.

Investerings ondersteund door Europees Herstelfonds. Hoewel de particuliere consumptie in 2022-2023 de grootste bijdrage aan de bbp-groei zal leveren, wordt ook een forse groei van de investeringen in vaste activa verwacht. Zowel particuliere als overheidsinvesteringen zullen extra steun uit het Herstelfonds ontvangen. Volgens de beoordeling door de Europese Commissie (EC) van de bestedingsplannen die door de lidstaten moesten worden ingediend, zal in totaal meer dan 0,5% van het bbp van eurozone uit het Herstelfonds worden uitgegeven in elk van de jaren 2022 en 2023. Wat de samenstelling van de uitgaven uit het fonds betreft, zal de grootste toewijzing van de middelen gaan naar kapitaaloverdrachten (44%), hoofdzakelijk ter ondersteuning van particuliere investeringen, gevolgd door overheidsinvesteringen (32%), terwijl met de rest lopende uitgaven en andere kosten zullen worden gefinancierd. De lidstaten hebben bijna 40% van de uitgaven in hun plannen toegewezen aan klimaatmaatregelen en meer dan 26% aan digitalisering.

Bijdragen aan inflatie nu versus pre-pandemie

Procentpunten j-o-j



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

De loongroei is afgezwakt

% j.o.j.



Bron: ECB, ABN AMRO Economisch Bureau

Herstel van de arbeidsmarkt sneller dan verwacht, maar nog niet volledig. Dankzij het grootschalige gebruik van regelingen voor het behoud van banen is het effect van de pandemie op het inkomen van huishoudens beperkt gebleven. Hoewel deze regelingen tot enige fricties op de arbeidsmarkt hebben geleid, hebben zij ook de aanwervings- en ontslagkosten voor de bedrijven verlaagd. Uiteindelijk is de aanpassing van de arbeidsmarkt van de eurozone aan de pandemie soepeler verlopen dan eerder werd verwacht. Het werkloosheidspercentage in de eurozone is in september 2021 teruggekeerd naar het niveau van voor de pandemie, zij het met grote verschillen tussen de landen en de economische sectoren. Niettemin blijft er sprake van enige extra ruimte op de arbeidsmarkt: de werkgelegenheid (zowel in personen als in gewerkte uren) en de arbeidsparticipatie lagen in het derde kwartaal nog onder het niveau van voor de pandemie. Ondertussen is de groei van de onderhandelde lonen vertraagd. Wij verwachten dat de loonstijging in 2022-2023 zal aantrekken, maar onder het niveau zal blijven dat opwaartse kostendruk op de inflatie zou uitoefenen.

Inflatie op recordhoogte. De inflatie is in november opgelopen tot 4,9%, tegen 4,1% in oktober. De belangrijkste drijvende kracht achter de stijging van de inflatie sinds het begin van de pandemie is de inflatie van de energieprijzen. Daar komt nog bij dat de diensteninflatie momenteel wordt opgedreven door (basiseffecten als gevolg van) de normalisatie van de prijzen

voor horeca, amusement en reizen na het einde van de lockdowns in het voorjaar van 2021. Ten slotte is de prijsstijging van goederen toe te schrijven aan de wereldwijd sterk gestegen prijzen voor industriële producten als gevolg van knelpunten in de bevoorradingsketen en hogere grondstoffenprijzen. Wat de toekomst betreft, wijzen recente gegevens over producentenprijzen en enquêtes over de prijsverwachtingen in de industrie erop dat de goedereninflatie nog wel even hoog kan blijven, maar mettertijd zal afnemen. Wij verwachten dat de inflatie vanaf begin volgend jaar sterk zal dalen (ook omdat het opwaartse effect van wijzigingen in de BTW-tarieven uit de reeks zal verdwijnen) en tegen het einde van het jaar en in 2023 ruim onder de 2% zal uitkomen. De energieprijzinflatie lijkt nu haar hoogtepunt te hebben bereikt en zou in de loop van volgend jaar moeten teruglopen. Bovendien zullen de prijsstijgingen in de sectoren vrijetijdsbesteding en vakanties, en dus ook de diensteninflatie, waarschijnlijk afnemen omdat de prijzen in deze sectoren zullen normaliseren. Aangezien de inflatie eind 2022 waarschijnlijk weer onder het streefniveau van de ECB zal zijn gedaald, verwachten wij dat de ECB een accommoderend beleid zal blijven voeren.

Kerncijfers eurozone

	2020	2021e	2022e	2023e
Economie (% mutaties)				
Bbp	-6,5	5,1	3,9	2,3
- Particuliere consumptie	-8,0	3,5	5,4	2,2
- Investerings	-7,3	4,4	4,3	4,1
- Netto uitvoer (bijdrage aan bbp-groei, %-punt)	-0,4	1,2	0,2	0,0
Inflatie	0,3	2,5	1,7	1,1
- Kerninflatie	0,7	1,4	1,2	1,3
Werkloosheidspercentage	7,9	7,8	7,7	7,5
Rente en valuta (jaarultimo)				
ECB deposito rente	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
3M Euribor rente	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6
10-jrs Duitsland	-0,6	-0,2	0,0	0,1
EUR/USD	1,22	1,10	1,05	1,00

Nederland: Stevige groei in 2022, maar knelpunten zijn een belemmering

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

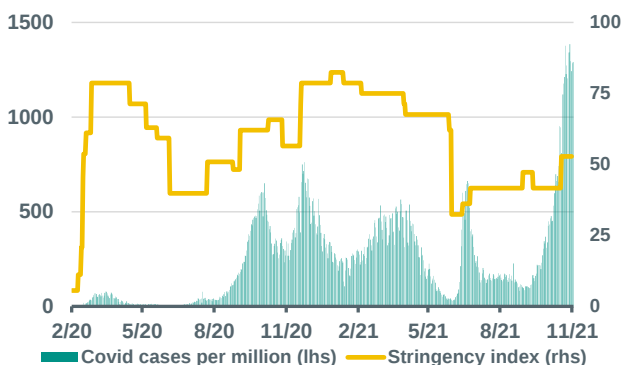
Nora Neuteboom - Senior econoom | Nora.Neuteboom@nl.abnamro.com

- ▶ **Nieuwe beperkingen zetten een domper op de activiteit in het vierde kwartaal, maar voor 2021 wordt nog steeds een groei van 4,4% verwacht**
- ▶ **De Nederlandse economie is veerkrachtig gebleken, en wij verwachten dat de groei daardoor in 2022 boven de trend zal uitkomen**
- ▶ **De pandemie, Omicron, en aanhoudende knelpunten vormen ernstige neerwaartse risico's voor de groei**

Met een groei van 3,8% k-o-k is het Nederlandse bbp in het derde kwartaal weer opgeveerd tot boven het niveau van voor de pandemie, vooral dankzij een opleving van de consumentenbestedingen na de heropening van de economie. In vergelijking met sectorgenoten in de eurozone is de Nederlandse economie in 2020 en 2021 opmerkelijk veerkrachtig gebleken. De aanvankelijke daling van het bbp was kleiner, en elke opeenvolgende Covid-golf heeft minder macro-economische gevolgen gehad. Deze flexibiliteit en veerkracht zullen van cruciaal belang zijn voor de economie in de toekomst, nu de inhaal groei afneemt en de onzekerheid over Covid en de knelpunten aan de aanbodzijde toeneemt.

Het aantal dagelijkse gevallen stijgt, wat leidt tot nieuwe beperkingen.

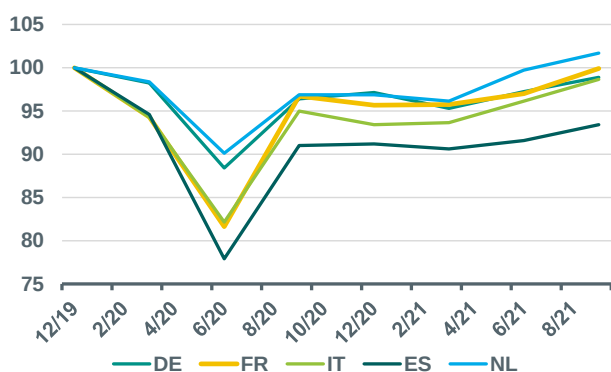
Oxford Stringency Index, totaal aantal bevestigde gevallen van COVID-19 per 1.000.000 mensen



Bron: ABN AMRO, CBS

Nederland presteert beter dan de meeste landen van de eurozone

BBP-index, 2019Q4=100



Bron: ABN AMRO, CBS

In 2021 is de wereldhandel verder gegroeid, waarvan de Nederlandse exporteurs hebben geprofiteerd. In normale tijden leidt dit tot een opleving van de investeringen, maar in de tweede helft van 2021 zijn de investeringen juist gedaald. Met een producentenvertrouwen en nieuwe orders op recordhoogte is dit duidelijk niet te wijten aan een gebrek aan vraag, maar eerder het gevolg van knelpunten; wereldwijde aanbodproblemen en tekorten in belangrijke componenten en de krappe arbeidsmarkt hebben de uitvoering van investeringsplannen vertraagd.

De laatste tijd is het aantal nieuwe besmettingen sterk gestegen, wat de Nederlandse regering ertoe heeft aangezet de beperkingen op te voeren. De "lockdown light" van de vorige pandiegolven is vervangen door een avondvergrendeling - waarbij bars, cafés en niet-essentiële winkels om 17.00 uur sluiten - van drie weken. De directe gevolgen van deze beperking worden beheersbaar geacht, aangezien zij vooral gericht zijn op bars, restaurants, bioscopen en theaters, die samen slechts ongeveer 4,5% van de totale consumentenbestedingen uitmaken. Bovendien waren we bij eerdere lockdowns getuige van grote substitutie-effecten, waarbij de bestedingen werden verlegd van bars en restaurants naar afhaalgelegenheden, en van culturele activiteiten naar activiteiten thuis. De abonnementen op video op aanvraag hebben een hoge vlucht genomen naarmate het bezoek aan bioscopen en theaters aan banden werd gelegd. Het blijft echter hoogst onzeker of de nieuwe maatregelen zullen volstaan om de bezetting van de IC te verlichten, en een verlenging en/of verscherping van de beperkingen is dan ook een ernstig risico. De opkomst van de nieuwe Omicron-stam maakt deze

risico's nog groter. Al met al verwachten wij dat de beperkingen in het vierde kwartaal zullen resulteren in een krimp van de particuliere consumptie, die volgt op een reeds dalende groeitrend als gevolg van het wegebben van de inhaaleffecten, in combinatie met een dalend consumentenvertrouwen als gevolg van inflatievrees en onzekerheid over de vooruitzichten van de Covid. Ondanks een zwakker vierde kwartaal, dat vooral te wijten is aan de Covid-beperkingen, verwachten wij nog steeds een groei van 4,4% in 2021.

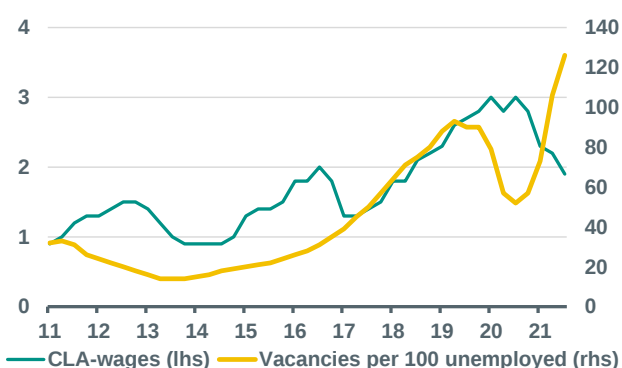
Vooruitzichten voor 2022: Covide onzekerheid en naderende grenzen van de groei

Aangezien de economie zich nog steeds in de inhaalfase bevindt ten opzichte van het trendmatige BBP, verwachten wij voor 2022 een groei die boven de trend ligt, vooral onder impuls van een verder herstel van de particuliere consumptie. Ondanks de hogere inflatie die de koopkracht uitholt, wordt de consumptie gestimuleerd door de lage werkloosheid en de hoge spaarquote. Daar komt nog bij dat de regering heeft aangekondigd de loonsubsidieregeling opnieuw in te voeren nu de Covid-19-beperkingen opnieuw zijn aangescherpt. Ook dit zal de consumptie helpen ondersteunen. De onzekerheid over mogelijk strengere Covid-beperkingen en de Omicron-variant werpt echter een schaduw over de vooruitzichten voor 2022. Volgens onze huidige prognoses zullen de beperkingen tot begin 2022 van kracht blijven en zal de consumptie vanaf de tweede helft van februari weer aantrekken, waardoor de consumptiegroei in het eerstest kwartaal nog steeds positief is.

Naarmate de economie groeit, zullen de aanbodbeperkingen waarschijnlijk zwaarder gaan wegen. De conjunctuurenquête van oktober wees op toenemende aanbodbeperkingen, waarbij bedrijven onvoldoende voorraden rapporteerden om de productie op peil te houden, en wij verwachten dat deze belemmeringen tot ver in de eerste helft van 2022 zullen aanhouden. Bovendien is de werkloosheid dankzij de genereuze loonsubsidieregeling (NOW) van de Nederlandse regering tijdens de pandemie slechts licht gedaald, en met de heropening van de economie is de arbeidsmarkt historisch krap geworden. Momenteel bedraagt de werkloosheid 2,9%, en voor elke 100 werklozen zijn er 126 vacatures. Uit de conjunctuurenquête van de EG voor Nederland blijkt dat arbeid een even grote factor is die de productie beperkt als het tekort aan grondstoffen. Wij verwachten echter dat deze druk zal afnemen wanneer de economie zich aanpast. Al met al zullen de beperkingen aan de aanbodzijde en op de arbeidsmarkt weliswaar op de groei in 2022 drukken, maar verwachten wij toch nog enige inhaalgroei, vooral in het eerste en tweede kwartaal van 2022. Wij verwachten een bbp-groei van 3,8% in 2022, wat iets minder is dan de 4,4% van 2021. De pandemie blijft echter neerwaartse risico's voor de vooruitzichten inhouden.

Ongekende krapte, maar loonstijging gematigd

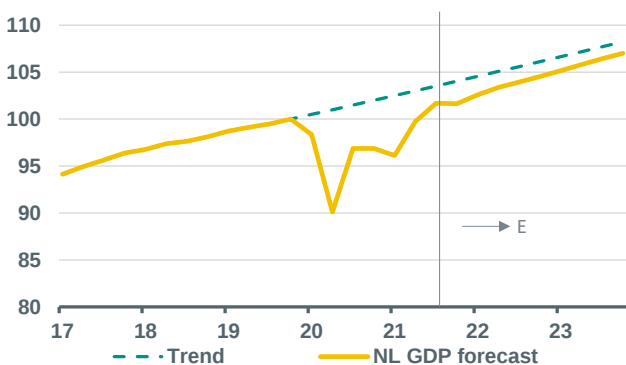
CAO-lonen incl. bijzondere beloningen j.o.j., vacatures per 100 werklozen



Bron: ABN AMRO, CBS

Een meer dan trendmatige groei helpt de output gap

BBP-index, 2019Q4=100



Bron: ABN AMRO, CBS

De wereldwijde vraag die groter is dan het aanbod heeft ook in Nederland de prijzen opgedreven. De CPI-inflatie voor november (5,2%, kern: 2,5%) liet een verdere versnelling van de prijsgroei zien. Zoals uit het verschil tussen de algemene en de kerninflatie blijkt, wordt de inflatie vooral aangewakkerd door volatiele componenten, met name energie. Rekening houdend met het laatste cijfer verwachten wij dat de inflatie voor 2022 zal afzakken tot 2,6%. De hoge energieprijzen en de doorwerkingseffecten daarvan in de goederenprijzen zullen naar verwachting tot medio 2022 aanhouden. Zodra de hoge energieprijzen afnemen, zal de belangrijkste bron van opwaartse inflatiedruk verdwijnen en verwachten wij derhalve dat de inflatie weer zal dalen.

Ondanks deze prijsdruk en een verzengend hete arbeidsmarkt zien wij geen effect op de lonen. De CAO-loonstijging is in het derde kwartaal van 2021 licht gedaald. Door de loonstructuur in Nederland - 75% van alle lonen ligt vast in CAO's - is een loon-prijsspiraal op dit moment zeer onwaarschijnlijk. Incidentele lonen, waaronder functiewisselingen, promoties en bonussen, vertonen de laatste tijd een hoger groeipad, maar zijn slechts verantwoordelijk voor een zeer klein aandeel op de totale lonen. Om deze redenen zien wij geen redenen om onze visie op de inflatie te wijzigen; d.w.z. wij verwachten dat de inflatie tot ver in 2022 hoog zal blijven, maar voornamelijk onder invloed van basiseffecten en energieprijzen, met een normalisatie tot net onder de 2%-niveaus vanaf 2023. Een vertraging in de vermindering van de verstoringen aan de aanbodzijde en grotere tweede-ronde-effecten vormen een opwaarts risico voor deze visie.

VS: inflatierisico's zijn reden voor eerdere beleidsverkrapping

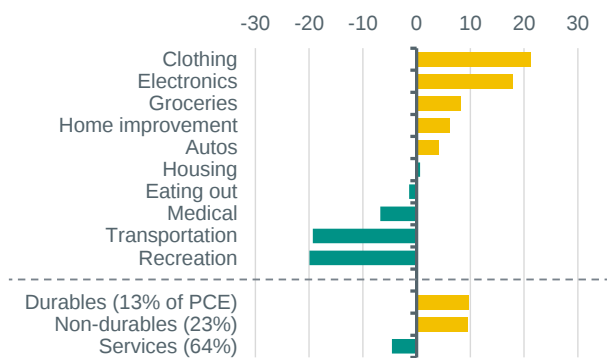
Bill Diviney - Senior Econoom | bill.diviney@nl.abnamro.com

- ▶ De economie is in 2021 sterk gegroeid, en ook in 2022 zou de groei boven de trend moeten blijven
- ▶ De aanhoudende verschuiving van goederen- naar dienstenconsumptie houdt de inflatierisico's echter stevig opwaarts gericht. De verspreiding van Omicron kan die risico's - als dat al het geval is - nog vergroten
- ▶ Wij verwachten dat dit, in combinatie met een onverwacht krappe arbeidsmarkt, vanaf juni tot renteverhogingen zal leiden

Wanneer we louter naar de kerncijfers voor de groei kijken, blijkt dat de Amerikaanse economie opmerkelijk dicht in de buurt is gekomen van onze verwachting van februari, na de cruciale overwinning van de democratische meerderheid in de Senaat; het bbp zal in 2021 waarschijnlijk met 5,6% zijn gegroeid, net iets minder dan de 5,8% die we toen hadden geraamd. Het bbp heeft de piek van voor de pandemie ruimschoots overschreden en zal tegen het tweede kwartaal van volgend jaar terugkeren naar de trend van voor de pandemie - d.w.z. dat de output gap zal zijn gedicht. Wat de economie heeft verrast, is de samenstelling van de groei en de gevolgen daarvan voor de inflatie. De goederenconsumptie, die aanvankelijk werd gestimuleerd door opeenvolgende reeksen stimuleringscheques en aanvullende werkloosheidsuitkeringen, is veel langer sterk gebleven dan wij hadden verwacht. Tegelijkertijd heeft de snelle verspreiding van de Delta-variant tijdens de zomermaanden - zonder dat dit tot noemenswaardige nieuwe beperkingen van de activiteit heeft geleid - niettemin een domper gezet op het herstel van de dienstensector. Het nettoresultaat is dat de particuliere consumptie in totaal sterker is gegroeid dan wij in februari hadden verwacht, maar dat deze aanhoudende overconsumptie van goederen in combinatie met onverwachte knelpunten aan de aanbodzijde de inflatie heeft opgedreven tot het hoogste peil in 30 jaar.

De consumptie blijft sterk gericht op goederen...

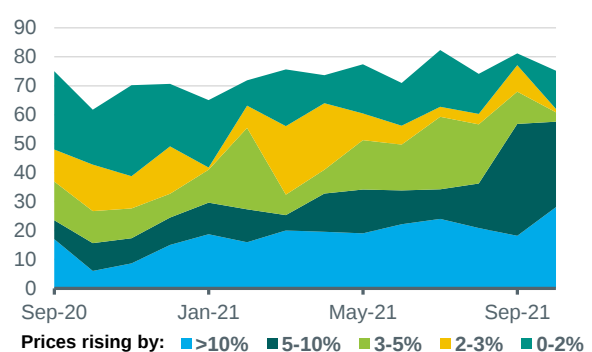
Particuliere consumptieve bestedingen (PCE), % t.o.v. pre-pandemische trend



Opmerking: Vanaf oktober 2021. Gele balken = goederencategorieën, groene = dienstencategorieën. Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

...een verruiming van de inflatiedruk

Verdeling in % van de inflatiecategorieën (gewogen aandeel) naar prijsstijging



Bron: Dallas Fed, ABN AMRO Economisch Bureau

Toen de inflatie in het voorjaar aanvankelijk begon aan te trekken, kon dit grotendeels worden verklaard als een inhaalbeweging na de perioden van laagconjunctuur tijdens de lockdown in 2020. De volgende versnelling was grotendeels te danken aan de prijzen van tweedehands auto's. De autoproductie werd wereldwijd gehinderd door een tekort aan halfgeleiders, maar in de VS botste dit tekort op een door stimuleringsmaatregelen gestimuleerde sterke stijging van de vraag, waardoor de prijzen van tweedehands auto's astronomische stijgingen vertoonden: in oktober lagen de prijzen 43% hoger dan in februari 2020. Volgens ramingen van de Dallas Fed steeg in oktober ongeveer 60% van de gewogen inflatiecategorieën van de consumptieprijzen met meer dan 5% op jaarbasis, en de helft daarvan met meer dan 10% op jaarbasis. Deze snelle toename van de prijsdruk gaat gepaard met historisch ongekende stijgingen van de producentenprijzen in de pijplijn, zowel in de VS als wereldwijd, en met loonstijgingen als gevolg van een onverwacht krappe arbeidsmarkt.

Vooruitzichten voor 2022: Herstel zet door, geholpen door een vermindering van de knelpunten aan de aanbodzijde

Hoewel de groei in de periode 2021 iets zwakker is uitgevallen dan verwacht, is dit niet te wijten aan een gebrek aan vraag, maar veeleer aan een gebrek aan aanbod: de groeivertraging is hoofdzakelijk toe te schrijven aan een inkrimping van de voorraden en zwakke investeringen als gevolg van een tekort aan onderdelen en arbeidskrachten. Wat sommige maatregelen betreft - bijvoorbeeld de vrachttarieven voor de scheepvaart en de congestie in de havens - lijken sommige knelpunten aan de aanbodzijde hun hoogtepunt te hebben bereikt, maar een volledig herstel van de aanbodzijde lijkt niet waarschijnlijk vóór eind 2022, en de verspreiding van de nieuwe Omicron-variant zou dat proces wel eens kunnen verlengen. Niettemin zou de groei nog steeds moeten worden ondersteund door een geleidelijke vermindering van de knelpunten aan de aanbodzijde, en wij verwachten dat een toename van de investeringen en een heropbouw van de voorraden in 2022 als ruggensteun voor de economie zullen fungeren. Het begrotingsbeleid zal waarschijnlijk ook over het algemeen ondersteunend blijven, waarbij de onlangs aangenomen "Bipartisan Infrastructure Deal" en het komende "Build Back Better"-plan van president Biden de investeringen in infrastructuur en hernieuwbare energie zullen stimuleren. Wat de consumptie betreft, is het op basis van de ervaring met de Delta-golf onwaarschijnlijk dat de economische activiteit opnieuw aan banden zal worden gelegd, terwijl de consumenten zelf zich ook steeds minder lijken te laten afschrikken door de verspreiding van nieuwe virusvarianten. Hoewel Omicron de consumptiegroei op korte termijn kan temperen, lijkt het onwaarschijnlijk dat deze zal ontsporen.

Aanhoudende opwaartse inflatierisico's zullen waarschijnlijk leiden tot een vroege stijging van de rentetarieven

Een grotere implicatie van Omicron is wellicht de invloed ervan op de samenstelling van de consumptie in plaats van op de groei, d.w.z. dat de verschuiving van goederenconsumptie naar dienstenconsumptie verder kan worden vertraagd. Dit zou de reeds verhoogde risico's voor de inflatie nog vergroten. Wij verwachten nog steeds dat de inflatie in de loop van 2022 aanzienlijk zal dalen, waarbij de CPI-kerninflatie in februari naar verwachting een piek van iets meer dan 5% zal bereiken en tegen eind 2022 zal zijn teruggelopen tot 2,4%. Deze prognose is echter met grote onzekerheid omgeven en de risico's zijn vooral opwaarts gericht. Ten eerste houdt de inflatieverruiming het risico in dat het recente prijszettingsgedrag zich verankert, d.w.z. dat de inflatieverwachtingen breder worden. Onlangs schommelden de inflatiemetingen op basis van consumentenenquête's rond de bovenkant van de bandbreedte van de afgelopen tien jaar of zo. Hoe langer de brede en hoge inflatie aanhoudt, hoe groter echter het risico dat deze verwachtingen buiten de recente historische marges drijven. Nog belangrijker is dat de indicatoren van de krapte op de arbeidsmarkt tot historisch hoge niveaus zijn gestegen, ondanks het feit dat de werkgelegenheid zelf nog steeds onder het niveau van voor de pandemie ligt, met een ontslagpercentage op het hoogste peil ooit van 3%, en sommige maatstaven van de loonstijging op het hoogste peil in meerdere decennia. Dit wijst erop dat het werkloosheidspercentage dat verenigbaar is met een lage en stabiele inflatie - of de NAIRU - hoger is dan vóór de pandemie, althans gedeeltelijk als gevolg van een aanzienlijke daling van de arbeidsparticipatie. Naar aanleiding van onderzoek van de Fed waaruit blijkt dat een groot deel van de huidige daling van de arbeidsparticipatie te wijten is aan vervroegde uittrekkers - d.w.z. mensen die waarschijnlijk niet zullen terugkeren tot de beroepsbevolking - hebben wij onze verwachting voor het tijdstip waarop de Fed haar doelstelling van volledige werkgelegenheid van ongeveer 4% werkloosheid zal bereiken, vervroegd van het vorige vierde kwartaal naar het tweede kwartaal van 2022. De arbeidsparticipatie zou het komende jaar nog iets moeten toenemen, mogelijk geholpen door de voorgestelde steun voor kinderopvang in het kader van Build Back Better, maar wij verwachten niet dat dit genoeg zal zijn om de dynamiek die wij nu op de arbeidsmarkt zien, op korte termijn fundamenteel te veranderen.

De groei van de arbeidskosten versnelt sterk

Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

De economie heeft misschien al volledige

Werkloosheid, % (De periode na de stippellijn is onze prognose)



Opmerking: "Niet-inflatoie werkloosheid" verwijst naar de door CBO geraamde NAIRU. Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

De combinatie van opwaartse risico's voor de inflatieverwachtingen en een onverwacht krappe arbeidsmarkt heeft ertoe geleid dat wij onze verwachting voor renteverhogingen naar voren hebben bijgesteld. Nu de Fed de activa-aankopen waarschijnlijk in maart volgend jaar zal stopzetten - een vervroeging ten opzichte van de vorige verwachting van juni - verwachten wij dat de Fed de fed funds rate in juni zal beginnen te verhogen, een half jaar eerder dan onze vorige verwachting van begin 2023. In totaal verwachten wij drie renteverhogingen van 25 basispunten in 2022 en nog eens drie in 2023, waardoor de fed funds rate eind 2023 weer op het voorpandemische niveau van 1,5-1,75% zal liggen. Wij denken dat dit versnelde tempo van beleidsverstrakking tot doel zal hebben de inflatieverwachtingen op langere termijn af te remmen en beter in staat te zijn het beleid verder aan te scherpen mocht de inflatie op middellange termijn hoger blijven dan verwacht. Wij verwachten in dit stadium echter geen beleidsverkrapping die agressief op de vraag inwerkt. Daarom, en gezien de vertraging waarmee het monetaire beleid doorgaans de economie beïnvloedt, hebben wij onze groeiprognose voor 2022 niet bijgesteld; wij verwachten dat deze met 4,1% ruim boven de trend zal blijven. Voor 2023 verwachten wij een aanzienlijke groeivertraging als gevolg van een combinatie van afnemende post-pandemische inhaaleffecten en een krapper monetair beleid. Onze prognose voor de nominale groei in 2023 is 2,3%, maar deze zal worden geflatteerd door het overloopeffect van 2022, met een verwachte gemiddelde groei op jaarbasis van 1,4% per kwartaal, ruim onder de trendmatige groei.

China: Groeirisico's blijven bestaan in Jaar van de Tijger

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

- ▶ **Sterke groei op jaarbasis verhuult uitzonderlijk zwakke, door pandemie veroorzaakte groei op kwartaalbasis dit jaar**
- ▶ **Wij hebben onze jaarlijkse groeiprognoses voor 2021 en 2022 verlaagd tot respectievelijk 8,0% en 5,3%**
- ▶ **Zero-tolerance covid-19 beleid, Omicron en onroerend goed voegen risico's toe...**
- ▶ **...maar wij verwachten verdere versoepeling van het beleid en andere maatregelen om de groei te stabiliseren.**

Op 1 februari 2022 begint in China het Jaar van de Tijger. De tijger wordt gezien als de dierenkoning in de Chinese dierenriem en wordt geassocieerd met "kracht, het uitdrijven van kwaad en moed". Of deze eigenschappen symbolisch zullen blijken voor de Chinese economie in 2022 valt nog te bezien. De voorbije twee jaar volgde de economie een ongewoon volatiel, door een pandemie aangestuurd groeipatroon. Dankzij een sterk basiseffect van de initiële covid-19-schok in Q1-2020 zal de jaarlijkse groei in 2021 $\pm 8\%$ bedragen, wat het hoogste tempo zou zijn sinds 2011. Hoewel dit wijst op de aanvankelijk sterke opleving van China na de pandemie, is het herstel dit jaar duidelijk tot stilstand gekomen als gevolg van het nultolerante covid-beleid en andere tegenwind die het land zichzelf heeft toegebracht. Wij hebben onze groeiprognose voor 2022 naar beneden bijgesteld tot 5,3% en zien nog steeds neerwaartse risico's (zie onze recente publicatie [*Will the Chinese Dragon keep flying*](#) voor meer achtergrond over China's groeiproblemen en -scenario's op langere termijn).

Terugblik op 2021: Sterke gemiddelde jaarlijkse groei maskeert zwakke kwartaalgroei

Uitgedrukt in opeenvolgende groeicijfers is het herstel na de pandemische schok dit jaar duidelijk tot stilstand gekomen. In het eerste en derde kwartaal van 2021 bedroeg de groei op kwartaalbasis gemiddeld een magere 0,5%, met nauwelijks groei in het eerste en derde kwartaal. Dit stagnerende momentum, in combinatie met basiseffecten, komt ook tot uiting in een duikeling van de groei op jaarbasis, van 18,3% op jaarbasis in het eerste kwartaal tot 4,9% op jaarbasis in het derde kwartaal. China heeft de inzinking voor een groot deel aan zichzelf te wijten. Ten eerste is een nultolerantiebeleid ten aanzien van covid-19 gehandhaafd, hoewel het aantal (Delta-)gevallen vanuit internationaal perspectief zeer laag blijft. Dit heeft een neerwaartse druk uitgeoefend op de (diensten)consumptie en dit verklaart waarom de consumptie achterblijft bij het herstel. Ten tweede hebben de beleidsmakers, nu de jaarlijkse groei de in maart 2021 vastgestelde vrij voorzichtige groeidoelstelling van "meer dan 6%" ruimschoots overtreft, de kans aangegrepen om de risico's voor de financiële stabiliteit op langere termijn aan te pakken. Zo is bijvoorbeeld de hefboomwerking in de vastgoedsector aangepakt, met het "drie rode lijnen"-beleid dat de financiering van projectontwikkelaars aan banden legt. Na de problemen van Evergrande zijn de nadelen van de vastgoedsector nog groter geworden. De regering heeft ook het regelgevend optreden tegen internetbedrijven geïntensiveerd en uitgebreid. Ten derde heeft Pekings streven om milieukwesties aan te pakken geleid tot een energieschaarste, die de industriële productie de afgelopen maanden heeft getroffen en een piek in de energieprijzen heeft veroorzaakt. Nu de pandemische problemen in vergelijking met de zomer zijn afgenomen en het energiebeleid intussen is versoepeld, verwachten wij dat de kwartaalgroei in het vierde kwartaal van 2021 zal aantrekken (maar dat de groei op jaarbasis verder zal teruglopen), hoewel wij onze groeiprognose voor het volledige jaar 2021 hebben verlaagd tot 8,0% (van 8,3%).

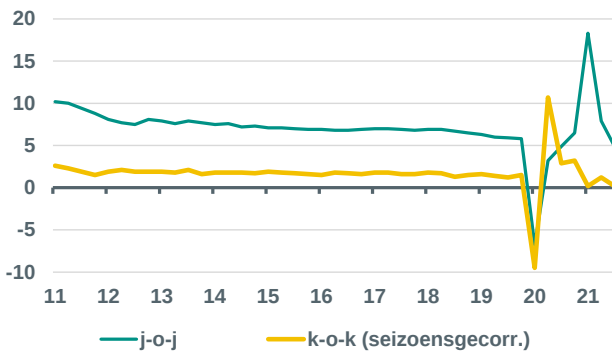
Vooruitzichten voor 2022: Omicron maakt versoepeling van nultolerantie covid-19-beleid minder waarschijnlijk

Vooruitblikkend naar 2022 brengt de recente opkomst van de Omicron-variant in Zuid-Afrika (die nog besmettelijker lijkt dan Delta) nog een extra laag van onzekerheid met zich mee. Hoewel het nog te vroeg is voor een algemene beoordeling, lijkt Omicron in dit stadium de kans te hebben verkleind dat China zijn nultolerantiebeleid ten aanzien van covid-19 spoedig zal afzwakken. China's leiders hebben zich geprofileerd als de wereldwijde kampioen van pandemiebeheersing en lijken de macro-economische kosten tot dusver te tolereren, terwijl ook de bevolking de aanpak lijkt goed te keuren. Hoewel China zijn vaccinatiegraad sterk heeft opgevoerd, maakt de onzekerheid over de doeltreffendheid van China's vaccins - zeker met betrekking tot nieuwe varianten - een regimewisseling in dit stadium niet waarschijnlijk. Het grensoverschrijdende verkeer zal zeker sterk beperkt blijven. Op binnenlands vlak is een voorzichtige versoepeling van het beleid na de Olympische

Winterspelen van Peking in februari misschien aan de orde (indien de gevolgen van Omicron beheersbaar blijken te zijn), maar Peking heeft al aangegeven dat het zich niet zal spiegelen aan het "stop-go-beleid" van de Europese regeringen, noch aan de laissez-faire-benadering van de VS.

Hoge gemiddelde groei j-o-j in 2021 verhult zwakke groei

Reële BBP-groei



Bron: Bloomberg, Refinitiv

Herstel van particuliere consumptie blijft achter

Totale detailhandelsverkoop, waarde, CNY bn



Bron: Refinitiv

Vooruitzichten voor 2022: Omicron maakt versoepeling van nultolerantie covid-19-beleid minder waarschijnlijk

Vooruitblikkend naar 2022 brengt de recente opkomst van de Omicron-variant in Zuid-Afrika (die nog besmettelijker lijkt dan Delta) nog een extra laag van onzekerheid met zich mee. Hoewel het nog te vroeg is voor een algemene beoordeling, lijkt Omicron in dit stadium de kans te hebben verkleind dat China zijn nultolerantiebeleid ten aanzien van covid-19 spoedig zal afzwakken. China's leiders hebben zich geprofileerd als de wereldwijde kampioen van pandemiebeheersing en lijken de macro-economische kosten tot dusver te tolereren, terwijl ook de bevolking de aanpak lijkt goed te keuren. Hoewel China zijn vaccinatiegraad sterk heeft opgevoerd, maakt de onzekerheid over de doeltreffendheid van China's vaccins - zeker met betrekking tot nieuwe varianten - een regimewisseling in dit stadium niet waarschijnlijk. Het grensoverschrijdende verkeer zal zeker sterk beperkt blijven. Op binnenlands vlak is een voorzichtige versoepeling van het beleid na de Olympische Winterspelen van Peking in februari misschien aan de orde (indien de gevolgen van Omicron beheersbaar blijken te zijn), maar Peking heeft al aangegeven dat het zich niet zal spiegelen aan het "stop-go-beleid" van de Europese regeringen, noch aan de laissez-faire-benadering van de VS.

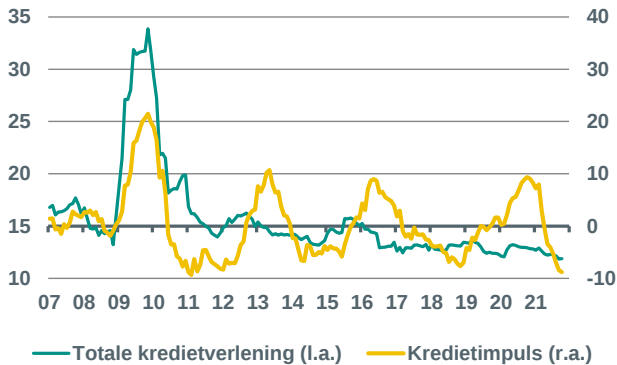
... maar wij verwachten verdere versoepeling van het beleid en andere maatregelen om de groei te stabiliseren

Wat betekent dit alles voor de vooruitzichten? Na de hoge, door een pandemie veroorzaakte, volatiliteit van de k-o-k groeicijfers in 2020-21 verwachten wij enige normalisering in 2022, maar Omicron is de wild card. Het risico van een opflakking van het virus blijft bestaan, zowel aan de vraag- als aan de aanbodzijde. Het vasthouden aan een strikt covid-19-beleid zal een rem zetten op het verdere herstel van de particuliere consumptie. Hieraan moet worden toegevoegd dat China's nultolerantiebeleid ten aanzien van covid-19 in de loop van de tijd doelgerichter is geworden (deels dankzij het gebruik van IT), waarbij lockdowns en andere mobiliteitsbeperkingen nu veel meer plaatsgebonden zijn dan in de beginfasen van de pandemie. Hoewel Omicron vooralsnog per saldo een risico-negatief voor China lijkt te zijn, kan het ook een positief effect hebben. Tot dusver kan China's aanhoudende exportkracht deels worden toegeschreven aan een wereldwijde (pandemiegerelateerde) vraagverschuiving naar goederen, en Omicron kan een omslag naar diensten vertragen. Intussen verwachten wij dat de investeringen in 2022 zullen aantrekken, aangezien wij een verdere stapsgewijze versoepeling van het macrobeleid voorzien. Na een vergadering van de Staatsraad begin december heeft de PBoC conform onze verwachtingen medio december een verdere verlaging van de RRR met 50 basispunten aangekondigd en voor volgend jaar hebben wij nog een verlaging met 50 basispunten ingecalculeerd. Bovendien verwachten wij dat de gematigde begrotingssteun zal aanhouden in de vorm van meer ruimte voor lokale overheden om infrastructuurprojecten, waaronder klimaatgerelateerde, te financieren. Wij verwachten ook dat Peking maatregelen zal nemen om de nadelige gevolgen van de vastgoedsector in te dammen. Als het beleid geen actie onderneemt, zal de jaarlijkse groei in 2022 waarschijnlijk lager uitvallen dan het door Peking gewenste traject voor volgend jaar. China's groeidoelstelling voor 2022 zal begin maart

worden bekendgemaakt tijdens het jaarlijkse Nationale Volkscongres, maar het is mogelijk dat we daar al een glimp van opvangen tijdens de Centrale Economische Werkconferentie later deze maand.

Kredietcyclus stabiliseert bij stapsgewijze verruiming

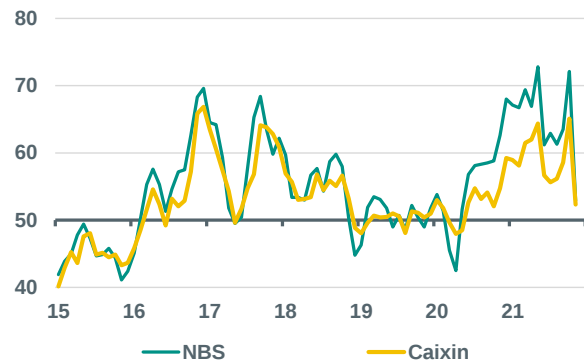
Kredietimpuls China (netto wijziging over 12 maanden)



Bron: Bloomberg

Inflatiedruk vanuit kostprijzen neemt af

PMI verwerkende industrie, sub-index inputprijzen, 50 - neutraal cijfer



Bron: Refinitiv

Wij verwachten dat de producentenprijsinflatie zal afnemen en de consumentenprijsinflatie zal stijgen

In de loop van dit jaar is de Chinese producentenprijsinflatie sterk versneld en in oktober bereikte zij met 13,5% j-o-j de hoogste inflatie in 26 jaar. Deze versnelling, die heeft bijgedragen tot de wereldwijde vrees voor inflatie, is grotendeels toe te schrijven aan de grondstofgerelateerde sectoren, als gevolg van de wereldwijde stijging van de grondstoffenprijzen, en is verergerd door de binnenlandse energieschaarste. Wij verwachten dat de jaarlijkse PPI-inflatie volgend jaar zal dalen (hoewel potentiële aanbodschokken van Omicron dit proces in de toekomst kunnen vertragen). Een versoepeling van het energiebeleid heeft al tot een neerwaartse correctie van de energie- en andere grondstoffenprijzen geleid. Dit kwam ook tot uiting in een scherpe daling van de subindexen voor inputprijzen in China's recentste PMI's voor de verwerkende industrie. Ondertussen bevestigen de meest recente gegevens dat de doorwerking van hogere kostprijzen in de consumentenprijsinflatie (CPI) en de kerninflatie nog steeds beperkt is, deels als gevolg van de nog steeds zwakke binnenlandse vraag. Het verschil tussen de PPI-inflatie en de CPI-inflatie bereikte in oktober een recordhoogte van 12%-punten. Aangezien er evenwel tekenen zijn dat deze doorwerking begint toe te nemen en de voedselprijzencyclus (die door de prijzen van varkensvlees wordt gedomineerd) omslaat, verwachten wij dat de consumentenprijsinflatie zal oplopen van 1,0% dit jaar tot gemiddeld 2,5% in 2022.

UK: De Brexit-pandemische bevoorradingscrisis

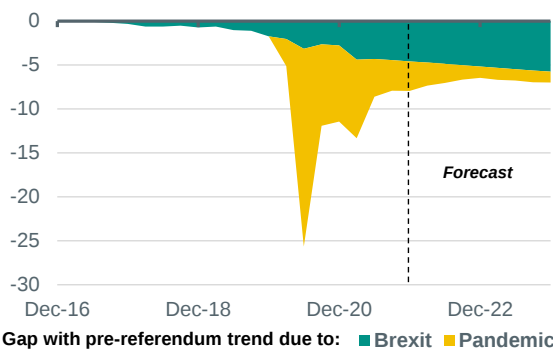
Bill Diviney - Senior Econoom | bill.diviney@nl.abnamro.com

- De economie is zwakker dan zij lijkt, ondanks de sterke opleving van het BBP dit jaar en volgend jaar
- Pandemische verstoringen aan de aanbodzijde gaan samen met unieke Brexit-gerelateerde aantastingen van de productiecapaciteit van de economie. Dit beperkt de groei en drijft de inflatie op
- De combinatie van een tekort aan vraag en een nog groter tekort aan aanbod vormt een unieke uitdaging voor de Bank of England, die waarschijnlijk nog deze maand zal beginnen met het verhogen van de rente

De Britse economie was een van de zwaarst door de pandemie getroffen economieën in 2020, met een bbp-daling van 22% van piek tot dal (tegen 15% in de eurozone en 10% in de VS). Het is dan ook geen verrassing dat de opleving in 2021 tot de sterkste behoort: wij verwachten een groei van 6,8% voor het hele jaar, tegen 5,1% in de eurozone en 5,6% in de VS. De kracht van het herstel overschat echter de kracht van de economie; het bbp heeft bijna zijn piek van vóór de pandemie bereikt, maar de economie zal eind dit jaar naar verwachting nog steeds 3,5 pp kleiner zijn dan zonder de pandemie het geval zou zijn geweest - en dan hebben we het nog niet eens over Brexit. De gevolgen van de pandemie zijn namelijk moeilijk volledig los te koppelen van Brexit, gezien de timing van het vertrek van het Verenigd Koninkrijk uit de interne markt, iets minder dan een jaar geleden. De gevolgen van de nieuwe grenscontroles en immigratiebeperkingen zijn echter aanzienlijk, en afgezien van de vermindering van de potentiële productie van de Britse economie is de verminderde capaciteit van de aanbodzijde van de economie ook een van de belangrijkste redenen waarom de Bank of England het monetaire beleid waarschijnlijk eerder zal moeten verkrappen dan andere grote centrale banken. Deze vroegere verstrakking van het beleid zou de inflatie weer op het streefcijfer moeten brengen, maar zal onvermijdelijk ook op de vraag op middellange termijn wegen.

Pandemie-effect vervaagt, maar Brexit-impact neemt

BBP-verschil met de trend van vóór het referendum (2016), procentpunten



Bron: Refinitiv, OBR, ABN AMRO Economisch Bureau

Inflatie blijft boven doelstelling zonder

CPI, % j-o-j; Prognose = raming BoE op basis van verschillende beleidsscenario's



Bron: Bank of England, ABN AMRO Economisch Bureau

Net als in de eurozone en de VS is de inflatie de afgelopen maanden aanzienlijk gestegen, in oktober tot het hoogste punt in tien jaar met 4,2% j-o-j. Verwacht wordt dat de inflatie in het voorjaar een piek van bijna 5% zal bereiken, wanneer Ofgem (de nationale toezichthouder voor de energiesector) de maximumprijzen voor de energieprijzen voor huishoudens verhoogt om rekening te houden met de recente stijging van de groothandelsprijzen voor gas. Hoewel de energiefacturen van de huishoudens in oktober al aanzienlijk zijn gestegen, is dit slechts een deel van de stijging van de groothandelsprijzen, met als gevolg dat dit jaar tot dusver zo'n 28 energieleveranciers failliet zijn gegaan, die 5,8 miljoen huishoudens dekken. Energie is echter niet de enige aanjager van inflatoire druk in het Verenigd Koninkrijk. Ook de kerninflatie (CPI) is in oktober gestegen tot het hoogste niveau in tien jaar: 3,4% j-o-j. Het VK heeft niet te kampen gehad met dezelfde overconsumptie van goederen als de VS - de detailhandelsverkopen zijn grotendeels in lijn met de trend van voor de pandemie. Het VK heeft echter ook te kampen met enkele idiosyncratische knelpunten aan de aanbodzijde als gevolg van Brexit, die de inflatie opdrijven, naast de knelpunten waarmee de economieën wereldwijd de afgelopen maanden te maken kregen (zoals de stijging van de scheepvaarttarieven en de tekorten aan halfgeleiders).

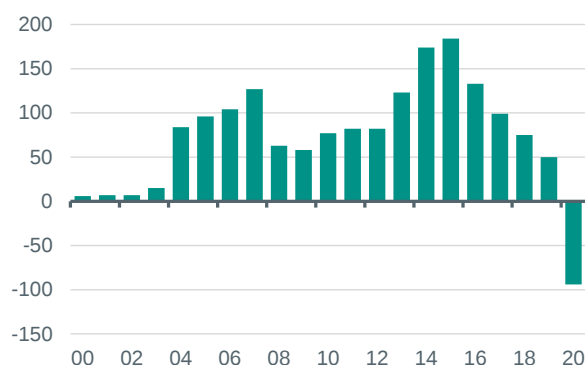
De BreX-factor: VK loopt eerder tegen capaciteitsbeperkingen aan dan elders

Ten eerste is er de permanente, zij het eenmalige druk op de kosten in verband met het vertrek van het VK uit de douane-unie van de EU eind 2020, waardoor de bureaucratische last voor importeurs en exporteurs is toegenomen. Hoewel de volledige controles van de Britse invoer uit de EU nog moeten beginnen - de controles van de Britse uitvoer naar de EU zijn vanaf de eerste dag begonnen - zijn de bedrijven al geconfronteerd met hogere kosten als gevolg van de noodzaak om zich voor te bereiden op het begin van de controles (dit is herhaaldelijk uitgesteld, met controles die nu in fasen van januari tot juli moeten beginnen). Tijd en geld die worden besteed aan bureaucratie is tijd en geld die niet kunnen worden besteed aan het verhogen van de productiecapaciteit van de economie. Terwijl we een onmiddellijk effect van de toegenomen grensfricties op de goederensector hadden verwacht, is een verrassender effect van de Brexit echter een tekort aan arbeidskrachten, na het einde van het vrije verkeer van personen in verband met het vertrek van het VK uit de interne markt. Terwijl het verkeer van arbeidsmigranten wereldwijd door de pandemie is belemmerd, zijn bijvoorbeeld in de VS de aantallen arbeidsmigranten min of meer genormaliseerd. Het VK zag een netto-uitstroom van EU-burgers voor 2020 als geheel - de eerste dergelijke uitstroom in drie decennia - na vele jaren van netto-instroom uit het continent. Hoewel we alleen beschikken over ramingen voor 2021, wijzen de meest recente gegevens tot juni erop dat de uitstroom is doorgegaan. Dit gaat hand in hand met gegevens die wijzen op een zeer krappe arbeidsmarkt, ondanks het aanhoudende tekort in de totale vraag ten opzichte van de trend van voor de pandemie, en met de vele anekdotische meldingen van problemen bij het vinden van personeel voor vacatures die vaak door EU-werknemers worden vervuld. Het meest zichtbare tekort - en een tekort dat een bijna systemisch effect heeft gehad - is dat van vrachtwagenchauffeurs, wat in verschillende stadia heeft geleid tot brandstoftekorten en tot lege schappen in supermarkten voor bepaalde goederen. Dit heeft niet alleen een remmend effect gehad op de consumptie, maar ook een opwaartse druk uitgeoefend op de inflatie.

Het netto-effect van dit alles is dat de economie veel eerder tegen capaciteitsbeperkingen aanloopt dan we in andere geavanceerde economieën zien, met een potentiële productie die misschien zelfs lager ligt dan de pessimistische aannames die we vorig jaar in de publicatie UK Outlook hebben uiteengezet. Hoewel wij verwachten dat de economie zich in 2022 krachtig zal blijven herstellen van de pandemie, met een verwachte groei van 4,9%, zal het productieniveau waarschijnlijk aanzienlijk achterblijven bij wat zonder zowel de pandemie als de Brexit mogelijk zou zijn geweest, met een nettotekort van het bbp van circa 6,5pp aan het einde van 2022 volgens onze ramingen. In 2023 - als het grootste deel van het herstel van de pandemie achter de rug is - zal Brexit de groei aan de aanbodzijde van de economie blijven beperken, waardoor de druk op de productie licht zal toenemen (zie grafiek op de vorige bladzijde).

Eerste netto-uitstroom van EU-migranten in drie decennia...

Netto stroom van EU-migranten, duizenden



Bron: Refinitiv, ONS, ABN AMRO Economisch Bureau

...waarschijnlijk een belangrijke oorzaak van de krappe arbeidsmarkt



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Verhogingen van de rente lijken steeds noodzakelijker om de vraag weer in evenwicht te brengen met het zwakkere aanbod

Deze combinatie van een aanhoudend tekort aan de vraagzijde en een nog groter tekort aan de aanbodzijde vormt een unieke uitdaging voor de Bank of England, die er tot dusver naar heeft gestreefd de vraag te ondersteunen, maar nu

bedacht moet zijn op de inflatoire gevolgen van het aanbodtekort. Dit is des te relevanter omdat de inflatie in het VK historisch gezien hoger is dan in de VS en vooral de eurozone, met een groter risico van een verlaging van de inflatieverwachtingen tot gevolg. Nu de inflatie al ver boven het streefcijfer van 2% van de centrale bank ligt en er weinig tekenen zijn van een toename van het arbeidsaanbod door een versoepeling van het strenge nieuwe immigratieregime van de regering of door de beëindiging van de loonsubsidieregeling voor pandemieën in oktober (die aanvankelijk enige stijging van de werkloosheid leek te veroorzaken), begonnen gouverneur Andrew Bailey en een aantal leden van de MPC te wijzen op een dreigende renteverhoging in de komende maanden. Ons basisscenario is dat we na een eerste renteverhoging van 15 bp in december - waardoor de Bank Rate van de huidige 0,10% naar 0,25% stijgt - volgend jaar nog twee verhogingen van 25 bp verwachten (in februari en augustus), gevolgd door twee verhogingen van 25 bp in 2023 (eveneens in februari en augustus). Daarmee komt de Bank Rate op 0,75% in 2022 en 1,25% in 2023. Dit is iets minder verkrappend dan wat wij voor de Fed hebben ingecalculeerd, aangezien het vraagoverschot in het VK minder groot is dan in de VS. De argumenten voor een verstrakking in het VK berusten veeleer op a) de unieke beperkingen aan de aanbodzijde als gevolg van Brexit, alsook b) historisch hogere inflatieverwachtingen.

Centrale banken en markten: Aanscherping Fed-beleid moet zijn sporen nalaten

Nick Kounis - Hoofd Financiële Markten & Duurzaamheidsonderzoek | nick.kounis@nl.abnamro.com

- ▶ **De Fed is van plan het tempo van het afbouwen van de activa-aankopen op te voeren en de rente aanzienlijk te verhogen**
- ▶ **De verstrakking is gericht op het voorblijven van een inflatieprobleem, wat deze keer anders maakt**
- ▶ **De ECB wordt geconfronteerd met andere macro-economische omstandigheden en zal een accommoderend beleid blijven voeren, maar het PEPP beëindigen**
- ▶ **De rente op Amerikaanse staatsobligaties zal aanzienlijk stijgen, vooral aan de korte kant, wat leidt tot een afvlakking van de curve**
- ▶ **Rendementen euro zullen bescheiden omhoog worden getrokken door beweging VS; divergentie beleid zal EUR/USD zien dalen**
- ▶ **Omicron zal waarschijnlijk geen nieuwe stimulans geven, tenzij de financiële voorwaarden sterk worden aangescherpt**

Fed zal sneller gaan dan markten momenteel verwachten

Tegen de achtergrond van een verruimende stijging van de inflatie, torenhoge consumptieve bestedingen, een matig arbeidsaanbod en stijgende lonen, zal de Fed de steun waarschijnlijk in een sneller tempo afbouwen. Hoewel de Fed een tijdschema heeft opgesteld voor de geleidelijke afbouw van de activa-aankopen tot juni, lijkt het waarschijnlijk dat zij de afbouwperiode zal inkorten tot maart. Dit zal een vroege start van een renteverhogingscyclus inluiden. Aangezien de Fed haar gemiddelde inflatiedoelstelling al heeft bereikt en de arbeidsmarkt waarschijnlijk op volledige werkgelegenheid staat, denken wij dat de Fed de fed funds rate in juni 2022 zal beginnen te verhogen. In totaal verwachten wij dat de Fed de fed funds rate in zowel 2022 als 2023 driemaal zal verhogen. Daarna gaan wij uit van een geleidelijker tempo van twee verhogingen per jaar, totdat de fed funds rate eind 2025 2,50-2,75% bedraagt. Dat is ongeveer de door het FOMC geschatte neutrale rente van 2,5%. De grafiek hieronder toont het cumulatieve aantal renteverhogingen dat wij in ons basisscenario verwachten, en wat de marktverwachtingen zijn op basis van de Eurodollar futures en de Amerikaanse swapcurve. Zoals u kunt zien, gaat ons basisscenario uit van snellere en grotere renteverhogingen door de Fed, vooral over 3-4 jaar.

Rendement Amerikaanse staatsobligaties zal stijgen als markten rekening houden met hogere eindkoers

Een belangrijke factor voor de rente op 10-jaars Amerikaanse staatsobligaties is de verwachting dat de beleidsrente van de Fed over drie jaar uiteindelijk zal worden vastgesteld. De rente op 10-jaars Amerikaans schatkistpapier heeft namelijk een zeer hoge correlatie met de 12e eurodollarpositie, terwijl de rente op 2-jaars Amerikaans schatkistpapier een zeer hoge correlatie heeft met de 4e eurodollarpositie, zoals blijkt uit de bovenstaande grafieken. Aangezien wij verwachten dat de Fed funds rate tegen eind 2025 zijn uiteindelijke piek van ongeveer 2,50-2,75% zal bereiken, verwachten wij dat de langeretermijnrendementen in 2022 zullen stijgen, waarbij de 10y US Treasury yield tegen het einde van het jaar rond 2,6% zal uitkomen. In eerdere cycli kwam de 10-jaars rente ook rond de uiteindelijke piek van de Fed funds rate te liggen, zij het ruim voor die tijd. Zodra de eerste renteverhoging dichterbij komt, die wij hebben voorzien voor medio 2022, verwachten wij een afvlakking van de rentecurve van Amerikaanse staatsobligaties. Wij verwachten dat deze afvlakking het sterkst zal zijn in de 2s10s en 2s30s zone van de Amerikaanse rentecurve, zoals ook het geval was in vorige cycli van renteverhogingen.

ECB houdt beleid accommoderend, divergentie weegt op de euro

De verwachte tapering en renteverhogingen door de Fed en de daaruit voortvloeiende stijging van de rente op Amerikaanse staatsobligaties zouden ook enige opwaartse druk op hun Europese tegenhangers moeten uitoefenen. Het verschil tussen de rente in de VS en die in de eurozone zal naar verwachting een neerwaartse druk op de euro uitoefenen, waardoor de groei en de inflatie in de eurozone, ceteris paribus, zouden stijgen. Niettemin menen wij dat de eurozone te maken heeft met een andere reeks macro-economische omstandigheden dan de VS. De stijging van de inflatie in de eurozone heeft een veel engere basis, de loonstijging is gematigd en de consumptieve vraag is veel zwakker dan in de VS. Wij verwachten namelijk dat er eind 2022 nog steeds een output gap in de eurozone zal zijn, ondanks een groei van circa 0,7% k-o-k in 2022, wat ruim boven het trendmatige percentage ligt. De onderliggende inflatiedruk zal dan ook zwak blijven. In combinatie met het nieuwe inflatiekader van de ECB wijst dit erop dat het beleid langer soepeler zal blijven, waarbij de aankopen in het kader

van de APP zullen worden voortgezet en de beleidsrente de komende jaren op een laag niveau zal blijven. Op basis van onze groei- en inflatieprognoses en rekening houdend met het feit dat de ECB de depositorente waarschijnlijk 12 tot 18 maanden voordat zij haar inflatiedoelstelling bereikt, zal beginnen te verhogen, zijn wij van oordeel dat een renteverhogingscyclus van de ECB nog enkele jaren op zich zal laten wachten. Dit wijst op een aanzienlijk verschil in beleid tussen de Fed en de ECB in de komende jaren, waardoor de euro aanzienlijk zal dalen ten opzichte van de dollar.

Verwachtingen voor renteverhogingen door de Fed

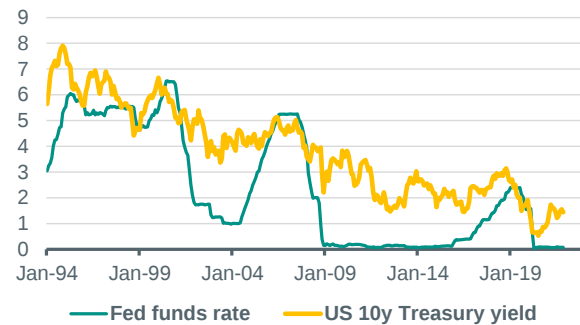
Aantal verhogingen (uitgaande van stappen van 25 bp)



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Rendement op Amerikaanse schatkistcertificaten en Fed-beleidscycli

%



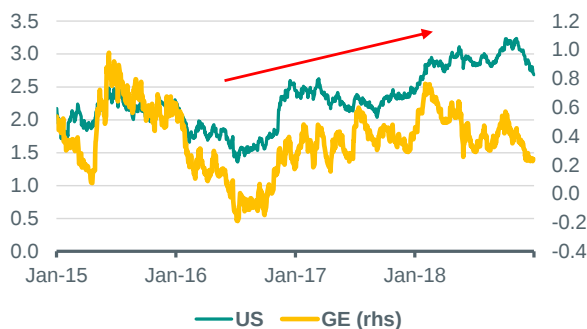
Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Touwtrekken in Europa kan leiden tot volatiliteit Bund

Niettemin zal een sterke stijging van de rente op schatkistpapier ook zijn stempel drukken op de eurokoersen. Dit is inderdaad wat we zagen tijdens de vorige Fed-renteverhogingscyclus, ondanks het feit dat de ECB de rente vasthield. Ook de techniek wordt iets minder gunstig. Gezien het einde van het PEPP verwachten wij in 2022 een hoger netto aangepast aanbod van staatsobligaties dan in 2021. Al met al verwachten wij dat de langetermijnrendementen hoger zullen worden, terwijl de kortetermijnrendementen naar verwachting zijwaarts zullen bewegen. Dit zou resulteren in een dalende steilheid van de rentecurves in de eurozone. Ons basisscenario is een 10-jaars Bund-rente van rond de 0% eind volgend jaar, al kunnen we tussendoor nog grotere pieken zien, gezien het getouwtrek tussen de opwaartse druk vanuit de VS en een dovish ECB. Ondanks een algemene daling van de activa-aankopen zal de APP een belangrijke rol spelen in dit verhaal. Wij verwachten dat de ECB de APP omvormt tot een enveloppe die flexibel kan worden gebruikt om een te snelle verkrapping van de financiële voorwaarden tegen te gaan.

Rente op Amerikaanse en Europese obligaties en de laatste cyclus van Fed-verhogingen

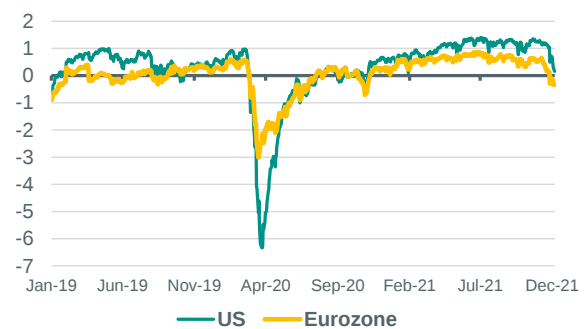
%



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Financiële voorwaarden

Index, (+) = accommoderend, (-) = beperkend/aanscherpend



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Omicron een neerwaarts risico voor de groei, maar kan zelfs een opwaarts risico voor de inflatie zijn

Beleggers zijn aan het verwerken wat Omicron betekent voor de monetaire beleidsvooruitzichten. Wij hebben in dit stadium nog geen rekening gehouden met Omicron in onze economische, centralebank- of marktvoorspellingen. Wij denken echter

dat de centrale banken niet op Omicron zullen reageren met een agressieve beleidsverruiming, of zelfs helemaal niet. Wij denken nog steeds dat de Fed op monetaire verkrapping afstevent. Ook de ECB zal vasthouden aan haar eerdere koers om het PEPP te beëindigen, terwijl zij de keuzemogelijkheden en de accommodatie via haar andere instrumenten handhaaft. Onze ongewijzigde vooruitzichten voor de centrale banken weerspiegelen dat het uitgangspunt in vergelijking met Covid 1 anders is wat de aanbodzijde en de inflatie betreft, en dat Omicron minstens evenzeer een aanbodschock als een vraagschock zou kunnen blijken te zijn (zie het vorige hoofdstuk over de mogelijke gevolgen van Omicron voor de economische vooruitzichten). Wij denken dat een zeer sterke aanscherping van de financiële voorwaarden de spelbreker voor de centrale banken zou zijn, hoewel we daar op dit moment nog lang niet in de buurt zijn. (Jolien van den Ende, Bill Diviney, Aline Schuiling & Nick Kounis)

Belangrijkste weergaven op een pagina

Wij verwachten dat het herstel na de pandemie in 2022 zal aanhouden, met een groei boven de trend in de eurozone, de VS en China. De onzekerheid over de economische vooruitzichten is nu echter misschien wel het grootst sinds het begin van de pandemie begin 2020. Hoewel de economische groei sterk is geweest doordat de economieën zich grotendeels hebben opengesteld, heeft de aanbodzijde moeite gehad om de oplevende vraag bij te benen, met inflatie als gevolg. Dit heeft het waarschijnlijke tijdstip van renteverhogingen in de VS vervroegd, en hoewel wij niet verwachten dat de ECB zal volgen, gezien de zeer verschillende macro-economische omstandigheden in de eurozone, zal dit het komende jaar wereldwijd overloopeffecten hebben. De verspreiding van de nieuwe Omicron-variant houdt neerwaartse risico's in voor de groei, maar opwaartse risico's voor de inflatie.

Macro	Centrale banken en markten
Eurozone - Na een scherpe opleving van de groei in 2021 K2-K3 is de economie in een dip terechtgekomen. Knelpunten aan de aanbodzijde en een recordhoge (energieprijs)inflatie zetten een rem op de groei van de industriële productie en doen ook het reële beschikbaar inkomen van de consument dalen. Bovendien wordt de regio getroffen door een nieuwe golf van coronavirussen. Verwacht wordt dat de groei na deze zwakke periode weer boven de trend zal uitkomen, gesteund door het monetaire en begrotingsbeleid en een verder herstel van de arbeidsmarkt. De inflatie zal in de loop van 2022 waarschijnlijk lager uitvallen en in 2023 onder het streefcijfer van de ECB uitkomen. Er is nog steeds sprake van enige speling op de arbeidsmarkt en de loonstijging is vertraagd.	ECB - Wij verwachten niet dat het PEPP wordt verlengd, ondanks de worsteling van de eurozone om de Delta-stam en de nieuwe dreiging van de Omicron-stam in toom te houden. Zelfs als Omicron leidt tot nieuwe wereldwijde beperkingen/blokkades voor een langere periode, is het in dit stadium onduidelijk wat dat zou betekenen voor de inflatievooruitzichten op middellange termijn. De ECB kan de beleidsaccommodatie handhaven via haar forward guidance inzake de beleidstarieven en door de nettoaankopen in het kader van de APP te verlengen. Hoewel het inflatieprofiel voor het komende jaar is verbeterd, zal de inflatie op middellange termijn waarschijnlijk nog steeds onder de doelstelling van 2% blijven. Daarom is het onwaarschijnlijk dat de beleidsrente tijdens onze prognoseperiode zal stijgen.
Nederland - In 2021 heeft de Nederlandse economie een hoge groei gekend na de versoepeling van de beperkingen, de jaarlijkse groei zal naar verwachting uitkomen op 4,4%. Ook in de toekomst zal de groei boven het trendmatige niveau blijven. De groeiremmingen als gevolg van de notoir krappe arbeidsmarkt en knelpunten aan de aanbodzijde zullen zwaarder wegen naarmate de economie het gat naar de trendmatige groei dichtloopt. Bovendien brengen de ontwikkelingen in het koopproces neerwaartse risico's mee voor onze groeioprognose van 3,8% voor 2022. De inflatie, die tijdelijk is opgedreven door de energieprijzen en de doorwerking van de prijsdruk als gevolg van knelpunten aan de aanbodzijde, zal in de loop van 2022 afnemen.	Fed - Gezien de aanhoudend hoge inflatie in de VS en de opwaartse risico's voor de vooruitzichten verwachten wij dat de Fed in december een versnelde afbouw van haar activa-aankopen zal aankondigen, waarbij de aankopen nu naar verwachting in maart zullen worden stopgezet (onze vorige verwachting was juni). Vervolgens verwachten wij dat de Fed in juni zal beginnen met het verhogen van de fed funds rate, een half jaar eerder dan onze vorige verwachting van begin 2023. In totaal verwachten wij drie renteverhogingen van 25 basispunten in 2022 en nog eens drie in 2023, waardoor de fed funds rate eind 2023 weer de beoogde bandbreedte van 1,5-1,75% van voor de pandemie zal hebben bereikt.
VS - De economie is in 2021 sterk gegroeid en ook in 2022 zou de groei boven de trend moeten blijven. Door de aanhoudende verschuiving van de goederen- naar de dienstenconsumptie blijven de inflatierisico's echter sterk opwaarts gericht. Ook de onverwachte krapte op de arbeidsmarkt zorgt voor opwaartse druk op de inflatie, nu het verwachte herstel van het arbeidsaanbod minder groot is dan we eerder dachten. De verspreiding van Omicron kan deze risico's - als dat al het geval is - nog vergroten. Wij verwachten dat de boven het trendmatige groeitempo blijvende groei in 2022 zal aanhouden, maar dat de groei in 2023 zal vertragen tot onder het trendmatige groeitempo als gevolg van een combinatie van afnemende post-pandemische inhaaleffecten en een krasser monetair beleid.	Obligatierente - Aangezien wij verwachten dat de Fed funds rate eind 2025 zijn uiteindelijke piek van ongeveer 2,50-2,75% zal bereiken, verwachten wij dat de langere rente in 2022 hoger zal uitkomen, waarbij de 10-jaars rente op Amerikaanse staatsobligaties aan het eind van het jaar rond de 2,6% zal uitkomen. In eerdere cycli kwam de 10-jaars rente ook rond de uiteindelijke piek van de Fed funds rate te liggen, zij het ruim voor die tijd. Zodra de eerste renteverhoging dichterbij komt, die wij hebben voorzien voor medio 2022, verwachten wij een afvlakking van de rentecurve van Amerikaanse staatsobligaties. De stijging van de rente op Amerikaanse staatsobligaties zou ook enige opwaartse druk op hun Europese tegenhangers moeten uitoefenen, ondanks het feit dat de ECB haar beleidsrente in de wacht heeft gezet.
China - De sterke groei op jaarbasis dit jaar weerspiegelt het basiseffect van de eerste covid-19 schok, maar verhuut de zwakke sequentiële groei. China heeft de groeivertraging voor een groot deel aan zichzelf te wijten (nultolerantiebeleid ten aanzien van covid's, vastgoed, energietekort). Wij verwachten een opleving van de groei op kwartaalbasis in K4-2021, maar hebben onze groeioprognoses voor 2021 en 2022 verlaagd tot respectievelijk 8,0% en 5,3%. Het nultolerantiebeleid, Omicron en de vastgoedsector vergroten de groeirisico's in het Jaar van de Tijger, maar wij verwachten een verdere geleidelijke versoepeling en andere maatregelen om de groei te stabiliseren. Wij verwachten dat de (momenteel hoge) PPI-inflatie in 2022 zal afnemen en de (momenteel lage) CPI-inflatie zal toenemen, maar onder het streefcijfer van de PBoC zal blijven.	FX/EURUSD - Wij verwachten meer zwakte in de EUR/USD. De belangrijkste drijfveer zal een aanzienlijke beleidsdivergentie tussen de Fed en de ECB in de komende jaren zijn. Wij verwachten nu dat de Fed medio 2022 zal beginnen met het verhogen van de rente, met als doel de Fed funds rate eind 2023 terug te brengen naar de pre-pandemische doelbandbreedte van 1,50-1,75. Wij menen dat de ECB met andere macro-economische omstandigheden te maken heeft dan de Amerikaanse centrale bank. De ECB heeft ook expliciet een renteverhoging in 2022 uitgesloten en heeft laten doorschemeren dat ze wel eens veel langer "on hold" zou kunnen blijven. Onze prognose voor de EUR/USD tegen eind 2021 is 1,10 en 1,05 voor eind 2022.

Kerncijfers per land/regio

Eurozone		2020	2021e	2022e	2023e
Economie (% j-o-j)					
Bbp		-6.5	5.1	3.9	2.3
	Particuliere consumptie	-8.0	3.5	5.4	2.2
	Investerings	-7.3	4.4	4.3	4.1
	Netto uitvoer (bijdrage aan bbp-groei, %-punt)	-0.4	1.2	0.2	0.0
Inflatie		0.3	2.5	1.7	1.1
	Kerninflatie	0.7	1.4	1.2	1.3
Werkloosheid (%)		7.9	7.8	7.7	7.5
Rente en wisselkoersen (eindejaars)					
ECB deposito rente		-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
3M Euribor rente		-0.5	-0.6	-0.6	-0.6
10jaars staatsleningen (Bund)		-0.6	-0.2	0.0	0.1
EUR/USD		1.22	1.10	1.05	1.00

Nederland		2020	2021e	2022e	2023e
Economie (% j-o-j)					
Bbp		-3.8	4.4	3.8	2.4
	Particuliere consumptie	-2.9	1.3	2.4	1.3
	Investerings	-0.9	0.5	-0.2	0.4
	Netto uitvoer (bijdrage aan bbp-groei, %-punt)	0.1	2.1	0.9	0.2
Inflatie		1.3	2.3	2.4	1.4
Werkloosheid (%)		3.8	3.3	3.1	2.8

VS		2020	2021e	2022e	2023e
Economie (% j-o-j)					
Bbp		-3.4	5.6	4.1	2.3
	Particuliere consumptie	-3.8	8.0	3.1	2.0
	Investerings	-2.7	7.9	6.0	5.2
	Netto uitvoer (bijdrage aan bbp-groei, %-punt)	-2.3	-1.0	-0.5	-0.4
Inflatie (PCE)		1.2	3.8	3.2	1.9
	Kerninflatie (PCE)	1.4	3.2	2.9	2.0
Werkloosheid (%)		8.1	5.4	4.0	3.3
Fed funds rate (eindejaars, <i>upper bound</i>)		0.25	0.25	1.00	1.75

China		2020	2021e	2022e	2023e
Economie (% j-o-j)					
Bbp		2.3	8.0	5.3	5.2
Inflatie		2.5	1.0	2.5	2.0
Werkloosheid (% , stedelijk gebied)		5.2	5.0	4.9	4.8
Rente en wisselkoersen (eindejaars)					
1jaars rente leningen		4.35	4.35	4.35	4.35
1jaars beleidsrente		3.85	3.85	3.85	3.85
USD/CNY		6.54	6.40	6.20	6.15
EUR/CNY		8.00	7.04	6.51	6.15

VK	2020	2021e	2022e	2023e
Economie (% j-o-j)				
Bbp				
Particuliere consumptie	-9.7	6.8	4.9	2.3
Overheidsbestedingen	-10.8	4.0	6.9	2.7
Investerings	-9.1	4.4	5.1	2.8
Netto uitvoer (bijdrage aan bbp-groei, %-punt)	-5.7	0.9	0.1	0.1
Inflatie	0.9	2.5	3.8	1.9
Kerninflatie	1.4	2.3	3.6	2.4
Rente en wisselkoersen (eindejaars)				
Bank of England rente	0.10	0.25	0.75	1.25
GBP/USD	1.37	1.36	1.33	1.30
EUR/GBP	0.89	0.81	0.79	0.77

Macro Team

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

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 2021 ABN AMRO Bank N.V. en gelieerde ondernemingen ("ABN AMRO")