

## Visie op het Verenigd Koninkrijk 2023 - Budgettaire en monetaire verkrapping zal leiden tot langdurige recessie

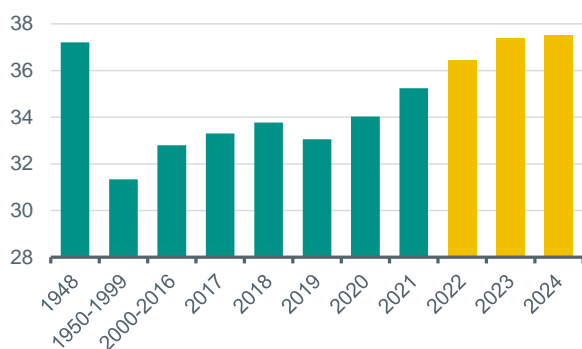
Bill Diviney - Senior Economist | [bill.diviney@nl.abnamro.com](mailto:bill.diviney@nl.abnamro.com)

- ▶ **De nieuwe regering heeft een potentiële crisis afgewend, maar kan een recessie niet voorkomen**
- ▶ **Huishoudens en bedrijven ondervinden problemen van de hoge rente en energiekosten en daar komt een sterk stijgende belastingdruk nog bij; de economie zal naar verwachting een jaar lang krimpen**
- ▶ **Inflatierisico's zullen de BoE ertoe aanzetten de rente op korte termijn nog verder te verhogen, maar een dalende inflatie en een zwakke economie zullen waarschijnlijk eind 2023 en tot in 2024 leiden tot renteverlagingen**

De beruchte 'minibegroting' van september voelt nu als een boze droom. De nieuwe regering onder leiding van Rishi Sunak is snel overgegaan tot het teruggedraaien van de voorstellen die een periode van extreme onrust op de Britse financiële markten veroorzaakten. De episode illustreert hoe financiële markten een krachtig disciplineringsmechanisme kunnen zijn, dat beleidsfouten voorkomt voordat voorstellen worden uitgevoerd. Hoewel het risico op vervroegde verkiezingen de komende twee jaar groot blijft, zal een nieuwe regering (vermoedelijk Labour) waarschijnlijk even gedisciplineerd zijn als de huidige regering. Hoewel de nieuwe regering de Britse economie van een potentiële crisis heeft gered, kan een recessie niet worden voorkomen. Het VK wordt gehinderd door dezelfde energiecrisis als de rest van Europa, maar staat ook voor zijn eigen unieke uitdagingen door een bijzonder krappe arbeidsmarkt (deels als gevolg van Brexit), en dus nog hogere rentetarieven om de inflatie te bestrijden dan in de eurozone. Het krappere monetaire beleid zal de komende jaren nog worden versterkt door een steeds krapper begrotingsbeleid. Hoewel de regering ingrijpt om huishoudens te beschermen tegen het ergste van de energiecrisis, zullen er vanaf april aanzienlijk hogere belastingen geheven worden op zowel bedrijven als werknemers, waarbij de totale belastingdruk op de economie naar verwachting het hoogst zal worden sinds het einde van de Tweede Wereldoorlog. De gecombineerde krachten van zowel fiscale als monetaire verkrapping zouden volgend jaar de inflatie sterk moeten drukken. Intussen blijft het risico van een loon-prijsspiraal - en een verankering van de hoge inflatie - aanzienlijk.

### De belastingen zullen aanzienlijk stijgen...

Belastingdruk, % BBP; geel = prognose (OBR)



Bron: OBR, ABN AMRO Group Economics

### ... en dit komt bovenop de last van de hogere rente

Bankrente, %; geel = prognose ABN AMRO



Bron: Bank of England, ABN AMRO Group Economics

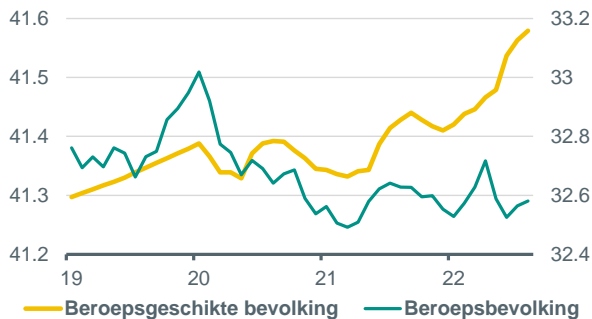
De nieuwe overheidsbegroting van 17 november bevatte weinig verrassingen; de meeste wijzigingen waren al enkele weken eerder aangekondigd om het marktsentiment te kalmeren. Een van de weinige - zij het belangrijkste - beleidsmaatregelen van de vorige regering was de energieprijsgarantie (EPG), die de energierekening voor een gemiddeld huishouden beperkt tot 2500 pond per jaar. Dit beleid blijft van kracht tot april 2024, waarbij vanaf april volgend jaar het plafond wordt verhoogd tot 3000 pond. Net als bij de prijsplafonds elders in Europa zal een groot deel van de kosten worden gefinancierd door de verlenging van een belasting op olie- en gasbedrijven en een nieuwe belasting op koolstofarme energieproducenten. De uiteindelijke kosten zullen uiteraard afhangen van de energieprijzen, hoewel de verrassend sterke daling van de energievraag de prijzen scherp onder hun piek van augustus heeft gehouden. Ervan uitgaande dat de groothandelsprijzen voor energie de futuresprijzen volgen, verwachten wij een begrotingstekort van 6,5% in 2023 - weinig veranderd ten opzichte van 2022, maar aanzienlijk lager dan het tekort van 13,1% in 2020.

Hoewel het begrotingstekort in 2023 naar verwachting groot zal blijven, zullen de belastingen aanzienlijk worden verhoogd. Met name de vennootschapsbelasting zal vanaf april volgend jaar stijgen, naar 25% van 19% nu. Het hoogste tarief van de inkomstenbelasting zal gelden bij een veel lagere inkomensdrempel dan nu, terwijl alle andere belastingdrempels tot 2028 worden bevroren. Samen met de verhoging van de vennootschapsbelasting zal dit de belastingdruk op de economie volgend jaar verhogen tot 37,4% van het bbp - veel hoger dan het pre-pandemische niveau van ongeveer 33%. De belastingverhogingen komen bovenop de druk van de hoge energieprijzen en gestegen rentevoeten en zullen de inkomens en winstgevendheid van zowel huishoudens als bedrijven verder afremmen. Daarom verwachten wij volgend jaar een daling van de reële consumptie en de bedrijfsinvesteringen, en slechts een licht herstel in 2024, wanneer de dalende inflatie de Bank of England in staat stelt de rente te verlagen. Het bbp is in het derde kwartaal van 2022 al gedaald, grotendeels door de extra feestdag in verband met de begrafenis van de koningin, en in ons basisscenario daalt het bbp in vier opeenvolgende kwartalen - waarmee ruimschoots wordt voldaan aan de definitie van recessie.

De recessie zal waarschijnlijk ook de huidige correctie op de huizenmarkt verder aanwakkeren. In november waren de huizenprijzen met 3,6% gedaald ten opzichte van de piek in augustus. Hoewel de hypotheekrente na de piek van september is gedaald, is de rente nog steeds hoog (5-6%). Britse huishoudens zijn bijzonder gevoelig voor hogere rentevoeten omdat de meeste hypotheeklen voor een relatief korte periode zijn vastgelegd (25% van de hypotheeklen heeft een variabele rente en 50% heeft een vaste rente die binnen twee jaar afloopt). Het effect van hogere hypotheekrentes is tweeledig: ten eerste verlaagt het de betaalbaarheid van woningen, waardoor de prijzen dalen; ten tweede vermindert het de hoeveelheid inkomen van huishoudens die beschikbaar is voor de consumptie van goederen en diensten, zelfs voor bestaande huiseigenaren.

**Beroepsbevolking stagneert ondanks bevolkingsgroei**

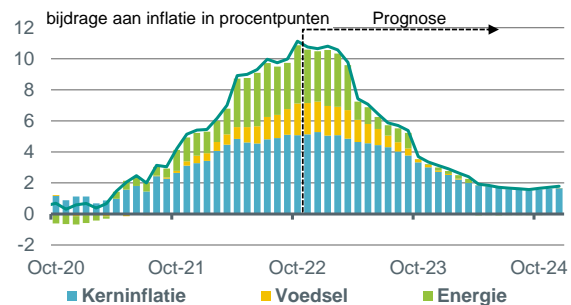
Miljoenen



Bron: Refinitiv, ONS, ABN AMRO Group Economics

**Lagere energiebijdrage duwt inflatie omlaag**

% jaar-op-jaar



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Group Economics

Het voordeel van de zich ontwikkelende recessie is dat zij ertoe zou moeten bijdragen dat de inflatie terugkeert naar de 2%-doelstelling van de BoE. Verwacht wordt dat de inflatie tot april in de buurt zal blijven van de 11,1% van oktober, waarna basiseffecten zouden moeten leiden tot een sterke daling van de bijdrage van de energieprijzinflatie. De kerninflatie zal waarschijnlijk enigszins hoog blijven, maar naarmate 2023 vordert, verwachten wij dat de toenemende ruimte op de arbeidsmarkt de loonstijging, en daarmee de bredere prijsdruk, zal gaan afremmen. De vermindering van de knelpunten aan de mondiale aanbodzijde en de daling van de grondstofprijzen zouden de goederenprijzinflatie eveneens aanzienlijk moeten helpen temperen.

Voorlopig blijven de inflatierisico's opwaarts gericht. Uit het laatste panel van besluitvormers van de BoE onder CFO's blijkt dat bedrijven verwachten dat ze de prijzen in de komende 12 maanden met 5,7% zullen verhogen, en dat de inflatie over drie jaar bijna 4% zal zijn - het dubbele van de doelstelling van 2% van de BoE (uit de consumentenenquête van de BoE blijkt dat de verwachtingen beter verankerd zijn, namelijk rond 3%). De arbeidsmarkt is ook uitzonderlijk krap, met meer vacatures dan werklozen - een historisch ongewone situatie. Hoewel de vraag naar arbeid lijkt te zijn afgekoeld, zijn bedrijven tot dusver terughoudend met het doorvoeren van ontslagen, wellicht vanwege de recente problemen om werknemers te vinden. Het tekort aan werknemers is deels te wijten aan de toegenomen langdurige ziekte en aan Brexit,

waardoor de nettomigratie uit EU-landen de afgelopen kwartalen aanhoudend negatief was. Dit is nog niet verlicht door de instroom van vluchtelingen uit Oekraïne - ondanks een sterke toename van de beroeps geschikte bevolking dit jaar is de beroepsbevolking nauwelijks gegroeid.

De combinatie van een nog steeds krappe arbeidsmarkt en hoge inflatieverwachtingen betekent dat de BoE de rente op korte termijn waarschijnlijk zal blijven verhogen. Wij verwachten dat het MPC tijdens de beleidsvergadering van december de bankrente met 50 basispunten zal verhogen tot 3,5%, met nog eens twee verhogingen van 25 basispunten tijdens de vergaderingen van februari en maart, waardoor de rente op 4% komt. Daarna verwachten wij dat de BoE de rente een tijdje ongewijzigd zal laten om het effect van eerdere renteverhogingen te beoordelen, evenals de andere factoren die op de inflatie drukken - namelijk de recessie en de aanzienlijke fiscale verkrapping die vanaf april wordt verwacht. Wij denken dat de economie tegen het einde van 2023 dusdanig zwak zal zijn dat de werkloosheid zal zijn gestegen, terwijl de dalende inflatie betekent dat de reële rente stijgt, ook al blijft de nominale rente ongewijzigd. Wij denken dat dit de BoE ertoe zal aanzetten de rente geleidelijk te verlagen. Ons basisscenario gaat uit van twee verlagingen van 25 basispunten in het vierde kwartaal van 2023, die waarschijnlijk zullen worden gevolgd door verdere verlagingen in 2024, waardoor de bankrente uiteindelijk in het derde kwartaal van 2024 weer op het neutrale niveau zal liggen, waarbij de economie noch wordt afgeremd, noch wordt gestimuleerd.

## Kerncijfers VK

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Economie (% mutaties)</b>					
BBP	-11,0	7,5	4,3	-1,3	1,0
- Particuliere consumptie	-13,2	6,2	4,7	-1,0	0,7
- Investerings	-10,5	5,6	5,7	1,6	1,6
Inflatie	0,9	2,6	9,0	6,6	2,0
- Kerninflatie	1,4	2,3	6,0	5,4	2,3
Werkloosheid, %	4,6	4,5	3,7	4,3	4,8
Begrotingssaldo (% bbp)	-13,1	-8,1	-6,6	-6,5	-3,7
Overheidsschuld (% bbp)	98,9	101,5	99,5	103,4	104,3
<b>Rente en valuta (jaarultimo)</b>					
Bank of England Bank Rate	0,10	0,25	3,50	3,50	2,00
GBP/USD	1,37	1,35	1,15	1,20	1,27
EUR/GBP	0,89	0,84	0,91	0,90	0,88

## 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, verspreid of doorgegeven aan derden of worden gebruikt voor andere doeleinden dan hierboven vermeld. Dit document is informatief van aard en vormt geen aanbod van effecten aan het publiek, noch een uitnodiging tot het doen van een dergelijk aanbod.

Er mag voor geen enkel doel worden vertrouwd op de informatie, meningen, prognoses en veronderstellingen in het document of op de volledigheid, nauwkeurigheid of billijkheid ervan. Er wordt door of namens ABN AMRO, haar directeurs, functionarissen, agenten, verbonden ondernemingen, groepsmaatschappijen of werknemers geen verklaring of garantie, uitdrukkelijk of impliciet, gegeven met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de in dit document opgenomen informatie 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 te allen tijde worden gewijzigd en ABN AMRO is niet verplicht de informatie in dit document na de datum ervan te actualiseren.

Voor dat 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 eventuele beperkingen waarmee u en uw beleggingsactiviteiten op grond van de toepasselijke wet- en regelgeving te maken kunnen krijgen. Indien u na lezing van dit document overweegt in een product te beleggen, wordt u geadviseerd een dergelijke belegging te bespreken met uw relatiebeheerder of persoonlijk 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 dit materiaal te wijzigen.

© Copyright 2022 ABN AMRO Bank N.V. en gelieerde ondernemingen ("ABN AMRO")