

EXECUTIVE SUMMARY

After seven lean years...

After seven lean years in the aftermath of the biggest postwar financial crisis, one could hope for seven fat years to come. The economic outlook for 2016 does indeed look somewhat more promising. World gdp growth is expected to increase to 3.6%. The recovery in advanced economies should compensate more for the decline in activity in emerging markets.

Especially the better prospects for the Eurozone are a welcome surprise. Supported by low oil prices, a depreciation of the euro and low interest rates, next year's growth should pick up to 1.8%. The best result since 2011. Also the Belgian economy is benefitting from these positive economic tailwinds and is expected to grow with 1.5%. As a consequence of the recent terrorist threats, the balance of risks is tilted to the downside. However, we still believe that the economic recovery is strong enough.

Na zeven magere jaren...

De grootste naoorlogse financiële crisis ligt inmiddels meer dan zeven jaar achter ons. Het bekende spreekwoord in gedachten, zou men kunnen verhoppen dat er nu zeven vette jaren zitten aan te komen. Zo'n vaart zal het helaas niet lopen maar het heeft er wel alle schijn van dat de westerse economieën die hoop deels zullen waarmaken.

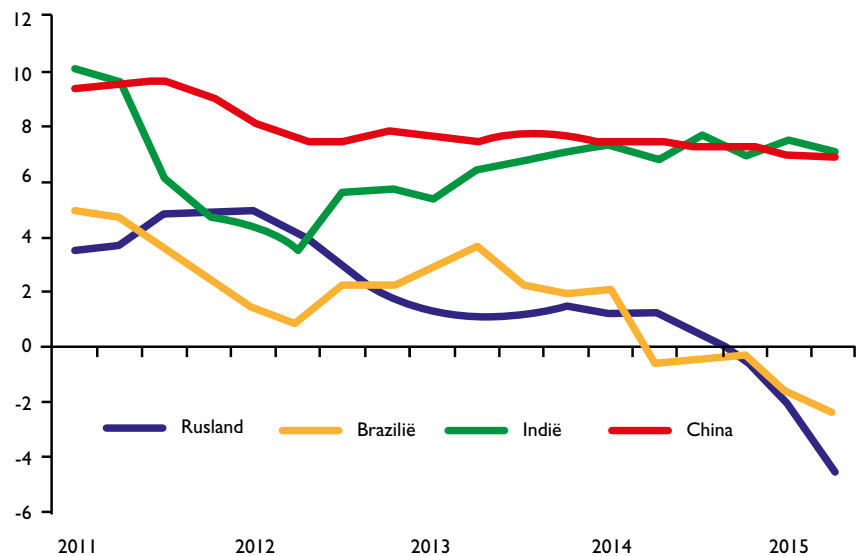
Voor de betere tijdingen in de eurozone zijn een aangename verrassing. Ook ons land profiteert van de lage olieprijs, de zwakke euro en de erg lage rentes. Deze laatste zijn het resultaat van een extreem soepel monetair beleid van de ECB dat zelf echter ook veel vragen oproept. Helaas heeft de ECB weinig of geen alternatieven, tenzij de complete chaos. Cruciaal is wel dat het beleid nu snel de prille vruchten van de groei gebruikt voor het afwerken van het euro-huis. Zo niet wordt de eenheidsmunt opnieuw een bedreiging voor het verdere herstel. Ook de opflakkerende terreur en de vrees voor een harde landing van de Chinese economie vormen een reëel risico. De wereldeconomie houdt bovendien de adem in voor de eerste rentestijging in de VS in bijna tien jaar.

1. BRIC-landen: een gemengd beeld

Afgelopen zomer stonden de financiële markten enkele keren in rep en roer. Eerst was er de turbulentie naar aanleiding van een nieuwe golf van onzekerheid over Griekenland. De verrassing zat hem niet in het feit dat men tot een akkoord is gekomen, maar wel dat het zo lang heeft geduurd. Na een spannende maar voorspelbare ontknoping kwam het onheil plots uit een totaal andere hoek. In augustus besliste de Chinese centrale bank tot een devaluatie van haar munt. Niet zozeer de omvang (1,9%) maar wel de timing verraste de financiële markten. De stuntelige communicatie van de Chinese autoriteiten die erop volgde, kon niet overtuigen. Analisten vreesden dat er meer aan de hand was. Was dit een ultieme poging om een harde landing van de Chinese economie te voorkomen? Iedereen wist dat de Chinese groei op een neerwaarts hellend vlak was terechtgekomen (zie figuur 1). Misschien moest deze actie gezien worden

Figuur 1:
Imago BRIC-landen krijgt een deuk.
(reële bbp-groei op jaarbasis)

Bron: OESO



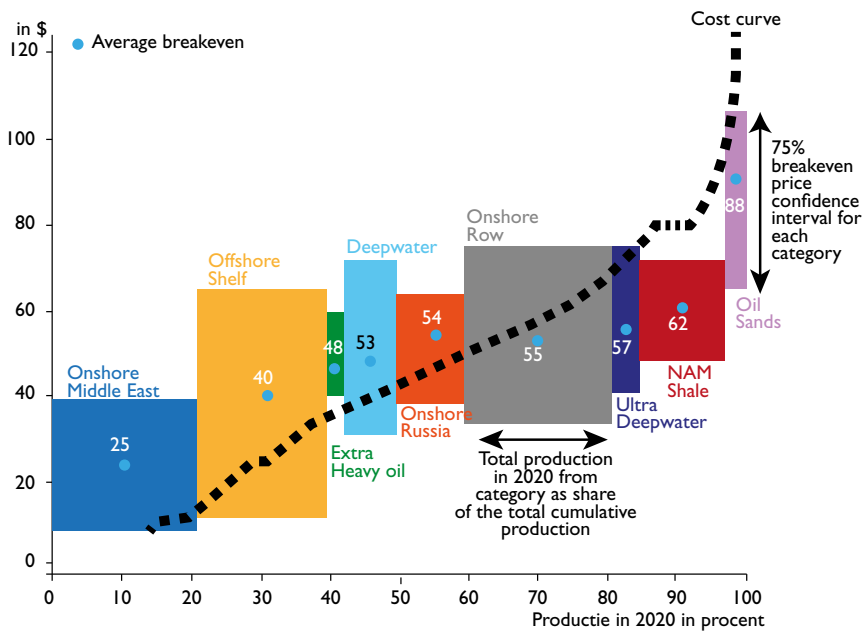
als een onhandige bekentenis dat de transformatie van een export-geleid naar een op consumptie-gebaseerd groeimodel was mislukt? Het is alvast duidelijk dat China de komende jaren genoeg zal moeten nemen met een groei van minder dan 7%.

De Chinese groeivertraging weegt al enige tijd op de wereldvraag naar olie en grondstoffen. China was voor energie en nog meer voor grondstoffen, de drijvende kracht achter de prijzenhousse van het voorbije decennium. De gevolgen van de Chinese recessie laten zich raden. Zowel de energie- als grondstoffenprijzen hebben het voorbije anderhalf jaar een flinke duik genomen (zie figuur 2) en dat weegt dan weer op de groeiprestaties van landen zoals Rusland en Brazilië. Vooral voor Rusland riskeert de sterke afhankelijkheid van olie- en gasproductie op termijn zuur op te breken. In tegenstelling tot Brazilië ontwikkelde het nauwelijks een eigen maakindustrie. Beide landen delen bovendien een eerder ongunstig politiek kader. Rusland blijft verstoken van de nodige hervormingen die de ontwikkeling van een breder economisch weefsel mogelijk moeten maken. Het Braziliaans systeem is meer geliberaliseerd maar gaat evenzeer gebukt onder corruptie en een gebrek aan politieke daadkracht.

India is het enige BRIC-land waar de groei verder toeneemt. Als importeur van energie en grondstoffen profiteert India van de prijzenmalaise maar ook van eerdere hervormingen en een diversificatie van het economisch weefsel. De betere prestaties van India kunnen echter niet verhinderen dat het BRIC-imago een flinke deuk heeft gekregen. Wat tot voor kort een solide rots in de branding van de wereldeconomie heette, vertoont nu serieuze barsten.

2. Westen houdt stand

De groeivertraging in China en andere opkomende landen voelt aan als een lokale recessie. Het sentiment is vergelijkbaar met de jaren zeventig in onze contreien, toen we groeiden met gemiddeld 4% en het crisisgevoel desondanks overheerste. Minder snel groeien doet pijn, zeker wanneer de vertraging niet werd ingecalculleerd. Dat het



Figuur 2:

Break-even olieprijsen.

Geopolitieke spelletjes hebben de olieprijsen doen kelderen, maar bij een olieprijs van 50 dollar per vat zijn heel wat ontginningstechnologieën onrendabel. Daarom verwachten we op middellange termijn een daling van het aanbod en stijging van de prijs tot 70 dollar.

Bron: Rystad energy research & analysis

vandaag niet tot een wereldwijde recessie komt, hebben we te danken aan twee factoren. Ten eerste, in vergelijking met vorige recessies staan groeielanden steviger in hun schoenen. Vaak zijn er door overschotten op de handelsbalans financiële reserves opgebouwd. De depreciatie van sommige munten voert bovendien competitieve zuurstof aan.

Een tweede reden is dat we mogen verwachten dat de mindere groei in enkele opkomende landen zal gecompenseerd worden door een herneming van de groei in ontwikkelde economieën. Dat is vooral het geval in de VS en Europa (figuur 3), waar de economische activiteit zal blijven ondersteund worden door de lage olie- en grondstoffenprijzen. Het IMF berekende dat voor elke daling van de olieprijs met 10% (in US dollar), de wereldgroei na enige tijd met 0,2 procentpunt stijgt.

Verenigde Staten

De groei zal in de VS vooral gedreven worden door een sterke arbeidsmarkt met een werkloosheidsgraad die is gedaald tot bijna 5%. Ook de Amerikaanse centrale bank heeft vertrouwen in de kracht van de economie, zelfs in die mate dat ze van mening is dat haar beleidsrente hoger kan. Het zou de eerste keer zijn sinds de zomer van 2006 dat de rente in de VS wordt verhoogd. Dat moment werd het afgelopen jaar evenwel al enkele keren uitgesteld. Tijdens de zomer omwille van de eerder aangehaalde Chinese groeivertraging en de turbulentie op de financiële markten die daar het gevolg van was.¹ Immers, de vrees bestaat dat een renteverhoging de kapitaalstromen richting groeielanden zal doen stilvallen, met als gevolg dalende munten en hogere rentes in die landen. Op zijn beurt bedreigt dat de terugbetaalbaarheid van de hoog opgelopen schuldenlast van private bedrijven in sommige groeielanden. Wereldwijd steeg die schuldenlast van 4.000 miljard naar 18.000 miljard dollar.

¹ Bij het ter perse gaan van deze nota was de algemene verwachting dat de Federal Reserve de rente zou optrekken tijdens de bijeenkomst van haar openmarktcomité van december.

	2013	2014	2015	2016
Wereld	3,3	3,4	3,1	3,6
VS	1,5	2,4	2,6	2,8
Eurozone	-0,3	0,9	1,5	1,8
VK	1,7	3,0	2,5	2,2
Japan	1,6	-0,1	0,6	1,0
China	7,7	7,3	6,8	6,3
Indië	6,9	7,3	7,3	7,5
Brazilië	2,7	0,1	-3,0	-1,0
Rusland	1,3	0,6	-3,8	-0,6
Duitsland	0,4	1,6	1,7	1,8
België	0,3	1,1	1,3	1,5
Frankrijk	0,7	0,2	1,1	1,4
Italië	-1,7	-0,4	0,9	1,5
Spanje	-1,2	1,4	3,1	2,7
Ierland	1,4	5,2	6,0	4,5
Portugal	-1,6	0,9	1,7	1,7
Griekenland	-3,9	0,8	-1,4	-1,3

Figuur 3:

Wereldgroei niet in gevaar.
(reële bbp-groei op jaarbasis)

Bron: IMF, Europese Commissie

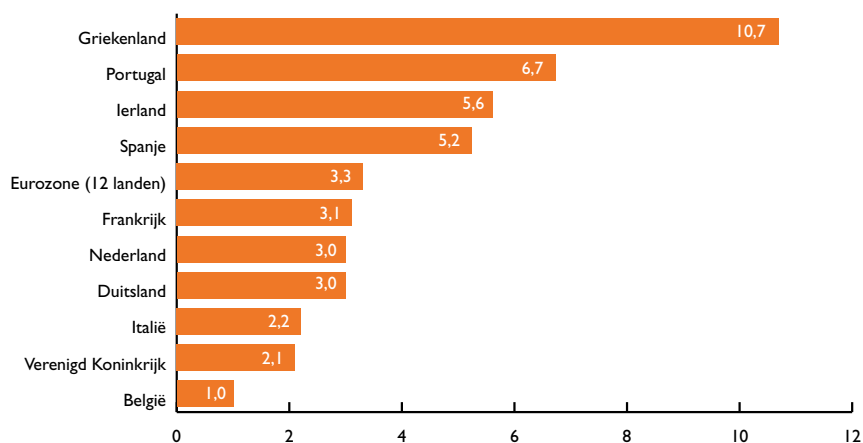
Eurozone

In de eurozone is nog niet onmiddellijk sprake van een stijging van de beleidsrente. Daartoe is het economisch herstel te zwak. Maar dat herstel krijgt wel steeds meer voet aan de grond. Sinds Mario Draghi, de voorzitter van de Europese Centrale Bank (ECB), in de zomer van 2012 aankondigde alles te zullen doen om de euro te redden, is het vertrouwen stap voor stap teruggekeerd. We knopen bijgevolg opnieuw aan met positieve groei, vooral consumptiegedreven. Zelfs de problemen met Griekenland konden het herstel afgelopen zomer niet in de kiem smoren. De groeicijfers voor enkele landen van de periferie spreken dan ook ronduit tot de verbeelding. Zo zal Ierland volgens de Europese Commissie dit jaar wellicht afsluiten met een gemiddelde bbp-groei van 6,0% en Spanje met 3,1%. Het is bovendien goed nieuws dat de werkloosheid in de hele eurozone nu toch duidelijk begint te dalen, al blijft zij in vele landen nog steeds te hoog.

Een kritische noot bij dit herstel is dat het vooral gebaseerd is op externe meevallers en minder op beleidsdaden die te maken hebben met een structurele gezondmaking van het economisch weefsel. De lage olieprijs, de zwakke euro en de extreem lage rentevoeten zijn niet de verdienste van nationale regeringen. Het monetair beleid van de ECB wordt bovendien regelmatig op de korrel genomen. Het zou regeringen te veel uit de wind zetten omdat het goedkoop geld hen in staat stelt om noodzakelijke hervormingen uit te stellen. Deze kritiek gaat te ver.

Figuur 4 lijst de begrotingsinspanningen van een aantal eurolanden op. De inspanningen die Griekenland, Portugal, Ierland en Spanje zich in de periode 2010-2014 hebben getroost om hun structurele begrotingstekorten te reduceren, zijn aanzienlijk.

Blijkbaar zijn heel wat waarnemers zich hiervan te weinig bewust, laat staan dat ze zouden beseffen hoeveel maatschappelijke ontbering dit heeft gevraagd. Er waren immers niet alleen de besparingen maar ook de vele ingrepen op het vlak van pensioenen, arbeidsmarkt en concurrentiekracht. Verscheidene studies van de Europese Commissie en de OESO tonen aan dat Ierland en de Zuid-Europese landen er bovenuit steken voor wat dit soort hervormingen betreft. Landen zoals Frankrijk en België kunnen hier nog wat van leren. België valt overigens uit de toon met een structurele verbetering van haar begroting met amper 1 procentpunt. Voor ons land lagen de kaarten in 2010 nochtans relatief gunstig, maar de vorige regering verzuumde om het tekort — dat destijds 3,7% bedroeg — gevoelig terug te dringen.



Figuur 4:
Verbetering structureel begrotingssaldo 2010-2014 in procentpunten.

Opm.: Structureel saldo is het gewone begrotingssaldo gecorrigeerd voor conjuncturele factoren.

Bron: Eurostat (Ameco)

Een tweede element waar critici al te gemakkelijk aan voorbijgaan, is dat dergelijke grote saneringen, zoals in de Europese periferie, wel degelijk wegen op de economische groei. Wanneer meerdere (buur)landen tegelijk besparen dan heeft dit via de handel een deflator effect. Het is alsof de ene drenkeling zich vastklampt aan de andere. Dit vraagt niet alleen om geduld maar ook om een soepel monetair kader dat de pijn van de hervormingen enigszins kan verzachten.

Of de ECB te veel monetaire zalf heeft aangebracht, is de vraag van één miljoen. Ook hierbij twee bemerkings. Indien Mario Draghi en de ECB niets hadden gedaan, dan zou de euro vandaag niet meer bestaan. Wie kritiek heeft op de fundamenten van het ECB-beleid, bepleit de facto het einde van de euro. Dit aspect blijft helaas vaak onder de oppervlakte, waardoor we een intellectueel vertroebeld debat krijgen voorgeschoteld. Ten tweede, veel ongenoegen en kritiek op het monetair beleid vinden hun oorsprong in de nu reeds lang aanslepende crisissfeer rond Griekenland, dat het geduld en begrip van steeds meer mensen op de proef heeft gesteld. Geen wonder dat een zogenaamde Grexit steeds meer gehoor krijgt. De uitstap van eender welk land uit de eurozone riskeert de gehele constructie in gevaar te brengen. De kostprijs van het uit elkaar vallen van de euro zou dermate hoog oplopen dat tot nu toe het gezond verstand het heeft gehaald van de emotie. Dat er constant met vuur wordt gespeeld, toont echter aan dat men het onwaarschijnlijke niet mag uitsluiten.

3. Deflatoir gevaar geweken?

Een vrees die beleidsfora de voorbije jaren in de ban hield, is dat de westerse wereld dezelfde weg zou opgaan als Japan in de jaren negentig. Het groeipad van België en de eurozone in het bijzonder, vertoont veel gelijkenissen met dit van Japan in de jaren negentig. Een schrikbeeld want tot op vandaag worstelt de Japanse economie met lage groei, lage inflatie en extreem lage rentes. In het verleden heeft men zonder succes geprobeerd om de groei en inflatieverwachtingen aan te wakkeren. Het gevolg is een overheidsschuld van bijna 250% van het bbp en een centrale bank met een geldbalans die is opgezwollen tot een veelvoud van de initiële omvang.

Er heerst aldus grote scepsis aangaande de succeschansen van een extreem soepel monetair beleid waarbij niet alleen de korte beleidsrente laag wordt gehouden maar ook de langetermijnrentes naar omlaag worden getrokken door de aankoop van schuldpapier door de centrale banken. De komende kwartalen zijn voor de eurozone daarom zeer cruciaal. Een verder herstel zal moeten aantonen dat het recept heeft gewerkt. Ook zal dan moeten blijken of de zo gevreesde (hyper)inflatie als gevolg van het geldcreatieproces onder controle blijft. Voorlopig blijft die uit omdat het goedkoop geld niet onmiddellijk leidt tot een vergalopperende consumptieve vraag of nieuwe investeringen. Dit is een uiting van het gezegde: je kunt het paard tot bij het water leiden maar je kan het niet dwingen te drinken. Dat er nu terug wat meer wordt gedronken, doet verhopen dat de deflatoire spiraal kan worden doorbroken. Het is aan de ECB om tijdig de geldkraan toe te draaien wanneer de inflatie opnieuw de kop zou opsteken en de doelstelling van 2 procent dreigt voorbij te schieten.

Dat roept dan weer een laatste vraag op. Waar is al het geld naartoe? Een nadeel van een soepel monetair beleid is dat, wanneer de inflatie zich niet vastzet in de gewone economie, ze wel riskeert tot uiting te komen in de prijzen van activa zoals aandelen, obligaties, vastgoed,... Deze vrees is een veel fundamentele kritiek op het beleid van de ECB dan het feit dat men de euro heeft willen redden. De voorbije jaren zagen we inderdaad een algemeen herstel van de beurzen en trok ook de vastgoedmarkt in heel veel landen aan. Eigenlijk sporen centrale banken met hun lage rentes de spaarders en beleggers aan om meer risicovolle activa op te zoeken. De grootste slachtoffers van deze goedkope geldpolitiek zijn uiteraard de kleine spaarders voor wie die activawissel veel minder evident is.

Allianz Economic Research berekende op basis van ECB-data dat kleine spaarders in Duitsland en België — twee landen met een sterke spaarcultuur — respectievelijk 30 en 8 miljard spaargeld in rook zagen opgaan.² Daartegenover staat wel een veelvoud aan winsten in andere activaklassen zoals aandelen, obligaties, beleggingsfondsen en verzekeringsproducten. Hierbij passen ook weer enkele bemerkingen. Ten eerste, de duurzaamheid van deze winsten hangt af van het verdere economische herstel. Ten tweede, de winsten zijn veel groter dan de verliezen voor de kleine spaarder, wat mo-

Eigenlijk sporen centrale banken met hun lage rentes de spaarders en beleggers aan om meer risicovolle activa op te zoeken.

² Zie Holzhausen en Sikova (2015). De auteurs vergeleken de rente-inkomsten in de periode 2010-2014 met die in 2003-2008. Er werd rekening gehouden met lagere interesten op hypotheek en andere leningen.

gelijkheden biedt om die kleine spaarders te compenseren voor hun verlies. Een derde bedenking is dat de verliezen alles bij elkaar genomen klein zijn. Met de existentie van de euro staat er veel meer op het spel. Voor Duitsland gaat het bijvoorbeeld om een significant deel van haar welvaart.

4. En België?

Het is lang geleden dat de eurozone sneller groeide dan de Belgische economie maar dit jaar zal het er toch van komen (zie figuur 3). Ons land profiteert nochtans mee van de triade aan gunstige omstandigheden met lage olieprijsen, een zwakke euro en lage rentevoeten. Tegen de groeicijfers van Ierland en Spanje kunnen we echter momenteel niet op en ook Duitsland trekt het eurogemiddelde hoger. Volgend jaar zet de Belgische groei verder door (zie figuur 5). Ook bij ons is deze sterk consumptiegedreven, onder meer door het aantrekken van de jobmotor en de lage olieprijsen die de koopkracht ondersteunen. De Belgische economie is nog steeds relatief olie-intensief. Daarnaast zal ook de export bijdragen tot de groei. Naast de goedkopere euro, plukken we de vruchten van de volgehouden loonmatiging met daarbovenop de indexesprong en de taxshift die arbeid goedkoper maakt.

Het effect van de groeivertraging in China blijft beperkt omdat onze export naar China uiteindelijk beperkt is (amper 6% van de toegevoegde waarde). Ondanks alle retoriek geldt dat ook voor Duitsland, dat met China nog steeds een handelstekort laat optekenen. Het effect van de goedkope euro zal volgend jaar blijven spelen ten opzichte van de dollar, maar ten aanzien van opkomende landen zullen we wellicht nog iets duurder worden. Het aantrekken van de groei doet ook verhoppen dat de inflatie het negatief territorium definitief achter zich laat. Met een stijging van de gezondheidsindex tot 1,6% in 2016 verwachten we overigens een overschrijding van de spilindex in de tweede jaarhelft. Het effect van de indexesprong is dan immers volledig uitgewerkt. Zoals eerder aangehaald, verwachten we niet meteen een stijging van de beleidsrente. In het kielzog van een aantrekkende inflatie verwachten we ook dat de rente op langere termijn zal stijgen. Historisch gezien blijft de rente evenwel zeer laag.

	2014	2015	2016
BBP	1,1	1,3	1,5
Inflatie	0,5	0,5	1,6
Korte beleidsrente	0,2	0,0	0,0
Lange rente (OLO 10j)	0,8	1,25	1,65

Figuur 5:
België: langzaam maar zeker herstel.

Bron: IMF, ECB, NBB, Planbureau, KBC en eigen berekeningen.

Besluit

De voorbije 7 jaren waren geen feest maar de gevreesde grote depressie zoals in 1930 is uitgebleven. Hadden we de voorbije jaren geluisterd naar sommige adviezen, dan hadden we die depressie nochtans gegarandeerd gekregen. Dan was het overbodig geweest om banken te redden, geld te drukken en de vraag in de economie te onder-

steunen. Hadden we 'de markt haar werk laten doen', dan hadden de foutparkeerders en hardrijders inderdaad op de blaren kunnen zitten en konden we nu beginnen met een schone lei. De schade aan de economie zou enorm zijn geweest. Een schone lei maar wellicht geen krijt om te schrijven.

Het is niet moeilijk om het monetair beleid van de FED, de ECB en de Japanse centrale bank op de korrel te nemen. Maar er zijn weinig alternatieven. Voor de ECB speelt bovendien het gegeven van de euro mee. De euro redden was en is geen keuze. Het is daarom des te meer uitkijken naar de aankomende lente. Sinds Mario Draghi in de zomer van 2012 zijn inmiddels befaamde uitspraken deed, klaarde de hemel systematisch uit. In de VS denkt men zelfs aan een eerste renteverhoging in bijna 10 jaar.

De vraag is of de financiële markten er klaar voor zijn. Vooral de opkomende economieën die voor hun groei afhankelijk zijn van olie en grondstoffen, verkeren in lastig vaarwater. Algemeen heeft de private sector in opkomende landen de voorbije jaren een grote schuldoopbouw in dollarpapier laten optekenen, wat hen kwetsbaar maakt voor een appreciatie van de Amerikaanse munt. Deze grote schuldoopbouw hangt als een zwaard van Damocles boven het fragiel herstel van de eurozone en de wereld-economie.

We zijn ook nog altijd kwetsbaar voor geopolitieke turbulentie en sinds 13 november weten we dat de terreurdreiging dichterbij is dan ooit. Bij het afsluiten van de redactie van deze nota was het overigens nog niet duidelijk in welke mate deze nieuwe feiten zullen wegen op de groei. Toch durven we besluiten dat de komende zeven jaren zich beter aandienen dan de voorbije plejade, maar er zal niettemin veel politieke moed en stuurmanskunst nodig zijn om ons langsheen de vele gevaren te loodsen.

Referenties

EUROPEAN COMMISSION, (2015), Autumn Economic Forecast.

FLEMING, S. AND DANNAN, SH., (2015), 'Super taper tantrum ahead', warns IMF, Financial Times, April 15th.

HOLZHAUSEN, A. AND SIKOVA, S., (2015), Low interest rates, incomes and assets: The winners and losers, Working Paper 190, August 4th, Allianz Group Economic Research.

IMF, (2015), World Economic Outlook, October.

OECD, (2015), Economic Outlook, November.

THE ECONOMIST, (2015), Austerity is hard to measure but, by any reckoning, Europe's periphery has purged, Free Exchange, September 12th.

THE ECONOMIST, (2015), Economies are too weak for normal monetary policy to resume, October 31st.

WOLF M., (2015), Solid growth is harder than blowing bubbles, Financial Times, October 13th.

Auteur: Geert Janssens
Met dank aan Edwin De Boeck (KBC Group), Paul Huybrechts en Caroline Ven voor hun waardevolle suggesties.
Eindredactie: Isabelle Verlinden
Vormgeving: Lieve Swiggers
Foto: istockphoto.com/ Peshkova
E-mail: geert.janssens@etion.be
Website: www.etion.be
V.U.: ETION Ledenwerking vzw