

Visie op de Wereldeconomie

Macro team

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

De vijf kernvragen voor 2023

- ▶ Na een tumultueus jaar verwachten wij dat de energiecrisis in 2023 de boventoon zal blijven voeren
- ▶ De Europese industrie is tot dusver veerkrachtig en de crisis heeft de energietransitie versneld.
- ▶ In de ontwikkelde economieën vinden nu echter recessies plaats. Beleidssteun zal de klap verzachten; krappe arbeidsmarkten zullen de stijging van de werkloosheid beperken.
- ▶ Negatief punt is dat de centrale banken aan het begin van de recessie hun beleid zullen verkrappen, waardoor de risico's voor de vooruitzichten kunnen toenemen.
- ▶ Voordeel is wel dat de inflatie zal afnemen, evenals het risico van een loon-prijsspiraal.
- ▶ De Fed, ECB en BoE zullen naar verwachting de rente op korte termijn blijven verhogen, maar wij verwachten een verschuiving naar *renteverlagingen* eind 2023, zodra de inflatie afneemt als gevolg van de op dat moment verder verzwakte economieën.
- ▶ In deze *Global Outlook* onderzoeken we vijf kernvragen die de basis zijn voor onze aannames ten aanzien van 2023.
- ▶ Naast deze brede rapportage hebben wij aparte stukken met de vooruitzichten voor de diverse regio's: de eurozone, Nederland, het Verenigd Koninkrijk, Verenigde Staten en China

Economisch gezien was 2022 een jaar van enorme schokken. Het begon met de oorlog in Oekraïne en de daaropvolgende energiecrisis, de toename en verrassende hardnekkigheid van de inflatie, en momenteel de meest agressieve renteverhogingen van de centrale banken in decennia. Economische schokken zijn door hun aard onmogelijk te voorspellen. Wij doen dan ook geen poging dat te doen voor 2023. Wel is duidelijk dat 2023 een jaar van recessies zal worden: als deze niet al rechtstreeks gedreven worden door de energiecrisis, dan toch wel door de enorme druk op huishoudens en bedrijven als gevolg van de hoge inflatie en de flink hogere rente. De komende recessie zal waarschijnlijk niet leiden tot de stijging van de werkloosheid die we in recente recessies hebben gezien. Echter door de extreme krapte op de arbeidsmarkten kan een recessie, zodra eenmaal begonnen, een eigen leven gaan leiden. Bovendien speelt mee dat de centrale banken hun beleid blijven verkrappen, terwijl we een recessie ingaan. Dit kan het risico vergroten dat deze recessie erger wordt dan we nu verwachten. Tegelijkertijd moeten we ook erkennen dat de economie in sommige opzichten een verrassende veerkracht heeft getoond. Dit is een belangrijk thema in deze *Global Outlook*.

De complexe maar sterk verweven factoren die de vooruitzichten voor het komende jaar bepalen proberen wij in vijf vragen te ontrafelen. We beginnen met de energiecrisis in Europa en bekijken vervolgens hoe de aard van de komende recessie waarschijnlijk zal verschillen van eerdere recessies. De inflatie blijft natuurlijk een belangrijk thema en daarom besteden wij ook speciale aandacht aan de vraag waarom wij volgend jaar een aanzienlijke daling verwachten. In onze laatste twee vragen gaan we in op de kwestie van de vertragingen in het monetaire beleid. We leggen uit waarom wij, in tegenstelling tot de consensus, uitgaan van aanzienlijke renteverlagingen eind 2023 door de Fed, de ECB en de Bank of England.

Waar de economische ontwikkelingen ons ook brengen in 2023, wij wensen onze lezers een rustige vakantieperiode en een gelukkig nieuwjaar!

Vooruitzichten 2023: Recessie, dalende inflatie en uiteindelijk renteverlagingen

Naar verwachting zal de energiecrisis in 2023 het hoofdthema blijven, mits er geen nieuwe zwarte zwanen zoals de oorlog tussen Rusland en Oekraïne komen. Wij verwachten dat de Europese industrie volgend jaar zonder grote productie verliezen doorkomt. De Europese economie zal nog steeds worden getroffen door de terugval van de reële inkomens als gevolg van de hoge inflatie en de stijging van de rente. Het voordeel is dat de inflatie naar verwachting aanzienlijk zal dalen, waardoor de centrale banken tegen het einde van het jaar de rente kunnen verlagen, wat de weg vrijmaakt voor een bescheiden herstel in 2024.

In de onderstaande vragenlijst gaan we in op vijf vragen die onze belangrijkste conclusies en veronderstellingen voor 2023 bepalen.

1. Wat betekent de daling van de vraag naar gas voor de energietransitie en de industrie voor de komende winter?

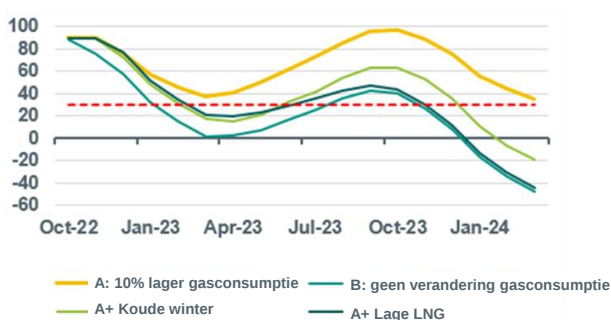
De Russische gasleveringen via pijpleidingen aan de EU zijn sterk gedaald, waardoor de gasprijzen sterk zijn gestegen en volatiel zijn geworden. Dit heeft de vrees voor mogelijke energietekorten aangewakkerd. Op het moment van schrijven is de gasopslag in de EU echter met ongeveer 90% van de maximumcapaciteit goed gevuld - veel beter dan misschien zelfs de meest optimistische veronderstellingen eerder dit jaar. Dit komt door een combinatie van nog leverende Russische pijpleidingen tijdens de zomer, een relatief lage LNG-vraag uit China en ongewoon zachte temperaturen, die de start van het Europese stookseizoen hebben vertraagd. Tegelijkertijd is de vraag naar gas sterk gedaald, terwijl de industriële productie opmerkelijk veerkrachtig is gebleven. Zal in Europa volgend jaar rond deze tijd nog steeds sprake zijn van hetzelfde gunstige scenario?

Gasbesparingen: Beter dan verwacht...

Recente OESO-scenario's gaan uit van een volledige afsluiting van het Russische pijplijngas. Daarmee kan Europa volgend jaar nog steeds problemen ondervinden om zijn voorraden aan te vullen. Zelfs bij een verbruiksvermindering van 10% kunnen de opslagniveaus gevaarlijk laag worden. Bijvoorbeeld als het een bijzonder koude winter wordt en/of als de LNG-aanvoer wordt beperkt. Tot dusver is de daling van het gasverbruik echter veel groter dan verwacht. De daling is ongeveer 20% in de tweede helft van 2022 ten opzichte van het gemiddelde van 2019-21. In de rechtergrafiek hieronder maken we een onderscheid tussen de verandering in het gasverbruik per Local Distribution Zones (LDZ) en niet-LDZ. Waarbij de eerste categorie de gezinshuishoudens en niet-industriële bedrijven omvat en de tweede de industrie en Gas-to-Power (energieopslagtechniek). Voor beide categorieën zien we aanzienlijke dalingen in het gasverbruik.

Europa kan nog te maken krijgen met onderbrekingen in de bevoorrading...

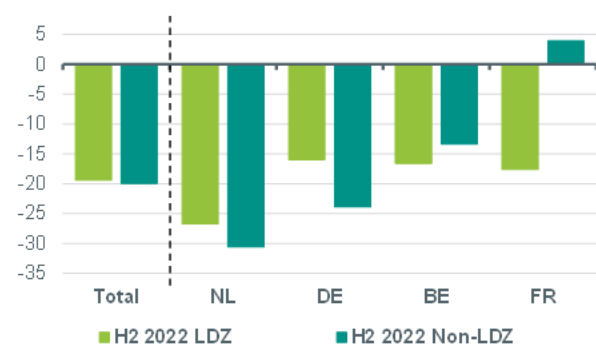
% gasopslag gevuld; hoog risico op verstoring onder 30% (rood gemarkeerd)



Bron: OESO, ABN AMRO Economisch Bureau

...tenzij een aanzienlijke vernietiging van de vraag wordt gehandhaafd.

% verandering in gasverbruik vs 2019-2021 dagelijks gemiddelde



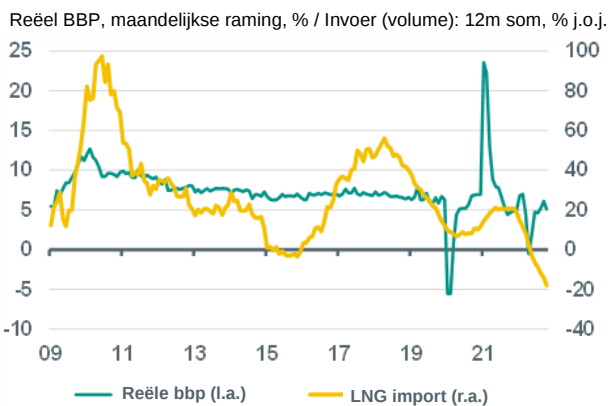
Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

...met een beetje hulp van Guus Geluk...

De verrassing van de hogere gasbesparingen is gedeeltelijk toe te schrijven aan de zachte herfst en de beter dan verwachte toegang tot LNG. Ook de lagere vraag naar LNG vanuit China heeft een belangrijke bijdrage geleverd. Dit komt deels door

de terugkerende lockdowns, maar ook door de in China toegenomen binnenlandse productie en de invoer via pijpleidingen vanuit Rusland. Op beide factoren kan niet worden gerekend voor de volgende winter. Een aanzienlijke versoepeling van het covidbeleid zou kunnen betekenen dat China's energieverbruik en invoer van olie en gas terugkeert naar het pre-coronaniveau (of zelfs daarboven). Ons basisscenario gaat slechts uit van een geleidelijke afschaffing van nulcovid in verband met de problemen met de intensive-care-capaciteit en de vaccinatie/verbetering van ouderen. Een dergelijke geleidelijke exit zou niettemin het aantal gasflexcontracten dat wordt doorverkocht aan Europese partijen kunnen verminderen. Bovendien wordt een deel van de huidige LNG-voorziening geleverd door Rusland. Deze leveringen zouden ook in gevaar kunnen komen als Rusland besluit ook deze stop te zetten.

Chinese LNG-invoer getroffen door terugkerende blokkades



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

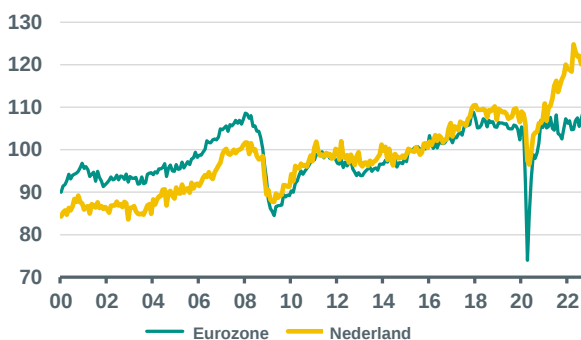
Het geluk heeft Europa echter niet altijd meegezeten. In Frankrijk hadden bijvoorbeeld de kernreactoren te maken met ernstige uitval, waardoor een tekort aan elektriciteit ontstond dat met gas moest worden aangevuld. Aangezien de reactoren naar verwachting volgend jaar weer actief zijn, zou dit een tegenwicht kunnen vormen voor een heropening van China of een koudere winter.

Kan de industrie veerkrachtiger worden?

Een andere positieve verrassing was de industriële productie, die op peil bleef ondanks een aanzienlijk lager gasverbruik. De gasbesparingen van de industrie (niet-LDZ in de grafiek rechtsboven) liepen op tot 30%, terwijl de industriële productie in de hele eurozone gelijk bleef of zelfs steeg. Als dit aanhoudt, kan de industrie deze en volgende winters mogelijk productieverstoringen vermijden. De hoge gasprijs kan bovendien een stimulans zijn om op hernieuwbare energie over te stappen. Hoewel we inderdaad enkele vroege aanwijzingen zien voor verbeteringen van de energie-efficiëntie en de overschakeling op hernieuwbare energiebronnen, zijn er ook aanwijzingen dat de industrie in de problemen kan komen.

Industriële productie niet geschaad door gastekort

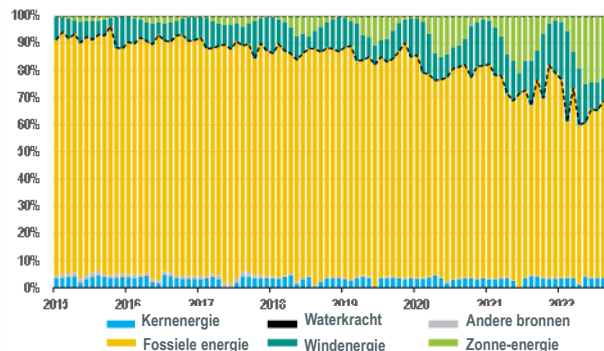
Industriële productie in volume, 2015 = 100, seizoensgecorrigeerd



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Aandeel hernieuwbaar in energiemix neemt toe

% aandeel in de totale elektriciteitsproductie



Bron: CBS, ABN AMRO Economisch Bureau

Uit sectorale productie- versus gasverbruiksgegevens voor Nederland blijkt dat zelfs voor de energie-intensieve sectoren zoals olie, chemie en metaal, de productie tot dusver niet veel is gedaald. Dit komt overeen met de onderzoeksresultaten van het Duitse Ifo-instituut over de vraag of bedrijven gas hebben kunnen besparen zonder productieverlies. Tot op zekere hoogte lijkt de overschakeling van gas op olie en zelfs op steenkool een deel van de veerkracht te verklaren. Achter de slechts lichte stijging van het Europese olieconsumptie (1,4% j/j in september) gaat een grotere verschuiving van gas naar olie schuil, omdat het brandstofverbruik van auto's daalde. Bovendien heeft Duitsland in de eerste zes maanden van het jaar 82,6 miljard kWh elektriciteit opgewekt uit steenkool, 17% meer dan in dezelfde periode vorig jaar. Terwijl de gegevens over de Europese energiemix een gestage toename van hernieuwbare energiebronnen laten zien, is het elektriciteitsverbruik niet gestegen ten opzichte van vorig jaar. We zien zelfs een kleine daling vanaf augustus (-0,9% j/j).

Elektriciteitsverbruik in lijn met historische trend

Eindverbruik van elektriciteit; OESO-Europa; x100.000



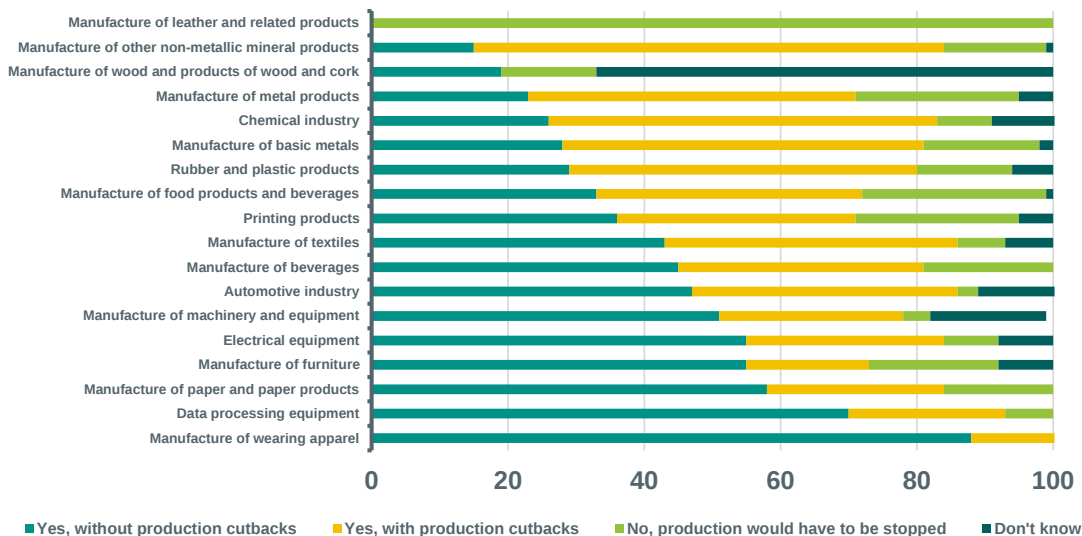
Bron: IEA, ABN AMRO Economisch Bureau

Verdere daling van het gasverbruik zal waarschijnlijk leiden tot productieverlagingen

Ondanks de tot dusver geboekte vooruitgang zijn de Duitse bedrijven veel minder optimistisch over hun vermogen om het gasverbruik verder te verminderen zonder productieverlies. De meerderheid van de energie-intensieve sectoren verwacht in de komende zes maanden productieverlagingen indien zij genooddaakt zijn om het gasverbruik extra verder te verminderen. Wel moet men zich afvragen of bedrijven op dezelfde wijze op de enquête hadden geantwoord als deze vraag zes maanden geleden was gesteld. Anders gesteld, het is mogelijk dat zij het besparingspotentieel onderschatten. Een bijkomende factor komt van de vraagzijde. Ondanks aanzienlijke overheidssteun voor huishoudens via energieprijzplafonds, zullen huishoudens nog steeds worden geconfronteerd met een aanzienlijke reële inkomensklap die de vraag zal aantasten. Tegen de winter van 2023-24 is enig productieverlies dan onvermijdelijk, tenzij de buitenlandse vraag de zwakkere binnenlandse vraag compenseert. Gezien de wereldwijde recessie verwachten wij dit niet.

Minder besparingspotentieel voor aardgas in komende 6 maanden

Aandeel in %; enquête gehouden in oktober 2022



Bron: Ifo Business Survey, ABN AMRO Economisch Bureau.

Kunnen besparingen op huishoudelijk gas voorkomen dat de industrie stopt?

De gasbesparingen van huishoudens door de overschakeling op hernieuwbare energiebronnen en isolatie of door gedragsveranderingen die routine zijn geworden, kunnen de druk op de industrie om het verbruik te verminderen verlagen. Hoewel de besparingen van huishoudens tot dusver inderdaad indrukwekkend zijn, blijkt uit gegevens van de laatste weken dat naarmate het weer kouder wordt, de besparingen van huishoudens in Duitsland zijn teruggefallen tot 12% ten opzichte van het gemiddelde voor 2019-21. Bovendien verlagen prijsplafonds (met name die zonder gebruikslimieten) de stimulans om gas te blijven besparen in dezelfde mate als we de afgelopen 9 maanden hebben gezien. Dit hebben we uitgelegd in onze [Global Monthly van september](#).

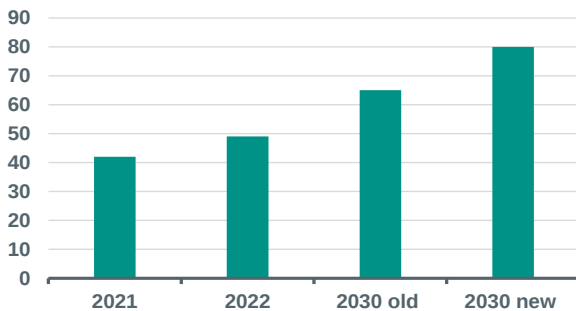
Duurzaamheid op langere termijn

De energiecrisis heeft niet geleid tot een plotselinge overschakeling op alternatieve energiebronnen zonder fossiele brandstoffen. Het heeft huishoudens en bedrijven wel scherp bewust gemaakt van hun energieverbruik en besparingsmogelijkheden. Op korte termijn is er helaas enige overschakeling naar vuilere alternatieven, maar de crisis heeft een aantal verschuivingen op middellange tot lange termijn in gang gezet die de overgang zullen versnellen.

Aangezien het rendement van particuliere investeringen in duurzame energie sinds de oorlog ongeveer gehalveerd is (als gevolg van de hogere energieprijzen), zijn de subsidieaanvragen voor isolatie, zonnepanelen en warmtepompen sterk toegenomen. Dit geldt ook voor de uitgaven voor de invoer van zonnepanelen in Europa. Bovendien hebben regeringen hun ambities voor windenergie aanzienlijk verhoogd.

Duitsland verhoogt ambitie naar 80% hernieuwbaar

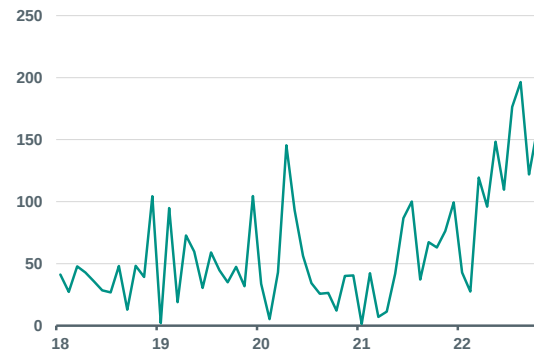
Aandeel van hernieuwbare energiebronnen in het totale energieverbruik, %.



Bron: EC, ABN AMRO Economisch Bureau

ISDE-subsidies in Nederland stijgen

Index juli 2021



Bron: ABN AMRO op basis van geanonimiseerde transactiegegevens

Naast de toenemende investeringen in hernieuwbare energie is het even belangrijk geweest om lock-ins van fossiele brandstoffen via investeringen in LNG-hervergassingsterminals te vermijden. Er is gekozen voor drijvende terminals in plaats van permanente infrastructuur te bouwen. Daarnaast is het gebrek aan beschikbare arbeidskrachten in beroepen die cruciaal zijn voor de energietransitie een **grote hinderpaal** om de overgang te versnellen voor economieën met een krappe arbeidsmarkt (bv. Duitsland, Nederland, de VS en het VK). Belangrijke investeringsbeslissingen van vandaag zullen pas over misschien 10-15 jaar renderen. Daarom zal het potentieel van besparing op het gebruik van fossiele brandstoffen deze en komende winter vooral afhangen van gedragsveranderingen en investeringen die al op korte termijn invloed hebben, zoals isolatie van de woningvoorraad. Ook voor verhuurders van woningen **oordelen wij** dat investeringen in energie-efficiëntieverbeteringen nog steeds lonend zullen zijn, ondanks hogere financieringskosten door de stijgende rente.

Grootschalige productieverliezen zijn een staartrisiko

Of dit alles voldoende zal zijn om productieverstoringen volgende winter te voorkomen, hangt uiteindelijk ook af van hoe koud het weer wordt en of er zich problemen voordoen bij het verkrijgen van LNG. Nu de gasbesparingen groter zijn dan verwacht en er geen duidelijke tekenen zijn van totale productieverliezen, toont Europa echter veerkracht. Het wordt steeds waarschijnlijker dat de gasvoorraden in de aanloop naar de volgende winter worden aangevuld. Per saldo denken wij dat de Europese industrie, ondanks de uitdagingen, de energiecrisis zal blijven doorstaan. Grootschalige productieverliezen lijken nu eerder een staartscenario in plaats van een redelijk basisscenario. (Sandra Phlippen, Aggie van Huisseling, Jeannine van Reeken, Casper Burgering, Arjen van Dijkhuizen, Hans van Cleef)

2. Hoe zal deze recessie verschillen van vorige?

De huidige recessie verschilt op drie belangrijke punten van eerdere recessies: 1) aanbodschokken zijn terug als hoofdoorzaak, 2) financiële veerkracht en krappe arbeidsmarkten zorgen voor een betere uitgangspositie voor consumenten aan het begin van de recessie, en 3) overheden zijn actiever in het opvangen van de klap, hoewel hun manoeuvreerruimte beperkter is dan tijdens de pandemie. Daardoor zal deze recessie in veel opzichten waarschijnlijk anders verlopen dan eerdere recessies. De werkloosheid zal minder sterk stijgen en met minder risico in de banksector dan voorheen. De keerzijde is dat de hoge inflatie betekent dat de centrale banken de economieën niet dezelfde steun kunnen bieden als zij normaal zouden doen bij het ingaan van een recessie.

Na een periode van zeer sterke post-pandemische groei staat Europa op de rand van een recessie. In tegenstelling tot de meeste recente recessies, die werden aangedreven door de vraag, wordt deze recessie veroorzaakt door een schok in het energieaanbod als gevolg van de oorlog tussen Rusland en Oekraïne. De stijgende energieprijzen hebben geleid tot een recordinflatie in de eurozone. Voor huishoudens betekent dit een hogere energierekening en een daling van het reële inkomen, terwijl voor bedrijven de aanbodschok de marges onder druk zet en de productie beperkt.

Hoewel deze neergang niet wordt aangedreven door de vraagzijde van de economie, speelt de binnenlandse vraag nog steeds een grote rol in de dynamiek van de recessie. Door de vervroegde consumptie van goederen tijdens de pandemie en de inhaalgroei van de dienstenconsumptie na de lockdown, werd de economie door de energievoorzieningsschok getroffen

toen vraag en aanbod al uit balans waren. Dit onevenwichtige uitgangspunt in combinatie met de energie-aanbodschok resulteerde in snel stijgende inflatiecijfers. Dat leidde tot een agressieve aanscherping van het beleid van de centrale banken om de vraag weer in evenwicht te brengen met het beperkte aanbod.

Aanbodschokken terug met wraak

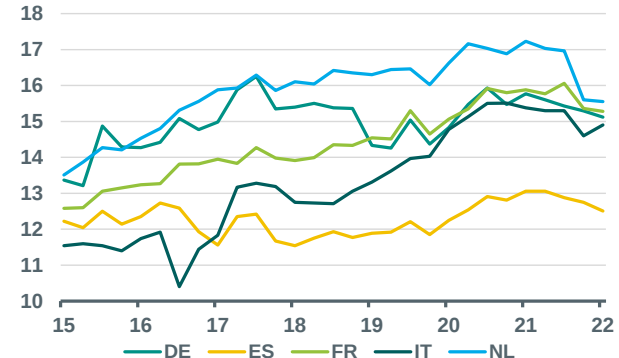
Nederlandse CPI-inflatie, % j.o.j.; recessies in gearceerd gebied



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Meer veerkracht op belangrijke gebieden zoals het bankwezen

CET1 ratio, %



Bron: ECB, ABN AMRO Economisch Bureau

Het goede nieuws is dat structurele en conjuncturele context een betere uitgangspositie biedt om de economische neergang in te gaan dan tijdens eerdere recessies. Met name de financiële weerbaarheid van zowel bedrijven als huishoudens is sterk verbeterd. De banken zijn veel beter gekapitaliseerd en beter in staat om een storm te doorstaan dan tijdens de wereldwijde financiële crisis van 2008, of de staatsschuldcrisis in de eurozone. De systeemrisico's voor de economie en de bancaire sector zijn afgenomen. Ook de sterke cyclische opleving na de pandemie heeft bijgedragen aan een solide uitgangspositie. De sterke inhaalgroei heeft geleid tot krappe arbeidsmarkten. Verder heeft de pandemie huishoudens een aanzienlijk spaaroverschot opgeleverd. Beide helpen de reële inkomensschok op te vangen. Hoewel wij een bescheiden stijging van de werkloosheid verwachten en het spaaroverschot zal afnemen, zal de neergang hierdoor waarschijnlijk niet zo diep zal zijn als de voorgaande recessies.

Het laatste cruciale verschil met de eerdere recessies is de mate en snelheid van overheidssteunmaatregelen om huishoudens en bedrijven te beschermen tegen de gevolgen van stijgende energierekeningen. Regeringen zijn veel proactiever geweest bij het ondersteunen van de binnenlandse vraag dan bijvoorbeeld tijdens de staatsschuldcrisis in de eurozone. Hoewel de volledige compensatie van inkomensverliezen die we tijdens de pandemie zagen, dit keer onwaarschijnlijk is. Gezien het inflatoire klimaat en de gevolgen van de hogere rente voor de overheidsfinanciën verwachten wij dat de regeringen voorzichtiger zullen zijn. De meeste steun zal zich alleen richten op de armste huishoudens.

Het slechte nieuws is dat de hoge inflatie betekent dat de centrale banken het monetaire beleid bij het ingaan van de conjuncturele neergang niet kunnen versoepelen zoals zij in het verleden hebben gedaan. Verwacht wordt dat de centrale banken hun beleid voorlopig blijven verkrappen, ook met oog op de maatregelen van overheden. Mochten regeringen immers te ver gaan bij hun pogingen om de pijn van de recessie te verzachten, dan kan dit een averechts effect hebben op de inflatie. In dat geval kan een nog hogere rente nodig zijn. Een slecht voorbeeld daarvan zagen bij het Britse mini-begrotingsdebacle in september. *(Jan-Paul van de Kerke, Aline Schuiling, Bill Diviney)*

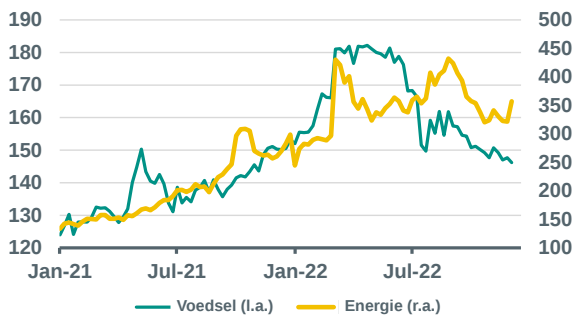
3. Waarom zal de inflatie dalen, ook al blijven de energieprijzen hoog?

De inflatie in de ontwikkelde economieën is in 2022 in dezelfde richting geëvolueerd: *hogere*. Toch waren er grote verschillen tussen de landen, zoals te lezen in het kader op de volgende pagina. Vooruitblikkend op 2023 denken wij dat de wereldwijde tendens voor de inflatie in 2023 in alle ontwikkelde economieën dezelfde zal zijn: *lager*. Dit ondanks enkele inflatie-aanrijvende factoren en de aanhoudende inflatieverschillen tussen landen.

Om te beginnen wordt de inflatie gemeten door de huidige prijs (of prijsindex) van een goed of dienst te vergelijken met de prijs van een jaar geleden. Dus zelfs als de energieprijzen op hun huidige hoge niveau blijven, zal de inflatie in de loop van volgend jaar sterk dalen. Hetzelfde zal naar verwachting gebeuren met de inflatie op voedselprijzen. In feite zijn de voedselgrondstoffen prijzen de afgelopen maanden sterk gedaald (zie onderstaande grafiek), hetgeen betekent dat de mondiale inflatie op voedselprijzen in de tweede helft van 2023 zelfs negatief zou kunnen worden.

De voedsel- en energieprijzen zijn gedaald

Index (USD) index (USD)



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Ook bij industriële goederen neemt de prijsdruk af

ABN AMRO Global Supply Bottlenecks, Index, op +6 = maximale onbalans tussen vraag en aanbod.



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Wat de kerninflatie (exclusief voedsel en energie) betreft, zullen waarschijnlijk ook een aantal factoren bijdragen aan een wereldwijde daling in 2023. Om te beginnen worden de prijzen van industriële goederen en diensten momenteel nog omhoog gestuwd door bedrijven die hoge energiekosten doorberekenen aan de consument. Hoewel dit met vertraging gebeurt en dus nog wel even kan aanhouden, denken wij dat het effect van de hoge energiekosten op de goederen- en diensteninflatie in de loop van volgend jaar zal afnemen. Ook omdat de recessies die wij in de ontwikkelde landen verwachten gepaard gaan met een krimpende consumptie, waardoor bedrijven minder kans zien om de prijzen te verhogen.

Een andere factor die bij de goedereninflatie speelt, is dat de onevenwichtigheden tussen vraag en aanbod van industriële goederen wereldwijd afnemen en in de eindfase verkeren. Dit wordt geïllustreerd door onze mondiale knelpuntenindex (zie grafiek hierboven), die in november tot het laagste punt in twee jaar is gedaald. Een belangrijke factor hierbij is de verhouding tussen de indicatoren voor de productie in de opkomende economieën en de vraag in de ontwikkelde economieën. Ook andere in de index opgenomen indicatoren wijzen op een verdere versoepeling. De benchmark voor wereldwijde containertarieven is met meer dan 75% gedaald ten opzichte van de piek een jaar geleden. Ook de componenten van onze index die de levertijden voor industrie producten, elektronische apparatuur en halfgeleiders meten, zijn verder genormaliseerd. Al met al suggereert onze index dat het verstoorde evenwicht tussen vraag en aanbod van goederen wereldwijd is verminderd, waardoor de prijsdruk afneemt.

Ten slotte wordt de inflatie op prijzen van diensten en huisvesting voornamelijk door binnenlandse factoren bepaald. Salarisgroei en veranderingen in huizenprijzen in individuele landen hebben doorgaans een grote invloed op de consumptie. Verwacht wordt dat de loonstijging in de komende kwartalen zal aantrekken doordat werknemers compensatie zoeken voor het verlies aan reëel inkomen in 2022. Zoals wij in de verschillende landenhoofdstukken van deze Global Outlook beschrijven, wordt echter verwacht dat alle belangrijke ontwikkelde landen een recessie zullen doormaken. De omstandigheden op de arbeidsmarkt zullen daarbij verslechteren. Dit zou een rem moeten zetten op de loonstijging. Ondertussen zullen agressieve renteverhogingen door alle grote centrale banken leiden tot correcties van de huizenprijzen in een aantal landen, wat zal resulteren in een lagere inflatie van de woninghuren, met name in de VS (iets wat wij beschreven in onze [Global Monthly van 26 oktober](#)). (Aline Schuiling)

Kader: Hoe verschilt de inflatiegolf van land tot land?

Items in de CPI-index en de weging van deze items in de totale index kunnen per land en regio sterk verschillen. Zo omvat de GICP-index van de eurozone (EZ) alleen de werkelijke woninghuren (met een gewicht van iets meer dan 7% in de GICP-index), terwijl de CPI-index van de VS ook de equivalente huur van de woningeigenaar omvat (een onderdeel van huisvesting, dat een gewicht van meer dan een derde in de totale CPI heeft). De inflatie van de huren van EZ-woningen (die in veel landen sterk gereguleerd zijn) versnelde van 1,1% (j.o.j.) in november 2021 tot 2,0% in november 2022; de inflatie van onderdak in de VS daarentegen steeg van 3,9% tot 6,9%.

Bovendien verschilt het belang van de invoer versus de binnenlandse productie van artikelen in de inflatie-index en veranderingen in de invoerprijzen per land en regio. Deze verschillen zijn nog versterkt door veranderingen in de wisselkoersen. Zo heeft de relatief grote afhankelijkheid van de invoer van voedsel en energie uit Rusland en Oekraïne in combinatie met de waardevermindering van de euro ten opzichte van de VS-dollar de voedsel- en energieprijsinflatie in de EZ in 2022 ver boven de VS-equivalenten doen uitstijgen. De voedselprijsinflatie in de EZ was de afgelopen zes maanden ongeveer 2,5 procentpunt (pp) hoger dan in de VS, terwijl de energieprijsinflatie in de EZ meer dan 11 pp hoger was dan in de VS. De inflatie in de VS werd daarentegen veel meer dan in de eurozone gevoed door de onevenwichtigheden tussen vraag en aanbod van niet-energetische industriële goederen (met name auto's, waarvan de vraag in 2021 werd gestimuleerd). In de afgelopen twaalf maanden was de prijsinflatie voor niet-energetische industriële goederen in de VS gemiddeld bijna 5pp hoger dan in de eurozone.

Ten slotte lopen ook de gevolgen van beleidsmaatregelen om huishoudens tegen de stijgende energiekosten te beschermen en de effecten daarvan op de inflatie sterk uiteen. Directe prijsplafonds of wijzigingen in de btw-tarieven hebben een direct (maar tijdelijk) effect op de inflatie, terwijl energiesubsidies of verlagingen van andere belastingen dat niet hebben - hoewel het effect op het reëel beschikbaar inkomen (en de groei van de particuliere consumptie) vergelijkbaar kan zijn. Frankrijk heeft bijvoorbeeld al in het najaar van 2021 de prijzen voor huishoudelijke energie afgetopt, wat de belangrijkste reden is waarom de Franse inflatie de afgelopen twaalf maanden gemiddeld 2,5 procentpunt lager was dan het EZ-totaal.

4. Zullen renteverhogingen de economie sneller beïnvloeden dan in het verleden?

Milton Friedman heeft ooit de beroemde uitspraak gedaan dat veranderingen in de rente de economie beïnvloeden met "lange en variabele vertragingen". Uit wetenschappelijk onderzoek blijkt dat het 18 tot 24 maanden duurt voordat het volledige effect van een renteverandering zichtbaar is. Zijn er redenen om aan te nemen dat renteverhogingen de economie sneller beïnvloeden dan in het verleden?

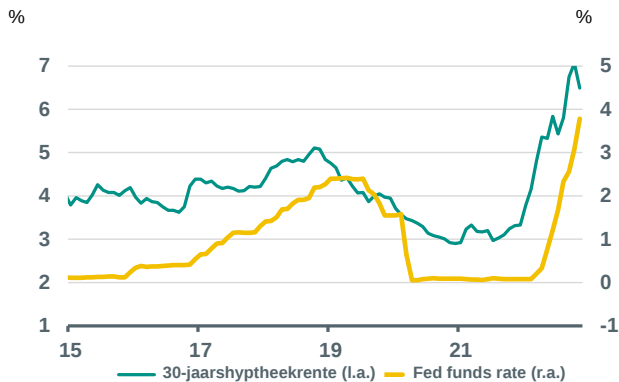
In sommige opzichten lijken de vertragingen korter te zijn. Een beleidswijziging begint nu met ambtenaren van de centrale banken die de markten alleen maar vertellen wat zij van plan zijn te doen, waarbij de marktrente stijgt en daalt in reactie daarop. Door communicatie alleen oefenen centrale banken nu een krachtige invloed uit op de lange rente, lang voordat het beleid daadwerkelijk wordt gewijzigd. De communicatieverschuiving van de Fed eind 2021 was een goed voorbeeld, toen duidelijk werd dat de inflatie in de VS niet zo "tijdelijk" was als de meeste economen (wij ook) dachten. Dit leidde tot een stijging van de rente op staatsobligaties. Een stijging die zo aanzienlijk was dat ze wereldwijde overloopeffecten had. Zo steeg de rente op Europese staatsobligaties, lang voordat de ECB haar communicatie naar de markten wijzigde.

De stijging van de rente op staatsobligaties kwam in de economie via hogere financieringskosten voor bedrijven en huishoudens. Een van de meest zichtbare daarvan voor huishoudens was de hogere hypotheekrente, die begin 2022 begon te stijgen. Huisvesting is immers een van de eerste delen van de economie die reageert op verschuivingen in het monetaire beleid. Dit is nu al zichtbaar in de correctie van de huizenprijzen die zich in de ontwikkelde economieën voltrekt. Een afkoeling van de huizenmarkt leidt tot lagere investeringen in woningen, wat op de bbp-groei drukt. Het drukt ook het consumentenvertrouwen, omdat huiseigenaren zich minder welvarend voelen. Ten slotte - en dit is vooral belangrijk voor de inflatievooruitzichten in de VS - leidt het tot een tragere groei van de huren. Voor dit deel van de economie lijkt de vertraging dus relatief kort te zijn - misschien 3-6 maanden na de eerste renteverhoging (de Fed begon de rente te verhogen in maart; de ECB in juli).

Dan zijn er de meer indirecte kanalen van invloed. Aangezien de rentevoeten de vraag drukken, verhogen zij ook het recessierisico. Een hoger recessierisico maakt de banken voorzichtiger met het verstrekken van leningen, waardoor de vraag nog verder afneemt. Er ontstaat zo een zichzelf versterkende recessiecyclus. In de laatste grote cyclus van renteverhogingen in de eurozone - van 2005 tot 2008 - duurde het veel langer voordat de normen voor bankleningen werden

aangescherpt dan in de huidige cyclus. Dit weerspiegelt ten dele het effect van de energiecrisis, die op zich het recessierisico heeft verhoogd. Maar het is waarschijnlijk ook het gevolg van de grotere mate van *forward guidance* door de centrale banken, die hebben getracht een aanscherping van de financiële voorwaarden te sturen vóór de feitelijke beleidsbeslissingen in hun poging de inflatiebestrijding voor te zijn.

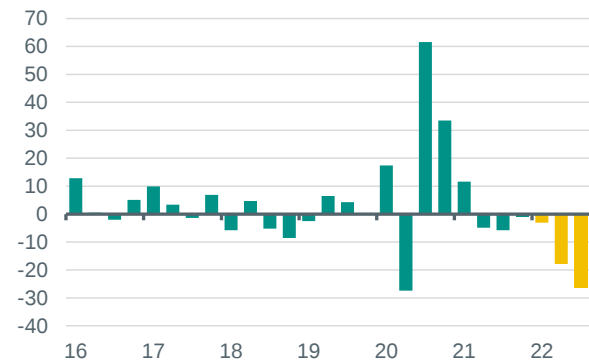
De hypotheekrente steeg eerder dan de fed funds rate...



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

...waardoor de investeringen in woningen in de VS in 2022 afnamen.

Investerings in woningen, % k-o-k, seizoensgecorrigeerd geannualiseerd



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

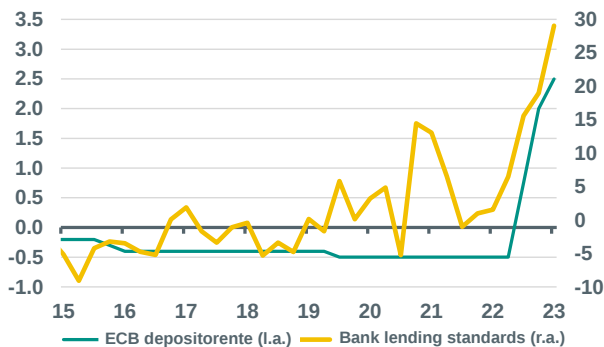
Arbeidsmarkten waarschijnlijk weer de laatste dominosteen die valt

Het is duidelijk dat sommige beleidsvertragingen in deze cyclus korter zijn, maar het is het effect op de arbeidsmarkten en de totale inflatie waar de vertragingen aantoonbaar nog steeds voldoen aan de "lange en variabele" beschrijving van Friedman. De inflatie werd tot dusver grotendeels aangedreven door onevenwichtigheden tussen vraag en aanbod van goederen en diensten, en deze inflatiecomponent begint in de VS al af te nemen. Maar het risico dat krappe arbeidsmarkten in de VS en veel delen van Europa de hoge inflatie verankeren, is wat centrale bankiers 's nachts wakker houdt. Arbeidsmarkten zijn doorgaans het meest "achtergebleven" deel van de economie, en deze krapte zal niet van de ene op de andere dag verdwijnen. Vooruitlopend op een stijging van de werkloosheid vertragen de consumptie- en investeringsgroei doorgaans sterk of krimpen. We hebben dit tot op zekere hoogte gezien, bijvoorbeeld toen de investeringen in de VS gedurende een groot deel van 2022 afnamen. Uit anekdotische berichten blijkt dat bedrijven aarzelen om werknemers te ontslaan in het licht van de afnemende vraag. Dat wil zeggen dat er een zekere mate van arbeidsoppotting is geweest als gevolg van de recente problemen om werknemers te werven. Deze situatie kan echter niet lang aanhouden. In [de VS](#) zien we de eerste tekenen van een toename van het aantal ontslagen. Zowel in de eurozone als in de VS verwachten wij dat de werkloosheid in de 1^e helft van 2023 begint te stijgen, maar dat de werkloosheid pas in 2024 haar hoogtepunt zal bereiken. Dit is in overeenstemming met de academische literatuur die een beleidsachterstand van 18-24 maanden beschrijft, voordat de volledige effecten voelbaar worden.

Centrale banken zijn zich in hun beleidsoverwegingen bewust van deze vertraging. Dit was een belangrijk onderwerp van discussie onder de FOMC-leden toen de Fed in november de rente ver in het restrictieve gebied verhoogde. ECB-voorzitter Christine Lagarde suggereerde onlangs dat de centrale bank door beleidsvertragingen wellicht op korte termijn *nog* krachtiger zal moeten optreden om het gewenste temperende effect op de vraag te bereiken. Wij menen dat dit het risico aanzienlijk verhoogt dat centrale banken te ver gaan in hun verkrapping. Dit is een van de belangrijkste redenen waarom wij verwachten dat centrale banken eind 2023 zullen beginnen met een koerswijziging en een renteverlaging. (*Bill Diviney*)

Aanscherping kredietvoorwaarden banken eurozone...

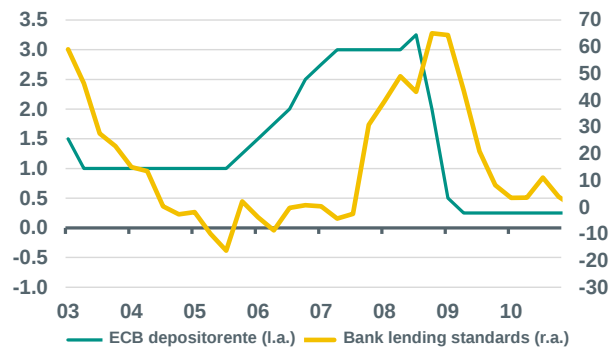
% banken die strengere normen voor kredietverstrekking melden, nettosaldo



Bron: ECB, Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

...is sneller gegaan dan in het verleden.

% banken die strengere normen voor kredietverstrekking melden, nettosaldo



Bron: ECB, Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

5. Waarom zien we centrale banken de rente later volgend jaar verlagen?

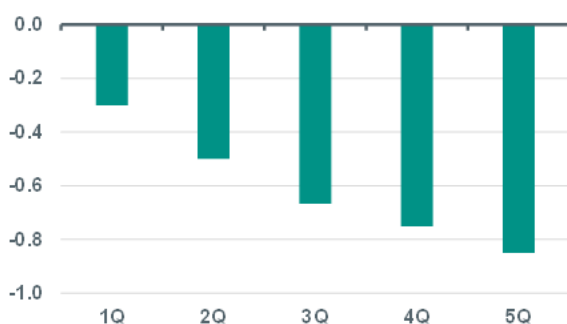
Wij denken dat de centrale banken momenteel bezig zijn het monetaire beleid te verkrappen. Zij zullen dit eind volgend jaar waarschijnlijk compenseren door de rente te verlagen, vooral omdat de macro-economische omstandigheden er tegen die tijd heel anders uitzien. Dat het monetaire beleid te streng is, is geen toeval, maar een bewuste strategie om risico's uit te bannen.

De beleidsmakers vinden de risico's momenteel asymmetrisch. Als zij de rente te ver verhogen, kunnen zij later altijd bijsturen, ook al kan dit de economie meer schade berokkenen dan anders. Dit wordt gezien als het minste kwaad. Als zij te weinig verhogen en de inflatie zich vastzet, moeten zij later harder op de rem trappen, waardoor een langere en diepere recessie ontstaat.

Het andere element van de risicobeheersingsaanpak is de verankering van de inflatieverwachtingen. Zij hopen dat de combinatie van taalgebruik waaruit hun vastberadenheid blijkt om de inflatie te beheersen, in combinatie met forse renteverhogingen, huishoudens, bedrijven en beleggers ervan zal overtuigen dat de inflatie zal dalen. Dit is belangrijk, want de inflatieverwachtingen zijn een belangrijke motor van de werkelijke inflatie. Als bedrijven bijvoorbeeld verwachten dat de inflatie hoog blijft, zullen zij hun prijzen eerder verhogen om hun marges te ondersteunen, terwijl werknemers geneigd zullen zijn grotere loonsverhogingen te vragen.

Monetair beleid werkt met vertragingen

Impact van 100 basispunten renteverhogingen op BBP, gemiddelde van drie ECB-modellen, %.



Bron: ECB, Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

De reële rente in de VS zal verder stijgen naarmate de inflatie daalt

Reële rendementen op 2 jaar, %.



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Opmerking: Prognose gaat ervan uit dat de marktinflatieverwachtingen terugkeren naar het gemiddelde van 2017-19.

Ten slotte heeft de recente periode van onverwacht hoge inflatie er ook toe geleid dat de centrale banken minder vertrouwen hebben in hun prognoses. Aangezien het monetaire beleid met aanzienlijke vertraging werkt (zie grafiek links, en zoals besproken in vraag 4), stellen centrale bankiers gewoonlijk hun rentetarieven vast met het oog op de inflatie die twaalf tot achttien maanden later zal optreden. Gezien de onzekerheid hebben de beleidsmakers echter meer gewicht toegekend aan recente inflatietrends en zijn zij geneigd de rente te blijven verhogen totdat zij ervan overtuigd zijn dat de inflatie haar hoogtepunt heeft bereikt en duidelijk aan het dalen is. Dit alles betekent dat er een aanzienlijke monetaire aanscherping op stapel staat, die in de loop van volgend jaar steeds meer op de economie zal drukken.

Laten we ons de omstandigheden in de tweede helft van volgend jaar eens voorstellen. Ten eerste, als onze voorspellingen juist zijn, zouden de grote ontwikkelde economieën een recessie hebben doorgemaakt. Ten tweede zal de werkloosheid zijn gestegen en is de arbeidsmarkt ruimer geworden. Ten derde zou de inflatie sterk zijn gedaald en hoewel deze nog steeds boven de doelstellingen van de centrale bank ligt, zou er in de maanden daarna een verdere neerwaartse trend te verwachten zijn.

Cruciaal is dat het monetaire beleid verkrappend zal zijn en dat het beleid wordt aangescherpt nu de inflatie(verwachtingen) dalen en de reële rente stijgt, zelfs als de nominale rente niet verder stijgt (zie grafiek rechts). Centrale bankiers zullen wellicht terugkeren naar een toekomstgerichte benadering en waarschijnlijk tot de conclusie komen dat de inflatie in 2024-2025 onder de streefcijfers kan uitkomen als het beleid restrictief blijft. Daarom denken wij dat de beleidsrente wordt teruggebracht van boven het neutrale niveau naar neutraal. In die zin is onze oproep tot renteverlagingen geen oordeel dat centrale bankiers het gaspedaal zullen intrappen, maar eerder dat zij hun voet van de rem zullen halen. *(Nick Kounis)*

In de onderstaande tabel vatten wij onze belangrijkste aannames voor de macro-economie en financiële markten in 2023 samen.

Thema	Bekijk
Energiecrisis	• Grootschalige productieverliezen lijken nu eerder een staartrisiko dan een basisscenario voor de Europese industrie, maar de hoge energieprijzen en het risico van fysieke energietekorten blijven een belangrijke tegenwind. • De crisis lijkt de energietransitie te versnellen, hoewel deze wordt beperkt door een krappe arbeidsmarkt en de beschikbaarheid van materialen.
Recessie	• Wij verwachten recessies in alle ontwikkelde economieën, maar de recessie zal milder zijn in de VS, waar de energiecrisis minder sterk is. • De werkloosheid zal waarschijnlijk niet zo sterk stijgen als in eerdere recessies, aangezien de huidige krapte op de arbeidsmarkt werkgevers terughoudend maakt om werknemers te ontslaan. • Het is historisch gezien ongebruikelijk dat de centrale banken bij het begin van een recessie de teugels aanhalen, en dit zou de neerwaartse risico's voor de vooruitzichten kunnen vergroten.
Inflatie	• Inflatie zal in de loop van het jaar aanzienlijk dalen door afnemende druk op aanvoerketens en basiseffecten. • Kerninflatie blijft enigszins hoog, maar het risico van een loon-prijsspiraal neemt af nu de vraag naar arbeid afzwakt en werknemers zich zorgen maken over hun baanzekerheid.
Rentevoeten en FX	• Fed, ECB & BoE zullen in maart nog eens 100 bp verhogen, met risico's voor de beleidsrente op korte termijn nog steeds enigszins opwaarts. • Renteverlagingen zijn waarschijnlijk tegen eind 2023, onder leiding van de Fed in september en gevolgd door de ECB en de BoE in het vierde kwartaal. • De obligatierente zal in de loop van 2023 blijven dalen, waarbij de euro sterker wordt naarmate de beleidsrente van de Fed en de ECB naar elkaar toegroeien.
Opkomende markten	• China stapt geleidelijk af van het Nul-Covid beleid, met het risico van een meer wanordelijke exit. • Het herstel van China kan de wereldeconomie steunen, maar het effect ervan zal worden afgezwakt door de recessies in de ontwikkelde economieën.

Belangrijkste economische/financiële ramingen

BBP-groei (%)	2021	2022e	2023e	2024e	Inflatie (%)	2021	2022e	2023e	2024e
Verenigde Staten	5,9	1,9	0,5	2,0	Verenigde Staten	4,7	8,1	3,8	2,2
Eurozone	5,3	3,2	-0,9	1,2	Eurozone	2,6	8,5	5,1	2,2
Japan	2,2	1,3	1,5	1,2	Japan	-0,2	2,4	1,7	1,0
Verenigd Koninkrijk	7,5	4,3	-1,3	1,0	Verenigd Koninkrijk	2,6	9,1	6,6	2,0
China	8,1	3,0	4,8	5,2	China	0,9	2,1	2,5	2,5
Nederland	4,9	4,2	0,5	1,2	Nederland	2,8	11,6	4,3	4,0
Beleidsrente	8-12-2022	+3M	2023e	2024e	10j-rente	8-12-2022	+3M	2023e	2024e
Federal Reserve	4,00	5,00	3,75	2,50	VS Treasury	3,49	3,75	3,00	2,75
European Central Bank	1,50	2,50	2,00	1,50	Duitse Bund	1,82	1,65	1,50	1,65
Bank of Japan	-0,10	-0,10	0,00	0,00	Japans overheidspapier	0,25	0,25	0,32	0,50
Bank of England	3,00	4,00	3,50	2,00	VK gilts	3,09	3,25	2,60	2,20
People's Bank of China	3,65	3,60	3,60	3,60					
Grondstoffen	8-12-2022	+3M	2023e	2024e	Wisselkoersen	8-12-2022	+3M	2023e	2024e
Brent - Olie USD/vat*	77,2	90	110	100	EUR/USD	1,05	1,02	1,08	1,12
WTI - Olie USD/vat*	72,0	85	105	95	USD/JPY	136,7	136	132	125
Henry Hub - Gas USD/mmB	5,72	6,0	6,5	5,0	GBP/USD	1,22	1,16	1,20	1,27
TTF - Gas EUR/MWh*	147,9	150	130	100	EUR/GBP	0,86	0,88	0,90	0,88
Goud - USD/oz	1.786	1.700	1.900	1.950	USD/CNY	6,97	7,00	6,70	6,50

Bron: Refinitiv, Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

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

Macro Team

Sandra Phlippen, hoofdeconoom | sandra.phlippen@nl.abnamro.comAggie van Huisseling, Econoom | aggie.van.huisseling@nl.abnamro.comAline Schuiling, Senior Econoom | aline.schuiling@nl.abnamro.comArjen van Dijkhuizen, Senior Econoom | arjen.van.dijkhuizen@nl.abnamro.comBill Diviney, Senior Econoom | bill.diviney@nl.abnamro.comJan-Paul van de Kerke, Econoom | jan-paul.van.de.kerke@nl.abnamro.comNick Kounis, Hoofd Onderzoek Financiële Markten | nick.kounis@nl.abnamro.com

FX & Tarieven Onderzoek

Georgette Boele, Senior FX & Precious Metals Strategist | georgette.boele@nl.abnamro.comSonia Renoult, tariefstrategist | 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, 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 directeuren, 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 standpunten 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.

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 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")