



Economische Berichten

■ nr. 37 ■ 18 augustus 2015

UPDATE VOORUITZICHTEN WERELDECONOMIE Wereldconjunctuur zendt gemengde signalen uit

De wereldeconomie geeft op dit ogenblik een gemengd beeld. Terwijl de Amerikaanse economie zich in de buurt van de volledige werkgelegenheid bevindt en de consument zijn traditionele rol als groeimotor speelt, blijft de groei in de eurozone maar matig positief. Bovendien blijft er een persistente groeivergentie tussen de verschillende eurolanden. Positief is dat het potentiële gevaar van een Grexit door het akkoord over een derde hulppakket voorlopig van de baan is. Onder meer de recente zwakte van de Chinese economie zette de centrale bank er aan tot een verdere liberalisering van haar wisselkoersbeleid, wat tot een verzwakking van de renminbi leidde. Ook de krimp van het reële bbp in Japan in het tweede kwartaal illustreert de momentele zwakte van de Aziatische economieën. Een positieve noot was dan weer de daling van de olieprijs, in belangrijke mate het gevolg van het akkoord met Iran, dat zal leiden tot de opheffing van de internationale handelssancties. Als gevolg daarvan daalden wereldwijd zowel de inflatieverwachtingen en obligatierentes. Voor de westerse economieën betekent die lagere olieprijs een positieve aanbodschok die de groei bijkomend zal ondersteunen. Het matigend effect ervan op de headline-inflatie zal de Amerikaanse Fed er allicht niet van weerhouden om in september een eerste stap naar een normalisatie van haar beleidsrente te zetten.

Amerikaanse consument drijft economische groei

De recente conjunctuurindicatoren schetsen een gemengd beeld van de wereldeconomie. Per saldo bevestigen ze echter ons scenario van een geleidelijk verder herstel. Terwijl in de VS het producentenvertrouwen in de verwerkende nijverheid in juli licht daalde, bevestigde het banenrapport voor diezelfde maand dat de dynamiek van banencreatie ongebroken is. In juli kwamen er per saldo 215.000 banen bij en de werkloosheidsgraad bleef ongewijzigd op 5,3%. De nominale loonstijgingen bleven weliswaar zeer matig, maar door de lage inflatie neemt de koopkracht van de gezinnen wel toe. Dit wordt bijvoorbeeld geïllustreerd door het feit dat de Amerikaanse consument de reële bbp-groei in het tweede kwartaal (+0,6% niet-geannuleerd) per saldo vrijwel volledig voor zijn rekening nam. Ook

het feit dat de netto-uitvoer opnieuw een licht positieve groei-bijdrage leverde, is een indicatie dat de groei van de rest van de wereldeconomie robuuster was dan gevreesd.

Europese groei eerder ontgoochelend

In de eurozone was het recente indicatorenbeeld gemengd, met per saldo een marginale daling van het producentenvertrouwen voor de eurozone als geheel. De werkloosheidsgraad bevindt zich weliswaar nog in haar afnemende trend, maar bleef in juli ongewijzigd op 11,1% van de beroepsbevolking.

De groei van het reële bbp in het tweede kwartaal was niet echt slecht (+0,3% ten opzichte van het eerste kwartaal), maar stelde toch enigszins teleur. Het meest in het oog sprong de lichte groeiversnelling in Duitsland (tot +0,4%), gedreven door

consumptie en uitvoer. Ook de Italiaanse economie (+0,2%) bevestigde dat het zijn stagnatie tot eind 2014 achter zich heeft gelaten. Een positieve uitschieter was Spanje (+1,0%) dat samen met Litouwen (+1,2%) de sterkste groeier in de eurozone was. Anderzijds ontgoochelde de Franse economie met een nulgroei, al was dit ten dele het gevolg van een correctie van de voorraadopbouw in het eerste kwartaal. Niettemin onderstreept de stagnatie de structurele uitdagingen waarvoor de Franse economie staat.

China versoepelt muntbeleid

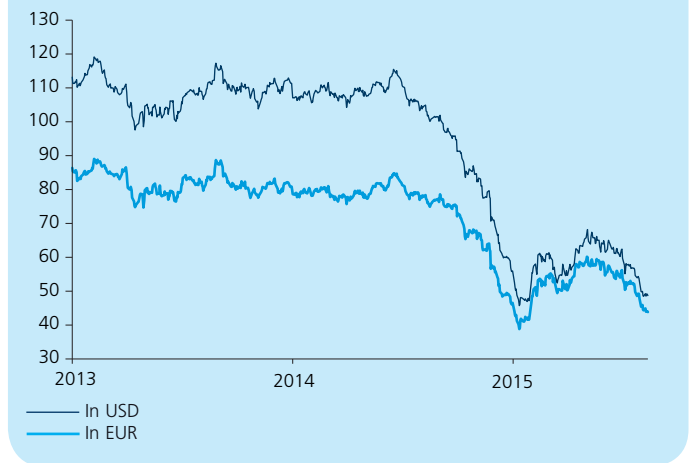
In China onderstreepten recente vertrouwensindicatoren de actuele zwakte van de groeidynamiek. We mogen wel niet vergeten dat de Chinese economie in het tweede kwartaal nog een groeiversnelling tot 1,7% ten opzichte van het eerste kwartaal liet optekenen, na een groei van 1,3% in het eerste kwartaal. Onder meer de daling van het producentenvertrouwen in de verwerkende nijverheid en de zwakker dan verwachte groei van de industriële productie in juli, zette de Chinese centrale bank ertoe aan om de dagelijks vastgelegde spilkoers van de renminbi ten opzichte van de Amerikaanse dollar te liberaliseren. Ze gaf bovendien aan dat de dagelijkse spilkoers rekening zou houden met de slotkoers van de dag voordien, wat de marktconformiteit van de wisselkoers moet bevorderen.

De aanpassing van het muntbeleid heeft door de verzwakking van de renminbi naast een ondersteunende werking voor Chinese uitvoer ook een politieke doelstelling. De Chinese overheid hoopt immers dat de renminbi wordt opgenomen in de muntkorf van de Speciale Trekkingsrechten van het IMF. Dat zou het prestige en de aanspraak van de renminbi op een rol als internationale transactiemunt immers ten goede komen. Gegeven het relatief beperkte potentiële gewicht dat de renminbi in de korf zou krijgen, heeft dat echter meer een symbolisch karakter. Op dit ogenblik wordt de samenstelling van die korf geactualiseerd en een van de voorwaarden is dat de wisselkoers van de kandidaat-munt marktconform tot stand komt en vrij verhandelbaar is (*freely usable*). De hogere volatiliteit die de beslissing van de centrale bank teweeg bracht, komt een eind hieraan tegemoet. Het IMF zal nu moeten beslissen of the renminbi effectief aan de voorwaarde van *freely usable* munt voldoet.

Grondstoffenexporteurs onder druk

Ondertussen komen een aantal andere opkomende economieën steeds meer onder druk. Dat heeft onder meer te maken met het aankomende keerpunt van het rentebeleid van de Amerikaanse Fed. Vooral de lage energie- en grondstofprijzen spelen grondstofuitvoerende landen zoals Brazilië

Grafiek 1 - Nieuwe neerwaartse olieprijschok
(prijs per vat Brentolie)



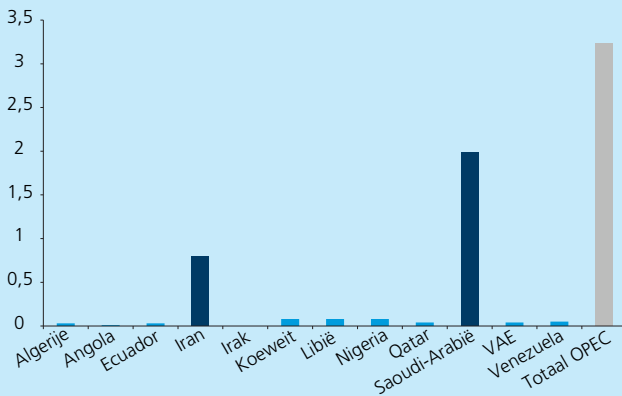
en Rusland parten. De veel sterker dan verwachte krimp van het Russisch reële bbp in het tweede kwartaal is een duidelijke illustratie van de diepe recessie waarin de Russische economie is verzeild geraakt.

Nieuwe neerwaartse olieschok

Tijdens de voorbije maand zette de olieprijs zijn recente neerwaartse beweging voort tot net onder 50 USD per vat Brentolie (grafiek 1). De belangrijkste oorzaak was de stevig blijvende groei van de wereldwijde olieproductie. In het bijzonder het akkoord met Iran over het Iraans kernprogramma midden juli betekent het vooruitzicht op een opheffing van de handelssancties en een volledige terugkeer van de Iraanse uitvoer naar de oliemarkt. Volgens de recentste gegevens van het Internationaal Energieagentschap (IEA) produceren vrijwel alle OPEC-landen momenteel aan hun capaciteitslimiet, met uitzondering van Saudi-Arabië en Iran. Volgens het IEA kan Iran, zelfs met zijn huidige verouderde technologie, binnen een periode van 90 dagen op een duurzame manier zijn productie verhogen met 800.000 vaten per dag (grafiek 2). Het was allicht de anticipatie van dat extra aanbod, samen met de al opgebouwde Iraanse olievoorraden, die de olieprijs de voorbije weken onder neerwaartse druk zette.

Wanneer de handelssancties tegen Iran effectief zijn opgeheven en de olie-infrastructuur met ingevoerde technologie kan worden gemoderniseerd, kan de door het IEA geraamde productiecapaciteit nog verder verhogen. Dat zou betekenen dat het neerwaartse risico voor de olieprijs ook op middellange termijn aanwezig is. Anderzijds worden bij een te lage olieprijs een aantal (schalie-)oliebronnen onrendabel en stoppen ze hun productie tot de prijzen opnieuw stijgen (de zogenoemde

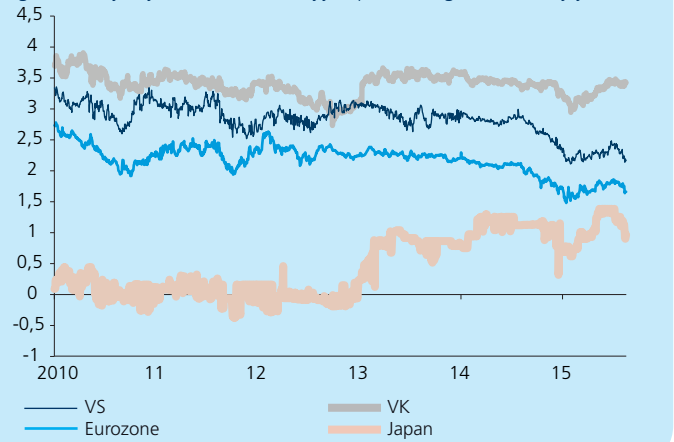
Grafiek 2 - Vrije capaciteit* bij de productie in juni 2015
(in miljoenen vaten per dag)



* Niveau van vrije capaciteit kan bereikt worden binnen 90 dagen en duurzaam worden aangehouden
Bron: Internationaal Energieagentschap (IEA), Oil Market Report, juli 2015

Grafiek 3 - Inflatieverwachtingen dalen door lagere energieprijzen

(gemiddelde jaarlijkse inflatie voor de vijfjaarsperiode, beginnend over vijf jaar, in %)



‘varkenscyclus’). Per saldo gaan we er dan ook vanuit dan het opwaartse potentieel voor de olieprijs zeer beperkt is en dat die de komende jaren in een vrij nauwe vork rond het huidige peil zal schommelen.

Lagere olieprijs dempt inflatieverwachtingen en weegt op obligatierentes

De lagere olieprijs zorgde de voorbije maand ook voor een wereldwijde daling van de verwachtingen voor de *headline*-inflatie. Opvallend was dat dit niet alleen voor de korte termijn-vooruitzichten het geval was, maar ook voor de langere termijn (grafiek 3).

Als gevolg hiervan daalden ook de toonaangevende tienjarige obligatierentes, ondanks de toenemende verwachting van een renteverhoging door de Fed die voor de deur staat (grafiek 4). De duurzaamheid van de neerwaartse druk op de obligatierentes zal ten eerste afhangen van de verdere ontwikkeling van de olieprijs en zijn impact op de inflatieverwachtingen. Ten tweede is het onzeker hoe de obligatiemarkten op een eerste Amerikaanse renteverhoging zullen reageren, waar ze op dit ogenblik allicht nog niet in voldoende mate rekening mee houden.

Amerikaans rentebeleid aan vooravond van ommekeer

Ondanks de lage *headline*-inflatie zal de Amerikaanse Fed in september zeer waarschijnlijk een eerste stap naar een normalisatie van haar beleidsrente zetten. Na het beëindigen van de kwantitatieve versoepelingen en het communicatiebeleid van de *forward guidance* is nu de ommekeer van het nulrentebeleid zelf aan de beurt. De twee voorwaarden die de Fed hiervoor formuleerde na haar recentste beleidsvergadering lijken immers

vervuld. Ten eerste wil de Amerikaanse centrale bank er redelijk zeker van zijn dat de *headline*-inflatie op middellange termijn terugkeert naar haar inflatiedoelstelling van 2%. In diezelfde persverklaring bevestigde de Fed echter al dat aan die voorwaarde is voldaan. De tweede voorwaarde voor de Fed om haar beleidsrente te verhogen was een verdere verbetering van de Amerikaanse arbeidsmarkt. Zoals al vermeld, werden er volgens het arbeidsmarktrapport voor juli per saldo 215.000

nieuwe banen gecreëerd en bleef de werkloosheidsgraad stabiel op 5,3%, net boven het peil dat de Fed overeenkomt met volledige werkgelegenheid. Tenzij uit het arbeidsmarktrapport voor augustus een dramatische verslechtering zou blijken, mogen we

er redelijkerwijze ook vanuit gaan dat aan die tweede voorwaarde van de Fed is voldaan en dat bijgevolg niets een eerste renteverhoging in september nog in de weg staat.

Grafiek 4 - Lagere inflatieverwachtingen duwen ook obligatierentes naar beneden

(tienjarige overheidsrente, in %)



Volgens Fed-voorzitster Yellen zijn het tijdstip van zo'n eerste renteverhoging en het verdere rentepad onafhankelijk van elkaar. Het tijdstip en de grootteorde van verdere rentestappen zal afhangen van de verdere ontwikkeling van de economische data, zoals de looninflatie, maar ook de reactie van de financiële markten. Op dit ogenblik is zelfs een eerste renteverhoging in september nog niet volledig door de obligatiemarkten ingeprijsd. Een effectieve renteverhoging kan bijgevolg tot een grotere volatiliteit op de wereldwijde obligatiemarkten leiden. De al bij al gematigde inflatieomgeving geeft de Fed de ruimte om na september een eerder afwachtende houding aan te nemen in vergelijking met haar vroegere verkrappingscycli.

Grexit-risico ontijdend

De voorbije maand is er een oplossing uit de bus gekomen voor een potentieel existentiële bedreiging voor de eurozone, de zogenoemde *Grexit*. Zonder bijkomende externe financiële

hulp zou Griekenland in juli niet hebben kunnen voldoen aan zijn verplichtingen ten opzichte van de ECB. Dat zou hoogstwaarschijnlijk hebben geleid tot een einde van het Griekse EMU-lidmaatschap.

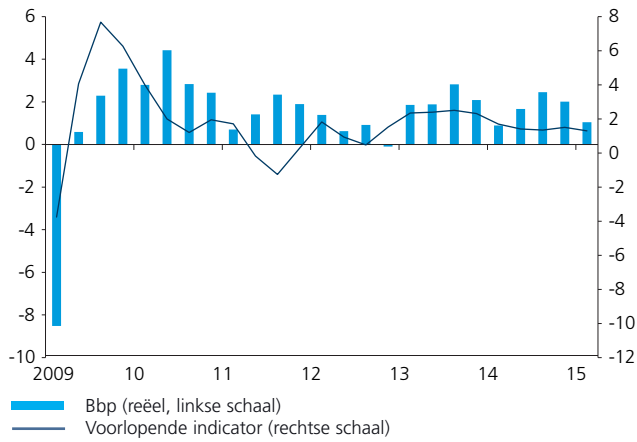
Na het beëindigen van de kwantitatieve versoepelingen en het communicatiebeleid van de *forward guidance* is nu de ommekeer van het nulrentenbeleid zelf aan de beurt.

Een overbruggingsfinanciering door het EU-noodfonds EFSM kocht tijd voor verdere onderhandelingen, die uiteindelijk leiden tot een akkoord over een derde hulppakket voor Griekenland. Dat zal drie jaar lopen en een omvang hebben van circa 86 miljard EUR. Vermits deze financiële hulp vooral dient voor de aflossing van bestaande schulden, die Griekenland onmogelijk uit eigen kracht tot een houdbaar niveau kan terugdringen, zal een definitieve oplossing voor de Griekse schuldenproblematiek uiteindelijk niet om een schuldherschikking heen kunnen. Allicht zal die de vorm aannemen van een verdere looptijdverlenging en verlaging van de rentelasten. Voor een expliciete schuldkwijtschelding zijn de Europese politieke geesten immers nog niet rijp.

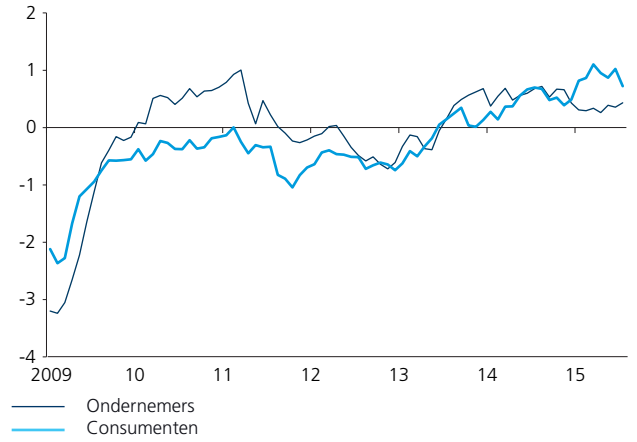


Dieter Guffens
dieter.guffens@kbc.be

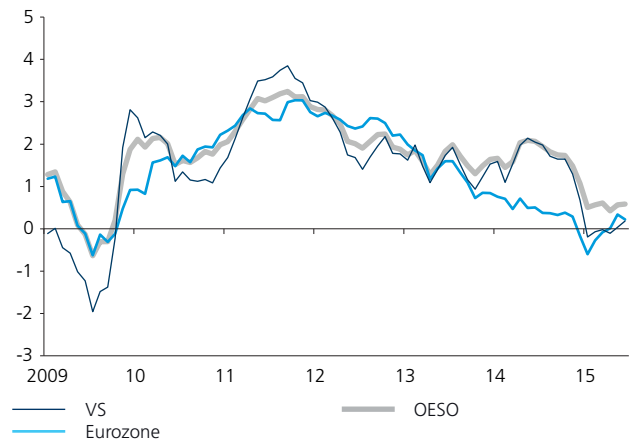
Economische activiteit in de OESO
(kwartaalwijziging op jaarbasis in %)



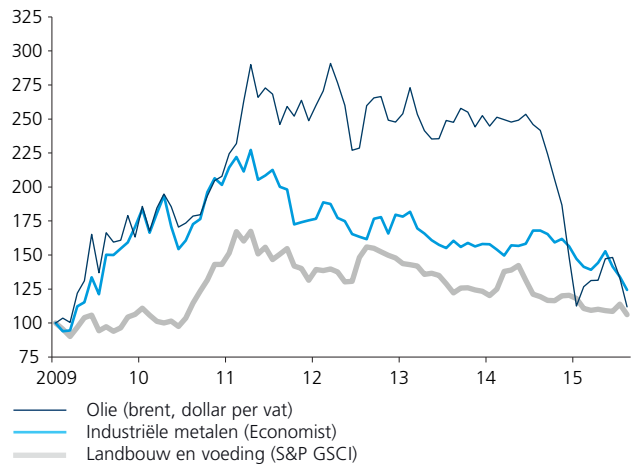
Vertrouwen G4
(standaardafwijking van het LT-gemiddelde)



Inflatie
(consumptieprijsindex, jaarwijziging in %)



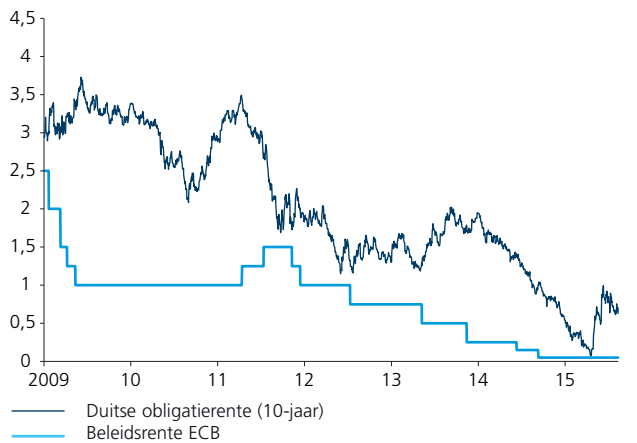
Grondstoffenprijzen
(januari 2009 = 100)



Renteverloop VS
(in %)



Renteverloop eurozone
(in %)



	Reële bbp-groei		Inflatie	
	2015	2016	2015	2016
VS	2,3	2,8	0,3	2,5
Eurozone	1,6	1,9	0,3	1,7
België	1,4	1,7	0,4	1,4
Duitsland	1,8	2,1	0,2	1,8
Ierland	5,0	4,2	0,1	1,0
VK	2,7	2,4	0,5	1,6
Zweden	2,5	2,6	0,3	1,6
Noorwegen	1,6	2,1	2,2	2,3
Zwitserland	0,6	1,1	-1,0	0,0
Slowakije	3,0	3,2	0,0	1,3
Polen	3,6	3,9	-0,4	1,7
Tsjechië	4,0	2,5	0,4	1,6
Hongarije	3,1	2,5	0,5	2,8
Bulgarije	1,7	2,0	-0,3	1,0
Rusland	-3,5	0,5	15,0	7,3
Turkije	3,0	3,6	7,0	6,6
Japan	0,9	1,3	0,7	1,3
China	6,8	6,5	1,5	2,1
Australië	2,3	2,9	1,8	2,5
Nieuw-Zeeland	2,9	2,6	0,6	2,0
Canada	2,0	2,2	1,1	2,1

	Beleidsrentes			
	17-08-2015	+3m	+6m	+12m
VS	0,25	0,50	0,75	1,00
Eurozone	0,05	0,05	0,05	0,05
VK	0,50	0,50	0,75	1,00
Zweden	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35
Noorwegen	1,00	1,00	1,00	1,00
Zwitserland	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
Polen	1,50	1,50	1,50	1,75
Tsjechië	0,05	0,05	0,05	0,05
Hongarije	1,35	1,35	1,50	1,75
Roemenië	1,75	1,75	1,75	1,75
Rusland	11,00	10,00	9,00	9,00
Turkije	7,50	7,75	8,00	8,25
Japan	0,10	0,10	0,10	0,10
China	4,85	4,85	4,60	4,60
Australië	2,00	2,00	2,00	2,00
Nieuw-Zeeland	3,00	2,75	2,75	2,75
Canada	0,50	0,50	0,50	0,75

	Wisselkoersen			
	17-08-2015	+3m	+6m	+12m
USD per EUR	1,11	1,05	1,00	1,00
GBP per EUR	0,71	0,69	0,67	0,66
SEK per EUR	9,44	9,50	9,40	9,20
NOK per EUR	9,14	9,00	8,75	8,50
CHF per EUR	1,08	1,10	1,10	1,10
PLN per EUR	4,17	4,12	4,07	4,03
CZK per EUR	27,01	27,10	27,10	27,00
HUF per EUR	309,61	310,00	308,00	305,00
RON per EUR	4,43	4,43	4,43	4,43
BGN per EUR	1,96	1,96	1,96	1,96
RUB per EUR	72,64	70,35	70,00	70,00
TRY per EUR	3,17	3,05	3,00	3,10
JPY per EUR	138,09	130,20	125,00	125,00
RMB per USD	6,39	6,40	6,40	6,40
USD per AUD	0,74	0,72	0,71	0,70
USD per NZD	0,66	0,65	0,64	0,63
CAD per USD	1,31	1,32	1,33	1,34

	Tienjaarsrentes			
	17-08-2015	+3m	+6m	+12m
VS	2,16	2,50	2,80	2,85
Duitsland	0,64	0,90	1,00	1,25
België	0,98	1,20	1,25	1,45
Ierland	1,25	1,55	1,60	1,85
VK	1,83	2,15	2,30	2,40
Zweden	0,67	0,90	1,00	1,25
Noorwegen	1,45	1,75	1,85	2,10
Zwitserland	-0,19	0,10	0,20	0,45
Slowakije	0,97	1,15	1,20	1,45
Polen	2,78	3,30	3,40	3,70
Tsjechië	0,90	1,00	1,10	1,35
Hongarije	3,56	3,70	3,60	3,75
Bulgarije	3,30	3,35	3,40	3,45
Rusland	11,16	12,00	12,00	12,00
Turkije	9,70	9,80	10,35	10,65
Japan	0,39	0,50	0,55	0,60
China	3,54	3,30	3,10	3,10
Australië	2,75	3,10	3,40	3,45
Nieuw-Zeeland	3,36	3,90	4,20	4,25
Canada	1,37	1,90	2,20	2,25