

Global Monthly

Macro Team

abn.amro.group.economics@nl.abnamro.com Bill Diviney: +31-6-4778-4657

Doen centrale banken genoeg om de inflatie te bestrijden?

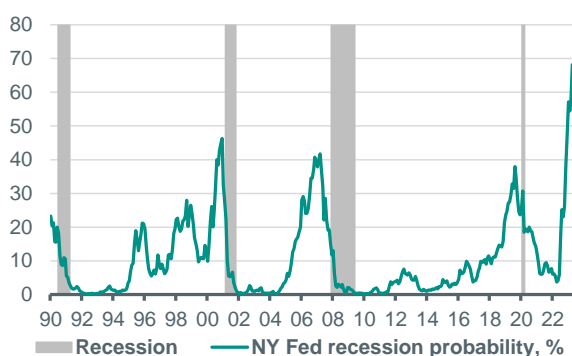
- ▶ **Het mondiale macrobeeld is de laatste tijd verwarrend, met zowel duidelijke signalen die op een recessie duiden als tekenen die op een verrassende veerkracht wijzen**
- ▶ **Wij brengen een reeks macro-indicatoren in kaart en beoordelen welke delen van de economie op een recessie wijzen en welke niet**
- ▶ **Wij gaan ervan uit dat recessiekrachten uiteindelijk de overhand zullen krijgen, omdat centrale banken recessies nodig hebben om de inflatie terug te kunnen brengen naar de doelstelling.**

Onze global view: centrale banken hebben waarschijnlijk een recessie nodig

Centrale bankiers hebben zich de laatste tijd ingespannen om de financiële markten eraan te herinneren dat hun taak om de inflatie te bestrijden nog niet af is. Dit werd deze week nog eens onderstreept door een schokkend Brits inflatiecijfer. De Fed heeft weliswaar het sterke signaal afgegeven dat zij de beleidsrente tijdens de FOMC-vergadering van 14 juni waarschijnlijk stabiel zal houden en de ECB nadert waarschijnlijk een piek in de rente. Toch blijft het de vraag of de beleidsrentes genoeg worden verhoogd om voldoende economische zwakte te genereren, die de inflatie duurzaam terugbrengt naar het streefcijfer. Het werk van de centrale bankiers wordt bemoeilijkt door de gemengde signalen die de economieën de laatste tijd afgeven. Agressieve renteverhogingen hebben een duidelijke domper gezet op de kredietvoorwaarden, de wereldhandel en de mondiale verwerkende industrie geven sterke recessiesignalen af en de [impasse rond het Amerikaanse schuldenplafond](#) vormt een onmiddellijke bedreiging voor de Amerikaanse en de wereldeconomie. Ondertussen zijn de arbeidsmarkten nog steeds uitzonderlijk krap en bevinden delen van de dienstensector zich nog steeds in de post-pandemische herstelmodus. Hoewel deze week werd bevestigd dat de Duitse economie in het vierde kwartaal al in een recessie verkeerde, zijn de eurozone en vooral de VS veerkrachtiger gebleken. In de *Global View* van deze maand proberen wij het verwarrende beeld te begrijpen door in kaart te brengen welke delen van de economie op een recessie wijzen en welke niet. Ondanks de her en der getoonde veerkracht, denken wij nog steeds dat een recessie nodig is om de inflatie duurzaam terug te brengen naar de doelstellingen van de centrale banken.

Rentecurve wijst sterk op een Amerikaanse recessie...

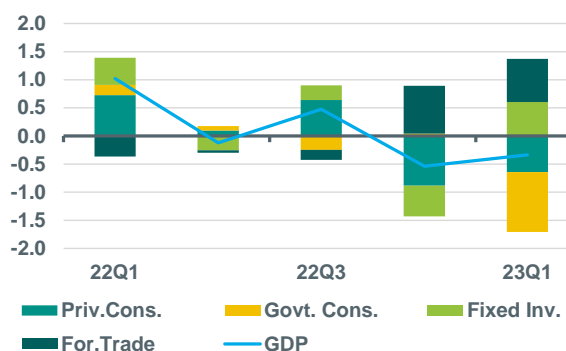
Recessiekans in de komende 12 maanden (op basis van de rentecurve)



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

...terwijl Duitse economie al in een recessie is beland

% q/q sa, bijdragen in procentpunten



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Expansies sterven niet van ouderdom - ze worden vermoord door centrale banken

Tijdens een panel begin 2019 reageerde haar voorganger Ben Bernanke op de bewering van voormalig Fed-voorzitter Yellen dat 'expansies niet sterven van ouderdom': 'Ik zeg graag dat ze worden vermoord'. Hoewel dit een nogal gruwelijke voorstelling is van het werk van een centrale bankier, had Bernanke gelijk. Tenzij de recessie wordt veroorzaakt door een grote exogene schok (zoals de meest recente, door een pandemie veroorzaakte recessie), worden deze gewoonlijk veroorzaakt door centrale banken die de rente verhogen "totdat er iets breekt", met als doel ervoor te zorgen dat de inflatie op het niveau blijft van de doelstellingen van de centrale bank (of daarnaar terugvalt). Dit is *Central Banking 101*.

Als het de taak van een centrale bank is om uit de hand gelopen expansies te stoppen, hoe presteren ze dan in hun huidige verkrapingscampagnes? In het onderstaande kader brengen wij verschillende economische indicatoren in de belangrijkste regio's in kaart en geven we aan welke indicatoren rood kleuren (en op een recessie wijzen), welke gemengde signalen afgeven en welke wijzen op een verdere expansie. De pijltjes geven recente trends in de gegevens aan.

Ons standpunt is dat er weliswaar belangrijke tekenen zijn van een nakende recessie. Dat geldt vooral in de eurozone, waar het bbp in de afgelopen twee kwartalen ongeveer stagneerde, terwijl Duitsland al in een recessie is beland. Toch is het algemene beeld gemengd, en er zijn signalen dat het begin van de recessie nog verder kan worden uitgesteld. Overigens nemen we China in onze heatmap op vanwege het belang voor de wereldeconomie, hoewel de Chinese economie onderhevig aan heel andere conjuncturele factoren en wij aldaar geen recessie verwachten. Zoals wij later zullen betogen, denken we nog steeds dat de centrale banken vastbesloten zijn om op een of andere manier een neergang teweeg te brengen, zodat zij er zeker van kunnen zijn dat zij zich voldoende hebben verweerd tegen de grootste opleving van de inflatie sinds de jaren zeventig.

Recessie heatmap: Gemengde signalen, met enkele signalen die op een recessie wijzen

	Credit conditions	Business confidence	Yield curve / rate cuts expected	Housing	Manufacturing	Corporate profits	Retail sales	Bankruptcies	Consumer sentiment	Investment	Labour market	Fiscal stance	Services
US	↘	↘	↘	↗	↘	↘	↘	↘	↘	↘	↘	↘	↔
Eurozone	↘	↘	↘	↔	↘	↗	↘	↘	↘	↘	↔	↘	↔
Netherlands	↘	↔	↘	↘	↘	↘	↔	↘	↔	↘	↔	↔	↘
China	↗	↗	↘	↗	↘	↔	↗	↔	↗	↘	↗	↗	↗

↗ = Consistent met expansie ↘ = Gemengde signalen ↘ = Consistent met recessie

↗ = Verbeterende trend ↔ = Stabiele trend ↘ = Verslechterende trend

Kredietvoorwaarden: Zowel de kredietvoorwaarden als de vraag naar leningen wijzen op een scherpe krimp van de kredietverlening. De feitelijke kredietstromen aan het bedrijfsleven zijn al licht negatief geworden in zowel de VS als de eurozone (de groei van het consumentenkrediet is vertraagd maar nog steeds positief).

Vertrouwen van het bedrijfsleven: Conference board CEO survey, NFIB small business in de VS en ZEW en IFO vertrouwensindicatoren in de eurozone geven recessiesignalen af.

Verwachte rentecurve / renteverlaging: De rentecurves zijn invers in de VS en Duitsland. De financiële markten verwachten aanzienlijke renteverlagingen van de Fed en in mindere mate van de ECB. Dit wijst doorgaans op een dreigende recessie.

Huizenmarkt: De huizenprijzen zijn de afgelopen zes maanden gedaald; met mate in de VS, sterker in de eurozone. De investeringen in woningbouw zijn in de eurozone in de laatste drie kwartalen van vorig jaar in de VS al acht opeenvolgende kwartalen gekrompen.

Industrie: Het wereldhandelsvolume vertoont sinds september 2022 een neerwaartse trend en de mondiale PMI voor de verwerkende industrie wijst al acht maanden op een krimpende productie. De industrie in de VS houdt iets beter stand, maar is nog steeds zwak.

Bedrijfswinsten: Na de stijging na de pandemie dalen de winsten in de VS op jaarbasis. In de eurozone stijgen de winsten nog steeds.

Detailhandelsverkoop: De consumptie van goederen in de eurozone is de afgelopen 12 maanden gedaald. In de VS waren de verkopen volgens sommige maatstaven robuust, maar hoogfrequente indicatoren (zoals de wekelijkse gegevens van Redbook) wijzen op een dalende verkoop op jaarbasis na correctie voor de inflatie.

Faillissementen: Zowel in de eurozone als in de VS is het aantal faillissementen gestegen, zij het vanaf een historisch extreem laag niveau (tijdens de pandemie daalde het aantal faillissementen dankzij steunmaatregelen van de overheid). Hoewel de huidige faillissementscijfers nog niet in overeenstemming zijn met een recessie, is de trend duidelijk in de richting van meer faillissementen.

Consumentenvertrouwen: Het consumentenvertrouwen is al enige tijd historisch laag, zowel in de eurozone als in de VS, maar dat is grotendeels te wijten aan de hoge inflatie. Het vertrouwen in de werkgelegenheidsvooruitzichten blijft relatief hoog, maar is de laatste maanden ook verzwakt.

Investeringen: De vaste bedrijfsinvesteringen zijn in de VS en in de eurozone gematigd blijven toenemen, hoewel zij duidelijk zijn vertraagd ten opzichte van de opleving na de pandemie. De recente tendens is een verdere vertraging.

Arbeidsmarkt: De arbeidsmarkten blijven uitzonderlijk krap en de werkgelegenheid is zowel in de eurozone als in de VS blijven groeien. Er is echter een duidelijke vertraging opgetreden, vooral in de VS, waar het aantal vacatures de afgelopen maanden sterk is gedaald.

Begrotingsbeleid: De overheidsuitgaven zijn sterk gebleven, met name in de eurozone waar de regeringen hebben ingegrepen om de huishoudens tegen de energiecrisis te beschermen. Deze programma's worden nu afgebouwd (of zijn niet langer van toepassing wegens de daling van de energieprijzen), maar de middelen uit de stromen EU-herstelfondsen zullen er waarschijnlijk voor zorgen dat het begrotingsbeleid niet te verkrappend wordt.

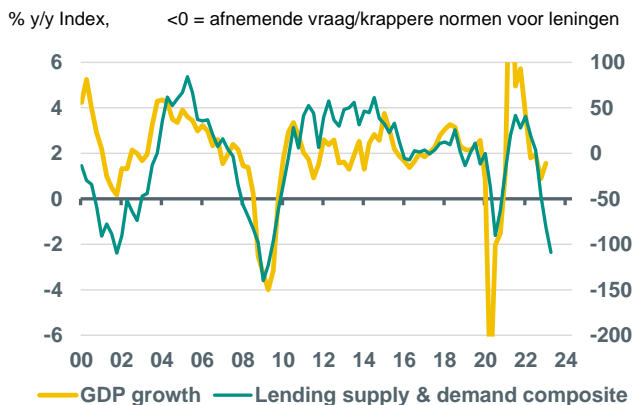
Diensten: Terwijl het dienstenverbruik nog steeds onder de pre-pandemische trend ligt, is de activiteit zowel in de VS als in de eurozone blijven toenemen. Het groeitempo was echter niet om over naar huis te schrijven, ondanks de kracht die uit de PMI's voor de dienstensector spreekt - in beide regio's bleef de groei achter bij de trend.

Drie duidelijke tekenen van een recessie: 1. *It's the credit conditions, stupid*

Hoe veroorzaken centrale banken recessies? Door de kredietvoorwaarden aan te scherpen. En als er één historisch zeer betrouwbare voorlopende indicator van recessies is die momenteel duidelijk rood knippert, dan zijn het wel de kredietvoorwaarden (zie ook [Kader 1 van onze Global Monthly in april](#)). Afgezien van het feit dat hogere rentevoeten krediet duurder maken voor bedrijven en huishoudens, heeft de bezorgdheid over de economische vooruitzichten geleid tot een aanscherping van de kredietvoorwaarden en een daling van de vraag naar leningen - zowel in de eurozone als in de VS. Dit is nog eens versterkt door de onrust in de bankensector na het faillissement van een aantal regionale banken in de VS.

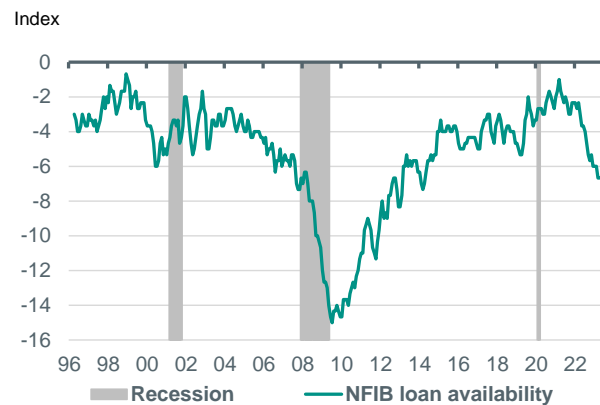
Minder krediet in de economie betekent minder beschikbare middelen die door bedrijven kunnen worden geïnvesteerd of door huishoudens voor consumptie worden gebruikt. Dit drukt onvermijdelijk op de activiteit. Op basis van historische patronen is de bijgewerkte versie van de Senior Loan Officer Survey van de Fed van mei consistent met een daling van de Amerikaanse bbp-groei tot ongeveer -2% op jaarbasis in de komende kwartalen. Dat is een slechtere uitkomst dan het door ons verwachte dieptepunt van -0,4% j-o-j (verwacht in het vierde kwartaal). De wekelijkse kredietgegevens van de Fed wijzen al op een bescheiden daling van de leningen aan bedrijven. Het consumentenkrediet houdt vooralsnog stand, maar op termijn verwachten wij dat strengere normen en een hogere spaarquote van de huishoudens ook hier tot een daling zullen leiden. In de eurozone hebben de banken de normen voor leningen aan bedrijven en hypotheekleningen sinds het derde kwartaal van 2022 sterk aangescherpt, terwijl de vraag naar leningen tot een historisch dieptepunt is gedaald. Ook zijn de maandelijkse stromen van leningen aan bedrijven en huishoudens het sterkst vertraagd sinds de schuldencrisis van de eurozone (de pandemie niet meegerekend).

Kredietonderzoek Fed consistent met -2% bbp-daling j/j



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

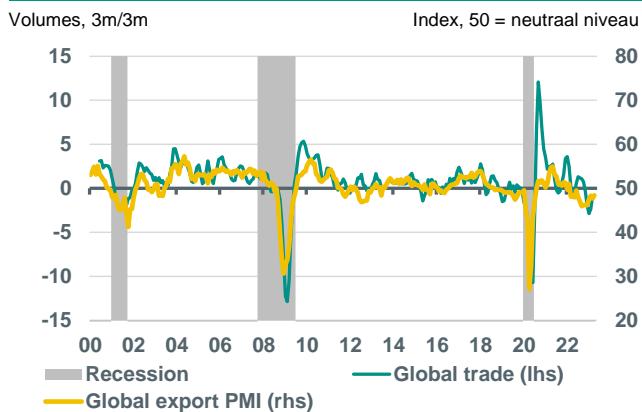
Kleine bedrijven krijgen lastiger krediet



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

2. De wereldhandel en de verwerkende industrie kennen een duidelijke neergang...

Na een piek in september vorig jaar vertoont het wereldhandelsvolume een dalende trend. In het verleden deden dergelijke aanhoudende dalingen van het handelsvolume zich alleen voor als er ook sprake was van een mondiale recessie. De zwakke wereldhandel heeft geleid tot een stagnerende industriële productie in de eurozone en de VS, terwijl de productie in China in april veel zwakker was dan verwacht. Voorlopende indicatoren zoals de PMI-index voor nieuwe orders en nieuwe exportorders wijzen op een grotere zwakte in de toekomst. Een belangrijke factor is de aanzienlijke afkoeling van de vraag naar goederen. Dat geldt vooral voor Europa, waar de hoge inflatie heeft geleid tot een sterkere daling van de reële inkomens. Hierdoor is de consumptie van goederen het afgelopen jaar blijven dalen. In de VS was de goederenconsumptie veerkrachtiger, maar er zijn ook tekenen van een afzwakkende vraag (zoals bijvoorbeeld blijkt uit de wekelijkse verkoopcijfers van Redbook).

Wereldhandelsvolume daalt

Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

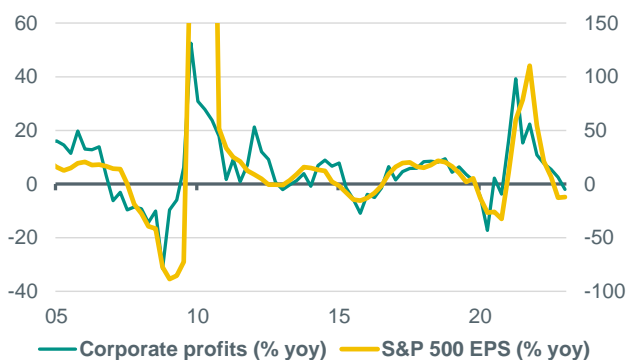
Eind 2022 droegen verstoringen in China in verband met *Zero-Covid* (brede lockdowns in oktober/november, gevolgd door een wanordelijke *exit* in december) ook bij aan de zwakte van de wereldhandel. Wel is volgens het CPB de heropening waarschijnlijk een belangrijke factor is geweest in de opleving van het wereldhandelsvolume in maart. Aangezien het monetaire beleid in de geavanceerde economieën naar verwachting restrictief zal blijven en dit de vraag naar goederen voorlopig blijft afremmen, lijken de vooruitzichten voor een duurzaam herstel van de wereldhandel en de verwerkende industrie op korte termijn gering.

... mede vanwege zwakke vraag in de eurozone

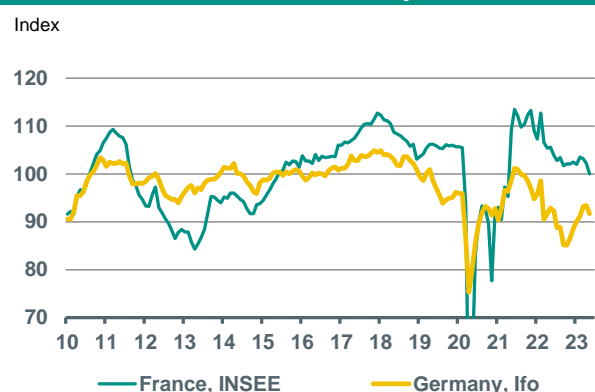
Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

3. Het ondernemersvertrouwen is zwak en de bedrijfswinsten dalen (in de VS).

Diverse metingen van het ondernemersvertrouwen wijzen op een recessie aan beide zijden van de Atlantische Oceaan. Uit de CEO-enquête van de *Conference Board* in de VS blijkt dat 87% van de respondenten voor het komende jaar een oppervlakkige recessie verwacht. De *NFIB small business survey index* is teruggevallen tot onder het dieptepunt van de pandemie. De bedrijfswinsten in de VS dalen nu, na een post-pandemische hausse van de winsten. In de meeste grote landen van de eurozone ligt het ondernemersvertrouwen onder het langetermijngemiddelde en is het in april-mei verder gedaald. In beide regio's is het aantal faillissementen gestegen, zij het vanaf een historisch zeer laag niveau. Het aantal faillissementen zal in de komende kwartalen waarschijnlijk blijven toenemen naarmate de krappe financiële condities en de afnemende vraag de solvabiliteit van het bedrijfsleven onder toenemende druk zetten.

Een inkomensrecessie is begonnen in de VS

Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Ondernemersvertrouwen in Frankrijk en Duitsland

Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

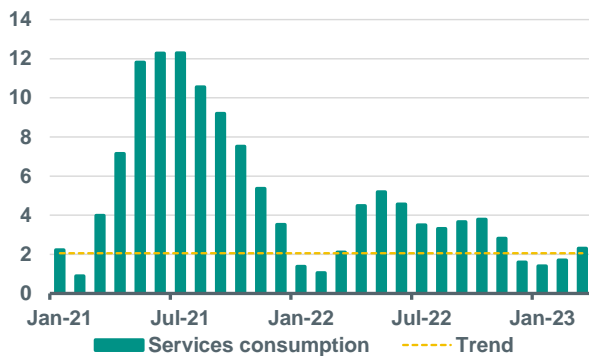
Kan het herstel van de dienstensector of de krappe arbeidsmarkt een recessie voorkomen?

De dienstensector en de arbeidsmarkt staan duidelijk nog op groen. Dit zijn dan ook de meest voor de hand liggende factoren die aangevoerd kunnen worden om te beweren dat er geen sprake is van een recessie. De dienstenconsumptie in zowel de eurozone als de VS ligt nog ongeveer 2,5pp onder de trend van vóór de pandemie. Dat wijst erop dat er nog enige ruimte is voor een inhaalgroei. En een belangrijke factor die de consumptie in het algemeen ondersteunt, is dat de

arbeidsmarkten nog uitzonderlijk krap zijn. Dat betekent dat een eventuele stijging van de werkloosheid waarschijnlijk relatief bescheiden zal zijn in vergelijking met eerdere economische recessies.

VS: Dienstenactiviteit is niet bepaald *booming*

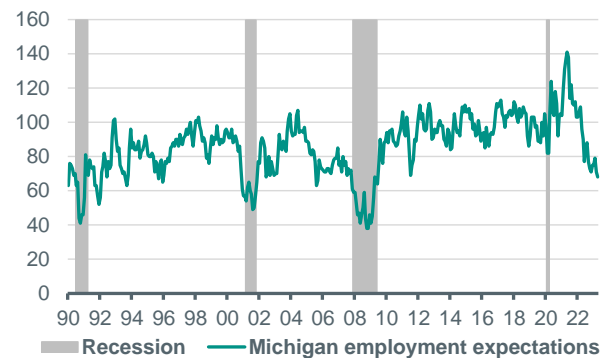
PCE Diensten, % 3m/3m saar



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

VS: Vertrouwen in de arbeidsmarkt verslechtert

Index



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Hoewel wij denken dat de bovengenoemde factoren belangrijk zijn bij het verklaren van de getoonde veerkracht van economieën, zien wij ze eerder als een middel om te voorkomen dat de recessie ernstiger wordt dan om ze helemaal te voorkomen. Hoewel de dienstensector nog ruimte heeft om van de pandemie te herstellen, zal ook deze sector uiteindelijk niet immuun zijn voor dezelfde tegenwind die op de goederenconsumptie weegt: namelijk strengere kredietvoorwaarden en de impact van de hoge inflatie op de reële inkomens. Hoewel de dienstenconsumptie de afgelopen kwartalen is blijven groeien, was het groeitempo nauwelijks om over naar huis te schrijven gezien het inhaalpotentieel. Wij schatten dat de groei van de dienstenactiviteit in het eerste kwartaal in de eurozone onder het trendniveau lag en in de VS min of meer op het trendniveau. De diensteneconomie is dus zeker niet zwak, maar ook niet echt *booming*.

Het vertrouwen in de vooruitzichten voor de werkgelegenheid is een cruciale steun voor de consumptie geweest. Het over het algemeen zwakke consumentenvertrouwen was immers grotendeels het gevolg van de hoge inflatie, terwijl de subindices op het vlak van de werkgelegenheid in de consumentenenquête een veel beter beeld lieten zien. Hoewel de banengroei zowel in de VS als in de eurozone voorlopig robuust is gebleven, beginnen de consumenten zich echter meer zorgen te maken over de vooruitzichten. Zo daalde de subindex voor de werkgelegenheidsverwachtingen van Michigan in mei tot het laagste niveau sinds de recessie van 2008-2009. Als de arbeidsmarkten blijven afkoelen, en vooral als de werkloosheid begint te stijgen, zal de voorzichtigheid van de consument waarschijnlijk alleen maar toenemen.

'Geen landing' is niet onmogelijk, maar we achten dit scenario niet heel waarschijnlijk

Een ander argument dat wel wordt gebruikt in de redenering dat er geen recessie komt, is dat de inflatie kan blijven dalen tot de doelstellingen van de centrale banken zonder dat de werkloosheid stijgt. Hierdoor zouden de centrale banken de beleidsrente weer kunnen verlagen om de aanhoudende groei van de economie te ondersteunen. Er zijn enkele goede redenen om in een dergelijk scenario te geloven. Ten eerste is veel van de inflatie die we hebben gezien veroorzaakt door knelpunten aan de aanbodzijde, zoals verstoringen in het mondiale containervervoer, de oorlog in Oekraïne en de Europese energiecrisis, en niet het gevolg van een groot vraagoverschot in de economie. Dit argument is veel meer van toepassing op Europa dan op de VS, waar de goederenconsumptie tot ver boven de trendmatige niveaus steeg als gevolg van zeer expansief begrotingsbeleid. Toch, als we ervan uitgaan dat de inflatiestijging *grotendeels te* verklaren is door de aanbodzijde, dan zou de recente normalisering van de aanbodknelpunten - inclusief de afnemende energiecrisis in Europa - nu een aanzienlijke daling van de inflatie moeten ondersteunen, zelfs als er geen recessie komt. Dit werd [bepleit](#) door vice-gouverneur Ben Broadbent van de Bank of England tijdens de beleidsvergadering van mei.

Verlichting van aanbodkelpunten is desinflatoir...

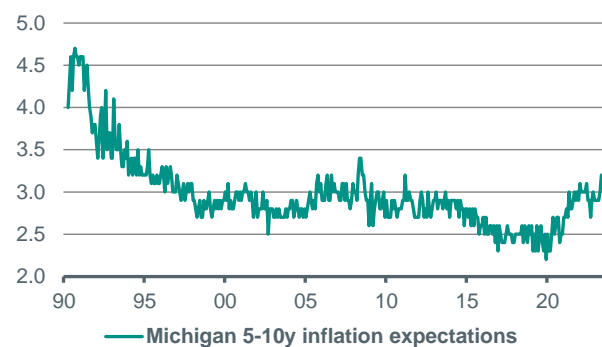
ABN AMRO Global Supply Bottlenecks Index, +6 = maximale knelpunten.



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, Bloomberg, Refinitiv

...maar inflatieverwachtingen zijn minder verankerd

Verwachte inflatie over 5-10 jaar, Michigan consumentenenquête % /j



Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Een tweede belangrijke factor die deze stelling ondersteunt, is de scherpe daling van het aantal vacatures in de VS (van een piek van ongeveer 12 miljoen naar 9,6 miljoen in maart), die tot dusver heeft plaatsgevonden zonder een stijging van het werkloosheidscijfer. Het is inderdaad opmerkelijk dat de Fed blijkbaar in staat is geweest zoveel overtollige vraag naar arbeid om zeep te helpen zonder noemenswaardig banenverlies.¹

Hoewel wij het "no landing"-scenario niet zonder meer verwerpen, achten wij de kans dat het werkelijkheid wordt om twee redenen vrij gering. De eerste heeft betrekking op de inflatieverwachtingen. Zelfs als de inflatiegolf aanvankelijk aan de aanbodzijde was toe te schrijven, betekent het oplossen van problemen aan de aanbodzijde niet noodzakelijk dat we helemaal terug zijn bij af (het pre-pandemische tijdperk van inflatie onder het streefcijfer). De post-pandemische inflatie heeft namelijk duidelijk geleid tot een stijging van de inflatieverwachtingen op langere termijn. Tegen de achtergrond van een krappe arbeidsmarkt, heeft dat weer geleid tot hogere looneisen en een snellere stijging van de lonen. De laatste Michigan-enquête naar de inflatieverwachtingen op een termijn van 5-10 jaar, die door de Fed nauwlettend in het oog wordt gehouden, steeg in mei tot een nieuw post-pandemisch hoogtepunt van 3,2%. Ondertussen is de groei van de arbeidskosten per eenheid product in de VS sterk toegenomen en bedroeg deze de afgelopen twee kwartalen 6% per jaar. Een soortgelijke ontwikkeling doet zich voor in de eurozone, waar de loonstijging in reactie op de energiecrisis een hoge vlucht heeft genomen, zonder een overeenkomstige stijging van de arbeidsproductiviteit. Tenzij bedrijven een daling van hun winstmarges accepteren, zullen deze kosten uiteindelijk aan de consument worden doorberekend, waardoor een loon-prijsspiraal kan ontstaan. Hoewel wij in grote lijnen verwachten dat de inflatie zowel in de VS als in de eurozone zal blijven dalen, betekenen de loonontwikkelingen dat het onwaarschijnlijk is dat de inflatie volledig zal terugkeren naar het streefcijfer zonder een significante stijging van de werkloosheid.

Ten tweede, hoewel de overmatige vraag op de Amerikaanse arbeidsmarkt is afgenomen zonder dat de werkloosheid tot dusver is gestegen, is er geen garantie dat dit zo blijft. Historisch gezien is het ongekend dat zo'n grote daling van de vraag naar arbeid zich voordoet zonder dat er banen verloren gaan. Fed-voorzitter Powell erkende dit zelf in een recente post-FOMC persconferentie, waarbij hij uiteraard de *hoop* uitsprak dat de Fed zou kunnen bereiken wat in het verleden niet mogelijk bleek.

Wat betekent dit alles? Als recessies de komende maanden uitblijven, denken wij dat het onwaarschijnlijk is dat de inflatie vanzelf weer volledig zal terugvallen naar de doelstellingen van de centrale banken.² Centrale banken zullen dan wellicht het beleid verder moeten verkrappen om de noodzakelijke economische zwakte (=recessie) teweeg te brengen.

¹ Een alternatieve verklaring is dat het hoge niveau van de vacatures grotendeels het gevolg was van de herverdeling van mensen tussen verschillende sectoren na de pandemie. Minder vacatures zou dus ook kunnen betekenen dat de herverdeling vordert in plaats van dat de vraag naar arbeid afneemt als gevolg van de verkrapping van het monetaire beleid en de economische vertraging.

² Wij zien een groter risico dat dit gebeurt in bijvoorbeeld Nederland, waar ons basisscenario uitgaat van geen recessie. Dit komt doordat het voor de eurozone in ruimere zin geijkte ECB-beleid in sommige specifieke landen onvoldoende krap kan blijken om de inflatie weer volledig op het streefcijfer te brengen. Zie ook Kader 1.

Kader 1: Verschillen in onze visie op Nederland versus de eurozone (Aggie van Huisseling)

Tijdens de pandemische recessie bleek de Nederlandse economie al veerkrachtiger dan het totaal van de eurozone (zie grafiek links). De meest recente cijfers blijven wijzen op een vertragende maar veerkrachtige Nederlandse economie, ondanks de -0,7% k-o-k krimp in het eerste kwartaal van 2023. Wij verwachten dat de Nederlandse economie het ook in 2023 beter zal doen dan de economie van de eurozone. Er zijn verschillende factoren die bijdragen aan deze binnenlandse veerkracht.

Krapte op de arbeidsmarkt

De arbeidsmarkt blijft uitzonderlijk krap. In april bedroeg de werkloosheid 3,4%, terwijl de participatiegraad steeg tot een recordhoogte van 75,7% (zie grafiek rechts). Ook de verhouding tussen het aantal vacatures en het aantal werklozen blijft met 1,2 vacature per werkloze hoog. Wij verwachten dat de werkloosheid in de loop van het jaar zal oplopen als gevolg van de normalisatie van het aantal faillissementen en de vertraging van de economie die resulteert in een lagere vraag naar arbeid. Historisch gezien zal de arbeidsmarkt echter krap blijven als gevolg van het tekort aan technisch geschoold personeel, de vraag naar arbeidskrachten vanuit de publieke sector en de vergrijzing. Een oververhitte economie met een krappe arbeidsmarkt is een bron van veerkracht, maar kan ook leiden tot een hogere loonstijging. In dit verband betekent de Nederlandse CAO-structuur, waarbij afspraken voor meerdere jaren vooruit worden gemaakt, dat de loonstijging hardnekkiger kan blijken.

Actieve bijdrage van de overheid

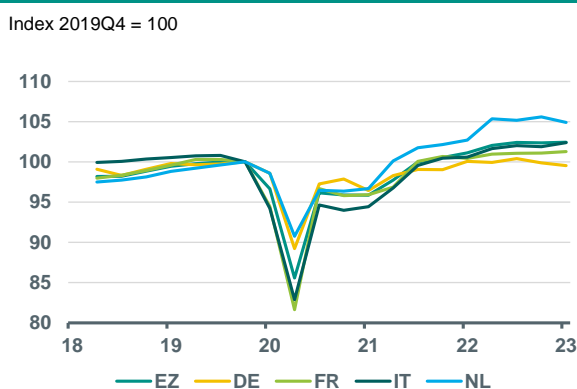
De Nederlandse regering heeft een ambitieus uitgavenplan voor de komende jaren, met investeringen in onderwijs, defensie, huisvesting en klimaat. In het eerste kwartaal van dit jaar heeft de overheid inderdaad een positieve bijdrage geleverd aan de groei, ondanks de krimp van het totale bbp met 0,7%. Het effect van het expansieve begrotingsbeleid is echter groter dan de stijging van de overheidsuitgaven alleen. Denk bijvoorbeeld aan de niet-gerichte energiegereguleerder voor huishoudens (om de klap op de koopkracht te dempen) en andere steunregelingen voor het minimumloon en het mkb. Wij verwachten dat de overheidsuitgaven de groei dit jaar zullen blijven ondersteunen. De belangrijkste beperking voor de uitgaven is eigenlijk de krappe arbeidsmarkt, wat betekent dat het risico bestaat dat de uitgaven achterblijven bij de doelstellingen, zoals we in 2021 al zagen.

Veerkracht van de gezinsbalansen

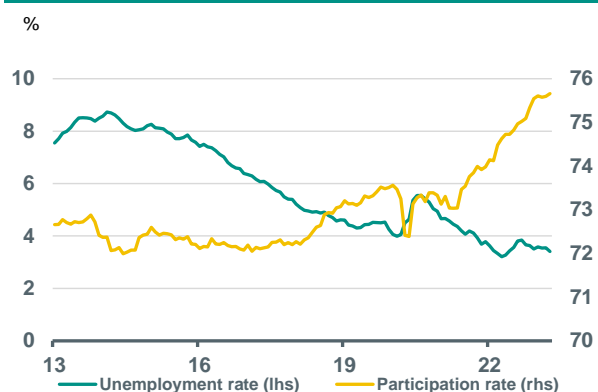
De balansen van de Nederlandse huishoudens blijven veerkrachtig. Door een historisch hoge spaarquote tijdens de pandemie is de voorraad ingehouden spaargeld aanzienlijk. Onlangs is de spaarquote teruggekeerd tot dicht bij het gemiddelde van vóór de pandemie, wat erop wijst dat een groter deel van het beschikbare inkomen wordt gebruikt voor consumptie; maar het vermogenseffect blijft bestaan. De negatieve effecten van de verwachte correctie op de huizenmarkt op de uitgaven lijken ook vanuit historisch oogpunt beperkt. De recente prijsdalingen komen na een langdurige periode van prijsstijgingen, waardoor slechts een klein deel van de recente kopers aanzienlijk wordt getroffen. In feite profiteert de meerderheid van de huizenbezitters per saldo nog steeds van een *positief* welvaartseffect als gevolg van eerdere prijsstijgingen. Daarnaast zijn door de sinds de financiële crisis geldende wet- en regelgeving voor hypotheeklenemers de risico's op een negatief eigen vermogen veel kleiner. Uit onderzoek van DNB ([link](#)) blijkt dat bij een daling van de huizenprijzen met 20% ruwweg 8% van de uitstaande hypotheeklenemers een negatief eigen vermogen zou hebben. Dit is aanzienlijk minder dan wat we zagen tijdens de laatste grote prijscorrectie (die eindigde in 2013), toen bijna 30% van alle hypotheeklenemers een negatief eigen vermogen had.

Wat betekent dit voor de inflatie?

Het gevolg van al deze veerkracht is dat de economie oververhit blijft ondanks een afnemend groeitempo. Met een hoge loongroei en de meeste recente CAO's die wijzen op een verdere versnelling, verwachten wij dat de Nederlandse inflatie boven de doelstelling van 2% blijft. Verwacht wordt dat de inflatie zal dalen van gemiddeld 11,5% in 2022 tot 4,3% in 2023 en 3,4% in 2024.

Nederlandse economie vertraagt, maar veerkracht is

Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

Belangrijkste bron van veerkracht is de krappe

Bron: Refinitiv, ABN AMRO Economisch Bureau

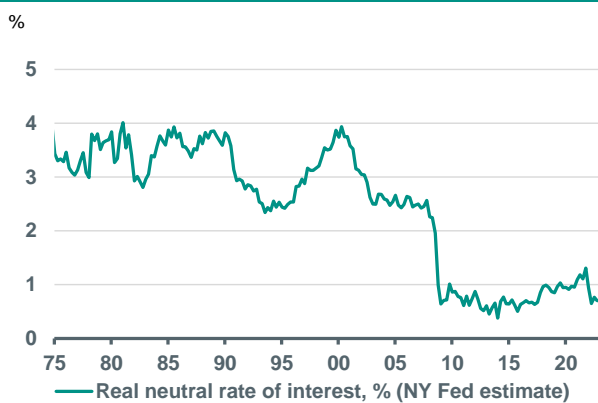
Wat betekent dit alles? Als recessies de komende maanden uitblijven, denken wij dat het onwaarschijnlijk is dat de inflatie vanzelf weer volledig zal terugvallen op de doelstellingen van de centrale banken.³ Centrale banken zullen dan wellicht het beleid verder moeten verkrappen om de noodzakelijke economische zwakte (=recessie) teweeg te brengen.

³ Wij zien een groter risico dat dit gebeurt in bijvoorbeeld Nederland, waar ons basisscenario uitgaat van geen recessie. Dit komt doordat het voor de eurozone in ruimere zin geijkte ECB-beleid in sommige specifieke landen onvoldoende krap kan blijken om de inflatie weer volledig op het streefcijfer te brengen. Zie ook Kader 1.

Kader 2: Zijn de rentetarieven echt restrictief genoeg? Schattingen van de NY Fed suggereren van wel (Bill Diviney)

De sleutel tot het beantwoorden van de vraag "doen de centrale banken genoeg" is weten waar het "neutrale" renteniveau ligt, d.w.z. het renteniveau dat de economie noch stimuleert noch afremt. Het hebben van een idee hierover helpt monetaire beleidsmakers te bepalen hoe ver zij de rente moeten verhogen. De neutrale rentevoet is onmogelijk nauwkeurig te ramen, en uiteindelijk moeten centrale banken hun gevoel gebruiken – en daarbij open staan voor inkomende gegevens om te zien of renteverhogingen inderdaad de vraag afremmen zoals zij beogen. Toch zijn er enkele pogingen gedaan om met econometrische methoden de neutrale rentevoet te schatten, die nuttige inzichten hebben opgeleverd. De beroemdste daarvan werd geleid door de toenmalige medewerkers van de New York Fed, [Laubach & Williams \(2003\)](#) (laatstgenoemde is nu voorzitter van de New York Fed). Schattingen op basis van hun (sindsdien bijgewerkte) methodologie wijzen erop dat de neutrale rente in de afgelopen decennia aanzienlijk is gedaald. In de VS werd de reële neutrale rente voor een groot deel van het tijdperk na de Grote Recessie slechts iets boven nul geschat.

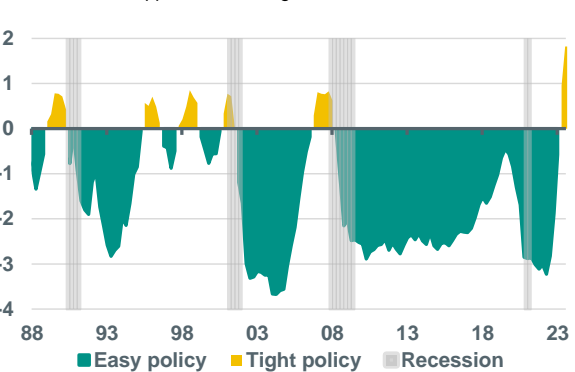
Maar nu de economieën in de afgelopen kwartalen veerkrachtiger bleken dan verwacht - ondanks agressieve renteverhogingen door de centrale banken - rees natuurlijk de vraag of de neutrale rente in het tijdperk na de pandemie misschien was gestegen? De New York Fed is tijdens de pandemie tijdelijk gestopt met het publiceren van ramingen van de neutrale rente omdat de economische ontwrichting de ramingen onbetrouwbaar maakte, maar vorige week is de publicatie van de ramingen hervat. De conclusie is dat de ramingen van de neutrale rente nog steeds zeer laag zijn en dat de reële neutrale rente in de VS momenteel slechts 0,7% bedraagt (uitgaande van een langetermijninflatie van 2% betekent dit een nominale neutrale rente van 2,7%). In de eurozone heeft de ECB meegedeeld dat zij het nominale neutrale percentage op ongeveer 2% schat - nog lager dan in de VS.

'Neutrale renteniveau' VS blijft historisch laag...

Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Dit suggereert dat huidige beleid erg restrictief is

Fed funds rate, pp boven/onder geschatte neutrale renteniveau



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Wat betekent dit voor het monetaire beleid en de economie? Ten eerste betekent het dat de beleidstarieven waarschijnlijk inderdaad al zeer restrictief zijn, maar dat we door de "lange en variabele vertragingen" in de doorwerking van monetair beleid het effect ervan niet onmiddellijk zien. Dit suggereert dat geduld van de centrale banken op zijn plaats is, althans voorlopig. Voor de economie betekent het dat er waarschijnlijk nog steeds een recessie zit aan te komen, ook al laat deze lang op zich wachten, omdat het historisch gezien ongebruikelijk is dat zulk restrictief monetair beleid niet gepaard gaat met een recessie.

Conclusie: Centrale banken geven waarschijnlijk de voorkeur aan prijsstabiliteit boven het voorkomen van een recessie

Als we ervan uitgaan dat de inflatie zonder recessie niet volledig tot het streefcijfer kan dalen, en als we denken dat centrale banken zich echt inzetten om de inflatie volledig en duurzaam terug te brengen tot 2%, dan lijkt een recessie onvermijdelijk. Een uitspraak die Fed-voorzitter Powell het afgelopen jaar in elk van zijn post-FOMC persconferenties woordelijk heeft herhaald is:

"Zonder prijsstabiliteit werkt de economie voor niemand. Zonder prijsstabiliteit zullen we geen duurzame periode van sterke arbeidsmarktvoorwaarden bereiken die iedereen ten goede komen. De lasten van een hoge inflatie vallen het zwaarst voor degenen die ze het minst kunnen dragen."

Deze verklaring maakt glashelder dat de Fed - wanneer het erop aankomt - de voorkeur zal geven aan het bereiken van haar inflatiedoelstelling van 2% boven het beteugelen van een stijging van de werkloosheid, omdat uiteindelijk het vervullen van de tweede pijler van het mandaat van de Fed (maximale werkgelegenheid) ook afhangt van prijsstabiliteit. Het feit dat de Fed te kennen geeft dat de rente op zijn minst de komende twee jaar zeer restrictief zal blijven, ondanks de door Fed-medewerkers voorspelde recessie in de VS, geeft aan hoe vastberaden de Fed is om de inflatie onder controle te krijgen. Voor de ECB, waar de inflatiedoelstelling het enige expliciete doel van haar mandaat is, zal dit waarschijnlijk nog meer het

geval zijn. Ondanks het feit dat de Duitse economie in een recessie is beland, was het recente commentaar van de ECB-leden van de Raad van Bestuur onverminderd *hawkish* van toon. (Bill Diviney, Aline Schuiling, Arjen van Dijkhuizen, Aggie van Huisseling)

Belangrijke weergaven op een pagina

De wereldeconomie zendt de laatste tijd gemengde signalen uit. Er zijn duidelijke tekenen van recessie die in contrast staan met andere tekenen van veerkracht. Het effect van de monetaire verkrapping wordt steeds meer gevoeld, waarbij de kredietvoorwaarden wijzen op een dreigende recessie, terwijl de Duitse economie al in een recessie verkeert. De belangrijkste risico's op korte termijn zijn de strengere normen voor bankleningen in de ontwikkelde economieën en de impasse rond het Amerikaanse schuldenplafond. Dat China uit Zero-Covid komt, compenseert tot op zekere hoogte de vertraging in de ontwikkelde economieën. Hoewel de algemene inflatie begint te dalen, betekent de hardnekkige onderliggende inflatiedruk dat de ECB en de BoE de rente op korte termijn waarschijnlijk blijven verhogen, terwijl de Fed naar verwachting een verkrappende koers zal aanhouden.

Macro	Centrale banken en markten
<p>Eurozone - Het bbp van de eurozone is in het 1^e kwartaal van 2023 met 0,1% k-o-k gegroeid, terwijl wij een bescheiden krimp hadden verwacht. Toch wijzen de gegevens en de resultaten van de enquête voor maart-mei erop dat een gematigde krimp van het bbp in het 2^e kwartaal en de rest van het jaar nog steeds in het verschiet ligt. De binnenlandse vraag wordt getroffen door eerdere en komende renteverhogingen door de ECB en de export wordt beperkt door een vertraging van de mondiale groei. De kerninflatie lijkt haar hoogtepunt te hebben bereikt en zou in de rest van het jaar geleidelijk moeten dalen. De kerninflatie zal echter minder sterk zijn dan de nominale inflatie, omdat delen van de diensteninflatie op korte termijn waarschijnlijk blijven stijgen.</p>	<p>ECB - Zoals verwacht heeft de ECB de depositorente in mei met 25 basispunten verhoogd - een vertraging ten opzichte van de eerdere verhogingen met 50 basispunten. Ook wil de ECB vanaf juli 2023 stoppen met herinvesteringen in het kader van de APP. De ECB neigt naar verdere renteverhogingen. Wij verwachten nog twee verhogingen met 25 basispunten in juni en juli. Wij verwachten dat in december een renteverlagingscyclus begint omdat de economie in de tweede helft van het jaar waarschijnlijk veel zwakker zal blijken dan de ECB momenteel verwacht. Bovendien zou de nominale inflatie de komende maanden sterk moeten dalen en zouden de onderliggende inflatiedruk en de kerninflatie in de loop van het jaar moeten afnemen.</p>
<p>Nederland - Het Nederlandse bbp is in het 1^e kwartaal van 2023 gekrompen met -0,7% k-o-k. De meest recente cijfers blijven wijzen op een vertragende maar veerkrachtige Nederlandse economie. Verwacht wordt dat het Nederlandse bbp in 2023 met 0,7% zal groeien (neerwaarts herzien van 1,2%). Door de recessies in de eurozone en de VS zal de buitenlandse vraag lager uitvallen. Ook monetaire tegenwind zal in de loop van het jaar voelbaar zijn. De binnenlandse economie blijft veerkrachtig dankzij de krapte op de arbeidsmarkt, de overheidsuitgaven en de stevige balansen van huishoudens. Wij hebben onze inflatieverwachtingen (HICP) bijgesteld tot 4,3% in 2023 en 3,4% in 2024.</p>	<p>Fed - Het FOMC verhoogde de fed funds rate in mei met 25 bp, waarschijnlijk voor de laatste keer deze cyclus. Wij verwachten dat de Fed voorlopig een verkrappende koers zal aanhouden, maar ons basisscenario is dat de Fed tegen december klaar zal zijn om de huidige zeer restrictieve beleidskoers te verlaten. Na een eerste verlaging met 25 basispunten verwachten wij dat de Fed tijdens elk van de acht vergaderingen in 2024 de rente met 25 basispunten zal verlagen, waardoor de rente eind 2024 weer bijna neutraal zal zijn. De risico's van deze prognose zijn gericht op 1-2 extra verhogingen als de economie veerkrachtiger blijkt, en/of mogelijk een latere start van de renteverlagingen.</p>
<p>UK - De afnemende energiecrisis verzacht de klap voor de reële inkomens van huishoudens en helpt de economie een recessie te ontlopen. Maar de vooruitzichten blijven zwak door het strakke monetaire beleid en een stijgende belastingdruk. De onderliggende inflatiedruk is uitzonderlijk hoog, hoewel er enkele vroege tekenen zijn dat de loonstijging zijn hoogtepunt bereikt. Aangezien de rente naar verwachting langer hoger blijft, verwachten wij nu een langdurige periode van stagnatie. Zelfs dit is misschien niet genoeg om de inflatie duurzaam terug te brengen naar de 2%-doelstelling van de BoE.</p>	<p>Bank of England - De schokkende data voor de kerninflatie van april betekent dat de BoE de rente in juni waarschijnlijk opnieuw zal verhogen tot 4,75%. De beslissingen van het MPC in de komende maanden zullen zeer gevoelig zijn voor de binnenkomende gegevens en wij sluiten verdere renteverhogingen niet uit. Wij hebben ook het verwachte begin van de renteverlagingen verschoven van Q4 '23 naar Q2 '24, omdat wij verwachten dat de inflatiedruk beter blijft. Daarom hebben wij onze prognose voor de Bank rate eind 2024 aanzienlijk verhoogd van 3,00% tot 3,75%.</p>
<p>VS - De economie vertraagt duidelijk in reactie op de hogere rente, maar in een slakkengang. Wij verwachten dat de consumptie in het 2^e zal krimpen omdat de dalende reële inkomens en het verminderde optimisme over de vooruitzichten de uitgaven zullen aantasten. Ook de investeringen zullen naar verwachting zwak blijven, terwijl de bezuinigingen om het schuldenplafond te verhogen een verdere tegenwind vormen. Wij verwachten nog steeds dat de NBER later dit jaar een recessie zal uitroepen. De inflatie blijft naar verwachting dalen, maar er heerst grote onzekerheid over waar de inflatie op uitkomt door de arbeidstekorten en de resterende onevenwichtigheden tussen vraag en aanbod in de economie.</p>	<p>Obligatierente - Gezien onze macro- en centralebankvooruitzichten denken wij dat de cyclus met renteverhogingen zijn einde nadert. Wij verwachten dat beide centrale banken de rente tegen eind 2023 zullen beginnen te verlagen. Wij voorspellen dan ook lagere Amerikaanse en eurorentes in de toekomst, nu de piek van de Treasury- en Bund-curve waarschijnlijk achter de rug is. Wij denken dat beide curves voor de rest van het jaar zullen stijgen, waarbij de 2s10s spread voor de Bund naar verwachting met maar liefst 100 bp en voor de UST met 70 bp zal stijgen bij het ingaan van 2024. Het steilere pad is zelfs al begonnen omdat de markt al rekening houdt met renteverlagingen in 2023 en 2024.</p>

China - Terwijl de bbp/activiteiten data voor het 1^e kwartaal de heropening onder leiding van de dienstensector/consumptie bevestigden, stelden de gegevens voor april teleur. Dit tastte het sentiment aan. Het einde van het Zero-Covid beleid was een belangrijke beleidswijziging, maar geen wondermiddel voor alle problemen van China. De tegenwind van onroerend goed, een wereldwijde vertraging en de spanningen tussen de VS en China blijven namelijk bestaan. Wij verwachten dat de groei op jaarbasis in het 2^e kwartaal toeneemt dankzij een sterk basiseffect, maar dat de groei op kwartaalbasis afzwakt na de heropeningsbonus in het 1^e kwartaal. Wij gaan ervan uit dat de monetaire versoepeling en de fiscale steun voor zwakke delen van de economie, waaronder de vastgoedsector, geleidelijk worden voortgezet.

FX - Wij hebben onlangs onze EUR/USD-prognose voor 2024 verlaagd van 1,16 naar 1,10. Ten eerste verwachten wij agressieve renteverlagingen voor de Fed en de ECB. Hoewel wij voor de Fed meer renteverlagingen verwachten, staan wij voor de ECB verder af van de marktconsensus. Ten tweede is de optiemarkt niet overtuigd van een hogere EUR/USD. Ten derde hebben speculanten al een aanzienlijk bedrag aan long euro-posities. Dynamiek rond het Amerikaanse schuldenplafond kan op korte termijn op de dollar drukken, maar het uitprijzen van renteverlagingen door de Fed in de komende maanden zou de dollar moeten ondersteunen. Paniek in de markt zou positief zijn voor de dollar.

Belangrijkste economische en financiële prognoses

BBP-groei (%)	2021	2022	2023e	2024e	Inflatie (%)	2021	2022	2023e	2024e
Verenigde Staten	5,9	2,1	0,7	1,6	Verenigde Staten	4,7	8,0	4,1	2,3
Eurozone	5,3	3,5	0,2	0,8	Eurozone	2,6	8,4	4,9	2,1
Japan	2,2	1,0	1,1	1,1	Japan	-0,2	2,5	2,8	1,5
Verenigd Koninkrijk	7,6	4,1	0,3	0,7	Verenigd Koninkrijk	2,6	9,1	7,4	2,9
China	8,4	3,0	6,0	5,0	China	0,9	2,0	2,0	2,5
Nederland	4,9	4,5	0,7	1,0	Nederland	2,8	11,6	4,3	3,4
Beleidsrente	24-5-2023	+3M	2023e	2024e	10j-rente	24-5-2023	+3M	2023e	2024e
Federal Reserve	5,25	5,25	5,00	3,00	VS Treasury	3,74	3,35	3,25	2,75
European Central Bank	3,25	3,75	3,50	2,00	Duitse Bund	2,45	2,30	2,20	2,00
Bank of Japan	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	Japans overheidspapier	0,41	0,55	0,65	0,65
Bank of England	4,50	4,75	4,75	3,75	VK gilts	4,21	2,80	2,60	2,20
People's Bank of China	3,65	3,60	3,60	3,60					
Grondstoffen	25-5-2023	+3M	2023e	2024e	Wisselkoersen	24-5-2023	+3M	2023e	2024e
Brent - Olie USD/vat*	76,3	85	90	100	EUR/USD	1,08	1,09	1,10	1,10
WTI - Olie USD/vat*	71,8	80	85	95	USD/JPY	139,5	135	135	125
TTF - Gas EUR/MWh*	46,63	30	35	40	GBP/USD	1,24	1,24	1,24	1,30
					EUR/GBP	0,87	0,89	0,89	0,85
Goud - USD/oz	1.941	2.000	2.000	2.200	USD/CNY	7,06	6,80	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.com

Aggie van Huisseling, econoom | aggie.van.huisseling@nl.abnamro.com

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

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

Bill Diviney, Senior Economist | 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

FX & Rates

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

Sonia 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 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.

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 2023 ABN AMRO Bank N.V. en gelieerde ondernemingen ("ABN AMRO")