

Visie op de Wereldeconomie

Macro Team

abn.amro.group.economics@nl.abnamro.com

Terug naar *niet zo normaal*

- ▶ Geavanceerde economieën waren vorig jaar veerkrachtig ondanks de sterkste renteverhogingen in decennia
- ▶ We verwachten beperkte groei voor een groot deel van 2024, maar we verwachten geen grote terugval
- ▶ De inflatie zal naar verwachting blijven dalen. De centrale banken zullen beginnen met de rente weer naar een normaal niveau te brengen. Dit zal een lang proces zijn. Wij verwachten dat de Fed en de ECB de rente in de tweede helft van 2024 met 125 basispunten verlagen
- ▶ De dalende rente draagt bij aan een herstel later in 2024, met een aantrekkende dynamiek in 2025
- ▶ Maar er doemen risico's op: Van een mogelijke Trump 2.0 tot een mogelijk handelsconflict tussen de EU en China en meer in het algemeen het staartrisiko van een meer abrupte ontkoppeling tussen het westen en China
- ▶ Of deze risico's zich nu concretiseren of niet, de reactie van de centrale banken zal - zoals altijd - van cruciaal belang zijn voor het effect op de economie op de langere termijn
- ▶ Tegen deze achtergrond wordt het klimaatbeleid steeds meer op de proef gesteld door een politieke verschuiving naar rechts
- ▶ In deze Global Outlook leggen we uit hoe deze en andere factoren onze verwachtingen voor 2024 en daarna onderbouwen
- ▶ Regionale vooruitzichten: De groei zal de komende kwartalen zwak blijven in de eurozone en Nederland, maar de versoepeling van de financiële condities ondersteunt herstel later in het jaar
- ▶ We verwachten dat de Amerikaanse economie zal vertragen, met een herverkiezing van Trump als risico voor 2025
- ▶ China kampt met conjuncturele en structurele tegenwind, die de groei in 2024 onder de 5% duwt

Veerkracht is het woord als we de economie in 2023 in één woord moeten samenvatten. Door de opeenvolging van schokken waarmee de wereldeconomie de afgelopen jaren is geconfronteerd - met als meest recente de sterkste rentestijgingen in decennia - is het een wonder dat crisis en recessie niet het centrale thema is van deze publicatie. Hoe zit het met volgend jaar? Na de veerkracht van 2023 verwachten we dat 2024 een jaar van *normalisering* wordt. Tegen het einde van volgend jaar verwachten we dat de inflatie terug is op 2%, dat de groei is teruggekeerd naar de trend en dat centrale banken goed op weg zijn om de rente te verlagen naar meer normale niveaus. Tot zover ziet het er goed uit. Maar 2024 brengt ook veel risico's met zich mee. De belangrijkste daarvan zijn de Amerikaanse presidentsverkiezingen in november, die de terugkeer van president Trump kunnen inluiden. Zijn plan voor ingrijpende nieuwe importtarieven zou de desinflatie in een stroomversnelling brengen, waardoor de rente weer kan stijgen. Een ander belangrijk risico is de uitkomst van het onderzoek van de Europese Commissie naar de Chinese EV-subsidies. Tot slot verwachten we dat de beleidsrente volgend jaar zal dalen (en de obligatierente is in afwachting daarvan al gedaald). Door de vertraging van het monetaire beleid bestaat er nog steeds een risico dat de hoge rente leidt tot meer economische zwakte dan we nu voorzien.

Naast de zorgen over de conjunctuur op de korte termijn, behandelen we in deze *Global Outlook* ook enkele meer structurele thema's. Ten eerste kijken we naar de vraag of hogere rentetarieven een blijvertje zijn en - daarmee samenhangend - of aanhoudende prijsschokken het nieuwe normaal worden (en hoe bereid centrale banken zullen zijn om ze op te vangen). We kijken ook naar een belangrijk probleem waar beleidsmakers de afgelopen jaren - vooral sinds de pandemie - mee te maken hadden, namelijk de verslechterende betrouwbaarheid van statistieken, waardoor zij (en wij) tot op zekere hoogte 'blind vliegen' bij het beoordelen van de economie. Tot slot onderzoeken we wat de recente Nederlandse verkiezingen - die hebben geleid tot een toename van steun voor extreemrechts - kunnen betekenen voor het klimaatbeleid en de energietransitie. Tot op zekere hoogte zullen we waarschijnlijk een afzwakking van de klimaatdoelen zien. Dit kan onderdeel worden van een bredere internationale terugslag voor het klimaatbeleid. De verkiezingen voor het Europees Parlement van volgend jaar zullen daar een belangrijke test voor zijn.

Waar de ontwikkelingen ons in 2024 ook brengen, we wensen onze lezers prettige feestdagen en een gelukkig nieuwjaar!

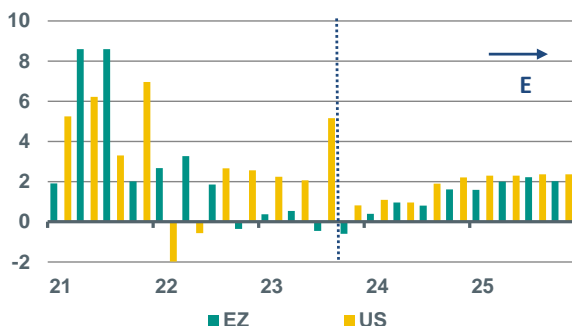
Zijn we de recessie ontlopen? Het hangt ervan af hoe je het definieert (en waar je kijkt)

Ondanks de sterkste rentestijging in decennia waren de geavanceerde economieën in 2023 verrassend veerkrachtig. Een deel van de onverwachte kracht in de VS in 2023 was te danken aan de omvangrijke liquiditeitsbuffers van huishoudens. Deze buffers waren groter dan verwacht en het beschikbare inkomen en het spaaroverschot van huishoudens zijn fors opwaarts herzien (zie [hier](#)). Samen met verbeteringen aan de aanbodzijde van de economie zal dit een ernstiger vertraging van de economie in 2024 helpen voorkomen. Kasbuffers zijn ook een ondersteunende factor geweest in de eurozone (EZ), maar uit gegevens van de ECB blijkt dat huishoudens in de EZ het grootste deel van hun liquide spaaroverschotten al in 2022 en de eerste helft van 2023 hebben uitgegeven. De spaarquote van huishoudens is de afgelopen kwartalen zelfs gestegen, wat duidt op meer terughoudendheid bij consumenten.

Als we verder uitzoomen, zien we dat de groei van het bbp weliswaar sterker was dan verwacht, maar dat de groei in de loop van 2023 toch nog aanzienlijk is afgezwakt (met uitzondering van de VS). In sommige landen is het bbp af en toe gedaald (zoals in Duitsland in het 4e kwartaal van 22 en in het 3e kwartaal van 23), terwijl Nederland al drie opeenvolgende kwartalen van krimp van het bbp heeft geregistreerd. Andere landen rapporteerden nulgroei of krimp in het derde kwartaal van 2023 en zouden in het vierde kwartaal opnieuw een krimp kunnen doormaken, zoals ons basisscenario voor de EZ is - we denken dus dat de EZ zich al in een technische recessie bevindt. Hoewel we voor het vierde kwartaal een verdere daling van het bbp in de eurozone verwachten en het risico bestaat dat het bbp van de VS een eenmalige daling laat zien, verwachten we niet dat de daling van het bbp lang zal duren of diep zal zijn.

De groei is vertraagd in 2023, behalve in de VS

Bbp % kwartaal-op-kwartaal, op jaarbasis



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Duitse en Britse werkloosheid stijgen

Werkloosheid, %



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Maar het bbp is niet de enige lens waardoor we kijken om te beoordelen of een land zich al dan niet in een recessie bevindt - de arbeidsmarkt is ook een cruciale indicator¹. Kijkend door deze lens lijken sommige landen - met name Duitsland - al in een recessie te verkeren. De werkloosheid in Duitsland is het afgelopen jaar met bijna een procentpunt (pp) gestegen tot 5,9%, terwijl de werkloosheid in het Verenigd Koninkrijk met 0,8pp is gestegen tot 4,3%. Dit is begrijpelijk aangezien de Duitse en Britse economieën het afgelopen jaar zijn gestagneerd. We verwachten dat de zwakte van de arbeidsmarkt zich de komende kwartalen naar andere landen zal uitbreiden. Desondanks verwachten we een vrij bescheiden stijging van de werkloosheid, met circa 1-1,5pp aan beide zijden van de Atlantische Oceaan. Dat wil zeggen dat we een gematigder stijging van de werkloosheid verwachten dan normaalgesproken met recessies wordt geassocieerd.

Al met al zal de wereldeconomie in ons basisscenario in 2024 zwak blijven en het grootste deel van het jaar ver onder het trendmatige tempo groeien, maar we verwachten geen recessie. Een deel van de pijn van de eerdere renteverhogingen van de ECB en de Fed zal in 2024 nog met enige vertraging doorwerken en het risico bestaat dat er, zelfs bij de eerste renteverlagingen vanaf juni, meer economische zwakte in het verschieft ligt dan we denken. In ons basisscenario gaan we er echter van uit dat het einde van de renteverhogingen het vertrouwen van huishoudens en bedrijven al zal opvijzelen, wat de consumptie en investeringen zal ondersteunen. De financiële omstandigheden zijn al versoepeld in de aanloop naar de verwachte eerste renteverlagingen, waarbij de obligatierente 50-75 is gedaald ten opzichte van de recente pieken. Als exportafhankelijke economie verwachten we ook dat de EZ zal profiteren van het feit dat het dieptepunt in de wereldhandel en industrie lijkt te zijn gepasseerd (lees meer in onze [Macro Watch](#)) en van een verbetering van het concurrentievermogen (zie [hier](#)), hoewel een sterke opleving van de uitvoer onwaarschijnlijk is. Daar tegenover staat dat het begrotingsbeleid in de eurozone in 2024 zal verkrappen, hetgeen een rem zal zetten op de groei. Al met al verwachten we een gematigde bbp-groei in de eurozone en de VS in 2024, waarbij het verschil in groei tussen de twee regio's kleiner wordt, maar de VS het iets beter blijft doen. Het momentum zou moeten toenemen in 2025, wanneer we verwachten dat de groei iets boven de trend zal uitkomen.

Wanneer komt de inflatie weer terug op 2%?

Een cruciale voorwaarde voor onze relatief gunstige groeivisie is dat de inflatie gestaag blijft dalen in de richting van de 2%-doelstelling van de centrale banken. In ons basisscenario gebeurt dit medio 2024. Waarom is dit cruciaal? Omdat als dit niet gebeurt, centrale banken de rente langer op een restrictief niveau zouden kunnen houden dan we nu denken. Dit zou dan het risico vergroten dat de economische activiteit een hardere klap krijgt. Zoals we hieronder beschrijven, is de daling van de inflatie tot nu toe grotendeels in lijn geweest met onze verwachtingen, ondanks het feit dat de economische groei sterker was dan verwacht². We verwachten dat de inflatie zal blijven dalen.

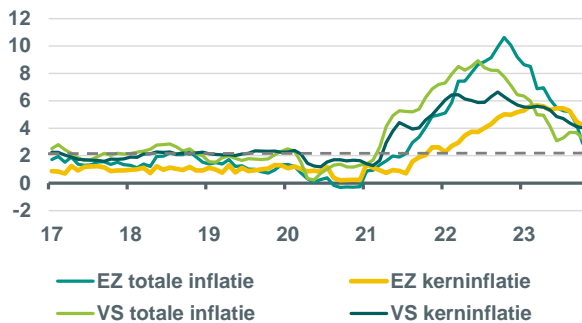
De inflatie in de geavanceerde economieën is in 2023 sterk gedaald, na de inflatiegolf van 2021-22. In de eurozone kwam de daling grotendeels voor rekening van de energie-inflatie, die in 2022 hard gestegen was; maar in de VS is de kerninflatie (en de belangrijkste aanjager daarvan, de loonstijging) ook aanzienlijk gedaald. De energie-inflatie in de eurozone daalde tussen januari en oktober 2023 met meer dan 30 procentpunten (pp) (van 18,9% naar -11,2%), terwijl de voedselprijsinflatie in dezelfde periode met bijna 9pp daalde. In de VS bedroegen de vergelijkbare dalingen respectievelijk 13 en 7pp. Wij denken dat de daling van de energie-inflatie grotendeels is uitgewerkt en verwachten dat de energieprijzen in 2024 gematigd zullen stijgen door herstel van de wereldwijde vraag. De voedselinflatie zal daarentegen naar verwachting in zowel de VS als de eurozone verder dalen.

¹ In de VS [definieert](#) de officiële arbiter van recessies - de NBER - [een recessie](#) als "een significante afname van de economische activiteit die zich over de hele economie verspreidt en langer dan een paar maanden duurt". Deze bredere definitie vereist meestal ook een stijging van de werkloosheid.

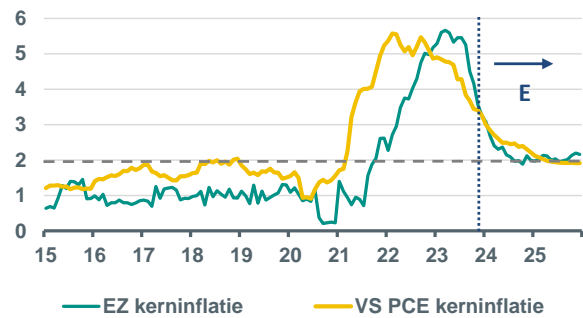
² Interessant genoeg suggereert dit een terugkeer naar de periode vóór de pandemie, toen de relatie tussen groei, arbeidsmarkt en inflatie veel zwakker was dan in het verleden.

Totale inflatie daalt sterk; kerninflatie trager

Verandering consumentenprijsindex, % jaar-op-jaar

**Inflatie daalt duurzaam naar rond de 2% in 24H2**

Verandering van de kernindex van de consumptieprijzen, % jaar-op-jaar



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Belangrijker voor de inflatievooruitzichten op de langere termijn is dat de kerninflatie (exclusief voedsel en energie) in 2023 ook aanzienlijk is gedaald, al is deze stabielier gebleven dan de totale inflatie. Wij denken dat de kerninflatie in 2024 gestaag zal blijven afnemen. Ten eerste is de prijsinflatie voor industriële goederen in 2023 sterk gedaald door een combinatie van afnemende knelpunten in toeleveringsketens in de mondiale industrie en een zwakkere mondiale vraag naar goederen. Aangezien de wereldwijde vraag naar goederen naar verwachting slechts matig zal herstellen in 2024, verwachten we dat de neerwaartse trend in de goederenprijsinflatie nog wel even zal aanhouden. De kerninflatie ondervindt ook neerwaartse druk van de daling van de energiekosten. Hoge energiekosten zijn eerder doorberekend in de prijzen van goederen en diensten en dat neemt nu fors af. Dit effect moet nog verder gaan, waardoor de kerninflatie in 2024 een extra neerwaartse impuls krijgt.

De dienstenprijsinflatie is ook gedaald in 2023, zij het meer in de VS dan de EZ. De diensteninflatie wordt meer bepaald door de binnenlandse factoren dan welke andere inflatiecomponent ook, en wordt vooral gedreven door de loonstijging. In de VS is de loonstijging grotendeels genormaliseerd en ligt deze nu dicht bij het niveau van voor de pandemie, terwijl de loonstijging in de EZ nog steeds hoog is (grotendeels omdat werknemers compensatie vroegen voor het reële inkomensverlies in 2022). Het lijkt er evenwel op dat de loonstijging in de EZ het hoogtepunt heeft bereikt. Gezien de veel zwakkere economie in de eurozone denken we dat deze hoge loonstijging onhoudbaar is en verwachten we een merkbare daling in 2024. Een ander groot verschil tussen de VS en de eurozone heeft te maken met de prijsinflatie van huisvesting, dat een relatief groot gewicht heeft van ongeveer een derde in de Amerikaanse CPI (huur *en* eigenwoningforfait), tegenover 7% in de EZ HICP (alleen huur). De inflatie van huisvesting in de VS is in 2023 aanzienlijk gedaald en recente gegevens over nieuwe huurcontracten suggereren dat deze in 2024 verder zal dalen. (*Aline Schuiling & Bill Diviney*)

Box: Navigeren door de mist

Beleidsmakers hebben de nodige moeite gehad om te reageren op alle uitdagingen van de afgelopen jaren. Maar wat als hun zicht op wat er werkelijk gebeurt steeds meer wordt belemmerd? Helemaal tijdens Corona gaven economische reeksen de situatie op de grond slecht weer. Statistiebureaus werken hard om alle informatieproblemen op te lossen. Voorlopig moeten beleidsmakers voorzichtig blijven en behendig zijn bij het peilen van de huidige economische situatie.

Economische data zijn de grondstof voor zowel fiscale als monetaire beleidskeuzes. Omdat de beleidskeuzes veelal pas na enige tijd neerslaan in de reële economie, zijn ramingen op basis van economische data essentieel. Ramingen zijn altijd met onzekerheid omgeven, maar als ook de betrouwbaarheid van de onderliggende data in het geding is, dan wordt het wel erg lastig om goed te ramen en de juiste beleidsbeslissing te nemen.

Recente voorbeelden van datareeksen die onbetrouwbaar bleken en nauwelijks voorspellende waarde meer hadden, zijn de arbeidsmarktenquête in Groot-Brittannië, de energieprijscomponent in het inflatiecijfer en de inkoopmanagersindex. In Groot-Brittannië werden de twijfels over werkloosheidscijfers zo groot dat de Britten alternatieve experimentele schattingen moeten gebruiken. Zowel in [Nederland](#) als [België](#) is de energiecomponent in de consumentenprijsinflatie tijdens de energiecrisis ernstig overschat door statistiebureaus, zo bleek uit [analyses](#) met financiële transactiedata over maandelijkse energiebetalingen. Ook de PMI-inkoopmanagersindex, voorheen een goede conjunctuurgraadmeter, is sinds de pandemie minder betrouwbaar.

Minder respons op enquête

% van de steekproef dat reageert op of deelneemt aan een enquête



Bron: LSEG, CITI, ABN AMRO Economisch Bureau

Beperkingen aan voorspelkracht van enquêtes

Index

Seizoengecorrigeerde index



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Vertrouwen in de overheid

De betrouwbaarheid van economische reeksen staat mede onder druk doordat de bereidheid van huishoudens en bedrijven om aan enquêtes deel te nemen slinkt. Tijdens corona was het praktisch ingewikkeld om enquêtes af te nemen door alle contactbeperkingen. Maar sinds de pandemie is de respons nauwelijks hersteld. Afnemend maatschappelijk vertrouwen (dat al ruim voor de Coronapandemie is ingezet) is de meest waarschijnlijke oorzaak hiervan. Dit kan leiden tot een vicieuze cirkel. Wanneer het voor beleidsmakers lastiger wordt om betrouwbare informatie te verkrijgen, dan zal de kwaliteit van hun beslissingen afnemen, het vertrouwen van burgers in de capaciteiten van beleidsmakers slinken en de bereidheid om aan enquêtes mee te werken verder afnemen.

Groeiend gevaar van abrupte beleidswijzigingen ondanks verbetering betrouwbaarheid

Statistiebureaus zijn bezig te vernieuwen om betrouwbare data te blijven leveren. Zij innoveren met de inzet van nieuwe mediakanalen, kortere vragenlijsten, financiële vergoedingen en door zichtbaar relevant te zijn met voor maatschappelijke vragen toepasselijke data. Metingen verrichten op basis van real time micro-data is ook een optie en heeft als voordeel dat data direct beschikbaar zijn. Ook geven real time micro-data vaak feitelijk gedrag weer, waarmee het probleem van verminderde enquête-deelname en sociaal wenselijke antwoorden geven, wordt verholpen.

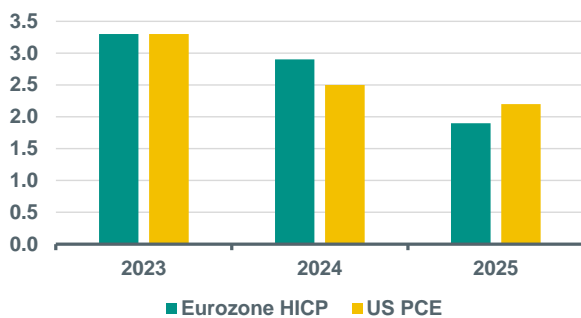
Wat betekent dit allemaal voor het beleid? Centrale bankiers vertrouwen op een reeks van data, waaronder anekdotische bronnen in het bedrijfsleven. De Amerikaanse centrale bank heeft het zogenaamde *Beige Book* tot haar beschikking, die dit soort kwalitatieve gegevens samenvat. Maar zoals Federal Reserve-voorman Powel al zei, dienen monetaire beleidsmakers zich bescheiden en voorzichtig op te stellen, aangezien zij niet in staat waren de duur van de meest recente inflatiegolf goed te voorspellen. Bij een minder helder zicht op de economische situatie groeit het gevaar van abrupte wijzigingen van het monetair beleid. (*Sandra Phlippen, Bill Diviney, Philip Bokeloh*)

Hebben centrale banken te veel of te weinig gedaan? Blijven de rentevoeten hoog?

In reactie op de hoge inflatie hebben de centrale banken van de ontwikkelde economieën de rentetarieven snel verhoogd, sneller dan eerder in de afgelopen decennia voorkwam. Om te beoordelen of ze te veel of te weinig hebben gedaan om de inflatie te bestrijden, moeten we eerst definiëren wat 'precies genoeg' zou zijn. De doelstellingen van centrale banken kunnen ons hierbij helpen. Uit recente mededelingen van de Fed en de ECB blijkt dat ze tevreden zijn als de inflatie in 2025 weer duurzaam rond de 2% ligt.³ De centrale banken zelf zijn van mening dat zij nu ongeveer genoeg gedaan hebben om de middellangetermijndoelstelling van 2% te halen. In de "Summary of Economic Projections" zien de leden van het FOMC de inflatie in het vierde kwartaal van 2025 net boven de 2% uitkomen. De mediane projectie suggereert dat nog één renteverhoging van 25 bp gepast kan zijn. Toch geven de FOMC-leden aan dat ze zich comfortabel voelen met het huidige renteniveau. In de macro-economische projecties van september gaat de staf van de ECB ervan uit dat de inflatie in de tweede helft van 2025 weer rond de doelstelling ligt. De notulen van de vergadering waarbij de ECB haar beleidsrente met 25 bp verhoogde naar 4%, suggereren dat die beslissing op het nippertje is genomen. In hun commentaar geven de leden van de Raad van Bestuur ook duidelijk aan dat zij denken dat de rente zijn hoogtepunt heeft bereikt als hun centrale visie van de economische prognoses uitkomt.

Inflatieprojecties van de Fed en de ECB

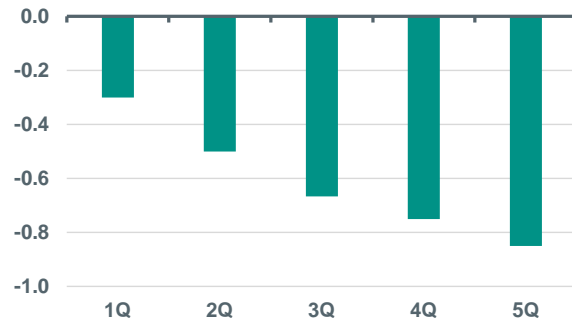
Prognose voor vierde kwartaal, % j-o-j



Bron: FOMC, ECB, ABN AMRO Economisch Bureau

Monetair beleid sorteert pas later effect

Invloed van 100 bp renteverhoging op BBP-groei eurozone, %



Bron: ECB, ABN AMRO Economisch Bureau

Centrale banken lijken dus te oordelen dat ze precies genoeg hebben gedaan. Hebben ze gelijk? In grote lijnen wel, gezien de opwaartse inflatierisico's waarmee ze de afgelopen kwartalen werden geconfronteerd. Wij denken echter dat de omgeving gaat veranderen. Recente gegevens over de inflatie en de drijvende krachten daarachter suggereren dat de inflatie wel eens sneller kan dalen dan de centrale banken verwachten. Hoe langer het monetaire beleid krap blijft, hoe groter de kans op een langere periode van zwakke economische groei. Dit kan uiteindelijk leiden tot een inflatie onder de doelstelling als het monetaire beleid niet op tijd wordt bijgesteld. De kans daarop zal toenemen wanneer het lang duurt voordat de eerdere renteverhogingen effect sorteren op de economie en daarna de inflatie. Dus 'precies genoeg' op dit moment kan gemakkelijk 'te veel' worden als te lang wordt vastgehouden aan het huidige renteniveau.

Rente zal waarschijnlijk normaliseren in de komende twee jaar

Dit leidt tot de vraag of de rente hoog zal blijven. Op financiële markten lijkt te zijn besloten van wel, hoewel de verwachtingen daar de afgelopen weken zijn teruggeschroefd. Nog maar een paar weken geleden suggereerden de waarderingen op de financiële markten dat beleggers niet zozeer dachten dat de rente 'langer hoger' zou zijn, maar 'duurzaam hoger'. Zo zagen zij een maand geleden de Amerikaanse rente de komende jaren uitkomen op ongeveer 4,5%, zo'n 2 procentpunten hoger dan de eerdere consensus van 2,5%. Dit suggereert dat op financiële markten werd gedacht dat de Fed de rente slechts beperkt zou verlagen. Recentelijk zien wij echter enige verschuiving, al wordt nog steeds rekening gehouden met veel hogere rentetarieven dan in het verleden (zie grafiek rechtsonder). Hebben de financiële markten gelijk over het nieuwe normaal?

³ Hoewel het FOMC ook een 'volledige werkgelegenheid'-doelstelling heeft, geniet prijsstabiliteit prioriteit. Voorzitter Powell verduidelijkte onlangs dat prijsstabiliteit door het comité wordt gezien als een noodzakelijke voorwaarde om op lange termijn volledige werkgelegenheid te bereiken. Zie ook [hier](#)

Wij denken dat twee factoren ten grondslag liggen aan de verandering. Ten eerste is de Amerikaanse economie tot nu toe veerkrachtig geweest. Dit ondanks alle renteverhogingen van de Fed die de bovengrens van haar doelbereik naar 5,5% heeft gebracht. Het lijkt dan ook een logische conclusie dat de 'neutrale' rentevoet, oftewel het renteniveau waarbij de economie niet gestimuleerd of afgeremd wordt, is gestegen. Deze conclusie is echter te voorbarig. De rente is niet de enige factor die de economische activiteit bepaalt. Met name het spaaroverschot van huishoudens tijdens de pandemie lijkt de economie tot op zekere hoogte te hebben beschermd tegen de hoge rente. Maar deze buffer zal waarschijnlijk slinken. Daarnaast beïnvloeden renteverhogingen de economie met lange en variabele vertragingen. Een groot deel van de negatieve invloed van de renteverhogingen zit nog in de pijplijn. Voor de economie van de eurozone, die aanzienlijk is verzwakt door de renteverhogingen, is het duidelijk veel minder de vraag of het beleid momenteel verkrappend is of niet.

Andere factoren die wijzen op een hogere neutrale rente zijn: 1) een daling in de vraag naar Amerikaans schatkistpapier, nu de Fed haar balans verkleint; en 2) een stijging van het aanbod daarvan door de aanhoudend hoge begrotingstekorten in combinatie met de hogere rentelasten die zorgen voor een toename van de uitgave van obligaties. Wij denken dat dit geldige redenen zijn om te denken dat de neutrale rente is gestegen. Dit gezegd hebbende, zijn er nog andere factoren die de neutrale rente laag houden. De belangrijkste is dat de trendmatige groei lager blijft dan voor de financiële crisis van 2008-2009 door een ongunstige demografie en een zwakkere productiviteitsgroei.

Reële neutrale rente is gedaald

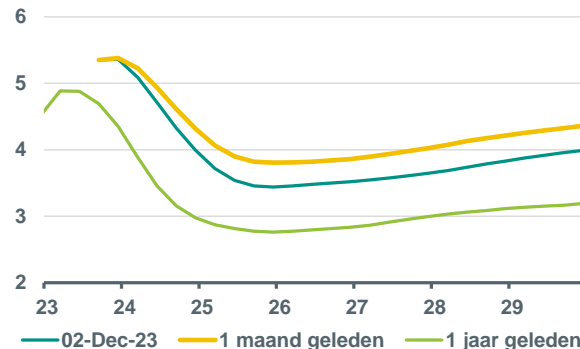
Holston Laubach Williams schatting, %



Bron: New York Fed, Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Marktverwachtingen voor Fed lijken nog steeds te hoog

%



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Dus hoewel de neutrale rente in de VS misschien is gestegen, denken we dat de stijging waarschijnlijk veel gematigder is geweest dan de financiële markten momenteel inprijzen. In de eurozone zijn de neutrale rentetarieven volgens ons waarschijnlijk grotendeels in lijn met het niveau van voor de pandemie. Voor zowel de VS als de eurozone zijn de schattingen van de neutrale rente laag gebleven (zie grafiek linksonder). Deze schattingen lijken te worden ondersteund door ander bewijsmateriaal. Zo past de gekelderde vraag naar bedrijfsleningen (zie grafiek rechtsonder) bij de opvatting dat het monetaire beleid zich op zeer restrictief terrein bevindt. Over het geheel genomen zien we de neutrale rente in de VS op ongeveer 3% en de neutrale rente in de eurozone op ongeveer 1,5%.

Het resultaat van dit alles is dat wanneer de groei en inflatie vertragen en centrale banken de rente gaan verlagen, er nog een lange weg te gaan is vanaf de huidige niveaus. We verwachten daarom een neerwaartse herwaardering van het 'nieuwe normaal', wat volgend jaar een ondersteunende factor zou moeten zijn. Natuurlijk, net zoals renteverhogingen tijd nodig hebben om de economie negatief te beïnvloeden, hebben renteverlagingen tijd nodig om de economie te stimuleren. In vergelijking met cycli waarin de rente eerder werd verlaagd, kan het dus enige tijd duren voordat het herstel op gang komt.

Obligatierente daalt, rentecurves worden steiler

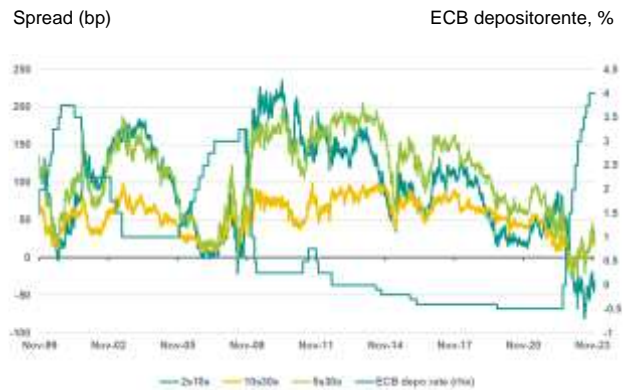
De belangrijkste bepalende factor voor de langetermijnrente is waar volgens beleggers de centrale bank de kortetermijnrente de komende jaren naartoe zal sturen (zie grafiek linksonder). Hoewel een risicopremie (bekend als de

Lange rente wordt vooral bepaald door korte rente



Bron: Datastream, Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Monetaire beleidsverwachtingen en rentecurves



Bron: Datastream, Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

termijnpremie) ook van invloed is en beleggers inflatierisico's of veranderingen in vraag en aanbod van obligaties incalculeren, suggereert de grafiek dat de monetaire beleidsverwachtingen de belangrijkste drijfveer zijn. Als beleggers rekening houden met stevigere renteverlagingen in de komende jaren, zullen de obligatierentes waarschijnlijk aanzienlijk dalen, zowel in de VS als in de eurozone. We verwachten ook dat de rentecurves steiler zullen worden. De grafiek rechtsonder laat zien hoe de rentecurves bewegen tijdens monetaire beleidscycli. Rentecurves hebben de neiging om af te vlakken tijdens renteverhogingscycli. Dat is ook precies wat we de afgelopen twee jaar hebben gezien. Wanneer er een eind komt aan periodes van renteverhogingen en renteverlagingen naderen, hebben curves echter de neiging om snel steiler te worden. We zien het begin daarvan en denken dat deze trend veel verder zal doorzetten. (*Nick Kounis*)

Wat als aanhoudende prijsschokken het nieuwe normaal zijn?

In ons basisscenario komt de inflatie halverwege 2024 weer in de buurt van 2% (zie [hier](#)). Hierbij gaan we er vanuit dat er geen verdere schokken zoals een pandemie of de oorlog tussen Rusland en Oekraïne zijn. Zulke 'schokken' zijn natuurlijk onmogelijk te voorspellen. In het decennium voorafgaand aan de pandemie lag de inflatie aanhoudend *onder* de doelstellingen van de centrale banken. Handelsintegratie drukte de prijzen van goederen, terwijl zwakke groei en hoge werkloosheid niet leiden tot prijsdruk vanuit de vraag. Nu, na de grootste prijsschok sinds de jaren 1970 zijn er redenen om te denken dat het komende decennium meer prijsturbulentie kan brengen. Twee factoren staan hier centraal als potentiële nieuwe bronnen van prijsschokken: 1) geopolitiek en deglobalisering, en 2) klimaatverandering en decarbonisatie. Maar zoals Milton Friedman ooit zei, "inflatie is altijd en overall een monetair fenomeen". Schokken kunnen het inflatieanker tijdelijk verstoren, maar of de inflatie echt hoog blijft, hangt af van de reactie van de centrale bank.

Verschuivingen zijn geen schokken - het onderscheid is belangrijk

De turbulentie van afgelopen jaren maakt het gemakkelijker om nieuwe bronnen van schokken voor te stellen. Een acuut inflatierisico is de mogelijke herverkiezing van Donald Trump als president van de VS, wat zou kunnen leiden tot nieuwe importheffingen (zie [hier](#)). Maar om een schok echt een *schok te laten* zijn, moet deze groot en onverwacht zijn. Ter illustratie: als Europa had verwacht dat Rusland Oekraïne zou binnenvallen, zou de energievoorziening al geleidelijk zijn gediversifieerd en was de impact op de energieprijzen milder.⁴ Demografische verandering is een voorbeeld van een meer geleidelijke verschuiving in plaats van een schok, waarbij het effect geleidelijk wordt geabsorbeerd door de economie.

⁴ De energiecrisis heeft economieën ook weerbaarder gemaakt tegen een nieuwe energieschok: het energieaanbod is meer gediversifieerd en beleidsmakers en consumenten zijn beter voorbereid om zich aan te passen. Opeenvolgende schokken van hetzelfde karakter hebben daarom minder impact op de inflatie.

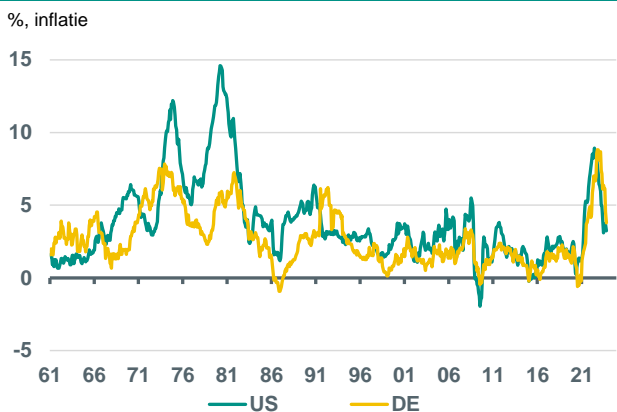
Zoals in de jaren zeventig: impact op de verwachtingen - en de beleidsreactie - is de sleutel

Inflatoire turbulentie is niets nieuws, maar de omvang van de aanbodschokken die we hebben gezien door de pandemie en de oorlog in Oekraïne overtreft wat we gezien hebben sinds de jaren 1970. Dit is de reden waarom de recente inflatiegolf centrale banken aanvankelijk verblindde (hoewel [niet alle economen](#)). *Economie 101* leert dat een centrale bank door [aanbodgedreven prijsschokken](#) heen moet kijken (of ze moet afwachten) in plaats van de economie onnodig af te remmen met hoge rentetarieven. Aanbodschokken verhogen de inflatie meestal slechts tijdelijk totdat het aanbod zich aanpast, terwijl monetair beleid alleen de vraag kan beïnvloeden (en met een lange vertraging). Maar toen in 2021-22 duidelijk werd dat de schokken groot en hardnekkig genoeg waren om inflatieverwachtingen te beïnvloeden, traden centrale banken op. Wat volgde was de meest agressieve renteverhogingscampagne in decennia. Centrale banken waren bang voor tweede-ronde-effecten. Hogere prijzen en een krappe arbeidsmarkt zou tot hogere lonen leiden, met het risico van een loon-prijsspiraal. Tot op zekere hoogte kristalliseerde dit risico zich inderdaad uit. Door zo krachtig te reageren, wisten centrale bankier heel goed dat dit diepe recessies dreigde uit te lokken. Hun oordeel was (en is) dat de inflatie nu bestrijden - zelfs als dat een recessie zou betekenen - beter was dan een herhaling van de jaren 1970, toen aanhoudende inflatie leidde tot een zeer volatiele conjunctuurcyclus en langdurige hoge werkloosheid.

Centrale banken lijken toegewijd aan hun doelstellingen, maar zal dat altijd zo zijn?

Centrale bankiers verrasten de markten met hun agressieve reactie op de inflatiegolf van 2021-22. Hiermee gaven ze de duidelijke boodschap af dat, als puntje bij paaltje komt, het halen van hun inflatiedoelstellingen belangrijker is dan het vermijden van een recessie op korte termijn.⁵ We hebben er vertrouwen in dat dit zo zal blijven. Er zijn echter ook scenario's te bedenken waarin het anders zou kunnen lopen. Ten eerste kunnen schokken zo talrijk zijn dat de gevolgen voor groei en werkloosheid van het terugbrengen van de inflatie ondraaglijk worden. Daarmee samenhangend; de onafhankelijkheid van de centrale bank is een relatief recent fenomeen voor de meeste landen/regio's (in het verleden hadden politici directe invloed op de rentetarieven). We kunnen ons daarom ook scenario's voorstellen waarin politieke druk een centrale bank belemmert om aan haar mandaat te voldoen. Vooral in een klimaat waarin populistische politici minder respect hebben voor institutionele grenzen.⁶ (*Jan-Paul van de Kerke & Bill Diviney*)

Prijsschokken geen nieuw fenomeen



Bron: LSEG, CITI, ABN AMRO Economisch Bureau

⁵ Dit geldt ook voor de Fed, die in tegenstelling tot de ECB een tweeledig mandaat heeft: prijsstabiliteit en volledige werkgelegenheid. Maar, zoals voorzitter Powell altijd stelt, prijsstabiliteit is een voorwaarde voor een sterke arbeidsmarkt, wat betekent dat het *de facto* doel van de Fed ook alleen op inflatie is gericht.

⁶ Een recent voorbeeld hiervan is Turkije. Onder druk van de regering *verlaagde* de centrale bank de rente in reactie op de stijgende inflatie.

Zullen verkiezingen tot een versnelling van China's ontkoppeling met het westen leiden?

De ontkoppeling tussen het Westen en China lijkt het nieuwe normaal te zijn geworden. De betrekkingen ondergaan een *reset* - gedreven door beide partijen - vanwege zorgen over strategische concurrentie, nationale veiligheid en andere kwesties. Deze reset gaat gepaard met een correctie in de bilaterale handel, hoewel conjuncturele factoren en een post-pandemische verschuiving in de mondiale vraag van goederen naar diensten ook een rol spelen. Dit alles raakt niet alleen de handel, maar ook directe buitenlandse investeringen en portefeuillestromen, met name in de technologiesector (zie onze [Global Monthly van oktober, Zes urgente vragen over China](#), en onze recente [Macro Watch](#)). In ons basisscenario verloopt de ontkoppeling van China geleidelijk (gezien de gevestigde belangen die op het spel staan), zonder dat ongelukken à la Rusland leiden tot een plotselinge stop met ernstige macro-economische gevolgen. Toch zien we drie potentiële struikelblokken in 2024 die de ontkoppeling van China zouden kunnen versnellen: de presidentsverkiezingen in Taiwan (januari) en in de VS (november) en een handelsconflict tussen de EU en China over elektrische voertuigen.

Verkiezingen Taiwan: DPP-overwinning leidt tot risico's, gemitigeerd door herstart (militaire) gesprekken VS-China

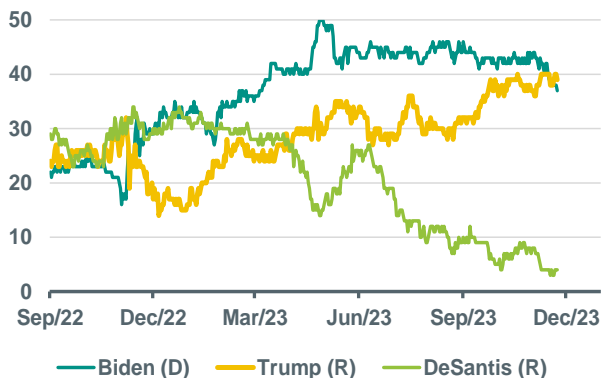
Taiwan is een belangrijk wrijvingspunt in de betrekkingen tussen de VS en China. China streeft naar hereniging op termijn (bij voorkeur vreedzaam, maar indien nodig met geweld) en de VS is de belangrijkste verdediger van het eiland. Het feit dat Taiwan de grootste halfgeleiderproducent ter wereld is, maakt deze wrijvingen nog groter. De gebeurtenissen van vorig jaar toonden aan hoe precair de status quo is: in de zomer van 2022 reageerde China met grootschalige militaire oefeningen en een feitelijke blokkade van de Straat van Taiwan op het bezoek van Taipei door de Amerikaanse House Speaker Pelosi. Tegen deze achtergrond moeten de Taiwanese presidentsverkiezingen (13 januari) nauwlettend in de gaten worden gehouden. Een overwinning van de kandidaat van de Democratische Progressieve Partij Lai (die voor onafhankelijkheid is en door China wordt bekritiseerd) zou het risico op een reactie van Peking vergroten. Wel heeft Lai zijn toon onlangs verzacht; de meerderheid van de kiezers geeft de voorkeur aan stabiele betrekkingen tussen China en Taiwan. Lai staat op kop in de peilingen en zijn kansen om de verkiezingen te winnen zijn verbeterd, nadat een plan om de pro-China oppositiepartij *Kuomintang* (waaraan Peking de voorkeur geeft) en de centristische *Taiwan People's Party* te laten samenwerken eind november mislukte. Aan de andere kant bespraken Biden en Xi Taiwan tijdens hun recente ontmoeting en kwamen ze overeen om de militaire communicatiekanalen, die na het bezoek van Pelosi waren gesloten, weer te openen. Dit heeft de kans op een serieuze escalatie in de Straat van Taiwan na de verkiezingen van januari enigszins verminderd, althans voor de korte termijn, hoewel er natuurlijk nog wel risico's blijven bestaan.

Amerikaanse verkiezingen november 2023: Wat als Trump terugkeert naar het Witte Huis?

Zeker na 2024 kunnen de Amerikaanse presidentsverkiezingen in november van dit jaar ook gevolgen hebben voor de relatie tussen de VS en China. Volgens opiniepeilingen is het zo goed als zeker dat ex-president Trump de Republikeinse kandidatuur wint, met een kans van 50-50 dat hij daarna ook het presidentschap wint, ondanks zijn juridische problemen. Hoewel een heropleving van het Amerikaanse industriebeleid en het in toom houden van China nu doelen zijn die zowel Republikeinen als Democraten onderschrijven, zijn de benaderingen van Trump en Biden radicaal verschillend. Waar de aanpak van Trump mercantilistisch, transactiegericht en unilateraal was, is die van Biden meer ideologisch gericht en multilateraal. Een herkozen Trump zou waarschijnlijk opnieuw de protectionistische kaart spelen: hij heeft een universeel importtarief van 10% voorgesteld (gebruikmakend van presidentiële bevoegdheden onder Sectie 301 van de *US Trade Act* van 1974), dat ook de EU zou treffen. Hij zou ook kunnen komen met een nieuwe ronde van China-specifieke tarieven, omdat de VS nog steeds een groot bilateraal handelstekort heeft (hoewel dit is gedaald, nu de Amerikaanse vraag is terugverschoven naar diensten). Al met al denken we dat een herverkiezing van de Republikeinen/Trump het risico op een abrupte verslechtering van de relatie tussen de VS en China zou verhogen, met een sterkere macro-economische en marktimpact en een versnelling van de ontkoppeling tussen de VS en China. Een nieuwe ronde van Amerikaans isolationisme onder Trump 2.0 kan China echter ook aanmoedigen in de benadering van Taiwan op de langere termijn.

Stijgende kans op terugkeer Trump in Witte Huis

Opiniepeilingen: impliciete kans dat kandidaat ... het presidentschap wint, %.



Bron: Bloomberg, PredictIt, ABN AMRO Economisch Bureau

Handelstekort VS met China: Omlaag, niet verdwenen

USD miljard, 12 maanden voortschrijdende som



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, LSEG

Zal het EU-onderzoek naar de Chinese EV-sector leiden tot een ernstig handelsconflict tussen Brussel en Peking?

In vergelijking met de VS heeft de EU tot nu toe voor een meer gematigde aanpak gekozen bij het hervormen van haar betrekkingen met China. Recent lijkt het afwegingsproces in de EU echter wat te zijn verschoven. In september 2023 startte de Europese Commissie (EC) een onderzoek naar de subsidies voor batterijgedreven elektrische voertuigen (BEV's) uit China. Dat volgde op een sterke stijging van de invoer van in China geproduceerde BEV's, wat schadelijk zou kunnen zijn voor de opkomende BEV-industrie in Europa. Hoewel BEV's nog steeds een relatief klein deel uitmaken van de totale autoverkoop in de EU, (ruim 12% in 2022), groeit de verkoop snel - met meer dan 50% j-o-j in oktober. In het tweede kwartaal van 2023 was bijna 20% van de EU-invoer van BEV's afkomstig uit China. Hoewel dit aandeel recentelijk iets is gedaald, zal het naar verwachting in de loop van de tijd toenemen. Ongeveer 40% van de EU-invoer van in China geproduceerde auto's was afkomstig van Tesla, maar het aandeel van Chinese merken stijgt snel.

Om compenserende heffingen te kunnen opleggen (zoals een hoger importtarief, bovenop de standaard 10%), moet de EC bewijzen dat a) de Chinese BEV-export bepaalde subsidies heeft ontvangen van de Chinese overheid, en b) de Europese industrie hierdoor op korte termijn wordt bedreigd. Het onderzoek van de EC zal kijken naar een reeks steunmaatregelen van de Chinese overheid (zoals subsidies, toelagen, leningen), zal ongeveer een jaar duren en zal de periode oktober 2022-september 2023 bestrijken. Hoewel het goed mogelijk is dat er enkele compenserende maatregelen worden genomen gezien het belang van de BEV-industrie voor Europa, verwachten we dat Brussel op dit gebied voorzichtig zal handelen. Dat

China's export van EV's naar de EU is toegenomen

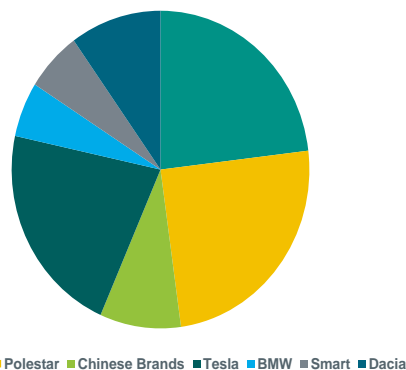
USD mrd aandeel, %



Bron: ITC, ABN AMRO Economisch Bureau

Meeste in China geproduceerde EV's zijn niet Chinees

Made-in-China EV's geregistreerd in Duitsland per merk*, 1H-2023, %



Bron: CSIS, ABN AMRO Economisch Bureau (* BEV's + hybrides)

doet Brussel immers meestal bij dit soort kwesties, gegeven de bredere onderlinge afhankelijkheden die op het spel staan, en met de mogelijkheid van Chinese vergeldingsmaatregelen in het achterhoofd. Dat gezegd hebbende, bestaat er een risico op een meer ontwrichtende uitkomst, die de Europese ont koppeling versus China zou kunnen versnellen. (Arjen van Dijkhuizen & Aggie van Huisseling)

Hebben de energiecrisis en de stijging van lonen het concurrentievermogen van Europa aangetast?

Hoge nominale loonstijgingen en een verschuiving van Russische energie naar duurdere leveranciers hebben het concurrentievermogen van de eurozone aangetast. Bedrijfsenquêtes, bijvoorbeeld van de Europese Commissie, geven aan dat bedrijven in de eurozone een verlies aan concurrentiekracht ervaren op zowel binnenlandse als internationale markten. Dit heeft ook uitstralingseffecten: door de hogere energiekosten is de eurozone minder aantrekkelijk geworden om in te investeren. Er zijn echter verzachtende omstandigheden waardoor wij denken dat het verlies aan concurrentiekracht niet doorzet. De zwakke euro heeft het effect tijdelijk gedrukt. Ook zullen de lagere inflatie en de stijgende werkloosheid de loondruk in de komende kwartalen verminderen, wat de groei van de arbeidskosten per eenheid product beperkt. Op de langere termijn hangt het kostenconcurrentievermogen af van innovatie en productiviteitsontwikkeling. Hier ligt een rol voor beleidsmakers om het toekomstige concurrentievermogen te verbeteren.

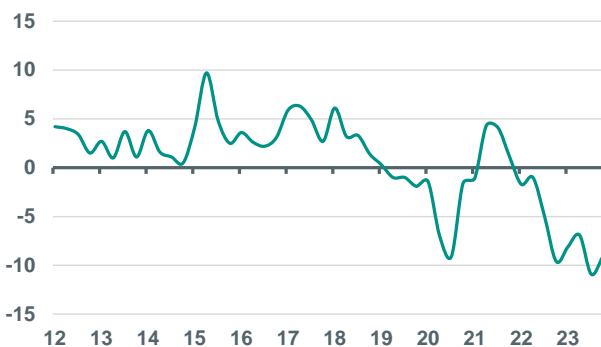
Kostenverhogende schokken belemmeren concurrentievermogen

Sinds de oorlog in Oekraïne en de daaropvolgende energiecrisis zijn de energiekosten voor bedrijven in de eurozone sterker gestegen dan voor de meeste wereldwijde concurrenten⁷. Aangezien de eurozone een netto-importeur van energie blijft, zal dit waarschijnlijk niet snel veranderen. Dit vormt een nadeel voor de industrie in de eurozone, met name de meer energie-intensieve (waaronder in Nederland, zie ons rapport [hier](#)). Volgens investeringsenquêtes houden de hoge energiekosten ook nieuwe investeringen tegen. Naast energie heeft de hoge inflatie tegen de achtergrond van een krappe arbeidsmarkt geleid tot hoge nominale loonstijgingen. Zonder productiviteitsstijgingen heeft dit geleid tot stijgende *unit labour costs* (de kosten van arbeid per eenheid product). Als we kijken naar de ontwikkeling van de arbeidskosten per eenheid product, zien we dat de recente stijgingen veel hoger zijn dan de stijgingen in de drie jaar voorafgaand aan de pandemie.

Als gevolg van deze schokken melden bedrijven in de eurozone dat hun concurrentiepositie verslechtert. Dit geldt meer voor exporteurs dan voor bedrijven die voor de binnenlandse markt produceren. We zien ook tekenen van divergentie *binnen* de eurozone. Met name wat betreft de concurrentiepositie op het gebied van energie. Duitse bedrijven bijvoorbeeld, die voor hun energie-intensieve industrie sterk afhankelijk waren van Russisch gas, melden een veel groter verlies aan concurrentievermogen dan bijvoorbeeld hun Franse of Italiaanse tegenhangers.

Bedrijven in EZ zien concurrentievermogen afnemen

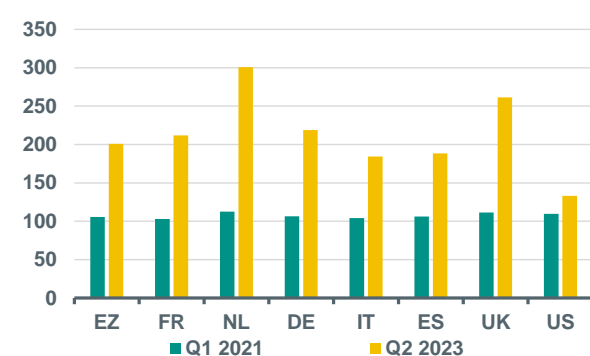
Index; negatief is afnemende concurrentiepositie op wereldmarkten



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Stijgende energiekosten en verschil tussen landen

Index (2015=100)



Bron: Eurostat, ABN AMRO Economisch Bureau

Verschillende factoren zorgen voor tijdelijke demping

Er zijn enkele compenserende factoren geweest die het verlies aan concurrentievermogen hebben verminderd. De eerste is de ontwikkeling van de wisselkoersen. Toen de energiekosten in 2022 sterk stegen, daalde de waarde van de euro. Dit bood enige verlichting voor exporteurs. Het mes snijdt hier echter aan twee kanten voor energie-intensieve bedrijven, aangezien een zwakkere munt ook een opwaartse druk uitoefent op de inputprijzen. Een andere tijdelijke buffer in de afgelopen twee jaar was het gevolg van bottlenecks in internationale aanvoerlijnen. In 2021 en 2022, na de lockdowns, werden de

⁷ Japan en Korea - ook grote netto-importeurs van LNG - werden ook getroffen door de energiecrisis en worden nog steeds geconfronteerd met hogere energiekosten dan vóór de crisis.

wereldwijde toeleveringsketens verstoord, wat leidde tot problemen in de logistiek en de internationale handel. Als gevolg daarvan kregen binnenlandse producenten in de eurozone, zelfs als ze duurder waren, een voorsprong op internationale concurrenten, omdat ze minder last hadden van deze wereldwijde bottlenecks in de bevoorrading. Dit beschermde binnenlandse producenten tijdelijk tegen de volledige omvang van hun verlies aan concurrentievermogen. Meer recentelijk zijn deze twee factoren afgenomen; de aanbodknelpunten zijn inmiddels opgelost en de euro is in waarde gestegen ten opzichte van de dieptepunten van 2022.

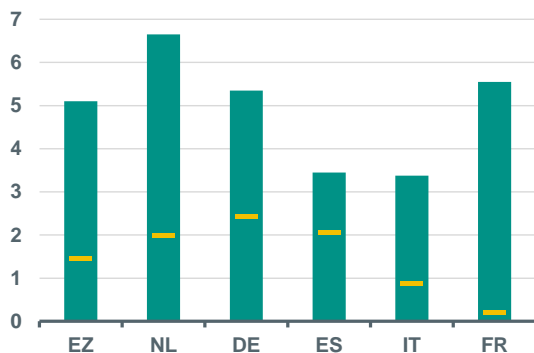
In de toekomst zet het verlies aan concurrentiekracht niet door

Het valt nog te bezien of de huidige deuk in het concurrentievermogen van de eurozone structureel wordt, maar voorlopig verwachten geen verder verlies aan concurrentievermogen. Omdat bijvoorbeeld de druk op de arbeidskosten naar verwachting zal afnemen door de zwakke economie (zie [hier](#)) en de afnemende vraag naar arbeid. Hierdoor koelen arbeidsmarkten verder af en neemt de werkloosheid toe, waardoor de loondruk minder wordt. Niet alleen zetten lagere loonstijgingen een rem zetten op de stijging van de loonkosten per eenheid product, maar ook zullen er meer ontslagen vallen omdat bedrijven herstructureren als reactie op de zwakke vraag.

Europa's afhankelijkheid van geïmporteerde energie is blijvend. Toch worden er maatregelen genomen om die afhankelijkheid te verminderen. In het afgelopen jaar is er al veel vooruitgang geboekt: het aanbod van hernieuwbare energie is opgevoerd en de energievraag van bedrijven in de eurozone is aanzienlijk gedaald, terwijl de output stabiel is gebleven. Een positief punt is dat Europa een aanzienlijke stap voorwaarts heeft gezet in vergelijking met andere regio's als het gaat om energie-efficiëntie, essentieel in de energietransitie. Voor specifieke energie-intensieve sectoren hebben overheden staatssteunregelingen geïmplementeerd om die sectoren en bedrijven te helpen die het hardst worden getroffen. Ondanks deze inspanningen is het verlies aan concurrentievermogen nog steeds zichtbaar. De komende jaren zal blijken of er meer vooruitgang wordt geboekt op dit gebied en of de verschillen in energie-inputprijzen afnemen als gevolg van het huidige en toekomstige beleid.

Groei arbeidskosten ruim boven historisch niveau

Nominale arbeidskosten per eenheid product, 2017-2019 (-) en 22Q3-23Q3 (staven)



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Eurodepreciatie was kortstondig een dempende factor

Reële effectieve wisselkoers, euro, index



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Op de lange termijn draait alles om productiviteitsgroei

Het concurrentievermogen op de langere termijn wordt voornamelijk bepaald door de productiviteitsgroei. De recente resultaten op dit gebied zijn niet veelbelovend. De productiviteitsgroei was laag in de meeste geavanceerde economieën, maar de eurozone lijkt nog verder achter te blijven bij andere grote regio's. De productiviteitspuzzel is niet eenvoudig op te lossen. Zowel nationale regeringen als de Europese Commissie hebben een hele reeks beleidsmaatregelen geprobeerd om de productiviteit te verhogen, van het verdiepen van de kapitaalmarkt en het verbeteren van de werking van de interne markt tot het opzetten van publieke investeringsfondsen, zoals het herstel- en veerkrachtfonds. Hoewel deze beleidsagenda belangrijk is vanuit een structureel oogpunt, is het onwaarschijnlijk dat dit op korte termijn verlichting zal brengen voor bedrijven die momenteel moeilijk kunnen concurreren. (Philip Bokeloh & Jan-Paul van de Kerke)

Wat de verkiezingsuitslag in Nederland kan betekenen voor de toekomst van het klimaat

Volgens het [IPCC](#) kunnen algemene verkiezingen leiden tot verschuivingen in het klimaatbeleid. Wij voegen daaraan toe dat rechtszaken ook een dergelijke verschuiving teweeg kunnen brengen. In dit stuk beargumenteren we waarom we denken dat een verschuiving van een ordelijke transitie naar een meer vertraagde transitie nu een waarschijnlijker scenario is voor Nederland.

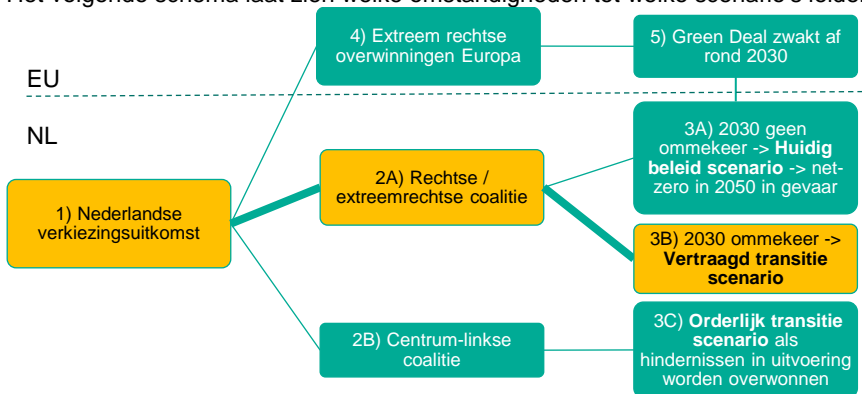
Het waarschijnlijke klimaatscenario van Nederland tussen nu en 2050 wordt zowel direct als indirect beïnvloed door de uitslag van de Nederlandse parlementsverkiezingen vorige maand, waarbij een klimaatsceptische partij (PVV) het grootste aantal zetels won. Onderstaand schema schetst de mogelijke uitkomsten van deze overwinning (1).

Ten eerste is er het directe effect van een nieuwe coalitie. Met een centrumlinkse coalitie (2B) blijft het ambitieuze energietransitiebeleid waarschijnlijk op koers (3C). Dit zal [naar schatting](#) 55 procent emissiereductie tegen 2030 mogelijk maken op een ordelijke manier⁸. Daarentegen kan een extreemrechtse coalitie besluiten om de emissiereductie te vertragen of zelfs terug te draaien (2A), door dit beleid te herroepen. Aangezien de verkiezingen zijn gewonnen door een partij (PVV) die stelt dat Nederlandse klimaatmitigatie een nutteloze activiteit is, wordt een vertraging of ommekeer van het emissiepad meer waarschijnlijk.

Mocht een nieuwe regering besluiten om een stap terug te zetten in het klimaatbeleid, dan is de volgende vraag of een volgende regering rond 2030 weer aanstuurt op een meer ongeordend transitiebeleid, zodat de netto-nul doelstellingen haalbaar zijn in 2050. Hier zien we twee scenario's: het ene is waar de juridische en beleidscontext van Nederland rond 2030 een ommezwaai afdwingt die Nederland op een vertraagd transitiepad zet om toch netto-nul te bereiken in 2050 (3B). Een andere mogelijkheid is dat de minder ambitieuze klimaatagenda na 2030 wordt voortgezet, waardoor emissies op een pad komen waarbij netto-nul in 2050 buiten bereik ligt (3A). Voor een realistische ommezwaai op middellange termijn (rond 2030), is de richting die de EU opgaat met klimaatbeleid van belang. De verkiezingen voor het Europees Parlement (EP) in 2024 zijn daarom een belangrijke gebeurtenis om in de gaten te houden (4). Als een rechtser Parlement de Green Deal aanzienlijk afzwakt (5), kan dit de juridische noodzaak voor een draai voor Nederland verminderen, waardoor het minder waarschijnlijk wordt dat de 2050 doelen worden gehaald (3A).

Wij denken dat een verschuiving van een ordelijke transitie naar een meer vertraagde transitie nu een waarschijnlijker scenario is voor Nederland (geel). Een klimaat sceptische coalitie in Nederland, in combinatie met een nog steeds ambitieuze Green Deal uit Europa en rechtszaken die proberen af te dwingen dat de uitvoering van het klimaatbeleid in lijn is met de wettelijke verplichtingen, zal Nederland waarschijnlijk meer in de richting van een vertraagd transitiepad duwen. Dit leidt tot grotere macro-economische gevolgen dan een ordelijk transitiepad.

Het volgende schema laat zien welke omstandigheden tot welke scenario's leiden.



⁸ Ervan uitgaande dat hindernissen bij de uitvoering worden overwonnen.

De Nederlandse verkiezingen: een (ver) rechtse coalitie meest waarschijnlijk

Op 22 november werden verkiezingen voor het Nederlandse parlement gehouden. De PVV – een extreemrechtse partij met leider Geert Wilders – [verraaste](#) door 37 van de 150 zetels te winnen. Er zijn 76 zetels nodig voor een meerderheid in het parlement, dus Wilders kijkt nu naar de centrumrechtse partijen VVD en NSC (81 zetels) om een coalitie te vormen. Als je BBB aan dit plaatje toevoegt – wat aantrekkelijk is vanwege de positie in de Eerste Kamer – zou de coalitie 88 zetels hebben. Omdat NSC en VVD hun zorgen hebben geuit over aspecten van het partijprogramma van de PVV, wordt een ingewikkeld onderhandelingsproces verwacht. De VVD verklaarde onlangs zelfs niet toe te treden tot de coalitie, maar deze van buitenaf te steunen.

Grote beleidsverschuivingen verwacht op het gebied van klimaat en Europa

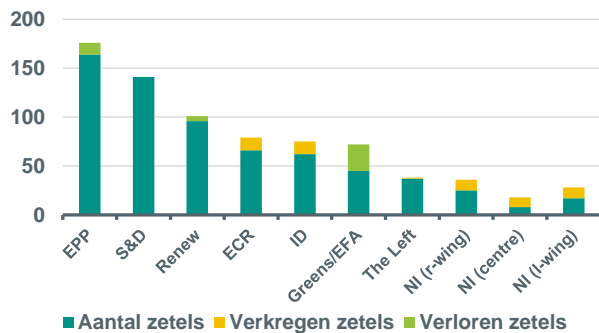
De PVV zal waarschijnlijk voorstander zijn van bezuinigingen op klimaat- en energietransitiegerelateerde projecten. [Volgens](#) de partij moet de huidige Klimaatwet – die Nederland verplicht om de CO₂-uitstoot in 2030 met 55% te verminderen en in 2050 klimaatneutraal te zijn – worden geschrapt. De PVV is het meest uitgesproken over het terugdringen van investeringen in duurzame energie. De andere potentiële coalitiepartijen zijn over het algemeen minder ambitieus op het gebied van decarbonisatie. Met NSC en VVD als voorstander van kernenergie, is het mogelijk dat we een verschuiving zien van hernieuwbare energie naar kernenergie. Net als de PVV vindt de NSC dat de overschakeling naar warmtepompen niet verplicht moet zijn. Ook pleiten ze voor langlopende LNG-deals en verdere exploratie van gas op de Noordzee. Naast klimaat is Europa een gebied waar de mogelijke coalitiepartijen voorstander zijn van een minder accommoderend beleid. Het idee van de PVV voor een Nexit (Netherlands Exit) wordt niet gesteund door de andere partijen, maar het algemeen eurosceptische sentiment van de PVV wordt waarschijnlijk wel gesteund door de VVD en NSC. De nieuwe coalitie zal daarom waarschijnlijk meer vijandig staan tegenover de EU dan de meest recente regering, vooral als het EU-beleid in conflict komt met de binnenlandse wens om het klimaatbeleid af te zwakken.

De Nederlandse verkiezingen als kanarie in de kolenmijn?

De Nederlandse verkiezingen zouden een kanarie in de kolenmijn kunnen zijn voor de EP-verkiezingen in mei 2024, met een grotere kans op bredere verschuivingen naar rechts in Europa. Op basis van nationale verkiezingen zullen de groene en centristische partijen waarschijnlijk terrein verliezen, terwijl centrumrechts en rechts terrein winnen (zie onderstaande tabel). Peilingen voor de EP-verkiezingen suggereren een lichte verschuiving naar rechts. Maar zelfs als het EP naar rechts opschuift, hebben de centrum partijen (vooral de EPP die een groot voorstander is van de Green Deal) zo'n grote meerderheid dat hun dominantie waarschijnlijk niet volledig verloren zal gaan in één verkiezingsronde. Dit betekent dat het er op dit moment naar uitziet dat de Green Deal intact zal blijven. Nu het Nederlandse klimaatbeleid echter meer afwijkt van de Europese doelstellingen, bestaat de kans dat de nationale uitvoering wordt afgezwakt.

EPP verliest een paar zetels maar blijft de grootste

Verwachte aantal zetels na de EP-verkiezingen van 2024



Bron: EU Matrix, ABN AMRO Economisch Bureau

Rechts en centrum-rechts winnen terrein

Veranderingen in de Europese Raad tussen 2019 en 2024

	2019	2024
Links	2	2
Centrum-links	7	7
Groen	1	0
Centrum	7	4
Centrum-rechts	8	9
Rechts	1	4
Extreem rechts	1	1
Totaal	27	27

Bron: ECCO, ABN AMRO Economisch Bureau

Green Deal veilig, maar risico's voor implementatie

Hoewel de Green Deal volgens de huidige peilingen veilig is, bestaat het risico dat het klimaatbeleid op nationaal niveau verwatert en dat de Green Deal op Europees niveau zwakker wordt geïmplementeerd.

Het klimaatbeleid krijgt ook buiten Nederland te maken met een groeiend verzet. Duitsland heeft bijvoorbeeld plannen afgezwakt die de overstap van gasketels naar warmtepompen stimuleren. In het VK is het verbod op auto's met verbrandingsmotoren uitgesteld. Recente peilingen suggereren dat kiezers steeds meer de voorkeur geven aan partijen die de industrie boven het klimaat stellen. Dit vergroot de kans dat het klimaatbeleid in meer landen wordt afgezwakt. Het vertrek van Frans Timmermans – die als vicevoorzitter van de Commissie uitgesproken was op de Green Deal en klimaatbeleid – vergroot mogelijk de kans op een zwakkere uitvoering van de Green Deal met de huidige Commissie. Op de langere termijn komt er voor 2030 weer een verkiezingsronde voor het Europees Parlement. Dit zou de kans op een groter rechts parlement kunnen vergroten, wat een risico zou zijn voor de Green Deal en het klimaatbeleid.

Beleidsdivergentie of geschillen zullen tegen 2030 waarschijnlijk zorgen voor ommekeer Nederlands klimaatbeleid

Met een mogelijke coalitie die mogelijk minder ambitieus is op klimaat, en een Green Deal die intact blijft, betekent dit dat het Nederlandse beleid geleidelijk kan gaan afwijken van de Europese doelen. Deze divergentie zou een scherpe ommekeer kunnen betekenen naar energietransitiebeleid na 2030 als nieuwe verkiezingen worden gewonnen door partijen die daar voorstander van zijn.

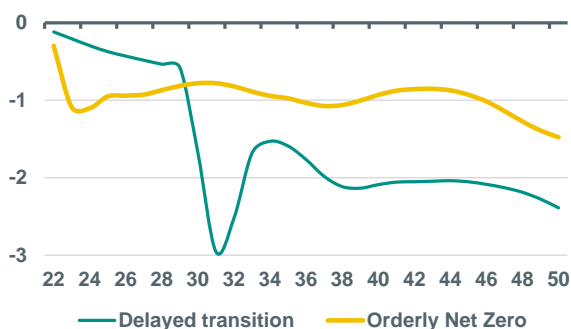
Naast verkiezingen kunnen rechtszaken ook leiden tot een scherpe ommekeer in het beleid om te voldoen aan wettelijke verplichtingen. Klimaatrechtszaken⁹ zijn de afgelopen vijf jaar wereldwijd meer dan verdubbeld. De meerderheid van de 62 zaken in de EU (vanaf eind 2022) waren zaken tegen de regering. In Frankrijk, het VK en in Duitsland [lopen](#) zaken waarin regeringen worden opgeroepen om hun eigen juridisch bindende mitigatieverplichtingen ten aanzien van de netto-nul doelstelling na te komen en uit te voeren. De Urgenda zaak in Nederland is het bekendste voorbeeld van rechtszaken die een scherpe ommekeer in het beleid teweegbrengen.

Vertraagd transitiescenario wordt waarschijnlijker

In economische termen betekent dit dat de transitie meer in de richting gaat van een 'Delayed Transition Scenario' en weg beweegt van een 'Orderly Net Zero'-scenario. Dit betekent op zijn beurt meer economische schade op middellange termijn. Een uitgesteld transitiescenario zou een scherpe ommezwaai na 2030 vereisen, waarvoor sterkere beleidsmaatregelen nodig zouden zijn. Dit creëert meer transitierisico dan in het ordelijke scenario, aangezien het betekent dat bedrijven en huishoudens minder tijd hebben om zich voor te bereiden op de emissiereductie, wat met name investeringen en consumptie belemmert. Bovendien zouden stijgende koolstofprijzen de inflatie opdrijven. Via deze kanalen zouden we een zwakkere bbp-groei zien dan in een ordelijk scenario (zie onderstaande grafiek).

Uitgestelde transitie grotere economische kosten

Impact op Nederlands bbp (transitie en chronisch fysiek risico). % verschil



Bron: NiGEM NGFS v1.22, ABN AMRO Economisch Bureau

Klimaatscenario's, zoals die van de [NGFS](#), illustreren dus dat een onmiddellijke gecoördineerde transitie minder duur is dan een wanordelijk uitgestelde transitie in termen van bbp-effecten op middellange termijn. Met andere woorden, een geordende transitie is beter voor de economische groei op de langere termijn. (*Sandra Phlippen, Aggie van Huisseling, Anke Martens*)

⁹ Rechtszaken over klimaatverandering omvatten zaken waarin belangrijke juridische of feitelijke kwesties aan de orde komen met betrekking tot de beperking van en aanpassing aan klimaatverandering of de wetenschap over klimaatverandering (Sabin Center for Climate Change Law 2022a). Dergelijke zaken worden aanhangig gemaakt bij een reeks administratieve, gerechtelijke en andere arbitrage-instanties.

In de onderstaande tabel vatten we onze belangrijkste verwachtingen voor de macro-economie en financiële markten in 2024 samen.

Thema	Visie
<p>Groei</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Geavanceerde economieën herstellen van de dubbele schok van de pandemie en de Europese energiecrisis • Trage groei op korte termijn door agressieve verkrapping van het monetaire beleid, met een bescheiden herstel eind 2024 als de financiële omstandigheden versoepelen • Chinese jaarlijkse groei daalt tot onder 5% in 2024 door aanhoudende tegenwind van de vastgoedsector en andere structurele uitdagingen • De wereldwijde handel en industrie hebben hun dieptepunt bereikt, maar een sterke opleving lijkt onwaarschijnlijk nu de rente nog enige tijd restrictief blijft.
<p>Arbeidsmarkten en inflatie</p>	<ul style="list-style-type: none"> • De werkloosheid zal gematigd stijgen, maar we verwachten niet het soort stijging van de werkloosheid die normaal gepaard gaat met recessies. • Loonstijging normaliseert door afzwakkende arbeidsmarkt • Inflatie medio 2024 weer in de buurt van 2%
<p>Rentetarieven en FX</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Fed & ECB beginnen vanaf juni met renteverlagingen, waarbij de belangrijkste beleidsrente naar verwachting zal dalen tot 2,75% in de eurozone en tot 4,25% in de VS tegen eind 2024. • Wij verwachten dat 3% de komende jaren het 'nieuwe normaal' is voor de Fed, maar blijven de neutrale rente in de eurozone zien rond 1,5%. • Obligatierendementen blijven dalen in de loop van 2024, waarbij de euro naar verwachting in de buurt van het huidige niveau blijft
<p>Geopolitiek en structurele uitdagingen</p>	<ul style="list-style-type: none"> • De ontkoppeling van het Westen van China zal naar verwachting geleidelijk blijven, maar verkiezingen in Taiwan (januari) en de VS (november) brengen het risico met zich mee van een meer wanordelijke breuk in de betrekkingen. • We verwachten dat de Europese Commissie voorzichtig zal zijn met haar onderzoek naar elektrische voertuigen in China, hoewel er waarschijnlijk wel maatregelen zullen worden genomen tegen China's vermeende subsidies voor elektrische voertuigen. • Trump 2.0 zou in 2025 wel eens kunnen zorgen voor ingrijpende nieuwe tarieven, waardoor de Amerikaanse desinflatie in een stroomversnelling zou kunnen komen. Dit zou de Fed weer kunnen aanzetten tot renteverhogingen, een nieuwe handelsoorlog kunnen ontketenen en het risico op een recessie opnieuw kunnen verhogen.
<p>Politiek van de energietransitie</p>	<ul style="list-style-type: none"> • De uitslag van de Nederlandse parlementsverkiezingen zal waarschijnlijk leiden tot enige afzwakking van klimaat- en energietransiegerelateerde maatregelen en kan deel uitmaken van een groeiend internationaal verzet tegen klimaatbeleid.

Eurozone: Op weg naar de eerste renteverlaging

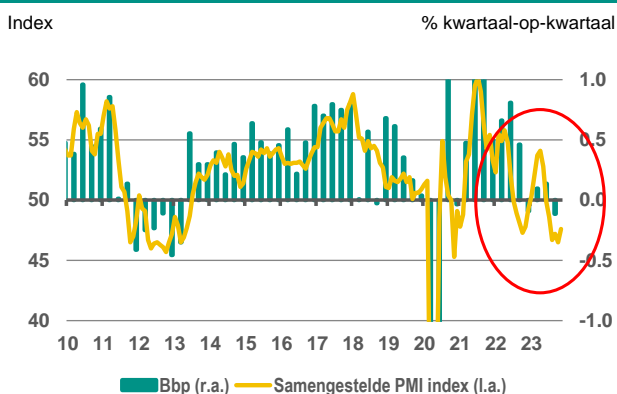
Aline Schuiling - Senior econoom | aline.schuiling@nl.abnamro.com

- ▶ De economie van de eurozone is de afgelopen vier kwartalen gestagneerd en de verwachting is dat de groei in 2024 matig zal blijven.
- ▶ De binnenlandse vraag werd getroffen door een aanzienlijke verkrapting van de financiële voorwaarden als gevolg van ongekend veel renteverhogingen door de ECB, terwijl de zwakke wereldhandel de export beperkte.
- ▶ De totale inflatie is gedurende 2023 snel gedaald. De kerninflatie daalt trager, maar vertoont ook een neerwaartse trend.
- ▶ De loonstijging versnelde in 2023, maar verslechterende arbeidsmarktomstandigheden zouden in 2024 de loongroei moeten beperken.
- ▶ Restrictief begrotingsbeleid door overheden zal naar verwachting de groei in 2024 afremmen.

Groei blijft zwak voor het grootste deel van 2024

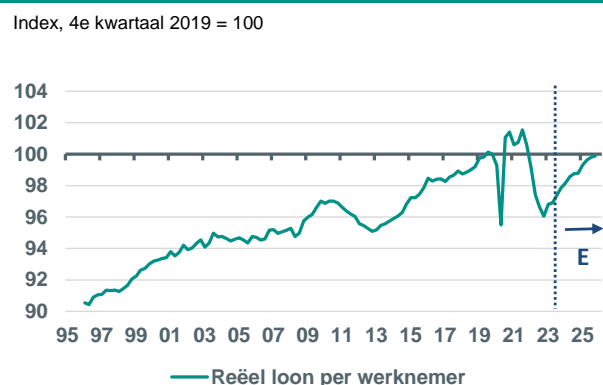
Het bbp van de eurozone (EZ) is van het vierde kwartaal van 22 tot en met het derde kwartaal van 23 gestagneerd. De particuliere consumptie en (woning)investeringen werden getroffen door de ongekende sterke renteverhogingen door de ECB tussen juli 2022 en september 2023 (met in totaal 450 basispunten). Dit leidde tot een daling van de vraag naar leningen door bedrijven en huishoudens en heeft de kredietvoorwaarden van banken sterk aangescherpt. Omdat het effect van monetaire verkrapting met een aanzienlijke vertraging doorwerkt, zal het nog voelbaar zijn in de eerste kwartalen van 2024, waardoor de binnenlandse vraag zwak zal blijven. We verwachten echter geen lange periode van krimpend bbp. Wij gaan uit van een krimp van 0,2% kwartaal-op-kwartaal in het vierde kwartaal, na -0,1% in het derde. Daarna verwachten we stabilisatie in het eerste kwartaal van 2024 en voor de rest van dat jaar een gematigde groei onder het trendmatige tempo. Pas tegen het einde van 2024 verwachten we dat de groei aan kracht wint en boven het trendmatige tempo uitkomt.

PMI in duidt op aanhoudende krimp van het bbp



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Reële loongroei normaliseert



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Sommige factoren zouden een diepere of langere krimp van het bbp moeten voorkomen ...

Om te beginnen zien we enkele vroege tekenen dat de wereldhandel het dieptepunt heeft bereikt, wat gunstig is voor de export en industrie van eurozone en een einde zou moeten maken aan de krimp van de industriële productie die in de laatste maanden van 2022 begon. Daarnaast heeft het einde van de renteverhogingen door de belangrijkste centrale banken geleid tot een stijging van het vertrouwen onder consumenten en producenten (hoewel nog steeds op een laag niveau). Het langzaam toenemende vertrouwen betekent dat huishoudens waarschijnlijk weer een groter deel van hun inkomen zullen uitgeven, nadat de spaarquote in de eerste helft van 2023 omhoog is gesprongen. Later in 2024 komt de ommekeer in het beleid van de centrale banken in zicht (zie hieronder). In afwachting van de eerste renteverlaging zullen de financiële voorwaarden al versoepelen (op sommige vlakken is dat nu al gebeurd), wat de consumptie en de investeringen verder zal ondersteunen. Ook zullen de totale investeringen ondersteund blijven door middelen uit het Europese Herstelfonds, die in 2024 en 2025 elk jaar circa 0,3% van het EZ bbp bedragen. Tot slot zal de particuliere consumptie

profiteren van een normalisering van de reële loonstijging, aangezien de inflatie verder zal dalen. Hoewel we verwachten dat de loonstijging in 2024 flink zal vertragen, zou deze nog steeds iets hoger moeten zijn dan de inflatie (maar niet in die mate dat dit de inflatie zou aanwakkeren, aangezien de arbeidsproductiviteit naar verwachting ook zal stijgen - zie hieronder).

... maar andere factoren zullen de groei in toom houden

Om te beginnen zal de werkgelegenheid in 2024 naar verwachting afnemen, wat de stijging van de consumptie zal beperken. De arbeidsproductiviteit is in de afgelopen vier kwartalen ingestort en wij denken dat dit in de komende kwartalen zal omkeren, wat zal leiden tot een dalende werkgelegenheid en een stijging van de werkloosheid. Vervolgens zal het begrotingsbeleid in 2024 aanzienlijk worden verkrappt na de massale overheidssteun aan bedrijven en huishoudens tijdens de pandemie en de energiecrisis. Dit heeft geleid tot een sterke stijging van de begrotingstekorten en hogere overheidsschuld ratio's in de hele eurozone. De Europese Commissie schat dat de vermindering van de steunmaatregelen het totale begrotingstekort van de eurozone in 2024 met ongeveer 0,8 procentpunt van het bbp zal doen dalen.

Desinflatie is goed op weg

De HICP-inflatie is sterk gedaald sinds oktober 2023, toen deze een piek bereikte van 10,6% jaar-op-jaar. In november 2023 daalde de inflatie naar een lager dan verwachte 2,4% (tegen 2,9% in oktober). Als we naar de belangrijkste componenten kijken, zien we dat de energieprijnsinflatie momenteel waarschijnlijk het dieptepunt heeft bereikt en de komende maanden zal stijgen. Vervolgens is de inflatie van voedsel sinds maart 2023 sterk gedaald. Deze daling werd gedreven door een daling van de inflatie van voedselgrondstoffen prijzen en zal nog verder gaan. Wat de kerninflatie betreft, is de diensteninflatie in november sterker gedaald dan verwacht (van 4,6% in oktober naar 4,0%). Er lijken enkele eenmalige neerwaartse effecten in het spel te zijn geweest, wat betekent dat er in de komende maanden wat opwaartse beweging kan zijn. Tot slot daalde ook de inflatie van industriële goederen in november; van 3,5% naar 2,9%. Dit deel van de inflatie vertoont sinds begin 2023 een duidelijk neerwaartse trend, gedreven door de afnemende knelpunten in de wereldwijde toeleveringsketens en de zwakke wereldwijde vraag naar goederen. Deze trend zal waarschijnlijk nog wel even aanhouden.

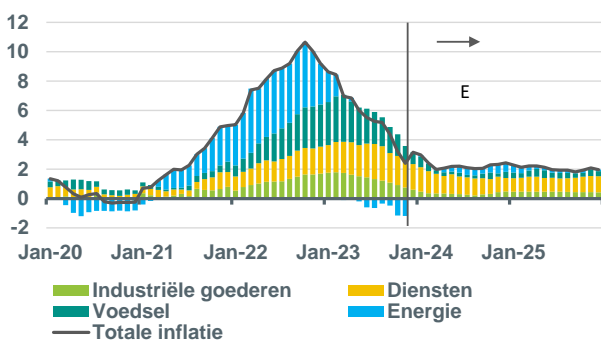
Vooruitkijkend denken we dat - enige tijdelijke volatiliteit daargelaten - alle inflatiecomponenten behalve energie de rest van het jaar en in de eerste helft van 2024 zullen blijven dalen. De zwakke wereldwijde vraag naar goederen en diensten zal de inflatoire druk aan de vraagzijde beperken, terwijl het eerdere opwaartse effect van de hogere energiekosten op de prijzen van goederen en diensten verder zal afnemen. Tot slot denken we dat de loonstijging in 2024 merkbaar zal vertragen, omdat we nu al duidelijke tekenen zien dat de arbeidsmarkt in de eurozone verslechtert. Al met al verwachten we dat inflatie rond het midden van 2024 de ECB-doelstelling van 2% zal bereiken.

Eerste ECB renteverlaging verwacht in juni 2024

De ECB zal de beleidsrente naar verwachting nog een tijdje op het huidige niveau houden. Op basis van onze vooruitzichten voor groei en inflatie denken wij dat de centrale bank haar eerste renteverlaging in juni 2024 zal doorvoeren. Wij verwachten dat de depositorente eind 2024 wordt verlaagd naar 2,75% en uiteindelijk in de loop van 2025 uitkomt op 1,5%.

Inflatie en bijdrage van belangrijkste componenten

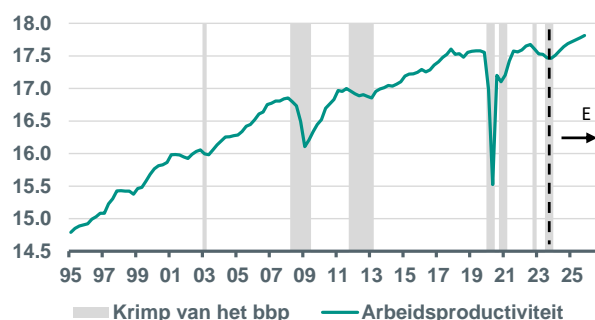
% / procentpunten jaar-op-jaar



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Groei arbeidsproductiviteit trekt aan

niveau



Bron: LSEG, ECB, ABN AMRO Economisch Bureau

Nederland: Formatie begint met zwakke groeivoorzichten

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

Aggie van Huisseling - Econoom | aggie.van.huisseling@nl.abnamro.com

- ▶ **Het formatieproces voor een nieuwe coalitieregering begint met zwakke groeivoorzichten**
- ▶ **Zwakke buitenlandse vraag en de monetaire verkrapping blijven zorgen voor tegenwind**
- ▶ **We verwachten dat de groei in 2024 voorzichtig terugkeert; overheidsbeleid, de arbeidsmarkt en loonstijging ondersteunen de consumptie en ook de externe vraag herstelt licht**
- ▶ **We voorspellen een economische groei van 0,2% dit jaar, 0,6% in 2024 en 1,1% in 2025.**
- ▶ **De inflatie blijft dalen: we verwachten dat de HICP gemiddeld 4,4% bedraagt in 2023 en 3,2% in 2024.**

Een volledige analyse over de Nederlandse economie vindt u hier:

[De Nederlandse economie in zicht - Formatie begint met verslechterde groeivoorzichten](#)

VS - Kan Trump Goudlokje uit koers brengen?

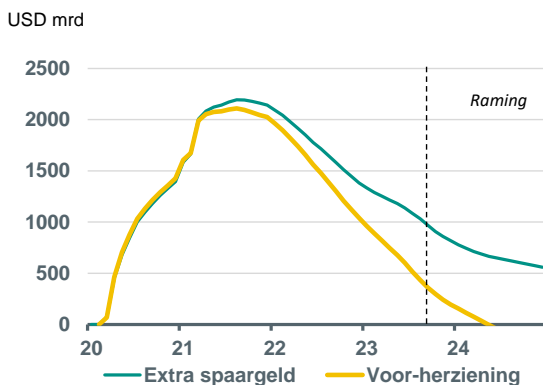
Bill Diviney - Senior econoom | bill.diviney@nl.abnamro.com

- ▶ **Dankzij sterke financiële balansen van huishoudens en een verbeterd arbeidsaanbod is een recessie afgewend.**
- ▶ **De economie vertraagt tot een gemiddelde groei van 1% op jaarbasis in de komende drie kwartalen.**
- ▶ **Als de Fed vanaf juni 2024 tijdig begint de rente te verlagen, zal de vertraging beperkt blijven.**
- ▶ **Het grootste risico voor het *Goudlokje*-scenario is een verkiezingsoverwinning van Trump in 2024.**
- ▶ **Dit kan leiden tot hogere invoerheffingen, inflatie en een nieuwe cyclus van renteverhogingen.**

Een nog beter resultaat voor de Amerikaanse economie in 2023 is nauwelijks denkbaar. Tegen de achtergrond van de grootste renteverhogingen in decennia en ondanks de koopkrachtvernietigende inflatie is de economie nu dichtbij een volledige normalisatie na de pandemische schok. De inflatie daalde richting de Fed-doelstelling van 2%. In plaats van dat de doorgevoerde renteverhogingen een recessie veroorzaakten, versnelde de bbb-groei in 2023. Hoe heeft dit kunnen gebeuren?

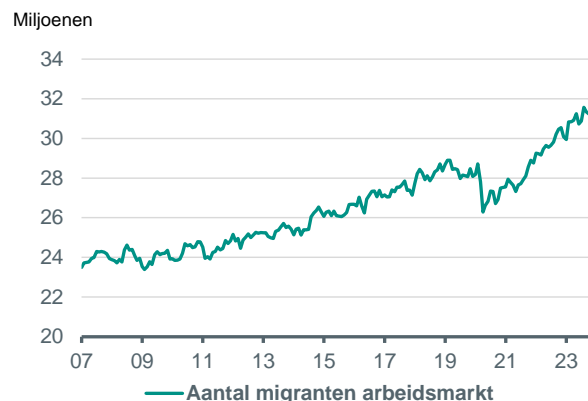
Er zijn twee belangrijke redenen. De eerste is dat de reële inkomens en de spaarbuffers aanzienlijk hoger blijken te zijn dan we nog maar een paar maanden geleden dachten. Dit werd duidelijk bij de 5-jaarlijkse uitgebreide update van de nationale rekeningen, die op 28 september werd gepubliceerd. Het blijkt dat de reële inkomens minder te lijden hebben gehad van de hoge inflatie. Ze liggen namelijk 7% hoger dan we dachten. Verder blijken huishoudens nog ongeveer \$1000 mrd aan extra spaargeld te hebben overgehouden aan de pandemie, in plaats van de \$400 mrd die we eerder dachten. Deze sterke balansen van huishoudens hebben consumenten beschermd tegen de rentestijging. Als gevolg daarvan heeft de consumptie veel beter standgehouden dan we dachten.

Schattingen overtollige besparingen fors verhoogd



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Arbeidsaanbod gestimuleerd door immigratie



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

De tweede belangrijke reden voor de krachtige economie is een onverwachte, aanzienlijke verbetering van het arbeidsaanbod. Ten eerste is de arbeidsparticipatie nu al terug op het niveau van voor de pandemie, terwijl we dachten dat ten minste een deel van de daling van de arbeidsparticipatie na de pandemie structureel zou zijn (zoals we bijvoorbeeld wel zien in het VK). De tweede positieve ontwikkeling is de toename van de immigratie. Tijdens de pandemie verlieten buitenlandse werknemers aanvankelijk de VS. Sindsdien zijn ze massaal teruggekomen: er zijn nu ongeveer 3 miljoen meer buitenlandse werknemers in de VS dan in 2019, en 5 miljoen meer dan tijdens het dieptepunt van de pandemie in 2020-21.

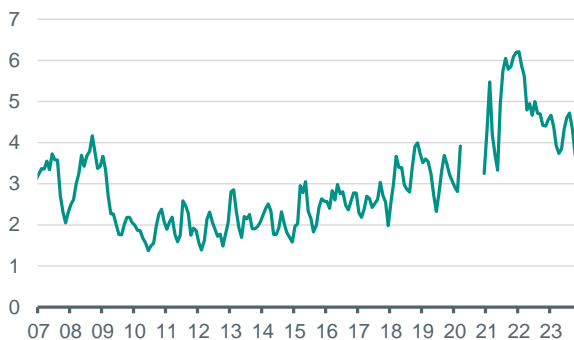
Dankzij deze toename van het arbeidsaanbod kon de economie sterk blijven groeien zonder inflatoire gevolgen. Ondanks de sterke vraag naar arbeid is de loonstijging over de hele linie gedaald en ligt deze bij sommige metingen weer in de buurt van het niveau van vóór de pandemie. De zwakkere loonstijging heeft op zijn beurt de opwaartse druk op de diensteninflatie verminderd, waardoor de inflatie is gehalveerd van ongeveer 6% aan het begin van 2023 tot ongeveer 3% nu. Als gevolg daarvan kon de Fed eerst de renteverhogingen trager doorvoeren en ze vervolgens vanaf juli helemaal stopzetten. Als de inflatie niet was gedaald, zou de Fed waarschijnlijk zijn doorgegaan met de rente verhogen en de groei afremmen. De daling van de inflatie was dus cruciaal om een recessie te voorkomen.

Dat de recessie is ontlopen, betekent nog niet dat de bbp-groei op peil blijft. Een verminderd recessierisico betekent ook niet dat er geen recessierisico is. De binnenkomende gegevens voor het vierde kwartaal wijzen op een sterke vertraging van de economie: de bbp-tracker van de Atlanta Fed komt uit op ongeveer 1% k-o-k op jaarbasis, wat in lijn is met onze prognose en een flinke terugval betekent ten opzichte van de explosieve groei van 5,2% in het derde kwartaal. In ons basisscenario blijft de groei de komende drie kwartalen steken op dit relatief gematigde en ver onder de trend liggende percentage van 1. Door de sterke groeischommelingen kan de bbp-groei zelfs een tijdje negatief uitvallen. Dit risico is vooral groot in het vierde kwartaal. Dat komt doordat de voorraadvorming in het derde kwartaal een grote aanjager van de activiteit was en we verwachten dat de voorraden vanaf het vierde kwartaal een grote rem zullen zetten op de groei. De recente kracht van de consumptie lijkt ook onhoudbaar. Hoewel de arbeidsmarkt sterk is geweest in 2023, is de banengroei duidelijk aan het afzakken. In combinatie met de vertragende reële inkomensgroei verwachten we dat dit de bestedingen zal temperen. Er zijn ook tekenen dat de stress bij sommige huishoudens toeneemt, met stijgende wanbetalingen op leningen. Gegeven de algehele kracht van de balansen van huishoudens zal deze financiële stress waarschijnlijk binnen de perken blijven. Al met al lijkt het recessierisico aanzienlijk lager dan vorig jaar toen wij uit gingen van een milde recessie. Nu schatten wij die kans mede vanwege de hoger dan normale rente op ongeveer 15-20%.

Als we verder kijken dan de vertraging op de korte termijn, verwachten we dat de economie in de tweede helft van 2024 weer zal aantrekken en in 2025 weer iets boven de trendmatige groei zal uitkomen. De belangrijkste aandrijver is de verwachte versoepeling van de financiële voorwaarden. We verwachten dat de inflatie blijft dalen. De Fed-doelstelling voor de PCE-inflatie zal medio 2024 waarschijnlijk weer in de buurt van de 2% liggen. Dit betekent dat de rente vanaf juni geleidelijk kan worden genormaliseerd. Wij verwachten dat de bovengrens van de fed funds rate zal dalen tot 4,25% tegen eind 2024 en tot 3% tegen medio 2025. Alhoewel aanzienlijk lager dan de huidige 5,5% is dat iets hoger dan de 2,5% die de meeste Fed-watchers, inclusief [wijzelf](#), eerder dachten. De marktrente daalt nu al in de aanloop naar de verwachte renteverlagingen volgend jaar. De doorwerking naar de meest rentegevoelige delen van de economie (woningen en goederenconsumptie) zou dus al eind 2024 zichtbaar moeten worden.

De groei van de uurloren normaliseert weer

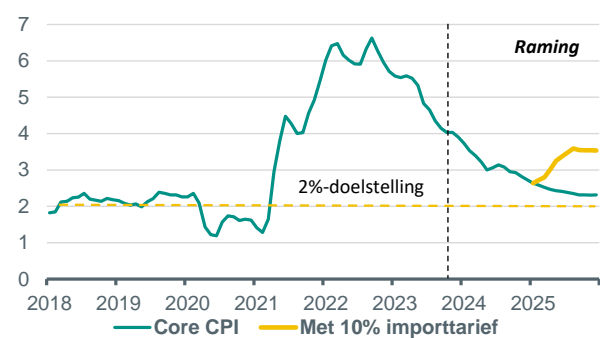
Gemiddeld uurloon, % 3m/3m geannualiseerd



Bron: LSEG, ONS, ABN AMRO Economisch Bureau

Trump-invoerheffingen kunnen inflatie aanwakkeren

% j/j



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Over het geheel genomen zijn de vooruitzichten voor de Amerikaanse economie dus relatief gunstig. Wij zouden het zelfs als 'goudlokje'-achtig kunnen omschrijven. Wat zou de uitkomst kunnen bederven? Wij denken dat het grootste risico de mogelijke herverkiezing van voormalig president Trump in november vormt. Volgens opiniepeilingen is de kans daarop *fifty-fifty*. Trump heeft gesuggereerd dat hij een universeel minimumtarief van 10% gaat heffen op alle invoerproducten waarvoor de VS momenteel geen invoerrechten heft en dat hij bovendien evenredige tarieven zou opleggen in productcategorieën waarvoor de handelspartners van de VS hogere invoerrechten heffen. Trump zal geen grote hindernis ondervinden bij het aanpassen van de tarieven, omdat de President net als bij de China-tarieven van 2017-18 naar eigen goeddunken hogere tarieven kan doorvoeren en geen goedkeuring van het Congres nodig heeft. Trumps plannen om Biden's parapadepaardje, de *Inflation Reduction Act*, terug te draaien vereisen daarentegen Republikeinse meerderheden in beide kamers van het Congres en zijn daarom veel moeilijker te implementeren.

Hoewel een tarief van 10% bescheiden lijkt, betekent het universele karakter van de aanpassing dat het een veel groter effect op de inflatie zou hebben dan de Chinese tarieven. We schatten het directe opwaartse effect ervan op de Amerikaanse inflatie bij onmiddellijke ingang op ongeveer 1 procentpunt in 2025. Dat lijkt relatief weinig vergeleken met de schokken door de pandemie en de energiecrisis, maar indirecte effecten zouden het effect kunnen vergroten. Hogere inflatieverwachtingen kunnen werknemers bijvoorbeeld aanmoedigen om compensatie te verlangen in de vorm van hogere lonen. Na de laatste traumatische inflatie-episode zal de Fed niet aarzelen om het monetaire beleid te verkrappen om te voorkomen dat de inflatieverwachtingen stijgen. Een nieuwe reeks van renteverhogingen in 2025 zou een recessie kunnen uitlokken, aangezien de gezinsfinanciën tegen die tijd waarschijnlijk kwetsbaarder zijn dan nu. Goudlokje kan maar beter uitkijken.

China: Navigeren tussen conjuncturele en structurele tegenwind

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

- ▶ **Peking voert vastgoedsteun op; risico's verlegd naar banken, afslanking op langere termijn zet door**
- ▶ **Steunmaatregelen kunnen bijdragen aan breder herstel binnenlandse vraag, maar dit kan tijd kosten**
- ▶ **Structurele belemmeringen blijven: we verwachten een jaargroei van minder dan 5% in 2024 en 2025.**

Terugkijkend naar 2023 bleek de wind mee die ontstond na de afschaffing van Zero-Covid, waarvan vooral bepaalde consumptieve diensten profiteerden, onvoldoende om de toenemende tegenwind vanuit de problemen in de vastgoedsector en de vertraging van de buitenlandse vraag te compenseren. Aanhoudende monetaire versoepeling en het opvoeren van gerichte steun hielpen de economie in de tweede helft van het jaar uit te bodemen, maar het herstel is ongelijkmatig en de groeidyndiek blijft fragiel. De ambitieuze groeidoelstelling van 5% voor 2023 ligt binnen bereik, maar omdat er nog steeds structurele tegenwind is, verwachten we dat de jaarlijkse groei in 2024 onder de 5% zal uitkomen.

Beijing voert vastgoedsteun op; structurele afslanking gaat door, terwijl risico's naar banken worden verschoven

In de loop van 2023 leidde de neergang in de vastgoedsector steeds meer tot systeemrisico's, waardoor de groeivoorzichten werden bedreigd. Het stokken van de verkoop van nieuwe woningen zorgde voor nog meer financieringsproblemen voor projectontwikkelaars, die al te maken hadden met een terugval van bankleningen. Herhaalde tekenen van onrust bij grote ontwikkelaars zoals Evergrande en Country Garden, toenemende wanbetalingen op leningen en tekenen van besmetting bij lokale overheden, banken en trustfondsen hielpen ook niet om het sentiment te stabiliseren. De neergang in de vastgoedsector had ook gevolgen voor het zogenoemde *land finance development model*, waarbij lokale overheden geld ophalen uit de verkoop van grond en dat gebruiken om infrastructuurprojecten te financieren via financieringsvehikels van de lokale overheid. Als gevolg van dit alles werd Beijing gedwongen om van koers te veranderen. In de tweede helft van dit jaar werd de gerichte steun aan de vastgoedsector aanzienlijk opgevoerd, ook om de groei in 2024 veilig te stellen. De hypotheekrente werd verlaagd, de aanbetalingseisen werden versoepeld en staatsbanken werd gevraagd leningen te verstrekken om de voltooiing van bestaande bouwprojecten te garanderen. In november presenteerde de PBoC een kredietfaciliteit van CNY 1 miljard ter ondersteuning van woningrenovatie/betaalbare woningen om de verkoop van woningen weer op gang te brengen, en werd een lijst opgesteld van 50 vastgoedontwikkelaars die in aanmerking zouden komen voor speciale financieringssteun, waaronder ongedekte bankleningen. Deze maatregelen maken duidelijk dat de beleidspendule van de overheid weer aan het verschuiven is: weg van het inperken van *moral hazard*, weer terug naar het voorkomen van systeemrisico's. Toch blijft het doel om de omvang van de vastgoedsector op de langere termijn terug te dringen gehandhaafd. Recente maatregelen maken ook duidelijk dat de risico's worden verschoven van vastgoedontwikkelaars naar staats-/beleidsbanken, die nu al kampen met zwakke winstmarges en een verslechtering van de kwaliteit van hun activa.

Bancaire kredietverlening aan vastgoed sterk vertraagd

Kredietverlening, % j-o-j



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Woninggerelateerde detailhandelsverkoop blijven achter

Detailhandelsverkoop per categorie, indexcijfers, december 2019 = 100



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, LSEG

Gerichte steun kan ook bijdragen aan verbreding herstel binnenlandse vraag, maar dit kan tijd kosten

De *scarring* (littekens) van eerder streng beleid (Zero-Covid, het aanpakken van internetplatforms, drie-rode-lijnenbeleid in vastgoed) droeg bij aan de terughoudendheid van consumenten en particuliere bedrijven (zie ook onze [Monthly van oktober, Zes dringende vragen over China](#)). Tijdens de pandemiejaren bleef de particuliere consumptie in China achter in

het herstel, een heel ander beeld dan bijvoorbeeld in de VS. Na de Zero-Covid exit heeft de consumptie zich enigszins hersteld, maar de opleving is nog steeds geconcentreerd in sectoren die het zwaarst getroffen werden door Zero-Covid (transport, toerisme en entertainment). Ook de autosector heeft het dit jaar goed gedaan, met verkopen die profiteerden van kortingspraktijken en een verschuiving naar elektrische voertuigen. De woninggerelateerde detailhandel (meubelen, decoratie, bouw) zit daarentegen nog steeds in het slop. We verwachten dat de maatregelen die zijn genomen om de vastgoedsector te stabiliseren ook zullen bijdragen aan een verbetering van het consumentenvertrouwen en een verbreding van de opleving van de consumptie. Toch kan dit tijd kosten en dit is ook afhankelijk van verbeteringen op de arbeidsmarkt en in het inkomen van huishoudens. Ondertussen is er op het gebied van de investeringen een sterk verschil tussen de relatief solide overheidsinvesteringen en de zwakke particuliere investeringen, waarbij de investeringen in vastgoed nog steeds sterk krimpen. In de toekomst zullen de krachtigere steunmaatregelen van de overheid waarschijnlijk leiden tot een versnelling van de groei van de overheidsinvesteringen en de particuliere investeringen helpen uitbodemen.

Export en industrie zouden volgend jaar moeten profiteren van uitbodeming mondiale industrie/wereldhandel

China's opmerkelijke exportkracht tijdens de pandemiejaren is voorbij. De exportgroei op jaarbasis was een groot deel van dit jaar negatief. Naast basiseffecten weerspiegelt dit de afkoeling van de mondiale vraag als gevolg van de sterke monetaire verkrapping en de rotatie van de mondiale vraag na de pandemie terug naar diensten. Desondanks heeft de Chinese auto-export de afgelopen jaren een opmerkelijke stijging laten zien en heeft de stijging van de export van EV's naar Europa zelfs geleid tot een EU-onderzoek. Nu we 2024 naderen, verwachten we dat de Chinese export volgend jaar zal profiteren van het uitbodemen van de mondiale industrie en de wereldhandel (ook al verwachten we geen sterke opleving), waarbij vroegcyclische sectoren zoals elektronica/halfgeleiders al een ommekeer laten zien. De importgroei zou ook verder moeten herstellen, dankzij het breder wordende herstel van de Chinese binnenlandse vraag. Op het structurele front is een zekere mate van technologische ontkoppeling tussen China en het Westen het nieuwe normaal geworden, maar wij verwachten dat dit proces geleidelijk van aard zal blijven gezien de grote belangen die op het spel staan. We zien echter een paar potentiële struikelblokken (verkiezingen in Taiwan en de VS, EV-onderzoek in de EU) die dit proces zouden kunnen versnellen (zie het [mondiale thema](#) in dit rapport).

Sterke divergentie publieke vs private investeringen

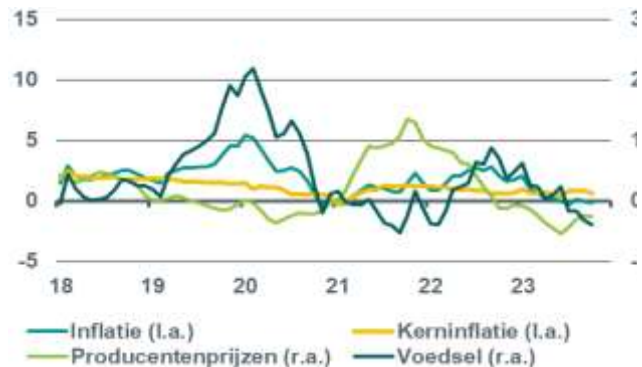
% yoy ytd



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Voeding/varkensvlees drijft negatieve CPI-inflatie

% j-o-j



Bron: LSEG, ABN AMRO Economisch Bureau

Deflatiespiraal niet waarschijnlijk; gerichte begrotingssteun opgevoerd naast geleidelijke monetaire versoepeling

De zwakke inflatiecijfers van de afgelopen maanden hebben bijgedragen aan het negatieve sentiment, maar we denken niet dat China aan de rand van een langdurige deflatiespiraal staat. De daling van de CPI-inflatie is grotendeels toe te schrijven aan de voedselprijzen en vooral de varkensvleesprijzen, maar deze effecten zullen wegebben. Wij verwachten dat de gemiddelde CPI-inflatie zal stijgen van 0,3% in 2023 tot 1,7% in 2024. De daling van de kerninflatie in de loop van dit jaar naar relatief lage niveaus is inderdaad deels een weerspiegeling van de matige binnenlandse vraag, maar uitgaande van een herstel van de binnenlandse vraag door voortdurende steun verwachten we volgend jaar een ommekeer. Ondertussen zal de deflatie van de producentenprijzen waarschijnlijk verder afnemen. Al met al is er vanuit inflatieperspectief nog steeds ruimte voor verdere geleidelijke monetaire versoepeling, maar er zijn beperkingen door de zwakke winstmarges van banken (deels beïnvloed door een beleidsinitiatief om de rente op bestaande hypotheeklen te verlagen). Daarom zullen extra miniverlagingen van de beleidsrentes waarschijnlijk gepaard gaan met verlagingen van de depositorente. Verdere

verlagingen van de bancaire reservevereisten zijn ook waarschijnlijk. Ook verwachten we dat de PBoC de liquiditeit van banken blijft beschermen via haar leenfaciliteiten. Toch denken we, gezien de beperkingen, dat de recente beleidsverschuiving naar gerichte begrotingssteun volgend jaar zal aanhouden, waarbij de nadruk is gelegd op het beëindigen van de nood in de vastgoedsector ten koste van de staats-/beleidsbanken.

Al met al verwachten we dat de jaarlijkse groei in 2024 en 2025 onder de 5% zal dalen

Al met al zal de Chinese economie tegenwind blijven ondervinden van de structurele inkrimping van de vastgoedsector en de daarmee samenhangende schuldenproblematiek (bij projectontwikkelaars, lokale overheden, banken, trustfondsen). De uitdagingen op langere termijn hebben ook te maken met vertrouwenskwesaties in de particuliere sector, demografie – vergrijzing, een krimpende (beroeps)bevolking – en klimaatverandering. In combinatie met Pekings beleidsverschuiving van maximalisatie van de groei naar doelstellingen die verband houden met nationale veiligheid en zelfvoorziening, verwachten we dat China's structurele groeivertraging zal aanhouden en dat de jaargroei zal vertragen tot 4,7% in 2024 en 4,6% in 2025.

Belangrijkste inzichten op één pagina

De wereldeconomie zal op de korte termijn waarschijnlijk in een gematigd tempo groeien, omdat de hoge rentetarieven de vraag in de ontwikkeld economieën blijven drukken, terwijl China nog steeds te kampen heeft met zowel cyclische als structurele tegenwind. De wereldwijde handel en industrie lijken het dieptepunt te bereiken, maar een sterke opleving is onwaarschijnlijk zolang het rentebeleid restrictief blijft. Positief is dat de inflatie aanzienlijk is gedaald en nu de doelstellingen van de centrale banken nadert. Een verdere daling van de inflatie zal centrale banken in staat stellen om de rente medio 2024 te verlagen. In afwachting daarvan zijn de financiële condities al aan het versoepelen. Toch zal het monetaire beleid nog enige tijd relatief krap blijven. Dit zal een rem zetten op de opleving na de groeivertraging.

Macro	Centrale banken en markten
<p>Eurozone – het BBP kromp met 0,1% k-o-k in 2023 K3. De tot nu toe gepubliceerde economische data en enquêtes voor september-november geven aan dat het BBP waarschijnlijk opnieuw licht is gekrompen in het 4^e kwartaal. Vervolgens verwachten we dat het BBP in 2024Q1 ruwweg zal stabiliseren en in de rest van 2024 een gematigde groei vertoont die onder de trend ligt. Pas tegen het einde van 2024 verwachten we dat de groei aantrekt en boven de trendmatige groei uitkomt. De desinflatie is in een stroomversnelling geraakt: zowel het algemene als het kerncijfer zijn de afgelopen maanden duidelijk gedaald. Ondanks de iets hogere energie-inflatie zal de HICP-inflatie dit jaar en volgend jaar naar verwachting blijven dalen. De kerninflatie zal halverwege 2024 zijn gedaald tot ongeveer 2%.</p>	<p>ECB - De ECB heeft de rente in oktober ongewijzigd gelaten. Volgens de centrale bank bevindt de beleidsrente zich nu op een niveau dat, als deze lang genoeg wordt gehandhaafd, een substantiële bijdrage zal leveren aan de terugkeer van de inflatie naar de doelstelling van 2%. Daarom verwachten we nu een eerste renteverlaging in juni 2024, een kwartaal later dan onze eerdere prognose. Wij verwachten dat de depositorente eind 2024 2,75% zal bedragen (eerder 2,25%). Wij denken dat de depositorente uiteindelijk in de loop van 2025 op 1,5% uitkomt.</p>
<p>Nederland - Het bbp is in de eerste drie kwartalen van 2023 gekrompen, wat betekent dat de Nederlandse economie nog steeds in een technische recessie verkeert. We verwachten dat de groei in de loop van 2024 weer aantrekt, maar de komende kwartalen traag blijft door de hogere rente en de lagere buitenlandse vraag. De Nederlandse bbp-groei zal naar verwachting gemiddeld 0,2% bedragen in 2023 en licht aantrekken tot 0,6% in 2024. De Nederlandse economie blijft veerkrachtig; de arbeidsmarkt is nog steeds krap en het aantal faillissementen neemt de afgelopen maanden weliswaar toe, maar ligt nog steeds onder het niveau van 2019. We verwachten dat de inflatie (HICP) in 2023 gemiddeld 4,4% zal bedragen en in 2024 3,2%.</p>	<p>Fed - Het FOMC heeft de rente sinds de laatste renteverhoging in juli laag gehouden. De leden van het comité hebben aangegeven open te staan voor verdere verkrapping, maar wij denken dat het risico van verdere verhogingen nu erg laag op basis van beschikbare data. We verwachten nu dat de Fed vanaf juni zal beginnen met het verlagen van de rente, maar het risico bestaat dat de Fed eerder zal pivoteren gezien de verzwakkende arbeidsmarkt en de aanhoudende inflatedalingen. Zelfs als de rente volgend jaar wordt verlaagd, zal het monetaire beleid naar verwachting restrictief blijven in 2024 en zelfs tot in 2025. Wij verwachten dat de bovengrens van de fed funds rate eind 2024 4,25% zal bedragen en medio 2025 3%.</p>
<p>VK - De desinflatie heeft doorgezet, wat de Bank of England enige verlichting heeft gebracht. De opwaartse inflatierisico's blijven aanzienlijk gezien het feit dat de loonstijging nog steeds hoog is en ruim boven het niveau ligt dat overeenkomt met de doelstelling van 2%. Tegelijkertijd begint de werkloosheid te stijgen en wij verwachten dat een afzwakkende vraag de loonstijging op termijn zal temperen. De economie zal het komende jaar naar verwachting over het algemeen stagneren onder druk van het krappe monetaire beleid.</p>	<p>Bank of England - Het MPC hield het beleid onveranderd tijdens de vergaderingen in september en november. Wij denken nu dat de Bankrente zijn hoogtepunt heeft bereikt op 5,25%. We sluiten een laatste renteverhoging echter niet uit als de inflatie voor een nieuwe opwaartse verrassing zorgt. De BoE is volledig afhankelijk van gegevens en de Britse macrocijfers waren het afgelopen jaar grillig. Wij verwachten geen renteverlagingen tot volgend jaar augustus en het risico bestaat dat renteverlagingen nog verder worden uitgesteld als de inflatie hardnekkiger blijkt te zijn.</p>
<p>VS - De groei was uitzonderlijk sterk in het derde kwartaal, maar dat zal waarschijnlijk zijn weerslag hebben op het vierde kwartaal. De voorraden zullen een rem vormen, terwijl de kracht van de consumptie onhoudbaar is. Wij verwachten dat de groei de volgende twee kwartalen zwak zal blijven, voordat de versoepeling van de financiële condities de weg vrijmaakt voor een herstel in de tweede helft van 2024. Wij verwachten een scherpe vertraging in het vierde kwartaal, met het risico van krimp. De loonstijging heeft zijn hoogtepunt bereikt en de inflatie gaat conform de verwachtingen terug naar het streefcijfer van 2%. Een herstel volgend jaar hangt af van een tijdige ommezwaai naar renteverlagingen door de Fed in reactie op de dalende inflatie.</p>	<p>Obligatierente - Het "hoger-voor-langer" thema is nu volledig uitgeprijsd door de markt. De rente op Bunds bereikte het laagste niveau sinds mei en ook de Amerikaanse Treasuries zetten hun dalende trend voort. Gezien onze macro- en centralebankvisie was dit inderdaad de wending die we verwachtten. Vooruitkijkend voorspellen we nog steeds verdere zwakte in de economische cijfers die de obligatierente nog verder moet drukken. Hoewel het pad waarschijnlijk niet lineair zal zijn. De markten prijzen renteverlagingen nu eerder in dan wij. Wij denken dat de renteverhoging iets te snel kwam en te veel was. Daarom kunnen we de komende weken een opwaartse bijstelling van de rente verwachten.</p>

China - De ambitieuze groei-doelstelling van 5% voor 2023 ligt binnen bereik, maar met aanhoudende structurele tegenwind verwachten we dat de jaargroei in 2024 onder de 5% daalt. Peking voert de gerichte steun voor de vastgoedsector op en verlegt de risico's van ontwikkelaars naar banken, maar de structurele inkrimping van de sector zal doorgaan. De steunmaatregelen zouden ook moeten helpen om het herstel van de binnenlandse vraag te verbreden, maar dit kan tijd kosten. De export en de verwerkende industrie profiteren volgend jaar profiteren van een uitbodeming van de wereldwijde handel/industrie. We verwachten niet dat China in een langdurige deflatiespiraal terecht komt.

FX - Voor 2024 verwachten we dezelfde hoeveelheid renteverlagingen voor de Fed en de ECB. In beide gevallen gaat ons basisscenario uit van meer renteverlagingen dan de markt momenteel verwacht. Het verschil tussen onze prognoses en de marktprijzen is voor beide centrale banken ongeveer even groot. Dus als onze visie op het beleid van Fed en ECB uitkomt, zou EUR/USD in de buurt van de huidige niveaus moeten blijven. Voor 2025 denken we dat de ECB en Fed in dezelfde mate zullen blijven versoepelen. Daarom verwachten we dat EUR/USD in een bandbreedte van 1.05-1.10 zal blijven. Het is wachten op een andere drijvende kracht die meer richting bepalend zal zijn.

Belangrijkste voorspellingen voor economie en financiële markten

	GDP				Inflation				Policy rate			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
Eurozone	3.4	0.4	0.4	1.6	8.4	5.5	2.3	2.1	2.00	4.00	2.75	1.50
Netherlands	4.4	0.2	0.6	1.1	11.6	4.4	3.2	2.7				
UK	4.3	0.6	0.4	1.1	9.1	7.5	3.3	2.4	3.50	5.25	4.75	3.50
US	1.9	2.4	1.8	2.2	6.5	3.8	2.2	1.9	4.50	5.50	4.25	3.00
China	3.0	5.3	4.7	4.6	1.9	0.3	1.7	2.0	3.65	3.45	3.35	3.30

	2023	07/12/2023	Q1 24	2024	2025	Energy	2023	07/12/2023	Q1 24	2024	2025
US Treasury	4.25	4.15	4.05	3.75	3.55						
German Bund	2.37	2.20	2.40	1.90	2.10	Brent - USD/bbl*	80	74.05	80	90	80-85
EUR/USD	1.05	1.08	1.10	1.10	1.10	WTI - USD/bbl*	75	69.34	75	85	75-80
USD/CNY	7.25	7.16	7.20	7.00	6.80	TTF Gas - EUR/MWh*	45	40.40	45	50	40-45
GBP/USD	1.23	1.26	1.24	1.26	1.30						

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

	2023				2024				2025			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
GDP (qoq)												
Eurozone	0.1	0.1	-0.1	-0.2	0.1	0.2	0.2	0.4	0.4	0.5	0.6	0.5
Netherlands	-0.5	-0.4	-0.2	0.2	0.1	0.3	0.4	0.4	0.2	0.1	0.3	0.2
US (saar)	2.2	2.1	5.2	1.0	1.0	1.0	1.9	2.2	2.3	2.3	2.4	2.4
UK	0.3	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
China (yoy)	4.5	6.3	4.9	5.3	4.2	4.9	4.8	4.8	4.7	4.6	4.5	4.5
Inflation												
Eurozone	8.0	6.2	4.9	2.9	2.5	2.2	2.0	2.3	2.1	2.2	2.1	2.1
Netherlands	7.3	6.3	2.8	1.0	3.4	3.3	3.2	2.9	2.8	2.7	2.7	2.4
US (PCE)	5.0	3.9	3.4	2.9	2.5	2.2	2.0	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
UK	10.2	8.4	6.7	4.8	4.4	2.7	3.0	3.0	2.7	2.5	2.2	2.2
China	1.3	0.1	-0.1	0.0	0.7	1.6	2.2	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8
Unemployment												
Eurozone	6.6	6.5	6.5	6.7	7.0	7.2	7.3	7.3	7.3	7.1	7.0	6.9
Netherlands	3.5	3.5	3.6	3.7	4.0	4.2	4.2	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0
US	3.5	3.5	3.7	3.9	4.2	4.1	4.2	4.3	4.3	4.2	4.0	3.9
Policy rate												
Eurozone	3.00	3.50	4.00	4.00	4.00	3.75	3.25	2.75				1.50
US	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.25	4.75	4.25	3.75	3.25	3.00	3.00
UK	4.25	5.00	5.25	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75	4.25	4.00	3.75	3.50
China	3.65	3.55	3.45	3.45	3.40	3.40	3.35	3.35	3.30	3.30	3.30	3.30

Source: ISEG, Bloomberg, ABN AMRO Group Economics

Macro Team

Sandra Phlippen, hoofdeconoom | sandra.phlippen@nl.abnamro.com

Aggie van Huisseling, econoom | aggie.van.huisseling@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 Research Financiële Markten | nick.kounis@nl.abnamro.com

Philip Bokeloh, Senior Econoom | philip.bokeloh@nl.abnamro.com

FX- en renteonderzoek

Georgette Boele, Senior FX & Precious Metals Strategie | georgette.boele@nl.abnamro.com

Sonia Renoult, Rates Strategist | sonia.renoult@nl.abnamro.com

DISCLAIMER

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

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

*Voordat u in een product van ABN AMRO Bank N.V. belegt, dient u informatie in te winnen over de verschillende financiële en andere risico's en mogelijke beperkingen waarmee u en uw beleggingsactiviteiten te maken kunnen krijgen op grond van toepasselijke wet- en regelgeving. Als u na het lezen van dit document overweegt om in een product te beleggen, wordt u geadviseerd om een dergelijke belegging te bespreken met uw relatiebeheerder of persoonlijke adviseur en na te gaan of het betreffende product - gezien de risico's - past binnen uw beleggingsactiviteiten. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor om wijzigingen aan te brengen in dit materiaal.
© Copyright 2023 ABN AMRO Bank N.V. en gelieerde bedrijven ("ABN AMRO")*