



SAMENVATTING

Op enkele jaren tijd is de wereld fundamenteel veranderd. Zo moeten centrale banken niet alleen balanceren tussen inflatie en economische groei, maar krijgen ze nu ook nog af te rekenen met het gevaar van financiële instabiliteit.

Voor Europa zit daardoor in nauwe schoentjes. Binnen de eurozone moet men opletten voor financiële defragmentatie. Met de stijgende rente zijn de zogenaamde 'vigilantes' op de obligatiemarkten teruggekeerd. Overheden met hoge schulden en ferme begrotingstekorten zitten in hun vizier en kunnen zich niet langer verschuilen onder de paraplu van de centrale bank.

Daarnaast is Europa zeer exportafhankelijk en gevoelig voor handelsdefragmentatie. Dat zet de groeivoorzichten onder druk en op zijn beurt het financieel wezen. Het percentage ondernemingen dat hun kredietcondities als ongunstig ervaart, staat op het niveau van tijdens de bankencrisis van 2008. Dit is een veeg teken. Helaas hebben beleidsmakers de ernst van de situatie nog niet door.

Naar een nieuwe wereldorde

De vooruitzichten voor de wereldeconomie zijn op enkele jaren tijd fundamenteel veranderd. De naweeën van de coronapandemie en de gevolgen van een aanslepende oorlog in Oekraïne maken het voor beleidsmakers extra moeilijk om hun schip te navigeren naar een veilige haven. Hoe woelig het water wordt na de recente gebeurtenissen in het Midden-Oosten moeten we nog afwachten, maar op economisch vlak lijken we ons alvast te mogen opmaken voor een nieuw hoofdstuk.

1. Rente-ommekeer?

Een eerste kandidaat voor een belangwekkende nieuwigheid is de mogelijke ommekeer in de rente-evolutie. Is er een definitief einde gekomen aan vier decennia van dalende rentevoeten? Een grootschalig onderzoek van The Jerome Levy Forecasting Center heeft aangetoond hoe investeerders de voorbije veertig jaar, in een omgeving van almaar lagere rentes, steeds meer risico's gingen nemen om hun rendementen op peil te houden. Lage rentes gingen hand in hand met steeds grotere balansen. Concreet zwollen de financiële activa (spaartegoeden, obligaties, aandelen, vastgoed...) aan tot een veelvoud van het nationaal inkomen. Omdat die activa extra gevoelig werden voor rentestijgingen en prijsdalingen, ontstond een 'bubbel-of-niets'-economie met financiële crisissen, waarbij centrale banken genoodzaakt werden om de rente alsmaar lager te duwen voor steeds langere periodes. Tijdens de dot.com- en bankencrisis was het voor beleidsmakers letterlijk alles of niets.

In hun strijd tegen inflatie waren centrale banken het voorbije anderhalf jaar genoodzaakt om de kortetermijnbeleidsrentes hoger te duwen. Langetermijnrentes op de obligatiemarkten volgden en stegen naar niveaus van net voor de financiële crisis van 2008. Net zoals toen, zet de stijgende rente ook nu de financiële markten onder zware druk. De gebeurtenissen in de lente van 2023, met de val van Silicon Valley Bank in de VS en Crédit Suisse dichterbij huis, zijn geen toeval. Dit roept enkele prangende vragen op.

- Hoelang kunnen centrale banken de rente op dat niveau houden? Is de periode van dalende en lage rentes definitief voorbij? Of zullen centrale banken de beleidsrentes noodgedwongen terug naar omlaag moeten duwen om een financiële crisis af te wenden?
- En zullen ze zo nodig opnieuw obligaties van overheden en bedrijven opkopen om ook de langetermijnrentes lager te krijgen?

2. Pandemische zeepbel

Deze vragen brengen ons bij een meer fundamentele vraag: is dit misschien het einde van de 'bubbel-of-niets'-economie? Betekent het einde van lage rente misschien ook het definitieve einde van gezwollen balansen en dure activa? Bij elke crisis moeten centrale banken en beleidsmakers almaar meer uit de kast halen om de meubels te redden. De toekomst zal het uitwijzen, maar de pandemie heeft de kwestie er niet eenvoudiger op gemaakt. En dit om drie redenen:

1. De centrale banken zijn tijdens de pandemie met het rechtstreeks opkopen van obligaties van overheden alsook ondernemingen extreem ver gegaan. De geldhoeveelheid steeg daardoor drastisch en de balanseconomie werd nog verder opgeblazen. Stellen dat centrale banken en beleidsmakers daarmee per definitie verkeerd hebben gehandeld, zou oneerlijk zijn. Een pandemie is een zeer uitzonderlijke gebeurtenis. Had men niets of te weinig gedaan, dan hadden we misschien geen economie meer gehad. Laat staan welke sociale onrust zou zijn ontstaan indien men het vertrouwen niet snel had hersteld. Een mogelijke vorm van kritiek betreft wel de omvang van de operaties. Had men het ook met minder kunnen doen? Misschien, maar ook critici blijven hierover zeer vaag. Hoeveel was dan genoeg geweest?
2. Wat er ook van zij, de pandemie heeft financiële markten nog meer het idee gegeven dat centrale banken oneindig ver kunnen gaan met het in stand houden van de zeepbeconomie. Het zogenaamd moreel risico, dat al groot was, is nog groter geworden. Investeerders en marktpartijen gaan ervan uit dat ze niet op de blaren hoeven te zitten wanneer het misgaat. De redenering is dat centrale banken een uitslaande brand snel zullen blussen en redding brengen. Dat nodigt uit tot het nemen van nog meer risico's en het innemen van grote ongedekte posities.
3. De ingrepen van de centrale banken hebben ook het moreel risico bij overheden verder aangewakkerd. Centrale banken kochten overheidsobligaties waardoor regeringen steunmaatregelen tegen goedkope voorwaarden konden financieren. De fiscale discipline, die in heel wat landen al niet voortreffelijk was, kreeg een bijkomende knauw. Heel wat politici denken nu dat de bomen tot in de hemel groeien. Ze hebben blijkbaar nog niet door dat hun fiscale situatie zeer prangend is. Deze kritiek geldt niet alleen voor eigen land, zoals blijkt uit het kaderstuk over de vigilantes.

3. Van een lastig dilemma...

De kritiek dat centrale banken tijdens de pandemie te veel zouden hebben gedaan, volgt ook uit de vrees voor inflatie. In eerdere publicaties verwezen we al naar de lessen uit de jaren zeventig en tachtig waaruit bleek dat inflatie een moeilijk te temmen monster is. Beleidsmakers geraken snel verwickeld in een dilemma. Ze willen met hogere rentes de economie afremmen om zo de inflatie in te dijken, maar ze riskeren achter te blijven met inflatie én groeivertraging, de zogenaamde stagflatie. De reden daarvoor is dat er weinig kruid gewassen is tegen inflatie die van buitenaf komt. Iedereen zal proberen om de hogere prijzen af te wentelen op iemand anders, maar finaal zal iemand moeten opdraaien voor dit welvaartslek. Hogere beleidsrentes kunnen daar niets aan veranderen.

Centrale banken en beleidsmakers kunnen enkel proberen te vermijden dat inflatie een eigen leven gaat leiden onder de vorm van zogenaamde tweede-ronde-effecten. De kerninflatie meet de mate waarin prijzen stijgen als gevolg van interne factoren (grijze lijn in figuur 1). Het betreft de gewone inflatie gezuiverd van volatiele energie en voe-

Terugkeer van de vigilantes

'Bond vigilantes' is een term die door Edward Yardeni in 1983 werd gelanceerd toen hij beschreef hoe obligatiehandelaren regeringen tot de orde roepen wanneer ze hun begrotingen niet op orde krijgen. Een vigilante is iemand die recht wil doen geschiedt via een officieuze weg. Door overheidspapier van staten met wankele openbare financiën te dumpen, dalen de koersen van dat papier pijlsnel. Op de obligatiemarkt betekent zoiets dat de rente op dat papier oploopt en dat het voor regeringen duurder wordt om geld te lenen. Dat noopt die regeringen tot het op orde stellen van hun openbare financiën. Dergelijke manier van werken laat bij politici meestal een wrange nasmaak na. Het verleden leert dat het te gemakkelijk is om deze zelfverklaarde moraalridders van de obligatiemarkt met de vinger te wijzen. Ook vandaag is de precaire begrotings-situatie van sommige landen geen nieuw gegeven. Men kan zijn verantwoordelijkheid niet blijven ontlopen en zich verschuilen achter covid, Oekraïne of andere tegenvalers. De pensioenuitdagingen zijn overigens al veel langer gekend. Het spreekt voor zich dat België tot de landen behoort die moeten opletten om niet in het vizier van de vigilantes of ratingbureaus te komen.

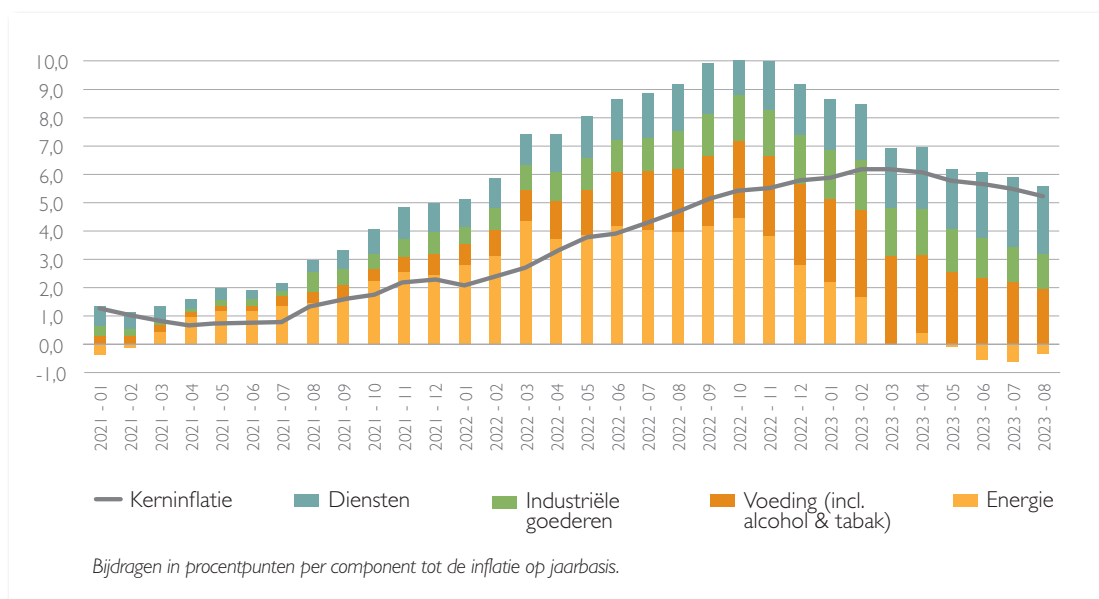
dingsprijzen.¹ In oktober 2023 daalde de kerninflatie nog onvoldoende opdat de ECB op haar twee oren kan slapen. Figuur 1 geeft aan waarom. Ze geeft weer hoe de inflatie is opgebouwd. Waar oorspronkelijk ingevoerde energie (gele balken) de grote boosdoener was, zijn het vandaag vooral industriële goederen (groene balken) en diensten (blauwe balken) die een forse bijdrage leveren aan de inflatie.

Figuur 1 toont ook dat stijgende voedingsprijzen een steeds grotere rol zijn gaan spelen in het inflatieverhaal. Eerst als gevolg van de oorlog in Oekraïne, daarna ook van tweede-ronde-effecten. De prijs in de supermarkt wordt ook bepaald door lonen en kosten voor verwerking en transport. Dat geldt ook voor andere sectoren. De vrees voor hogere loonkosten blijft groot. De krappe arbeidsmarkt van vandaag maakt een hemelsbreed verschil met de jaren 70 en 80, toen de werkloosheid pijlsnel opliep. Voor de economie is dit een zegen, voor de centrale bankiers een vloek of toch op zijn minst een kopzorg.

De daling van de energieprijzen vergemakkelijkt de strijd tegen de inflatie en maakt het lek in onze portemonnee minder groot. Maar het spreekt voor zich dat nieuwe energieprijsstijgingen niet zijn uitgesloten in een woelig geopolitiek klimaat. De EU is voor haar primaire energievoorziening nog altijd voor meer dan de helft afhankelijk van import van fossiele brandstoffen. Voor België is dat meer dan twee derde.

Stijgende voedingsprijzen zijn een steeds grotere rol gaan spelen in het inflatieverhaal.

Figuur 1: Dalende inflatie maar kerninflatie blijft hardnekkig hoog (eurozone).
Bron: Eurostat



4. ... naar een onverkwikkelijk trilemma

Tot begin 2022 hadden centrale banken er vertrouwen in dat ze deze evenwichtsoefening tot een goed einde zouden kunnen brengen. Maar de oorlog in Oekraïne heeft de inflatie ver buiten haar oevers doen treden. Het was hoe dan ook voor centrale banken het sein om in de strijd tegen inflatie alle registers open te trekken. Het geldt dat tijdens de coronacrisis noodgedwongen in het systeem was gepompt — volgens sommigen meer dan nodig — zal er terug uit moeten.

¹ Kerninflatie op basis van definitie Eurostat (HICPX): inflatie zonder energieprijzen en niet-bewerkte voeding.

Het is niet uitgesloten dat we de slechtste van drie werelden krijgen: een recessie met hoge inflatie én daarbovenop financiële instabiliteit.

Strikt genomen betekent dit tot nu toe:

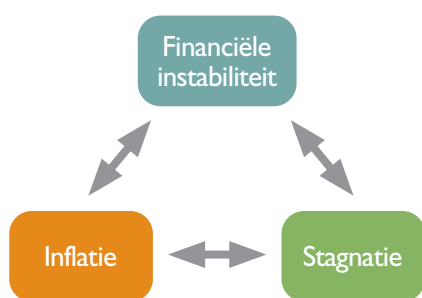
1. De Europese Centrale Bank (ECB) verhoogde in een recordtempo haar basisrente van nul naar 4,5% (oktober 2023). Het hoogste tarief sinds de invoering van de euro. Geld lenen werd duurder. In Amerika trok de Federal Reserve (FED) haar tarief op naar een vork van 5,25-5,50%. Het tarief van de Bank of England (BoE) stond op 5,25%. Het gaat in beide gevallen om het hoogste peil sinds de financiële crisis van 2008.
2. Naast geld duurder maken kunnen centrale banken ook hun balansen laten krimpen (kwantitatieve inkrimping). Dat kan door letterlijk geld terug uit het systeem te halen en te vernietigen. De ECB en de BoE hebben meer dan een kwart van de uitstaande schuld van hun eigen overheden in portefeuille; voor de FED is dat een vijfde. Men zou dat papier kunnen verkopen en de opbrengsten daarna vernietigen. Men zou ook kunnen wachten tot de vervaldag en de schulden dan niet herfinancieren. In beide gevallen daalt de geldhoeveelheid en de omvang van de balans. De FED zal haar balans dit jaar naar schatting met 1.000 miljard dollar afbouwen. De ECB startte sinds maart 2023 met een afbouw van haar balans, maar doet dit eerder met mondjesmaat.

Het effect van deze twee acties is niet zonder gevolgen voor de obligatiemarkten waar de vraag naar papier uitgegeven door overheden en bedrijven, daalt. Afhankelijk van de kredietwaardigheid dienen er hogere interesten te worden geboden om het schuldpapier aan de man te brengen. De strakkere geldpolitiek is niet zonder gevolgen en werkt als zwaartekracht. Ze trekt de koersen van bestaande obligaties naar omlaag alsook de waardering van risicovolle beleggingen zoals (commercieel) vastgoed, 'private equity'-deals, crypto, rommelobligaties.. De fors duurdere hypotheekleningen zetten vastgoedwaarderingen verder onder druk. De bouwsector ziet de bui alvast hangen.

In de lente van 2023 culmineert de spanning een eerste keer wanneer in de VS Silicon Valley Bank en Signature op enkele dagen tijd op de fles gaan. De renteverhogingen van de Amerikaanse centrale bank tasten de waarde van activa op de balansen van deze banken aan. Het gaat onder meer om overheidsobligaties maar ook beleggingen in commercieel vastgoed. Wanneer steeds meer spaarders en beleggers hun vertrouwen in een goede afloop verliezen, doet desinformatie via sociale media de rest en volgt een 'run on the bank'.

Ook Europa blijft niet gespaard. Crédit Suisse kan haar spaarders en beleggers niet overtuigen en moet er het bijtje bij neerleggen. De redding door UBS met hulp van de Zwitserse overheid is bedenkelijk en historisch omdat de contractuele volgorde van de schuldeisers niet wordt gerespecteerd. Sommige schuldeisers krijgen meer dan hun rechtmatig toekomt. Het zal het vertrouwen in het Zwitserse banksysteem geen deugd doen en werpt een schaduw over toekomstige bankreddingen elders in Europa en de wereld. De ECB en de BoE nemen in een officieel communiqué snel afstand van de Zwitserse werkwijze. Omdat het rendement van Europese banken nauwelijks hun kapitaalkosten dekt, kondigen de ECB en de Europese Bank Autoriteit (EBA) scherpere stresstesten aan. Ook dat acht men nodig om het vertrouwen te herstellen.

De bankencrisis in de lente van 2023 is een bijkomende factor waarmee centrale banken rekening moeten houden. Er is nu niet langer een dilemma tussen inflatie en economische groei. De stabiliteit van het bankwezen is een derde factor die maakt dat we



Figuur 2: Trilemma van de centrale banken.

Bron: ETION

mogen spreken van een trilemma. Kunnen centrale banken en beleidsmakers met drie balletjes tegelijk jongleren? Het is niet uitgesloten dat we de slechtste van drie werelden krijgen: een recessie met hoge inflatie én daarbovenop financiële instabiliteit.

Staatsbon: straffe stresstest of gratis marktonderzoek?

De strafste stresstest tot nog toe viel de Belgische banken te beurt toen ze in de zomer van 2023 op enkele weken tijd voor 22 miljard euro aan spaartegoeden zagen wegstromen naar de staatsbon van minister Vincent Van Peteghem. De minister werd daarmee ook een beetje slachtoffer van het eigen succes. Hij zou deze operatie later ietwat laconiek bestempelen als een gratis marktonderzoek voor de banken. Hoe dan ook, de Belgische banken hebben deze test — die veel strenger was dan de doorsnee-testen van de ECB — met glans doorstaan. Bij het Agentschap voor de Schuld maakt men zich bovendien sterk dat het opgehaalde geld aan een hoger rendement kan worden belegd dan de rente op de staatsbon. De rentestand op de interbancaire markt doet inderdaad vermoeden dat dit een haalbare kaart is. Enige horde die nog moet worden genomen, is een vlotte terugbetaling van 22 miljard aan de beleggers tijdens de zomer van 2024. In welke renteomgeving en in welk financieel klimaat zullen we tegen dan vertoeven? En vooral, hoe waait de politieke wind na de verkiezingen van 9 juni? Zit ons land tegen dan in het vizier van vigilantes of rating bureaus? Of zullen we ook die horde moeiteloos nemen?

5. Hoe hoog staat het water?

Hoe groot zijn de kopzorgen van de centrale banken omtrent de gezondheid van het financieel wezen? Zorgwekkend is dat de hogere rentevoeten de private banken hebben opgezadeld met theoretische verliezen op hun balans. Eind juni stond er bij Amerikaanse banken voor 400 miljard dollar aan obligaties onder water. Dat is de hoogste waarde ooit en 10 procent boven de piek aan het begin van dit jaar, toen Silicon Valley Bank op de fles ging. De meeste banken zullen deze verliezen in principe nooit incasseren. Wanneer ze de obligaties tot aan vervaldag in portefeuille houden, dan krijgen ze de volledige waarde terugbetaald.

De val van Silicon Valley Bank en Crédit Suisse heeft iedereen eraan herinnerd dat papieren verliezen zich kunnen materialiseren wanneer een bank in liquiditeitsproblemen komt en moet overgaan tot een vervroegde gedwongen verkoop van dergelijk papier. De hogere rente kan spaarders er bovendien toe bewegen om geld van spaarboekjes te kanaliseren naar producten die voor de bank duurder uitvallen (cf. staatsbon). Ook dat kan banken opzadelen met verliezen. Omgerekend komt het papieren verlies van 400 miljard dollar overigens neer op een daling van het kernkapitaal (cf. tier-1) van de Amerikaanse banken met 200 basispunten. Het papier dat bij Europese banken onder water staat, vertegenwoordigt 80 basispunten van hun kernkapitaal. Europese banken zagen kans om hun obligatieportefeuilles af te bouwen.²

De val van Silicon Valley Bank en Crédit Suisse heeft iedereen eraan herinnerd dat papieren verliezen zich kunnen materialiseren wanneer een bank in liquiditeitsproblemen komt.

Niet alleen banken, ook verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen zijn gevoelig voor een stijging van de rente. Doorgaans kunnen deze instellingen hun solvabiliteit verbeteren wanneer de rente stijgt. Toch bestaat ook hier het gevaar dat klanten hun

² Berekeningen volgens Federal Deposit Insurance Corporation, Trepp Bank Navigator, Financial Times.

Het percentage bedrijven dat de kredietsituatie als ongunstig beschouwt, staat op het niveau van tijdens de bankencrisis van 2008.

langetermijnspaartegoeden willen cashen zodat maatschappijen snel liquiditeiten nodig hebben en obligaties die onder water staan, moeten verkopen. De crisis op de Britse markt voor overheidsobligaties in september 2022 naar aanleiding van het minibudget van Liz Truss, heeft aangetoond dat de indekkingsstrategieën van pensioenfondsen evenmin immuun zijn voor plotse schommelingen op de markt voor overheidsobligaties. Ook omtrent de risicovolle posities van Amerikaanse hefboomfondsen op de markt voor Amerikaanse overheidsobligaties rijzen veel vragen.

Ten slotte staat ook de markt voor bedrijfskrediet onder zware druk. Het IMF ziet nog geen acute kredietschaarste maar wel veel stringenter kredietcondities. Uit onze eigen enquête, samen afgenomen met CRiON, blijkt hoe de situatie op de kredietmarkt in de zomer van 2023 reeds voor 40% van de respondenten zorgwekkend is geworden. Meer dan 30% is op zoek naar financiering buiten de bank om. Bevestigingen van de NBB en de ECB geven een gelijkaardig beeld. Het percentage bedrijven dat de kredietsituatie als ongunstig beschouwt, staat op het niveau van tijdens de bankencrisis van 2008. Hoge interestvoeten en strengere waarborgen zijn een gesel. Onze eigen enquête leert verder dat ESG-criteria op de kredietmarkt steeds belangrijker worden maar ook dat bedrijven hun kredietmanagement actief bijsturen. De kredietwaardigheid van klanten wordt veel strikter opgevolgd. Dat laatste is nodig want vier op vijf respondenten vreest voor faillissementen in hun onmiddellijke bedrijfsomgeving.

6. Economische defragmentatie

De stagnerende economische vooruitzichten baren ook de banken kopzorgen. Ze vrezen voor hogere afschrijvingen op kredietportefeuilles. Hoewel de eurozone begin 2023 aan een recessie is ontsnapt, blijft de toestand zorgwekkend genoeg. Zowel in 2024 als 2025 zal de economie ondermaats presteren. Ook de Belgische economie deelt in de klappen, onder meer omdat onze industrie afhankelijk is van een haperend Duits economisch apparaat waar energie-intensieve sectoren ten opzichte van 2018 met meer dan 20% krimpen. Voor de hele industrie betreft het een achteruitgang van meer dan 10%. Daardoor zal de Duitse economie in 2023 krimpen om in 2024 aan te knopen met slechts een zeer beperkte groei. Ook de Belgische en Italiaanse industrie dragen de gevolgen. Beide landen zullen wel voor het geheel van hun economie een krimp kunnen vermijden.

Vooraf in de autosector bederven goedkopere Chinese wagens de pret voor Europese constructeurs.

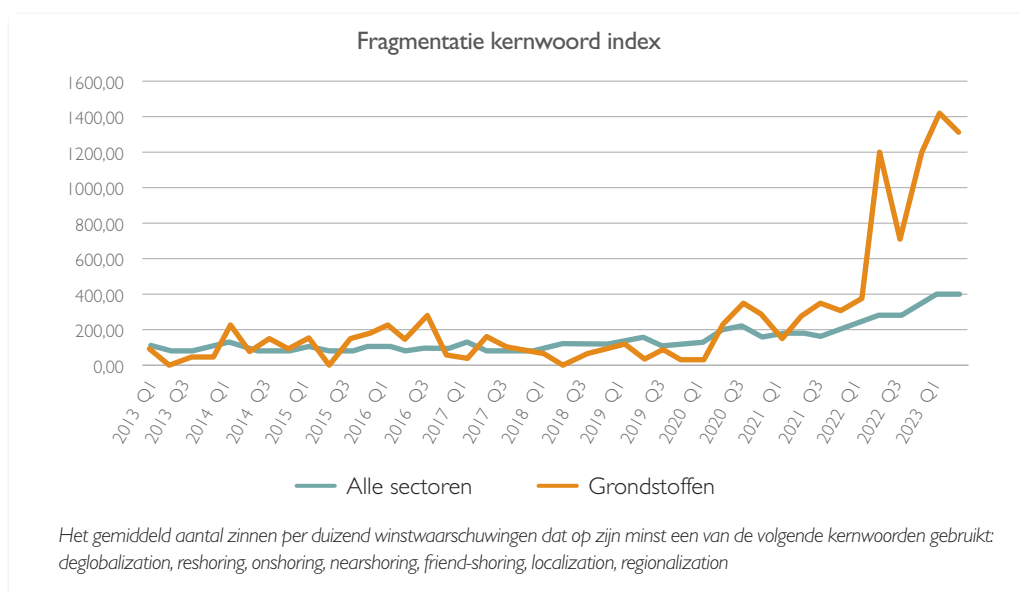
Het recessiegevoel is echter niet ver weg. Hoge energieprijzen en hevige concurrentie vanuit China en de VS zetten onze economie onder druk. Vooral in de autosector bederven goedkopere Chinese wagens de pret voor Europese constructeurs. De concurrentie met de VS is een gevolg van lagere gasprijzen en belastingkortingen (cf. Inflation Reduction Act). Uitwijking naar de overkant van de oceaan blijft de komende jaren een kopzorg voor onze Europese maakindustrie. De malaise sijpelt stilaan door naar de dienstensectoren. Ook hier zien we het aantal faillissementen snel toenemen.

Voor Europa is er bovendien een bijkomende factor die zwaar kan doorwegen op haar economische vooruitzichten. De Europese economie is sterk exportafhankelijk en gevoelig voor handelsoorlogen en geopolitieke spanningen die kunnen leiden tot een defragmentatie of het ontkoppelen van de handel tussen verschillende blokken. Vooral de spanningen tussen de VS en China maken de zaken zeer complex. De schattingen omtrent de omvang van de schade die ontkoppeling kan aanrichten, lopen ver uiteen maar de meeste belopen meerdere procentpunten van het nationaal product.

Figuur 3 toont aan dat ondernemingen in hun winstwaarschuwingen steeds vaker verwijzen naar defragmentatie. In de grondstoffensector steeg het aantal vermeldingen zelfs exponentieel. Algemeen wordt aangenomen dat de schade in deze sector heel hoog kan oplopen. De ontginning en handel van grondstoffen is sterk geografisch bepaald en moeilijk te herlokalisieren bij gebrek aan alternatieven. De drie grootste ontginners van mineralen bijvoorbeeld, nemen 70% van de wereldmarkt voor hun rekening. Fragmentatie kan daarom leiden tot grote prijschommelingen en bevoorradingsonzekerheid. Vooral de ontwikkeling van duurzame energie (zonnepanelen, windenergie, elektrische batterijen en voertuigen) kan hieronder lijden. Een aanbodtekort van 30% ten opzichte van wat nodig is om net-zero-doelstellingen te behalen, is niet uitgesloten.

Figuur 3: Defragmentatie handelsstromen.

Bron: IMF



7. Europese defragmentatie

Naast defragmentatie van goederenstromen blijft voor de eurozone het gevaar van een interne financiële defragmentatie een groot aandachtspunt. We hebben geleerd uit het verleden dat de ECB zich niet al te terughoudend mag opstellen in het geval van externe schokken (Janssens, G., 2022). De monetaire reactie op de pandemie was noodzakelijk maar heeft de zaken wel complexer gemaakt. Om het moreel risico te beperken en de leden van de eurozone fiscale discipline bij te brengen, is een afbouw van de interventies noodzakelijk. Tot nu toe heeft het stringenter beleid van de ECB nog niet geleid tot grote calamiteiten op de obligatiemarkt. De onderlinge verschillen tussen de rente op staatsobligaties tussen landen van de eurozone blijven relatief beperkt. Momenteel blijven ze in elk geval veel kleiner dan tijdens de eurocrisis, maar we mogen er niet te gerust op zijn.

Naast financiële blijft ook politieke defragmentatie een gevaar. Als er één ding duidelijk is geworden sinds het uitbreken van de oorlog in Oekraïne, dan is het dat Europa kind van de rekening is van een ongelukkige samenloop van omstandigheden waar men zelf uiteraard ook schuld aan treft:

- Duurdere energie zal de concurrentiekracht van Europa voor langere tijd bezwaren. Verder blijkt dat de ECB, ten opzichte van de Amerikaanse Federal Reserve, meer moeite heeft met het indijken van inflatie. De economische rekening riskeert voor

Naast financiële blijft ook politieke defragmentatie een gevaar.

ons daardoor nog hoger op te lopen, onder meer ook door een zwakkere euro ten opzichte van de dollar.

- We krijgen af te rekenen met een oorlog in onze achtertuin die nog lang kan duren en dat creëert naast veel menselijk leed ook psychologische onzekerheid en ongemak.
- We zullen de komende decennia niet langer kunnen profiteren van een vredesdividend en zullen fors moeten investeren in een militair strategisch apparaat.

Bij al dit slechte nieuws zou men pessimistisch kunnen worden maar er zijn ook opportuniteiten. Het grootste gevaar voor Europa is dat het uit elkaar wordt gespeeld omdat landen in tijden van tegenspoed op zichzelf zouden kunnen terugplooiën. Daarvan zijn reeds sporen zichtbaar. Toch blijft de eensgezinde reactie van Europa en het Westen ten aanzien van Rusland een opsteker. Voor de Russen was het een grote tegenvaller bovenop de moeizame militaire campagne. Deze crisis is dus ook een kans om Europa te hervormen, bijvoorbeeld met snellere besluitvormingsprocedures zodat men in onzekere tijden sneller kan ageren. Europa zal hoe dan ook veel meer strategisch moeten gaan denken, ook op militair vlak. Dat zal ook nodig zijn om te vermijden dat de Green Deal een stille dood sterft. Het is nodig dat een groot handelsblok zoals de EU de klimaatambities levendig houdt, maar zonder voldoende politiek en diplomatiek gewicht wordt dit een moeilijke onderneming.

8. Conclusie

Alleen al de nieuwe rente-omgeving en de gebeurtenissen in Oekraïne maken dat we balanceren op een historisch kantelmoment. Het trilemma van de centrale banken riskeert nog meer op scherp te komen als gevolg van nieuwe incidenten op het wereldtoneel. Voor Europa zijn de volgende jaren hoe dan ook cruciaal. Te midden tal van geostrategische spanningen is Europa momenteel kind van de rekening en moet het zich als exportgevoelige regio proberen te handhaven. Hervormingen in de besluitvorming kunnen van Europa een sterkere speler maken, maar veel tijd rest er niet in een wereld waar de spanningen en het opbod alsmaar hoger oplopen. Ook in eigen land moet men dringend meer verantwoordelijkheid opnemen. Men zal zich niet eeuwig achter de paraplu van de ECB kunnen blijven verstoppen. De vigilantes op de obligatiemarkten liggen al op de loer.

Referenties

- EUROPEAN CENTRAL BANK (2023). *Economic Bulletin*, Issue 6.
- JANSSENS G. (2022). *Stagflatie: Komt het beest uit de jaren zeventig terug?* ETION Inspiratienota 130, november.
- LEVY, DAVID A. (2019). *Bubble or nothing*, Special Report, The Jerome Levy Forecasting Center, September.



(Foto: GF)

Geert Janssens

Auteur: Geert Janssens (hoofdeconoom ETION)
Eindredactie: Isabelle Verlinden
Vormgeving: Vicky Knaepen
Illustratie: Shutterstock
E-mail: geert.janssens@etion.be
X: @jrgeert
Website: www.etion.be
V.U.: Serge Huyghe namens ETION
Ledenwerking vzw