

## Visie op VK 2022: De Brexit-corona bevoorradings-crunch

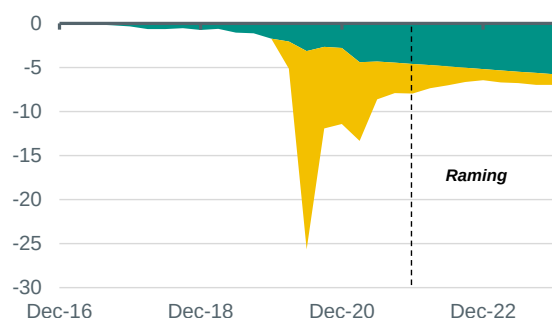
Bill Diviney - Senior Econoom | [bill.diviney@nl.abnamro.com](mailto:bill.diviney@nl.abnamro.com)

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

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

### Pandemie-effect vervaagt, Brexit-impact neemt toe

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

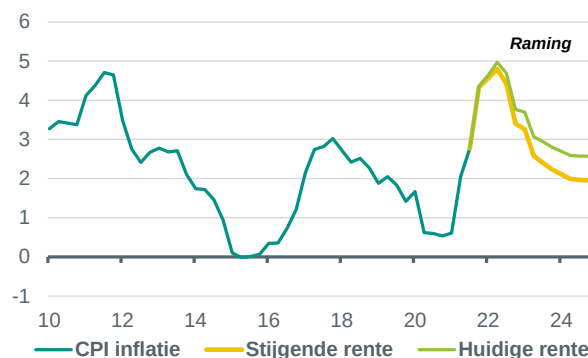


BBP-verschil met pre-referendum trend door: ■ Brexit ■ Pandemie

Bron: Refinitiv, OBR, ABN AMRO Group Economics

### Inflatie blijft boven doelstelling als de rente niet stijgt

CPI, % j/j; Prognose = raming van BoE op basis van verschillende rentescenario's



Bron: Bank of England, ABN AMRO Group Economics

Net als in de eurozone en de VS is de inflatie de afgelopen maanden aanzienlijk gestegen. Met 4,2% in oktober is deze opgelopen tot het hoogste niveau in tien jaar. Wij verwachten dat de inflatie in het voorjaar een piek van bijna 5% zal bereiken. Dan zal Ofgem (de nationale toezichthouder voor de energiesector) namelijk de maximumprijzen voor energie voor huishoudens verhogen op basis van de recente stijging van de groothandelsprijzen voor gas. Hoewel de energiefacturen van de huishoudens in oktober al aanzienlijk zijn gestegen, is dit slechts een deel van de stijging van de groothandelsprijzen. Als gevolg hiervan zijn dit jaar tot dusver zo'n 28 energieleveranciers failliet gegaan, die 5,8 miljoen huishoudens van energie voorzagen. Energie is echter niet de enige aanjager van inflatoire druk in het Verenigd Koninkrijk. Ook de kerninflatie (CPI) is in oktober gestegen tot het hoogste niveau in tien jaar: 3,4%. Het VK heeft niet te kampen gehad met dezelfde overconsumptie van goederen als de VS - de detailhandelsverkopen zijn grotendeels in lijn met de trend van vóór de pandemie. Het VK heeft echter te kampen met enkele specifieke knelpunten aan de aanbodzijde van de economie als gevolg van Brexit, die de inflatie opdrijven. Deze komen nog bovenop de knelpunten waarmee de economieën wereldwijd de afgelopen maanden te kampen hebben gehad (zoals de verhoging van de scheepvaarttarieven en de tekorten aan halfgeleiders).

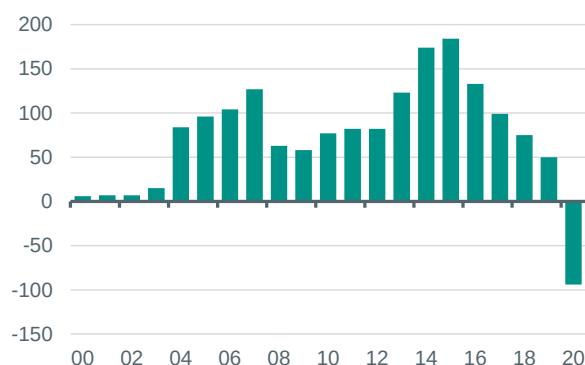
## De BreX-factor: VK loopt eerder tegen capaciteitsgrenzen aan dan andere landen

Ten eerste is er de permanente, alhoewel eenmalige druk op de kosten in verband met het vertrek van het VK uit de douane-unie van de EU eind 2020. Hierdoor is de bureaucratische last voor importeurs en exporteurs toegenomen. Hoewel de volledige controles van de Britse invoer uit de EU nog moeten beginnen - de controles van de Britse uitvoer naar de EU zijn vanaf begin dit jaar begonnen - zijn bedrijven nu al geconfronteerd met hogere kosten als gevolg van de noodzaak om zich voor te bereiden op het begin van de controles (de start is herhaaldelijk uitgesteld, en gaat nu in fasen van januari tot juli beginnen). Tijd en geld besteed aan bureaucratie kan niet worden besteed aan het verhogen van de productiecapaciteit van de economie. Terwijl we hadden gerekend op een onmiddellijk nadelig effect van de toegenomen grensfricties op de goederensector, is een meer verrassend effect van Brexit een tekort aan arbeidskrachten, dat is ontstaan door het einde aan het vrije verkeer van personen. Terwijl het verkeer van arbeidsmigranten wereldwijd door de pandemie is belemmerd, is bijvoorbeeld in de VS het aantal arbeidsmigranten al weer min of meer genormaliseerd. Het VK daarentegen zag een netto-uitstroom van EU-burgers voor 2020 als geheel - de eerste dergelijke uitstroom in drie decennia - na vele jaren van netto-instroom uit het continent. We hebben alleen nog maar ramingen voor 2021, maar de meest recente gegevens tot juni wijzen erop dat de uitstroom is doorgedaan. Dit klopt ook met gegevens die wijzen op een zeer krappe arbeidsmarkt, ondanks het feit dat de totale vraag in de economie nog ruim onder de trend van vóór de pandemie ligt. Daarnaast zijn er veel anekdotische meldingen van problemen bij het vinden van personeel voor vacatures die vaak door EU-werknemers worden vervuld. Het meest zichtbare tekort - en een tekort dat een bijna dramatisch effect heeft gehad - is dat van vrachtwagenchauffeurs, wat in verschillende stadia heeft geleid tot brandstoftekorten en tot lege schappen in supermarkten voor bepaalde goederen. Dit heeft niet alleen een remmend effect gehad op de consumptie, maar ook een opwaartse druk uitgeoefend op de inflatie.

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

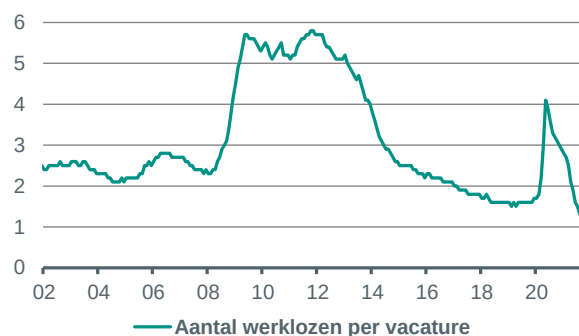
### Eerste netto-uitstroom van EU-burgers in drie decennia

Netto stroom van EU-migranten, duizenden



Bron: Refinitiv, ONS, ABN AMRO Group Economics

### ...een belangrijke oorzaak van de krappe arbeidsmarkt



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Group Economics

## Renteverhogingen lijken noodzakelijk om de vraag weer in evenwicht te brengen met zwakkere aanbod

De combinatie van een aanhoudend tekort aan de vraagzijde van de economie en een nog groter tekort aan de aanbodzijde vormt een unieke uitdaging voor de Bank of England, die er tot dusver naar heeft gestreefd de vraag te ondersteunen, maar nu acht moet slaan op de inflatoire gevolgen van het aanbodtekort. Dit is des te relevanter omdat de inflatie in het VK historisch gezien hoger is dan in de VS en vooral de eurozone, waardoor het risico op een stijging van de inflatieverwachtingen ook groter is. De inflatie ligt al ver boven het streefcijfer van 2% van de centrale bank, en er zijn weinig

tekenen van een toename van het arbeidsaanbod door een versoepeling van het strenge nieuwe immigratieregime, of door de beëindiging van de loonsubsidieregeling die gold tijdens de pandemie. Hierdoor zijn de Bank of England gouverneur Andrew Bailey en een aantal leden van de MPC al begonnen te hinten op een dreigende renteverhoging in de komende maanden. Ons basisscenario is dat we na een mogelijke eerste renteverhoging van 15bp in december - waardoor de Bank Rate van de huidige 0,10% naar 0,25% stijgt - volgend jaar nog twee verhogingen van 25bp verwachten (in februari en augustus), gevolgd door twee verhogingen van 25bp in 2023 (eveneens in februari en augustus). Daarmee komt de Bank Rate op 0,75% in 2022 en 1,25% in 2023. (Door de verspreiding van het Omikron-variant zou de eerste renteverhoging doorgeschoven kunnen worden naar februari, maar in dat geval verwachten wij dat de BoE de rente drie keer zal verhogen in 2022, waardoor het eindresultaat hetzelfde blijft.) Wij denken dat de BoE iets minder verkrappend zal zijn dan de Amerikaanse Fed, aangezien het vraagoverschot in het VK minder groot is dan in de VS. De argumenten voor een beleidsverkrapping in het VK berusten veeleer op a) de unieke beperkingen aan de aanbodzijde van de economie als gevolg van Brexit, alsook b) de historisch hogere inflatieverwachtingen.

## Kerncijfers VK

|                                                  | 2020  | 2021e | 2022e | 2023e |
|--------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Economie (% mutaties)</b>                     |       |       |       |       |
| BBP                                              | -9.7  | 6.8   | 4.9   | 2.3   |
| - Particuliere consumptie                        | -10.8 | 4.0   | 6.9   | 2.7   |
| - Investerings                                   | -9.1  | 4.4   | 5.1   | 2.8   |
| - Netto uitvoer (bijdrage aan BBP-groei, %-punt) | -5.7  | 0.9   | 0.1   | 0.1   |
| Inflatie                                         | 0.9   | 2.5   | 3.8   | 1.9   |
| - Kerninflatie                                   | 1.4   | 2.3   | 3.6   | 2.4   |
| Werkloosheid, %                                  | 4.5   | 4.6   | 3.9   | 3.8   |
| <b>Rente en valuta (jaarultimo)</b>              |       |       |       |       |
| Bank of England Bank Rate                        | 0.10  | 0.25  | 0.75  | 1.25  |
| GBP/USD                                          | 1.37  | 1.36  | 1.33  | 1.30  |
| EUR/GBP                                          | 0.89  | 0.81  | 0.79  | 0.77  |

## DISCLAIMER

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

Er mag geen enkel vertrouwen worden gesteld, voor welk doel dan ook, in de informatie, opinies, voorspellingen en hypothesen in het document of in de volledigheid, nauwkeurigheid of billijkheid ervan. Noch ABN AMRO, noch haar directeurs, functionarissen, agenten, gelieerde ondernemingen, groepsmaatschappijen of werknemers geven enige expliciete of impliciete verklaring of garantie met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de in dit document opgenomen informatie en aanvaarden geen aansprakelijkheid voor enigerlei schade die direct of indirect voortvloeit uit het gebruik van dergelijke informatie. De hierin neergelegde opvattingen en meningen kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO is niet verplicht de in dit document opgenomen informatie na de datum van dit document te actualiseren.

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

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