

Global Monthly

Macro Team

MacroResearch@nl.abnamro.com

Bill Diviney: 020-343-5612

Hoeveel inhaalvraag is er eigenlijk?

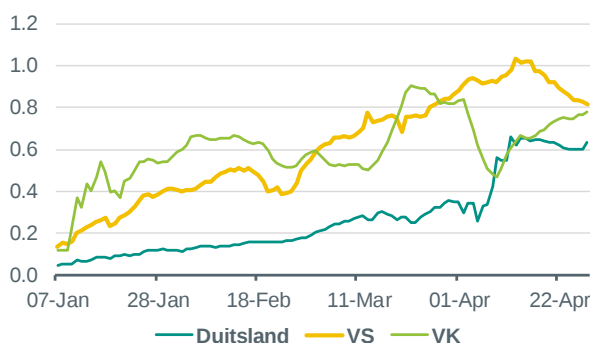
- ▶ We lanceren een nieuwe Global Monthly met een wereldwijd thema en korte regionale updates
- ▶ De vorm van het wereldwijde herstel zal voor een groot deel afhangen van de mate waarin de consumenten de massaal opgebouwde spaargelden zullen uitgeven. Dit zal leiden tot een aanzienlijke opleving van de consumptie...
- ▶ ...maar het zal waarschijnlijk getemperd worden doordat het spaargeld vooral zit bij de hogere inkomens die relatief weinig spenderen en door de nog oplopende werkloosheid.
- ▶ Intussen blijven de wereldhandel en de industrie de belangrijkste lichtpuntjes in de wereldeconomie
- ▶ **Regionale updates:** in [de eurozone](#) is de economie in een double-dip recessie beland in afwachting van het herstel in het tweede halfjaar, terwijl wij in [Nederland](#) schrijven over de implicaties van het uitstel van de coalitiebesprekingen
- ▶ In [de VS](#) hebben wij onze bbp-prognose voor het eerste kwartaal verhoogd en zien wij opwaartse risico's voor onze groei-prognose van 5,8% voor 2021
- ▶ Wij hebben ook onze groei-prognose voor [China](#) verhoogd, maar zien tekenen van een kentering in de kredietcyclus

Wereldwijde visie: Consumptie trekt aan, maar vrees voor oververhitting lijkt ongegrond

Deze maand heeft een verdubbeling van het vaccinaanbod geleid tot een hoger vaccinatietempo in de economieën van de eurozone, terwijl het Verenigd Koninkrijk - dat voorloep met zijn vaccinatiecampagne - de eerste stappen heeft gezet naar een significante heropening van zijn economie. Hoewel ook Nederland enkele stappen zet om aan het eind van de maand weer open te gaan, verwachten wij voor de eurozone als geheel nog steeds dat de belangrijkste heropening later in het tweede kwartaal zal plaatsvinden.

Vaccinatietempo versnelt in de eurozone

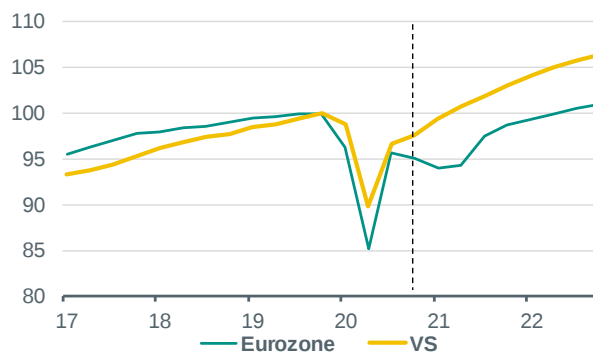
% van de bevolking dat per dag een dosis vaccin krijgt



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Economieën VS en eurozone divergeren in Q1

BBP, KW4 2019 = 100



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

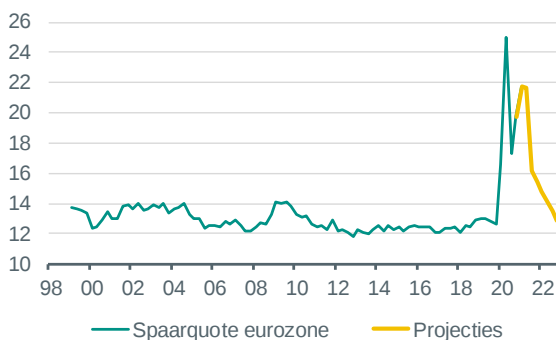
Tegelijkertijd blijft de industriële sector het beter doen dan de door lockdowns gehinderde dienstensector, mede dankzij de sterke wereldhandel en het veel verder gevorderde herstel in de VS en China, omdat de dienstensector in deze economieën al is opengegaan. Deze maand hebben wij onze bbp-prognose voor het eerste kwartaal van de VS verhoogd na uitzonderlijk sterke detailhandelsverkopten, en onze groeiprognoze voor China voor 2021 opwaarts bijgesteld. Nu de onzekerheid over de uitrol van vaccins grotendeels achter de rug is en de spaartegoeden het afgelopen jaar massaal zijn opgestapeld, verschuift het zwaartepunt van de vooruitzichten naar de inhaalvraag van consumenten naarmate de restricties worden opgeheven en de economieën weer opengaan. Dit is de belangrijkste focus van onze *Global Monthly* deze maand, maar we geven ook een actuele update over de wereldhandel en de verwerkende industrie - de belangrijkste lichtpunten in de wereldeconomie van de afgelopen maanden.

Er wordt veel meer gespaard...

In de hele ontwikkelde wereld is de spaarquote gestegen tot ver boven de historische trends. De stijging was bijzonder sterk tijdens de eerste lockdown; in de eurozone steeg de spaarquote van een lange termijn gemiddelde van ongeveer 13% in 2019 tot maar liefst 25% in het tweede kwartaal van 2020. In de VS bereikte de spaarquote een vergelijkbaar niveau - 26% - hoewel de basis daarvoor veel lager lag, namelijk rond de 7% vóór de pandemie. Een toename van de besparingen is normaal in tijden van laagconjunctuur. Een groot deel van de huidige toename van de besparingen is echter eerder onvrijwillig - als gevolg van beperkingen op de consumptie die door de lockdowns worden opgelegd - dan vrijwillig. Uit [onderzoek van de ECB](#) blijkt dat tijdens de eerste golf van de pandemie slechts 10% van de totale stijging van de spaarquote het gevolg was van voorzorgsbesparingen (bv. minder werkzekerheid en angst voor baanverlies), terwijl de rest het gevolg was van gedwongen besparingen door lockdowns. Sinds het hoogtepunt begin vorig jaar bewoog de spaarquote mee met versoepelingen of verscherpingen. In totaal schatten wij dat zich sindsdien in de eurozone ongeveer 650 miljard euro aan extra besparingen (d.w.z. bovenop de "normale" besparingen) heeft opgestapeld - gelijk aan 5,1% van het bbp - terwijl zich in de VS ongeveer 1.800 miljard dollar extra heeft opgebouwd (8,4% van het bbp).

De spaarquotes stegen tijdens de pandemie...

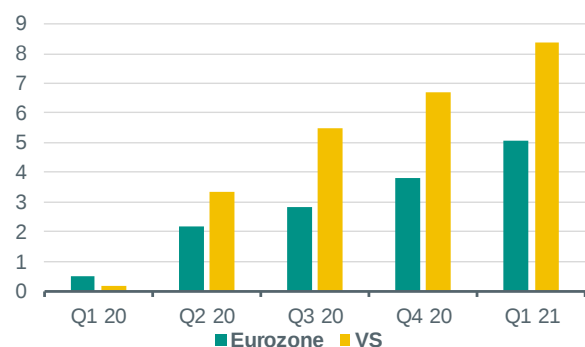
Spaarquotes van de huishoudens, % besteedbaar inkomen



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

...wat leidt tot een enorme spaarberg

Cumulatief surplus aan besparingen, % BBP



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

...wat de verwachtingen voor een consumptieboom aanwakkert

De massale opbouw van spaargelden heeft - samen met ongekende fiscale en monetaire stimuleringsmaatregelen - de verwachtingen voor een economische boom van de jaren '20 van de vorige eeuw aangewakkerd, en zelfs de vrees voor een mogelijke oververhitting doen ontstaan. In de VS zijn de vroegtijdige versoepelingen - in combinatie met inkomenscompensatie door fiscaal beleid die groter is dan het inkomensverlies - al duidelijk zichtbaar in de forse stijging van de detailhandelsverkopten. Deze liggen ruim boven het niveau van vóór de pandemie. Dit heeft ons onze bbp-groeiprognoze voor het eerste kwartaal verhoogd van 4,5% naar 8,6% op jaarbasis. In de eurozone wijzen de zwakke detailhandelsverkopten en registraties van auto's op een krimp van de consumptie in het eerste kwartaal: wij rekenen op -2% k-o-k, na een krimp van -3% in het vierde kwartaal van 2020. Vooruitblikkend verwachten wij dat de versoepeling van de restricties zal leiden tot een aanhoudend sterke consumptiegroei in de VS en een sterke opleving in de eurozone. Overeenkomstig met die opleving zal de spaarquote dalen. De kracht van de opleving zal echter om een aantal redenen getemperd zijn.

Hoge inkomens zien hun spaargeld meest groeien, maar zullen minder ervan uitgeven

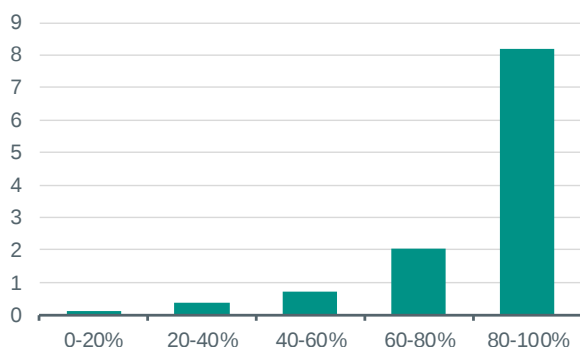
Ten eerste is de verdeling van het spaaroverschot van belang. Onderzoek van de Europese Commissie laat zien dat, hoewel alle inkomensgroepen in de EU het afgelopen jaar meer hebben gespaard dan de afgelopen tien jaren, de verdeling van de besparingen ongelijk is en in het voordeel van de hogere inkomens. Uit de gegevens van de Federal Reserve over de geldstromen blijkt dat zich in de VS soortgelijke tendensen voordoen, waarbij verreweg het grootste deel van de toename van de besparingen (>70%) voor rekening komt van de top 20% van de verdieners. De bereidheid om een extra euro te spenderen is bij huishoudens met een hoog inkomen juist lager dan bij huishoudens met een laag inkomen. Hogere inkomens gebruiken het spaaroverschot eerder om vermogen op te bouwen in plaats van extra uitgaven te financieren. Gezien de scheefgroei bij de spaaroverschotten ten gunste van de hogere inkomens, kan dit de komende toename van de consumptie aanzienlijk temperen. Een mogelijk positief aspect van de verdeling van het spaaroverschot is dat jongere huishoudens en gepensioneerden onevenredig meer spaarden dan de 30-65-jarigen. Volgens de levenscyclushypothese geven jongeren en gepensioneerden een groter deel van hun inkomen uit, wat de vooruitzichten voor de consumptie ten goede zou komen. In de VS landt het spaaroverschot weliswaar ook overwegend bij de hogere inkomens, maar de enorme fiscale steun heeft ertoe geleid dat werknemers met een laag inkomen - 40% van de ontvangers van een werkloosheidsuitkering - financieel beter af zijn dan wanneer zij hun reguliere loon ontvangen. Uit een enquête van de NY Fed blijkt echter dat de respondenten slechts een kwart van hun stimuleringscheques hebben uitgegeven en er de voorkeur aan hebben gegeven de rest te sparen of te ontschulden.

De uitgaven kunnen ook worden beperkt door de verwachting van stijgende werkloosheid...

Een tweede reden voor voorzichtigheid is de dreigende stijging van de werkloosheid, en - daarmee samenhangend - het nog steeds matige consumentenvertrouwen. De regeringen van de eurozone hebben in 2020 in totaal ongeveer 4% van het bbp uitgegeven aan discretionaire fiscale steun, waarvan driekwart bestond uit noodinkomenssteun voor huishoudens en bedrijven. Deze noodmaatregelen zullen in de komende jaren worden afgebouwd. Hoewel wij niet verwachten dat overheden het economisch herstel zullen afknijpen, verwachten wij wel dat het afbouwen van de steun (met name de loonsubsidieregelingen) tot een stijging van het werkloosheidscijfer zal leiden. In de VS, waar het stelsel van werkloosheidsuitkeringen het belangrijkste middel ter ondersteuning van de werknemers is geweest, is de werkloosheid gedaald van een hoogtepunt van 14,8% in juni vorig jaar tot 6,0% in maart van dit jaar. Sommige werknemers zullen echter langer werkloos blijven en wij verwachten pas in 2023 een volledige normalisering van de arbeidsmarkt. Als gevolg daarvan zullen de voorzorgsbesparingen van huishoudens in zowel de VS als de eurozone naar verwachting ten minste tot eind 2022 iets hoger blijven dan vóór de pandemie.

VS: Spaartoeename komt voor rekening van meerverdieners

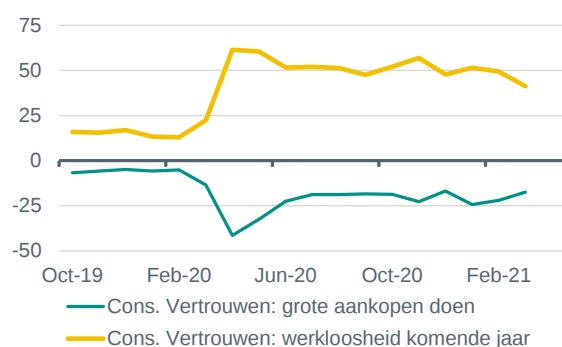
Verandering in nettovermogen K4 19 - K4 20, biljoen USD



Bron: Federal Reserve

EZ: Consumenten blijven voorzichtig

EG-consumentensentiment, gedetailleerde reeksen, saldo



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

...waardoor ook het consumentenvertrouwen nog gematigd is

Dit komt tot uiting in een reeks indicatoren voor het consumentenvertrouwen. In de VS is het consumentenvertrouwen in Michigan hersteld, maar de vooruitzichten blijven met ongeveer 10 punten onder het niveau van vóór de pandemie bijzonder

laag. In de eurozone blijkt uit de eerder genoemde enquête van de Europese Commissie dat een groter deel van de huishoudens in alle inkomensgroepen zegt dat zij het waarschijnlijker achten dat zij zullen sparen dan in 2019. Zij achten het minder waarschijnlijk dat zij in de komende 12 maanden uitgaven zullen doen voor grote aankopen dan in de afgelopen 12 maanden. Hoewel consumenten in de nasleep van een economische neergang doorgaans voorzichtig zijn met het uitgeven van grote aankopen, is dit enigszins verrassend gezien de lage bestedingen aan grote aankopen in de eurozone in de afgelopen 12 maanden. Alleen de top 25% verdieners waren iets optimistischer en zeiden dat zij in de komende 12 maanden waarschijnlijk meer zouden uitgeven aan grote aankopen. De enquêteresultaten stroken met het concept van "scarring", waarbij consumenten hun besparingen uit voorzorg verhogen wegens de toegenomen onzekerheid.

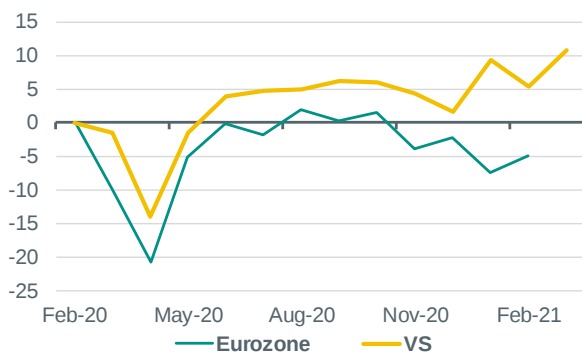
Waar gaat al het geld heen?

Voor degenen die bereid zijn geld uit te geven, is er ten slotte de meer fundamentele vraag: waaraan zullen (of kunnen) consumenten hun spaargeld uitgeven? In de eurozone is het antwoord op deze vraag redelijk duidelijk. Ondanks enkele lichtpuntjes - met name de onlineverkoop, die bijna 40% boven het niveau van vóór de pandemie ligt - blijven de totale detailhandelsverkopen ver onder het niveau van vóór de pandemie. Met name de kledingverkoop blijft ongeveer 30% achter bij die van vóór de pandemie, terwijl de autoverkoop weliswaar herstelt tot een normaler niveau, maar nog een grote achterstand heeft goed te maken. Wij schatten de totale achterstand in autoverkopen van de afgelopen 13 maanden op ongeveer 30% ten opzichte van een situatie zonder pandemie. Dit staat in contrast met de VS, waar de inhaal-autoverkoop de achterstand door de pandemie nu volledig heeft goedgeemaakt.

Gezien de sterke opleving van de consumptie in de VS - waar detailhandelsverkopen de achterstand ruimschoots hebben goedgeemaakt - is minder duidelijk waaraan de consument zijn geld zal besteden. De economie is al enkele maanden grotendeels open. Restaurantbezoek ligt voor de hand omdat het bezoek daar nog zo'n 30% onder pre-coronaniveau ligt, maar bij duurzame consumptiegoederen valt weinig meer in te halen. Waar kunnen Amerikaanse consumenten nog meer uitgeven?

Detailhandelsverkopen VS al ruim boven trend...

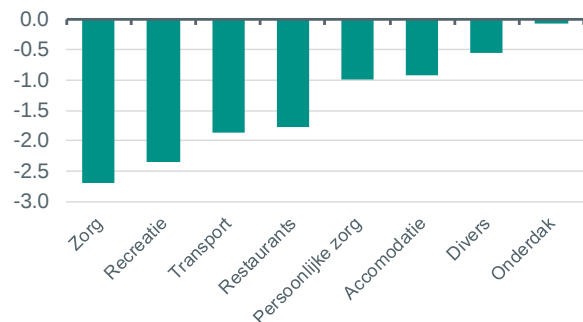
Reële detailhandelsverkopen, exclusief auto's, % t.o.v. pre-corona trend



Bron: Refinitiv, ramingen ABN AMRO Economisch Bureau

...maar nog steeds ruimte voor groei in diensten

Procentpunt bijdrage aan tekort diensten t.o.v. trend



Bron: Refinitiv, ramingen ABN AMRO Economisch Bureau

In de consumptie van diensten is meer mogelijk dan men denkt

Consumptie heeft niet alleen te maken met detailhandel - meer dan de helft van de particuliere consumptie in de geavanceerde economieën bestaat uit *diensten*. Het zijn immers de diensten die het zwaarst door de bezuinigingen zijn getroffen, en dat hier er nog veel ruimte voor herstel is. Het Bureau of Economic Analysis heeft een gedetailleerd overzicht van de uitgaven voor diensten in de VS gepubliceerd. Wij hebben deze geanalyseerd om te zien waar er nog grote tekorten zijn in vergelijking met de trend van vóór de pandemie. Dit leverde enkele verrassende resultaten op. Het totale dienstenverbruik heeft zich ongeveer voor de helft hersteld sinds de pandemie - in februari kwamen de uitgaven op ongeveer 91% van het trendniveau. Ter vergelijking: in april vorig jaar lag dit nog op ongeveer 80% van de pre-corona trend. Van het resterende tekort van 9 procentpunt (pp) is 1,8pp afkomstig van eten buitenshuis, 1,9pp van vervoer (inclusief vliegtravels), met nog eens 1pp in persoonlijke verzorging (inclusief kapsalons) en hotelaccommodatie. De grootste bijdragen aan het tekort komen echter van recreatie (2,4pp) en - verrassend genoeg - gezondheidszorg (2,7pp). Hoewel gezondheidszorg een consumptie categorie is waar tijdens de pandemie veel van lijkt te zijn genuttigd, hebben vertragingen

bij poliklinische behandelingen als gevolg van de prioritering van covid-19-patiënten nog steeds een grote invloed op de consumptie in deze categorie. Daarnaast zijn ook de uitgaven aan bijvoorbeeld tandheelkunde nog onder trendniveau. De gezondheidszorg is de enige grote categorie van dienstenconsumptie die een periode van inhaalgroei zou kunnen meemaken. Voor andere dienstencategorieën zijn de verliezen meestal blijvend. Vaker uit eten gaan of naar de kapper gaan heeft immers een natuurlijke grens. Voor deze categorieën verwachten wij dan ook een terugkeer naar de trend in plaats van inhaalgroei. Voor de gezondheidszorg zou dit anders kunnen liggen.

Conclusie: Aanzienlijke ruimte voor herstel, maar geen oververhitting

Een analyse van zowel de hoeveelheid spaargeld als de achterstand in consumptie wijst erop dat zowel in de eurozone als in de VS aanzienlijke inhaalgroei kan worden gerealiseerd. Dit neemt echter niet weg dat de scheve verdeling van besparingen richting hogere inkomens de bestedingen na heropening zal remmen. Het is waarschijnlijker dat het spaaroverschot de prijzen van activa zal blijven opdrijven - zowel op financiële markten als in huizenprijzen. In de VS is de totale waarde van woningen vorig jaar alleen al met USD 2.500 miljard gestegen. De patronen in bestedingen zullen verschillen tussen de VS en de eurozone. In de VS zal de verdere groei nu waarschijnlijk vrijwel uitsluitend in de dienstensector tot stand komen, terwijl er in de eurozone nog veel ruimte is voor groei in zowel goederen als diensten. Wij rekenen erop dat de output gap (het verschil tussen het welvaartsniveau en de potentiële welvaart) in de VS begin 2022 gedicht zal zijn. In de eurozone zal dat pas na 2022 zijn. Voor beide economieën achten wij het onwaarschijnlijk dat de toename in consumptie tot aanhoudende inflatie leidt. (Bill Diviney, Aline Schuiling, Nora Neuteboom, Sandra Phlippen)

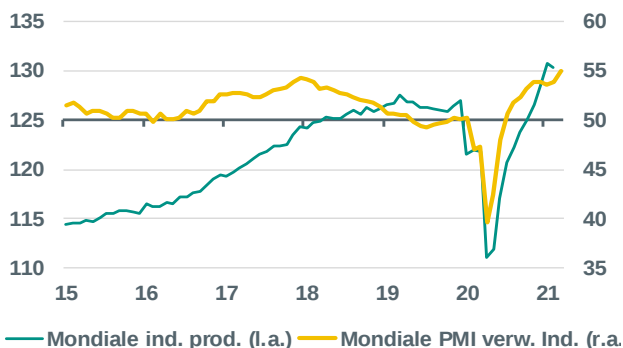
Aanhoudend herstel in de mondiale industrie en wereldhandel in het verschiet

Onder aanvoering van China en de VS zijn de mondiale industrie en de handel sterk opgeveerd, deels als gevolg van een inhaalbeweging na de coronaschok en een verschuiving van de vraag in de richting van (duurzame) consumptiegoederen, althans in de VS. Wij verwachten dat deze opleving zal aanhouden. De mondiale verwerkende industrie en handel werden hard getroffen door de eerste ronde van covid-19-gerelateerde *lockdowns* begin 2020. Deze brachten ernstige schade toe aan mondiale productieketens, om te beginnen in China en daarna wereldwijd. Sindsdien is de mondiale industrie zich blijven herstellen, in overeenstemming met onze visie dat het oplaaen van virussen en de hernieuwde lockdowns sinds het vierde kwartaal van 2020 vooral de dienstensector zouden treffen, maar de industrie en de handel relatief onbeschadigd zouden laten. De stijging van de inkoopmanagersindices (PMI's) voor de verwerkende industrie en van de exportsubindices wereldwijd wijst erop dat deze opleving nog wel even zal voortduren. Dit strookt met onze visie dat de mondiale vraag dit jaar zal aantrekken, naarmate de uitrol van vaccins een versoepeling van de mobiliteitsbeperkingen mogelijk maakt. De noodzaak voor bedrijven om hun voorraden aan te vullen is ook een ondersteunende factor.

PMI verwerkende industrie op hoogste punt in 10 jaar

Volume-indexcijfer, 2010 = 100

Indexcijfer, 50 = neutraal niveau

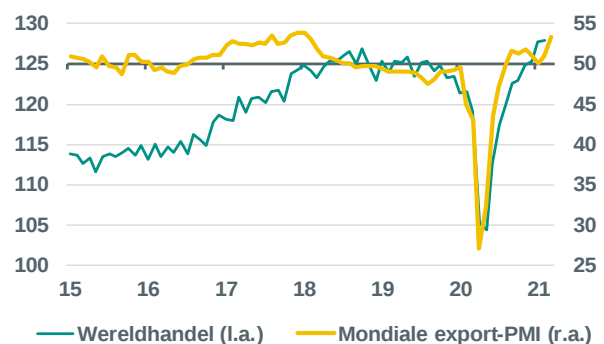


Bron: CPB, Refinitiv

Mondiale export-PMI hoogste sinds start tarievenoorlog

Volume-indexcijfer, 2010 = 100

Indexcijfer, 50 = neutraal niveau



Bron: CPB, Refinitiv

Laatste economische cijfers beloven veel goeds voor de vooruitzichten

Ter illustratie van de kracht van de opleving in de wereldwijde industrie en handel: de mondiale industriële productie-index van het CPB daalde tussen eind 2019 en april 2020 met 12,5%, maar heeft dat verlies sindsdien meer dan goedgemaakt. Deze index overtrof zijn pre-corona-piek in december en stond in februari 2021 alweer op een jaar-op-jaar-groei van 7% (de

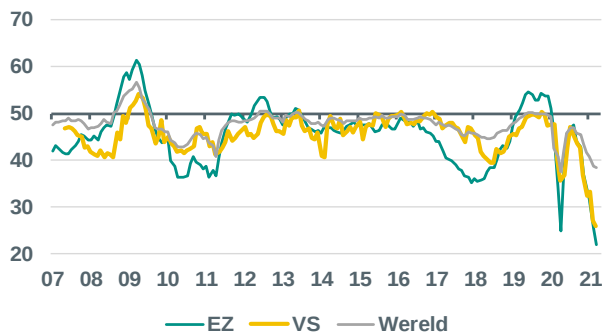
lichte daling in februari kan te maken hebben met het Chinese nieuwjaar). De wereldhandelsindex van het CPB, die de internationale handel in goederen weergeeft, verloor in de periode januari-mei 2020 16%. Deze index was in november echter al weer terug op het pre-corona-niveau en wees in februari 2021 op een groei van 5,3% j-o-j. Ook andere indicatoren wijzen op aanhoudende kracht. De luchtvrachtcijfers van Frankfurt waren in maart bijzonder sterk, met totale vrachtvolumes op het op een na hoogste niveau ooit. De mondiale PMI voor de verwerkende industrie steeg in maart verder tot het hoogste niveau in tien jaar, namelijk 55,0. De mondiale PMI voor de export steeg tot 53,4, het hoogste niveau sinds het begin van de tarievenoorlog tussen de VS en China begin 2018.

Diverse knelpunten kunnen verdere opleving afremmen, maar niet voorkomen

Ondanks de over het algemeen constructieve vooruitzichten voor de mondiale industrie en de wereldhandel, zijn er nog steeds diverse knelpunten. Volgens PMI-enquêtes zijn de levertijden langer geworden, en de tijdelijke blokkering van het Suezkanaal heeft daar wellicht nog een schepje bovenop gedaan. Bovendien zijn er meer signalen van een wereldwijd tekort aan halfgeleiders, dat de productie in de auto-industrie en andere hightechsectoren zal vertragen en ook de prijzen kan opdrijven. Verder zijn de containervrachttarieven in de tweede helft van 2020 met sprongen gestegen, als gevolg van zowel vraag- als aanbodfactoren, waaronder de inelasticiteit van het aanbod van containers en containerschepen. Hoewel de tarieven voor het containervervoer van Shanghai naar Rotterdam - die waren gestegen door logistieke knelpunten in China – de laatste maanden per saldo wat zijn gedaald, zijn ze nog steeds historisch hoog. Het kan enige tijd duren voordat de verstoringen in de scheepvaart en het aanbod van halfgeleiders voorbij zijn, en dit kan een wezenlijk effect hebben op specifieke sectoren en bedrijven. Maar voor het mondiale macrobeeld zal dit het herstel van de handel en industrie eerder wat vertragen dan verhinderen. (Arjen van Dijkhuizen)

De levertijden zijn langer geworden...

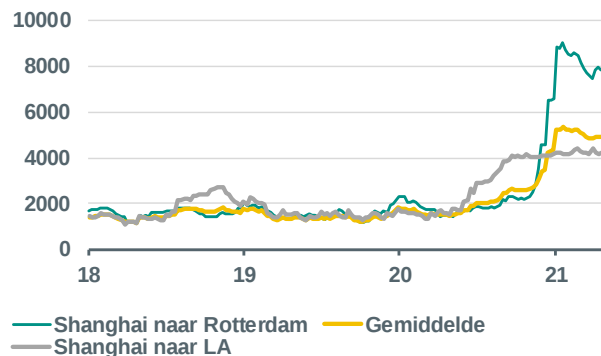
PMI verw. industrie - leveringstermijnen (lagere waarde = langere termijn)



Bron: Refinitiv

... en de vrachtprijzen zijn gestegen

WCI Container Freight Benchmark Tarief per 40 Foot Box



Bron: Bloomberg

Eurozone: Nog steeds aan het worstelen met de pandemie

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

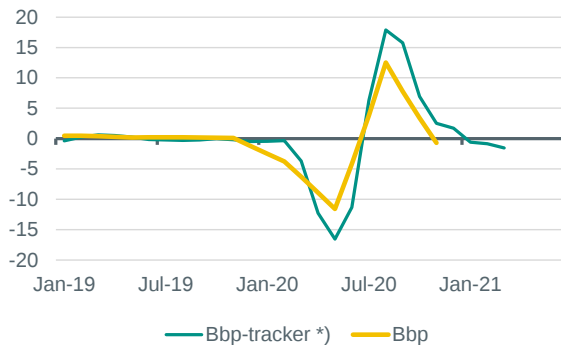
- ▶ De vaccinatie kwam zeer traag op gang, maar het inentingstempo is opgevoerd, waardoor de lockdownmaatregelen vanaf het einde van het tweede kwartaal fors kunnen worden afgebouwd
- ▶ De bbp-groei zal in de tweede helft van het jaar sterk aantrekken, maar er zal een output gap blijven
- ▶ De onderliggende inflatie zal gematigd blijven, zodat de ECB het beleid nog geruime tijd accommoderend kan houden

De economie van de eurozone is weer in een recessie beland. Verwacht wordt dat het bbp in het eerste kwartaal van 2021 is gekrompen (wij rekenen op -1,2% k-o-k), na een daling met 0,7% k-o-k in het vierde kwartaal van 2020. Een deel van de dienstensector en de binnenlandse bestedingen in de eurozone zijn sinds het begin van het jaar onder druk blijven staan door lockdown- en sociale distanciëeringsmaatregelen, die in het begin van het tweede kwartaal grotendeels van kracht zijn gebleven. Uit recente gegevens over de detailhandelsverkoop en het aantal inschrijvingen van nieuwe auto's blijkt dat de consumptie in het eerste kwartaal van 2020 merkbaar is teruggelopen. Bovendien is de groei in de industriële sector, hoewel nog steeds positief, in het eerste kwartaal vertraagd (tot naar schatting 1,5% k-o-k, tegen meer dan 4% in het vierde

kwartaal). Ten slotte blijkt uit de resultaten van de enquête van de ECB naar de leencondities van banken over het eerste kwartaal duidelijk dat ook de investeringen in vaste activa in het eerste kwartaal zijn gekrompen. Immers, de vraag van bedrijven naar leningen om investeringen mee te financieren daalde fors in het eerste kwartaal.

BBP eurozone en maandelijkse tracker

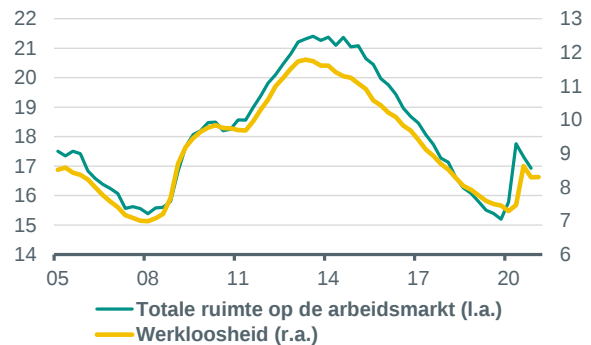
% 3mo3m/qoq



*) gewogen gemiddelde detailhandelsverkoop, autoverkoop en industriële productie
Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

De ruimte op de arbeidsmarkt is toegenomen

% beroepsbevolking



Bron: Refinitiv, ramingen ABN AMRO Economisch Bureau

Verder vooruitblikkend ziet het ernaar uit dat het bbp in het tweede kwartaal een bescheiden expansie te zien zal geven. Hoewel de "lockdown"-maatregelen grotendeels van kracht zullen blijven, zal een zekere bijstelling van de maatregelen wel een bescheiden opleving van de activiteit in de dienstensector en van de binnenlandse bestedingen mogelijk moeten maken. Gezien het huidige tempo van de vaccinatie zullen de "lockdown"-maatregelen vanaf het einde van het tweede kwartaal naar verwachting serieus worden afgebouwd. Daardoor zou de bbp-groei in het derde en vierde kwartaal weer fors moeten aantrekken. Wij verwachten dat het bbp rond medio 2022 zal terugkeren naar het niveau van vóór de pandemie. Niettemin zou het eind 2022 nog ongeveer 3% onder het trendniveau liggen.

De inflatie is in maart opgelopen (tot 1,3%, tegen 0,9% in februari). Dit was volledig toe te schrijven aan een stijging van de energieprijzen. De kerninflatie daalde in maart tot 0,9%, tegen 1,1% in februari. De totale inflatie zal dit jaar verder toenemen, maar zal op middellange termijn zwak blijven. Wat de uiteindelijke stijging van de inflatie betreft, zijn we ruwweg nog maar halverwege (in vergelijking met het resultaat van februari), met een piek die waarschijnlijk rond 2% zal liggen. De drijvende krachten achter deze ontwikkeling (voedsel- en energieprijzen, statistische effecten van belastingverhogingen en een aantal prijsstijgingen in de dienstensector zodra de lockdowns aflopen) zijn echter van voorbijgaande aard. De inflatie zal vanaf begin volgend jaar sterk teruglopen. Een belangrijke factor die het kerninflatiecijfer op middellange termijn zal beperken, is de grote hoeveelheid ruimte die sinds het begin van de pandemie op de arbeidsmarkt is ontstaan, alsook de daling van de arbeidsmarktparticipatie. Deze twee factoren samen zullen op middellange termijn de loonstijging beperkt houden. Al met al verwachten wij dat de kerninflatie de komende 2 à 3 jaar ruim onder het streefcijfer van de ECB zal blijven. Daardoor zou de ECB haar monetair beleid zeer accommoderend moeten kunnen houden. De centrale bank heeft nog bijna 1.000 miljard euro in haar PEPP-portefeuille (Pandemic Emergency Purchase Programme), die zij voor de aankoop van activa kan gebruiken. De ECB heeft toegezegd het maandelijkse tempo op te voeren. Ondertussen gaan de aankopen van activa via het Asset Purchase Programme (APP), gewoon door. Een verhoging van de beleidsrente is de komende jaren onwaarschijnlijk.

Nederland: Betere vooruitzichten

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

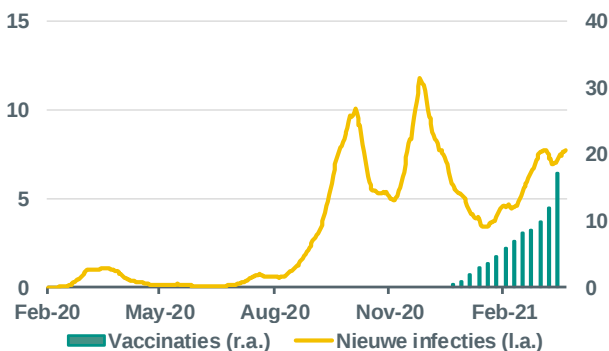
- Coronarestricties zorgen voor een kleine krimp van de economie in Q1. Het sentiment is echter verbeterd nu het vaccinatietempo oploopt en de restricties de komende weken worden versoepeld
- De kabinetsformatie is aanzienlijk vertraagd, grote beleidsveranderingen die wij vóór de verkiezingen hadden verwacht zijn hierdoor uitgesteld. De gevolgen voor het coronabeleid zijn echter beperkt

Ondanks de derde golf van Covid19-besmettingen zijn de vooruitzichten voor de Nederlandse economie aan het verbeteren. De piek van de besmettingen is in zicht is en het vaccinatie tempo is gestegen. Hierdoor kunnen de restricties de komende maanden versoepeld worden. Dit is in lijn met ons basisscenario waarin we aan het einde van het 2^e kwartaal aanzienlijke versoepelingen verwachten. De economie zal in het eerste kwartaal licht krimpen door zwakke consumptie. Onze transactiedata laten een daling van de consumptie van circa 15% j-o-j zien. Recent trekt de consumptie weer aan omdat winkels onder voorwaarden weer open mochten. Ook de industrie bleef het in het eerste kwartaal goed doen, geholpen door sterke wereldhandel.

De vooruitzichten hangen grotendeels af van de terugkeer van consumptie. Hoewel Nederlandse consumenten op dit moment voorzichtig blijven over de economische situatie, zijn hun verwachtingen over de toekomst aanzienlijk verbeterd (zie rechter figuur hieronder). Bovendien zijn Nederlandse huishoudens volgens het onderzoek van de Europese Commissie gemiddeld positiever over hun toekomstige financiële situatie dan in het vierde kwartaal van 2019. Wij blijven er dan ook van uitgaan dat de versoepeling van restricties een startpunt is voor een forse economische opleving.

Derde golf bereikt hoogtepunt nu vaccinatie tempo versnelt

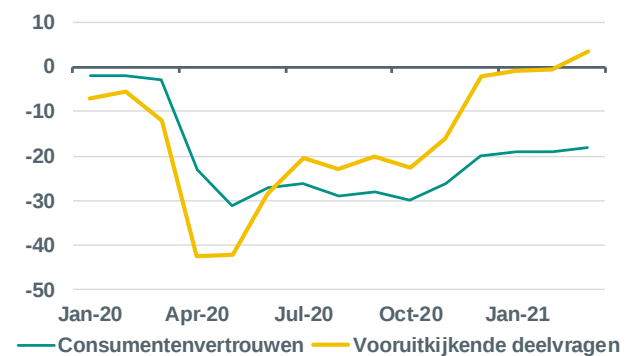
Nieuwe gevallen afgevlakt, duizenden, vaccinaties (1^e prik), % van de bevolking



Bron: OWID, ramingen ABN AMRO Economisch Bureau

Consumenten blijven aarzelen, maar worden positief

Index, consumentensentiment, nominaal en gemiddelde van toekomstgerichte componenten



Bron: CBS, ramingen ABN AMRO Economisch Bureau

Hoe moeilijk zal het zijn om een nieuwe regering te vormen?

De kabinetsformatie is tot dusver allesbehalve soepel verlopen. De verkiezingsresultaten waren al een voorbode voor een moeizame formatie, er waren minstens vier partijen nodig om een meerderheid te vormen. Vanwege de pandemie streefde premier Rutte naar een snelle formatie, maar het proces werd ernstig verstoord toen notulen over de formatiebesprekingen uitlekten. De Kamer beschuldigde premier Rutte ervan te hebben gelogen over het voeren van gesprekken om Tweede Kamerlid Omtzigt, een prominente regeringscriticus, een ministerspost in de toekomstige coalitie aan te bieden. Vanwege deze situatie moesten de gesprekken opnieuw beginnen. Onze verwachting is dat het formatieproces hierdoor sterk vertraagd is.

Dit betekent twee dingen voor komend regeringsbeleid. Ten eerste kan het demissionaire kabinet formeel nog steeds beleid maken, een langer formatieproces betekent hierdoor niet dat het land stuurloos is bij de aanpak van de pandemie. De steun voor het Covid19-beleid is er in het parlement wel. Dat is echter niet het geval voor andere beleidsterreinen. Meer structurele beleidsverschuivingen zullen hierdoor waarschijnlijk later komen. Denk bijvoorbeeld aan hervormingen van de arbeidsmarkt en de bredere verschuiving naar links die we voor de verkiezingen in alle partijprogramma's zagen, met als belangrijkste voorstel een verschuiving van de belasting op arbeid naar hogere tarieven voor het bedrijfsleven.

VS: Herstel komt steeds meer op de voorgrond

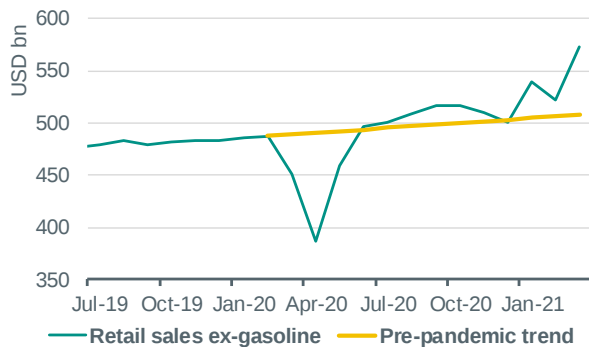
Bill Diviney - Senior Econoom | bill.diviney@nl.abnamro.com

- ▶ De particuliere consumptie is in maart waarschijnlijk teruggekeerd naar het niveau van voor de crisis. Wij hebben onze prognoses voor het eerste kwartaal verhoogd en zien opwaartse risico's voor onze groeiprognoze van 5,8% voor 2021
- ▶ Het plan van president Biden voor infrastructuur en hernieuwbare energie van 2.700 miljard dollar is minder dan verwacht maar bevat wel verrassende belastinghervormingen

Het herstel in de VS blijft zelfs onze zeer optimistische verwachtingen van het begin van het jaar overtreffen. Zoals besproken in het eerste hoofdstuk hebben de detailhandelsverkopen de dip van de pandemie al volledig goedgemaakt. De consumptiecijfers van donderdag 29 april laten de symbolische mijlpaal van een terugkeer naar het precorona niveau zien - iets wat wij eerder in het tweede kwartaal verwachtten - terwijl het bbp voor het eerste kwartaal met 6,4% k-o-k op jaarbasis steeg. Wij zien voor de komende maanden ruimte voor een dip in de detailhandelsverkopen, die door de opeenvolgende stimuleringsrondes een forse impuls hebben gekregen. Ook de bestedingen aan duurzame goederen hebben de pandemie verliezen ruimschoots goedgemaakt. Hierdoor bestaat het risico dat een deel van deze consumptie al heeft plaatsgevonden en daarom de komende maanden terugloopt. Dit wordt echter ruimschoots gecompenseerd door het herstel in de dienstensector wanneer de economie open gaat. Behalve in de horeca en recreatie, waar wij begin volgend jaar een terugkeer naar de trendmatige productie verwachten, geldt dit ook voor de gezondheidszorg, waar de achterstand bij de poliklinische ingrepen moet worden weggewerkt. Wij verwachten nog steeds dat de output gap begin volgend jaar gedicht zal zijn, maar het tempo van het herstel tot dusver doet vermoeden dat dit nog eerder zou kunnen gebeuren.

Detailhandelsverkopen ruim boven de trend...

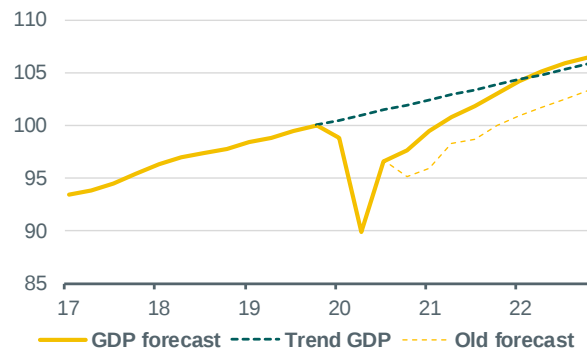
Detailhandelsverkopen, USD mld



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Group Economics

...hierdoor wordt de output gap nog sneller gedicht

BBP, KW4 19 = 100



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Group Economics

Biden's infrastructuur plan: timing van uitgaven en belastingverhogingen zijn cruciaal voor de vooruitzichten

De regering-Biden maakt vaart met zijn ambitieuze beleidsagenda. Op 31 maart werd het Amerikaanse banenplan van 2.700 miljard dollar onthuld (In de media werd 2.300 miljard dollar genoemd, maar hierin werd 400 miljard dollar aan belastingvoordelen voor schone energie niet opgenomen). Het plan bestaat uit drie hoofdonderdelen: 1) infrastructuur, inclusief investeringen in het verminderen van de CO2-uitstoot (1.700 miljard USD), 2) binnenlandse productie (600 miljard USD), 3) gezondheidszorg (400 miljard USD). In januari hadden wij onze prognose voor de VS al opwaarts bijgesteld toen de Democraten twee zetels in de Senaat wonnen waardoor zij een meerderheid kregen voor hun ambitieuze beleidsagenda. Het huidige pakket is minder groot dan verwacht, de uitgaven worden over acht jaar gespreid in plaats van over vier jaar. Ook blijft er onzekerheid over het precieze tijdstip van de uitgaven en over de belastingverhogingen voor bedrijven om ze te financieren. Wij denken dat er aanzienlijke druk zal zijn om de uitgaven in de loop van Biden's termijn te doen plaatsvinden. De regering wil waarschijnlijk zichtbare resultaten laten zien vóór de volgende presidentsverkiezingen. De belastingplannen waarmee de uitgaven gefinancierd worden zijn misschien wel ambitieuzer dan de uitgaven zelf; met name het voorstel voor

een wereldwijd minimumtarief voor de vennootschapsbelasting zal internationale overeenstemming vereisen. Naast de prikkels om de productie naar de VS te halen is er ook een stok achter de deur, zoals bijvoorbeeld de afschaffing van een belastingvrijstelling op de eerste 10% van inkomsten uit buitenlandse bron. Zie [hier](#) voor meer gedetailleerde informatie.

China: Hoge bomen vangen veel wind

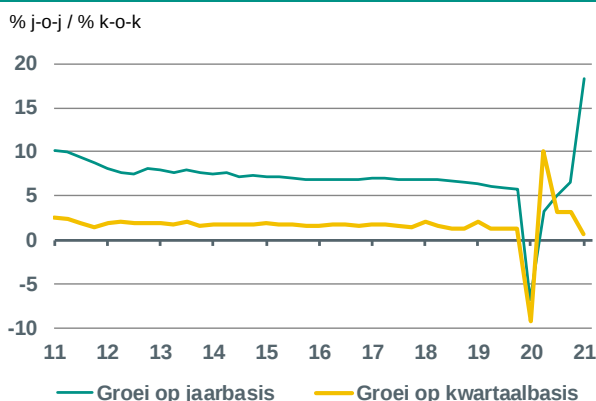
Arjen van Dijkhuizen – Senior Economist | arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.com

- ▶ **Hoge groei op jaarbasis in eerste kwartaal dankzij basiseffect, maar zwakke groei op kwartaalbasis**
- ▶ **Onze groeiraming voor 2021 omhoog van 8,5% naar 9,0% (i.v.m. herziening vierde kwartaal 2020)**
- ▶ **Consumptie op weg naar verder herstel, maar de kredietcyclus draait**

De bbp-groei in het 1^e kwartaal kwam uit op een recordtempo van 18,3% j-o-j (vlakbij onze prognose van 18%). Dit weer spiegelt het basiseffect van het 1^e kwartaal van 2020, toen China na de eerste corona-uitbraak op slot zat, maar ook het sterke herstel sindsdien. Met 0,6% k-o-k was de groei op kwartaalbasis vrij zwak, een gevolg van nieuwe mobiliteitsbeperkingen en regionale *lockdowns* rond het Chinees nieuwjaar na een opleving van het virus. Het is ook logisch dat de kwartaalgroei dit jaar lager uitvalt vergeleken met de voorgaande drie kwartalen, omdat het "inhaaleffect" van de covid19-schok wegebt. Deels als gevolg van een opwaartse bijstelling in het vierde kwartaal van 2020 hebben wij onze groeiraming voor geheel 2021 verhoogd van 8,5% naar 9,0%. Ter vergelijking: begin maart werd een officiële doelstelling van "meer dan 6%" bekendgemaakt. Dit streefcijfer is conservatief vastgesteld om Beijing meer ruimte te geven om zich te concentreren op andere belangrijke doelstellingen, zoals het beheersen van financieel-economische risico's en milieubescherming.

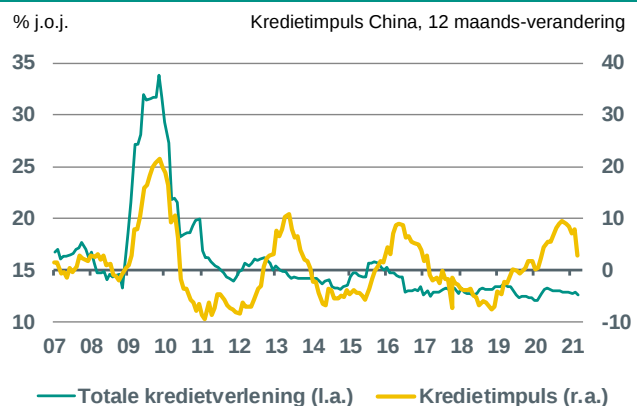
Het herstel werd aangevoerd door de industrie, de uitvoer en de vastgoedsector, maar er lijkt enige rotatie op komst. De consumptie en de dienstensector zijn achtergebleven, waarbij sectoren die gevoelig zijn voor *social distancing*, zoals vervoer en de horeca, het moeilijk hebben. Dat China opnieuw een opleving van het virus onder controle kreeg, legt de basis voor een opleving van de consumptie na het Chinees nieuwjaar. De detailhandelsverkoop zijn in maart sterker gegroeid dan verwacht. Nu het tempo van de vaccinaties wordt opgevoerd, verwachten wij dat het herstel van de consumptie zich kan versterken en verbreden. De uitvoergroei blijft solide, al lijkt de 'pandemiespecifieke' uitvoer (medische benodigdheden, IT-producten) zijn *outperformance* te gaan verliezen nu de pandemie een nieuwe fase ingaat.

Torenhoge jaargroei in K1, maar zwakke kwartaalgroei



Bron: Bloomberg

China's kredietcyclus draait



Bron: Bloomberg

Beijing draait de schroeven weer aan, maar voorzichtig

De Chinese covid19-gerelateerde steun was bescheiden vergeleken met die in de ontwikkelde landen en met het kredietkanon dat tijdens de mondiale kredietcrisis werd uitgerold. De versnelling van de kredietgroei was gering en van korte duur. Nu de economie is genormaliseerd en de schuldverhoudingen weer zijn gestegen, heeft Beijing risicobeheersing weer op de voorgrond geplaatst. De kredietgroei dient dit jaar gelijke tred te houden met de nominale bbp-groei. Aan de banken is gevraagd de kredietverlening in de hand te houden. Feitelijk is de kredietimpuls al omgeslagen. Wij verwachten dat deze trend in 2021 doorzet, maar voorzien geen al te scherpe koerswijziging. De strengere houding van Beijing heeft ook

betrekking op de vastgoedmarkt en schaduwbankieren, waaronder *fintech*-bedrijven en online platforms. Het stijgende aantal wanbetalingen op obligaties van staatsbedrijven toont aan dat het 'impliciete garantieraamwerk' vervaagt, zoals ook blijkt uit de onrust rond de vermogensbeheerder Huarong. Wel denken we dat Beijing zal trachten besmetting te beheersen om de risico's voor financiële stabiliteit te beperken, zeker in de aanloop naar de 100e verjaardag van de CCP op 1 juli.

Belangrijkste economische/financiële prognoses

BBP-groei (%)	2019	2020	2021e	2022e	3M interbank rente	22/04/2021	29/04/2021	+3M	2021e	2022e
Verenigde Staten	2.2	-3.5	5.8	4.1	Verenigde Staten	0.18	0.19	0.25	0.25	0.25
Eurozone	1.3	-6.7	3.3	4.2	Eurozone	-0.54	-0.53	-0.55	-0.55	-0.55
Japan	0.3	-4.9	3.2	1.9	Japan	-0.07	-0.07	-0.10	-0.10	-0.10
Verenigd Koninkrijk	1.4	-9.8	5.9	5.9	Verenigd Koninkrijk	0.09	0.09	0.10	0.10	0.10
China	6.0	2.3	9.0	5.5						
Nederland	1.6	-3.7	2.0	4.0						
Inflatie (%)	2019	2020	2021e	2022e	10j-rente	22/04/2021	29/04/2021	+3M	2021e	2022e
Verenigde Staten	1.8	1.2	2.8	2.0	VS Treasury	1.56	1.64	1.50	1.50	1.50
Eurozone	1.2	0.2	1.6	0.7	Duitse Bund	-0.26	-0.19	-0.45	-0.50	-0.50
Japan	0.5	0.0	0.5	0.6	Japans overheidspapier	0.06	0.09	0.00	0.00	0.00
Verenigd Koninkrijk	1.8	0.9	0.0	2.0	VK gilts	0.74	0.84	0.60	0.70	0.80
China	2.9	2.5	1.5	2.5						
Nederland	2.7	1.1	1.4	0.9						
Beleidsrente	29/04/2021	+3M	2021e	2022e	Wisselkoersen	22/04/2021	29/04/2021	+3M	2021e	2022e
Federal Reserve	0.25	0.25	0.25	0.25	EUR/USD	1.20	1.21	1.19	1.15	1.10
European Central Bank	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	USD/JPY	108.0	108.9	108	110	118
Bank of Japan	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	GBP/USD	1.38	1.39	1.35	1.32	1.28
Bank of England	0.10	0.10	0.10	0.10	EUR/GBP	0.87	0.87	0.88	0.87	0.86
People's Bank of China	3.85	3.85	3.85	3.85	USD/CNY	6.49	6.47	6.40	6.40	6.20

Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Macro Onderzoeksteam

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

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

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

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

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

Nick Kounis, Hoofd Onderzoek Financiële Markten, nick.kounis@nl.abnamro.com

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

DISCLAIMER

Dit document is samengesteld door ABN AMRO. Het heeft uitsluitend als doel om financiële en algemene informatie te verstrekken over de economie. ABN AMRO behoudt zich alle rechten voor met betrekking tot de informatie in het document en het document wordt uitsluitend aan u verstrekt voor uw informatie. Het is niet toegestaan dit document (geheel of deels) te kopiëren, distribueren, door te geven aan een derde of om het voor enig ander doel te gebruiken dan hier boven bedoeld. Dit document is informatief bedoeld en vormt geen aanbieding van effecten aan het publiek, of een uitnodiging om een aanbod te doen.

U mag niet om welke reden dan ook vertrouwen op de informatie, meningen, beramingen, en aannames in dit document noch dat het compleet, accuraat of juist is. Er wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, door of uit naam van ABN AMRO, haar directeurs, functionarissen, vertegenwoordigers, gelieerde partijen, groepsmaatschappijen of werknemers met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de informatie in dit document, en geen enkele aansprakelijkheid wordt geaccepteerd voor enig verlies als direct of indirect gevolg van het gebruik van deze informatie. De opvattingen en meningen opgenomen hierin kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO heeft geen enkele verplichting om de informatie in dit document na de datum hiervan te herzien.

Voor dat u in enig product van ABN AMRO investeert, dient u zich te informeren over de verschillende financiële en andere risico's, alsmede mogelijke beperkingen voor u en uw investeringen als gevolg van toepasselijke wetgeving en regels. Indien u, na lezing van dit document, overweegt een investering te doen in een product, raadt ABN AMRO aan om een dergelijke investering met uw relatiemanager of persoonlijke adviseur te bespreken om nader te bezien of het relevante product – met inachtneming van alle mogelijke risico's – past bij uw investeringen. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garanties voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor wijzigingen in dit materiaal aan te brengen.

Alle rechten voorbehouden