



Economische Berichten

■ nr. 43 ■ 18 november 2015

VOORUITZICHTEN WERELDECONOMIE

Wereldeconomie zet zich schrap voor einde nulrentebeleid

De voorbije maand kende de wereldconjunctuur een stabilisatie. Dat kwam onder meer tot uiting in de stijging van het producentenvertrouwen in de opkomende economieën. Ook de stabilisatie van de Chinese kwartaalgroei en de voorlopige ommekeer van de kapitaaluitstroom uit de opkomende economieën suggereren dat de appelflawwte tijdens de zomermaanden tenminste voorlopig voorbij is. Ook de ontwikkeling in de westerse economieën blijft hoopgevend. Terwijl de binnenlandse vraag in de eurozone zich verder herstelt en blijft profiteren van de lage energie- en grondstoffenprijzen, vaagde in de VS het arbeidsmarktrapport voor oktober alle twijfels weg over de kracht van de Amerikaanse conjunctuurdynamiek. Een eerste renteverhoging door de Fed in december is nu zeer waarschijnlijk. In anticipatie hierop stegen zowel de Amerikaanse als, zij het in mindere mate, de Duitse tienjaarsrente. De afwezigheid van *headline*-inflatie in de eurozone heeft de ECB daarentegen geïnspireerd tot de aankondiging van een waarschijnlijke versoepeling van haar beleid in december. Die beleidsdivergentie heeft alvast geleid tot een verzwakking van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Het inflatoir effect daarvan helpt de ECB alvast bij het opkrikken van de inflatie in de eurozone.

Algemeen perspectief

Economische omgeving 2
• Opkomende economieën blijven kwetsbaar

Amerika

Verenigde Staten 4
• Eerste beleidsrenteverhoging in zicht

Europa

Eurozone 6
• Groeivooruitzicht robuust ondanks vertraging in derde kwartaal

Verenigd Koninkrijk 8
• Groei blijft robuust

Centraal-Europa 9
• Relatief sterke groeiers

Azië - Latijns-Amerika

Ontluikende markten 10
• Groei vertraagt en risico's zijn toegenomen

Japan 12
• Voorlopig geen beterschap

Tabellen

Groei - Inflatie - Rentes en Wisselkoersen 13

Economische omgeving

Opkomende economieën blijven kwetsbaar

De voorbije maand ebde de bezorgdheid over de opkomende markten wat weg. Nog in de zomermaanden was er vrees dat de groeivertraging in die economieën sterker dan verwacht zou zijn en het herstel in de westerse economieën in het gedrang zou kunnen brengen.

De groeivertraging in de opkomende markten viel echter al met al nog mee. Zo hield bijvoorbeeld de groeidynamiek van de Chinese economie in het derde kwartaal stand ten opzichte van het tweede kwartaal (1,8% niet geannualiseerd). Bovendien komt de recente verzwakking van een aantal Chinese industriële indicatoren niet onverwacht, vermits ze kadert binnen een bewust beleid van stimulering van de private consumptie ten koste van de investeringsgroei. Ook de verlaging van de verwachte gemiddelde groei in China voor de komende vijf jaar naar 6,5% is een gevolg van deze transitie.

Daarnaast zorgde ook het uitstel van de eerste renteverhoging door de Amerikaanse Fed in september, althans voorlopig, voor een einde aan de kapitaaluitstroom uit de opkomende economieën. In Turkije zorgde de verkiezingsoverwinning van de AKP-partij van president Erdogan dan weer voor optimisme op de financiële markten, die een einde zagen aan een periode van politieke onzekerheid.

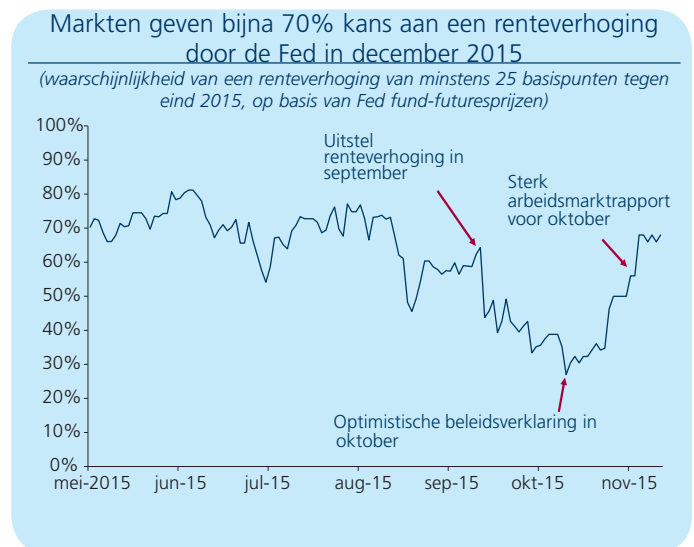
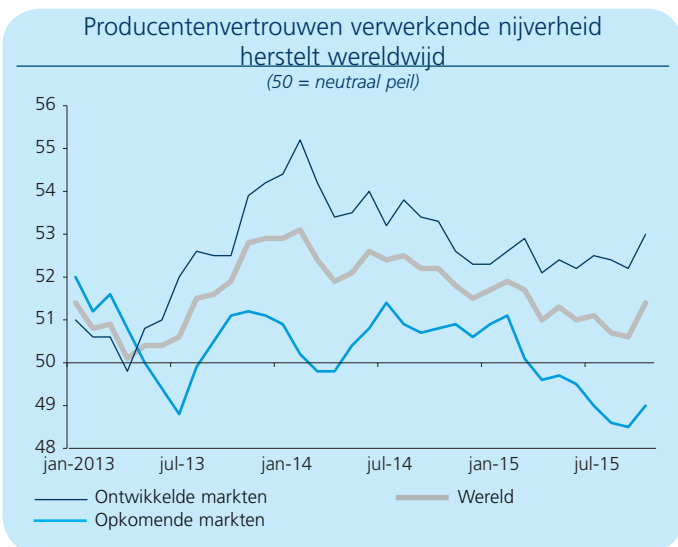
Niettemin blijven vele opkomende economieën kwetsbaar. Grondstoffenexporteurs blijven lijden onder hun lage exportprijzen. Vooral de dalende metaalprijzen springen daarbij in het oog. De afgenomen vraag door de groeivertraging in vooral China speelt hierbij allicht een belangrijke rol. Ondertussen blijft ook de olieprijs onder 50 dollar per vat Brentolie. Latijns-Amerikaanse markten, maar ook Rusland en zelfs de Arabische

olie-exporterende landen blijven daardoor onder druk.

De tweede bron van kwetsbaarheid blijft de recent weer toegenomen waarschijnlijkheid van een spoedige ommekeer van het rentebeleid door de Fed. Die zal naar alle waarschijnlijkheid de internationale kapitaaluitstroom uit de opkomende markten opnieuw op gang brengen, met verzwakkende wisselkoersen, hogere rentes en verdere groeivertragingen tot gevolg. De opkomende markten in Azië lijken dankzij hun gezonde economische fundamenten, zoals hun lopende rekening, die ontwikkeling nog het best te kunnen opvangen.

Groei wereldeconomie versnelt opnieuw in 2016

De groei van de wereldeconomie zal per saldo in 2015 een stuk lager liggen dan in 2014 (2,9% in vergelijking met 3,3%). We verwachten echter dat die groei in 2016 opnieuw aantrekt tot circa 3,4%. Dat heeft vooreerst te maken met onze verwachting dat de groeivertraging in de opkomende markten niet een omvang aanneemt die via het handelskanaal het westers groeiherstel in het gedrang kan brengen. Daarnaast zal ook de groei in de eurozone verder aantrekken, vooral ondersteund door de groei van de particuliere consumptie. Die wordt op zijn beurt geschraagd door de reële loongroei als gevolg van de lage energieprijzen en de geleidelijke verdere daling van de Europese werkloosheidsgraad. De verwachte groei voor 2016 (1,9%) ligt immers een stuk boven het potentiële groeitempo. Een groei-vriendelijker begrotingsbeleid en een allicht nog stimulerender monetair beleid van de ECB zullen ook hun steentje bijdragen. Als gevolg van de verbeterde concurrentiekracht van vele perifere eurolanden en de depreciatie van de euro draagt ook de netto-uitvoer bij tot de economische groei van de eurozone.





Reële bbp-groei	2014	2015	2016
Amerika	2,1	1,6	2,3
Noord-Amerika	2,4	2,4	2,9
Latijns-Amerika	1,5	0,0	0,9
Europa	1,4	1,2	1,9
Eurozone	0,8	1,6	1,9
Centraal-Europa	2,9	3,3	3,2
Azië	5,5	5,2	5,3
Japan	-0,1	0,5	1,3
Azië excl. Japan	6,4	6,1	6,0
China	7,3	6,8	6,5
India	7,3	7,3	7,5
Wereld	3,3	2,9	3,4
Olieprijs (Brent per vat in USD, einde jaar)	56	55	60

De groeimotor van de wereldeconomie blijft echter de Amerikaanse economie. Per saldo kwamen er in oktober 271000 nieuwe banen bij, wat de werkloosheidsgraad deed dalen tot 5,0%. Dat nam elke twijfel over de arbeidsmarktdynamiek in de VS weg die was ontstaan na de ontgoochelende arbeidsmarkt-rapporten van de maanden voordien. Opvallend was ook dat er tekenen van opkomende loondruk zichtbaar werden. Zo steeg de jaargroei van het gemiddelde uurloon in oktober tot 2,5% ten opzichte van 2,2% in september. De komende maanden zal moeten blijken of dat een eenmalig fenomeen was, of dat de VS-economie zich nu effectief in de buurt van volledige werkgelegenheid bevindt, met stijgende lonen tot gevolg.

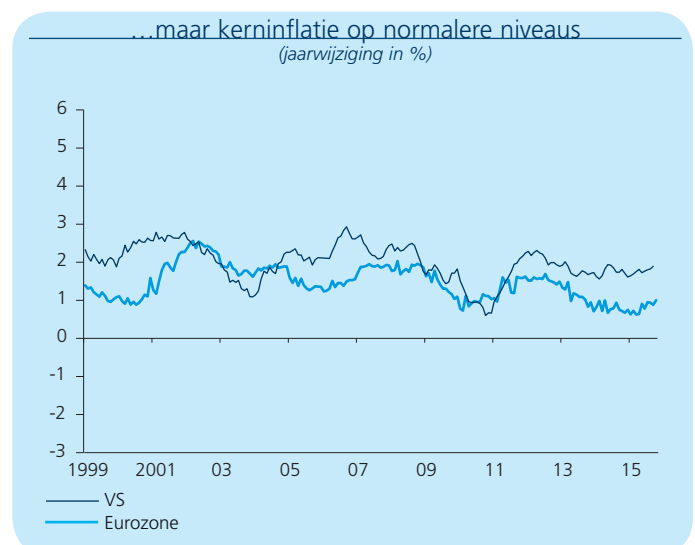
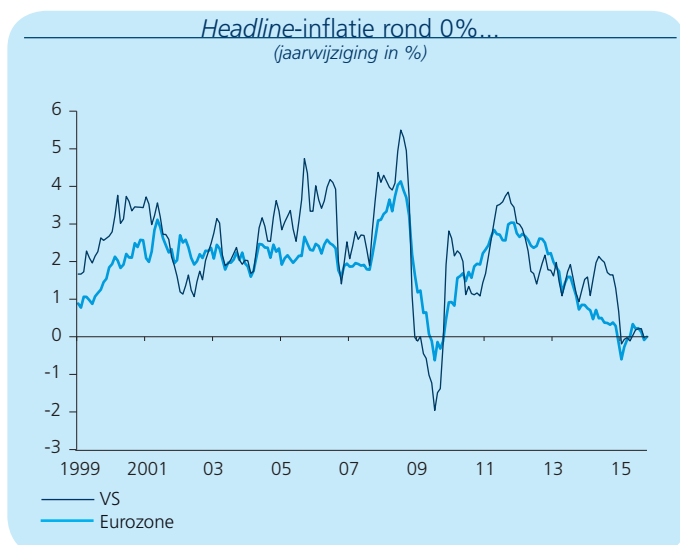
Tegen de achtergrond van de huidige afwezigheid van *headline*-inflatie betekenen die reële loonstijgingen samen met het toegevoegde aantal banen dat de groei van de particuliere consumptie de belangrijkste drijfveer blijft van de Amerikaanse groei. De zwakkere groei in het derde kwartaal was vrijwel volledig het gevolg van voorraadafbouw en is allicht slechts tijdelijk. Voor 2016 verwachten we bijgevolg een aantrekkelijke groei van 2,9%, die net zoals in de eurozone boven het potentiële groeitempo ligt.

Fed versus ECB

Het sterke banenrapport voor oktober en de formulering van de persverklaring na de beleidsvergadering van de Fed in oktober maken een eerste renteverhoging door de Fed in december zeer waarschijnlijk. Ze beschouwt de lage *headline*-inflatie (0,2% in oktober) als een tijdelijk fenomeen, veroorzaakt door de eerdere daling van de olieprijs en de versterkte wisselkoers van de dollar. De ECB daarentegen volgt de lage *headline*-inflatie in de eurozone op de voet (0,1% in oktober) en kondigde met vrijwel zekerheid een uitbreiding van haar stimuleringsbeleid voor haar vergadering in december aan. Een mogelijke drijfveer voor dat beleidsverschil is dat de onderliggende kerninflatie in de eurozone (1,1%) een stuk onder die in de VS ligt (1,9%) en nog altijd ver verwijderd is van de 2% inflatie die de ECB op middellange termijn wil bereiken. Als gevolg van die beleidsdivergentie verzwakte de euro verder ten opzichte van de dollar en liep het renteverval tussen Amerikaanse en Duitse overheidsobligaties op.



Dieter Guffens
dieter.guffens@kbc.be



Verenigde Staten

Eerste beleidsrenteverhoging in zicht

Zoals verwacht was de zwakke groei tijdens het eerste kwartaal van 2015 slechts tijdelijk. In het tweede kwartaal groeide het reële bbp met 3,9% op jaarbasis ten opzichte van het voorgaande kwartaal. De voorlopige cijfers voor het derde kwartaal wijzen opnieuw op een zwakkere groei, al was dat vooral het gevolg van voorraadafbouw en kunnen de herzieningen daar nog verandering in brengen. Toch blijft de samenstelling van de groei geruststellend. De groeibijdrage van de binnenlandse vraag en meer bepaald van de private consumptie blijft immers solide. Dat bevestigt ons scenario van consumptiegedreven groei in de context van een verbeterende arbeidsmarkt met gradueel toenemende loondruk.

Consumptie als basis voor de groei

Ondanks het uitblijven van significante opwaartse loondruk, vormde de particuliere consumptie tijdens de voorbije twee kwartalen opnieuw de belangrijkste groeimotor. De lage inflatie, sterke dollar en de verdere verbeteringen op de arbeidsmarkt droegen daartoe bij. Hoewel de jobcreatie in augustus en september vertraagde, vertoonde het oktoberrapport een krachtig herstel. Bovendien bevindt het consumentenvertrouwen zich, ondanks de recente verzwakking, nog altijd op een hoog niveau. Daaruit besluiten we dat de private consumptie ook in de komende kwartalen de belangrijkste groeibijdrage zal leveren.

De voornaamste reden voor de lagere groei tijdens het derde kwartaal was de negatieve groeibijdrage van de voorradencomponent. De oorzaak daarvan ligt in het eerste kwartaal van dit jaar. Het slechte weer en stakingen in enkele westelijke havens remden toen de private consumptie af. Bijgevolg

werden bedrijven gedwongen tot voorraadopbouw. Tijdens het derde kwartaal deden ze die opnieuw slinken, wat de groei neerwaarts beïnvloedde. Die scherpe voorraadwijziging is evenwel tijdelijk. We verwachten dus geen grote invloed van de voorraadcomponent op de bbp-groei in de komende kwartalen.

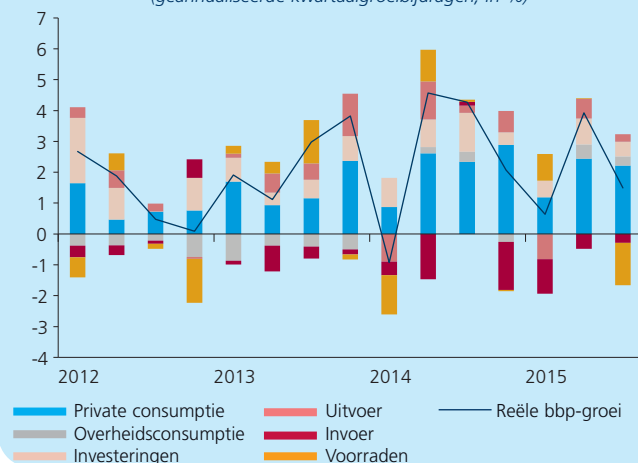
Naast de voorraden daalde ook de groei van de investeringen. De geannualiseerde kwartaalgroeibijdrage bedroeg 0,5% tegenover 0,8% in het tweede kwartaal. Vooral de investeringen in de energiesector vielen sterk terug als gevolg van de scherpe daling van de olieprijs tijdens de voorbije twaalf maanden. Anderzijds bleef de groei van de investeringen in woningen nog steeds op een gezond niveau. Het hoge consumentenvertrouwen ondersteunt de huizenmarkt, terwijl de stijgende huizenprijzen op hun beurt via positieve vermogens-effecten de particuliere consumptie verder aanzwengelen.

Arbeidsmarkt in goede gezondheid

Het zeer goede arbeidsmarktrapport van oktober heeft de twijfels die de zwakkere rapporten van augustus en september veroorzaakten volledig van de kaart geveegd. Met een jobcreatie van 271000 en een werkloosheidsgraad van slechts 5,0%, draait de motor van de arbeidsmarkt op volle toeren. De meeste jobs werden gecreëerd in de dienstensector. De algemene zwakte in de industriële sectoren lijkt de dienstensector dus niet te hinderen, wat het vertrouwen in de robuustheid van de Amerikaanse economie vergroot. Ook andere arbeidsmarkt-indicatoren doen het beste verhoppen. Het aandeel van werknemers die ongewild deeltijds werken om economische redenen is sterk gedaald. Bovendien nemen meer werknemers vrijwillig

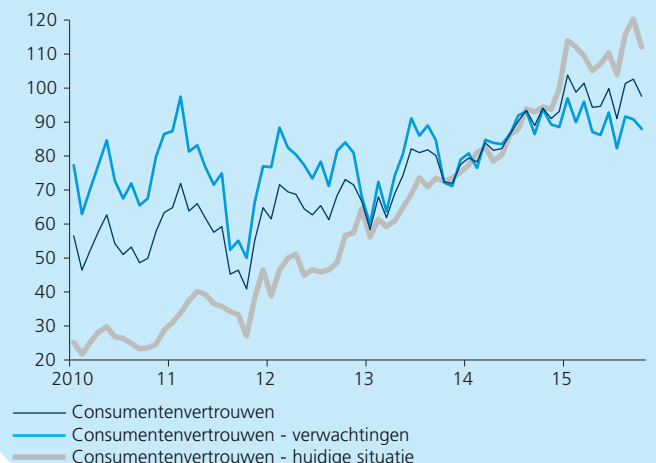
Sterke binnenlandse vraag bevestigt robuustheid van de economie

(geannualiseerde kwartaalgroeibijdragen, in %)



Consumenten belangrijkste drijfveer voor groei

(index, 1985 = 100)





Vooruitzichten VS	2014	2015	2016
Reële bbp-groei	2,4	2,5	2,9
Inflatie	1,6	0,2	2,2

	16-11-2015	+3m	+6m	+12m
Beleidsrente	0,25	0,50	0,75	1,25
Tienjaarsrente	2,26	2,50	2,65	2,80
USD per EUR	1,07	1,03	1,03	1,05

ontslag omdat ze de kans om een nieuwe job te vinden hoog inschatten. De eerste tekenen van opwaartse loondruk zijn daarenboven eindelijk zichtbaar.

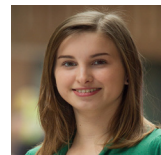
Renteverhoging in december waarschijnlijk

Tegen onze verwachtingen in besliste de Amerikaanse centrale bank om de beleidsrente niet te verhogen tijdens haar septembervergadering. Ondanks de stevige resultaten op de arbeidsmarkt en de forse economische groei tijdens het tweede kwartaal, haalde de Fed toch nog een aantal argumenten aan om de rente op het historisch lage niveau te houden. Opmerkelijk was dat de centrale bank daarbij haar bezorgdheid uitte over de mogelijke impact van de wereldwijde economische en financiële ontwikkelingen op de Amerikaanse groei en inflatie. De toegenomen volatiliteit op de financiële markten tijdens de zomermaanden, die overigens van tijdelijke aard was, spoorde de Fed aan om de kat uit de boom te kijken en een voorzichtige houding aan te nemen.

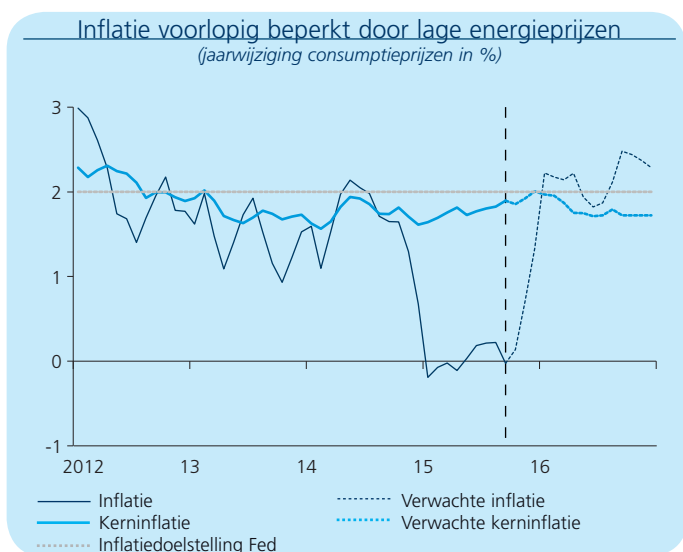
De toon van het persbericht na de oktoberbijeenkomst was

evenwel een stuk optimistischer. Verschillende elementen in het bericht doen vermoeden dat het begin van de monetaire normalisering nadert. Ten eerste blijft de Fed de ontwikkelingen in de rest van de wereld nog opvolgen, maar worden ze niet meer als directe bedreiging voor de Amerikaanse economie gezien. De verminderde volatiliteit en de geruststellende Chinese groei-cijfers voor het derde kwartaal speelden daarbij een belangrijke rol. Vervolgens is de omschrijving van de Amerikaanse economie dezelfde gebleven ondanks de zwakkere resultaten van de voorbije maanden. De Fed ziet de recente verzwakking dus als tijdelijk intermezzo. Tot slot vernoemt de centrale bank voor het eerst uitdrukkelijk de volgende beleidsvergadering in december als mogelijk moment om de rente te verhogen.

De kans op een eerste renteverhoging in december is dus sterk toegenomen na deze verklaring. Volledige zekerheid erover is er evenwel nog niet. De Fed benadrukt dat haar beslissing afhankelijk blijft van de beschikbare data. Een verdere vooruitgang in de richting van haar doelstellingen van volledige werkgelegenheid en 2% inflatie op middellange termijn is nog steeds de noodzakelijke voorwaarde die moet vervuld zijn. Ons scenario gaat uit van een verdere verbetering op de arbeidsmarkt, toenemende inflatie als gevolg van statistische basiseffecten, een sterke private consumptiegroei en verdere loonstijgingen door de steeds krappere arbeidsmarkt. Tenzij de data aanzienlijk teleurstellen tijdens de komende weken, verwachten we bijgevolg een eerste renteverhoging met 25 basispunten in december. Daarna zal de Fed haar verstrakkingscyclus traag maar gestaag voortzetten.



Jill Van Goubergen
jill.vangoubergen@kbc.be



Eurozone

Groei vooruitzicht robuust ondanks vertraging in derde kwartaal

In het derde kwartaal van 2015 groeide de eurozone met 0,3% in vergelijking met het voorgaande kwartaal. In vergelijking met hetzelfde kwartaal in 2014 was de stijging 1,6%. Op nationaal niveau zien we een kwartaalgroei van 0,2% voor Italië en 0,3% voor Duitsland en Frankrijk. Spanje blijft de sterkste presteerder van de vier grootste eurozone-economieën met een kwartaalgroei van 0,8%. In Portugal viel de groei dan weer stil.

Voor 2015 en 2016 verwachten we bbp-groei cijfers van respectievelijk 1,6% en 1,9%, gedragen door de private consumptie en investeringen. Ook de internationale handel zal voor een beperkte groeibijdrage zorgen in 2016, voornamelijk door de uitvoergroei naar het VK en de VS en op voorwaarde dat de economische groei in de ontwikkelende economieën niet verder verzwakt. De voornaamste impulsen voor de groei in de eurozone zullen de zwakke euro, de lage olieprijs en het uiterst accommoderend monetair beleid van de ECB zijn. Ook de overgang van een neutraal naar een licht stimulerend budgettair beleid in 2016 zal de economieën in de eurozone extra zuurstof geven.

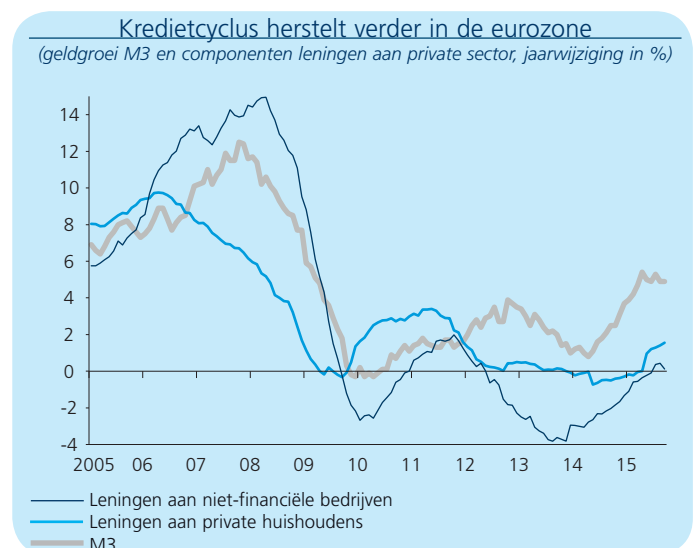
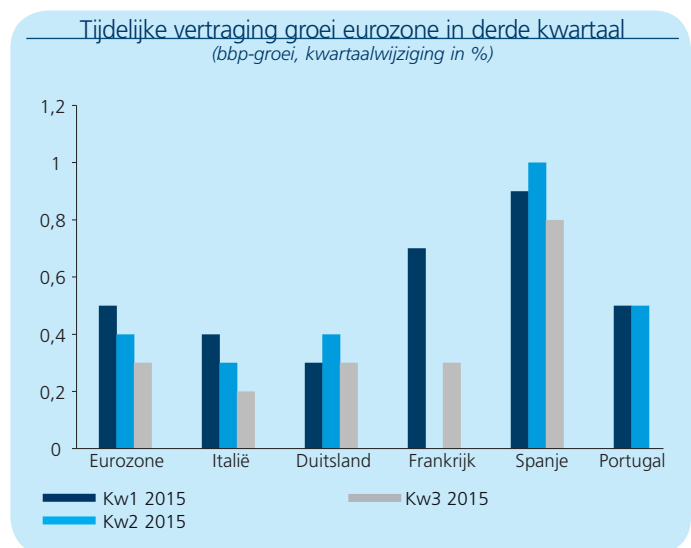
Nu de Griekse schulden crisis (tijdelijk) bezworen is door het akkoord rond het derde steunpakket staat de vluchtelingen crisis bovenaan de Europese politieke agenda. Uit economisch perspectief zal de toestroom van vluchtelingen op korte termijn voor een bijkomende economische impuls zorgen via consumptie, investeringen (voornamelijk in de bouwsector) en budgettaire versoepeling. Op langere termijn kan zij de daling van de beroepsbevolking tegengaan, op voorwaarde dat de vluchtelingen werk vinden in de EU. Politiek gezien is de vluchtelingen crisis voornamelijk een uitdaging voor de sterkte en samenhang van de Unie.

Kredietverlening trekt verder aan

De Bank Lending Survey van de ECB toonde een breed herstel van de kredietvraag en het kredietaanbod in het derde kwartaal van 2015. Zowel voor bedrijfs- als consumentenkredieten werden de kredietvoorwaarden minder streng en dit deels onder impuls van de bijkomende liquiditeiten die de ECB via het *Asset Purchase Programme* (APP) in de markt pompte. Binnen de groep van bedrijven zagen vooral kmo's, de ruggengraat van de economieën in de eurozone, hun kredietvoorwaarden versoepelen in het voorbije kwartaal. Voor het vierde kwartaal verwachten de banken een verdere versoepeling van de kredietvoorwaarden en een stevige toename van de vraag, voornamelijk voor leningen aan bedrijven. Hoewel de kredietverlening zich nog steeds onder het peil van vóór de crisis bevindt, is het herstel toch goed nieuws voor de investeringen en consumptie en bijgevolg ook voor de economische groeiverwachtingen in de eurozone.

Consumptie blijft voornaamste sterkhouders

In de huidige herstelperiode is de consumptie de belangrijkste groeimotor gebleken voor de eurozone. Vooral de lage grondstoffenprijzen en de daling van de werkloosheidsgraad hebben de koopkracht van de gezinnen verhoogd in de voorbije maanden waardoor deze meer konden consumeren. De nominale loongroei heeft dan weer weinig bijgedragen tot het huidige economische herstel. De werkloosheidscijfers en de werkgelegenheids groei zijn daarvoor, zeker in de zuidelijke landen, nog steeds niet voldoende hersteld. Ook voor de komende kwartalen verwachten we dat de private consumptie een belangrijke groeibijdrage voor de eurozone zal leveren.





Vooruitzichten eurozone	2014	2015	2016
Reële bbp-groei	0,8	1,6	1,9
Inflatie	0,4	0,1	1,2

	16-11-2015	+3m	+6m	+12m
Beleidsrente ECB	0,05	0,05	0,05	0,05
Tienjaarsrente Duitsland	0,55	0,90	1,10	1,25

Investerings blijven Achillespees van Europees herstel

Tot nu toe liggen de totale investeringsuitgaven nog steeds gevoelig onder het niveau van voor de crisis. Dit kan grotendeels verklaard worden door het voorzichtige karakter van het groeiherstel, onzekerheid over het beleid in de eurozonelanden en de hoge bedrijfsschulden, die de bankbalansen en het bankvertrouwen aantasten en bovendien bedrijven tegenhouden om verder schulden op te bouwen. Dat alles betekent dat het herstel in de eurozone kwetsbaar blijft. Naast een stevige groei bijdrage van de private consumptie verwachten we echter dat ook de investeringsvraag in de komende kwartalen de economische groei geleidelijk aan zal beginnen te ondersteunen. We zien immers stilaan de vraag naar leningen door bedrijven stijgen, de verkrappingsbeweging van de kredietvoorwaarden door banken omkeren en het ondernemersvertrouwen verbeteren.

Export gesteund door zwakke euro

Zowel voor 2015 als 2016 verwachten we een positieve groei bijdrage van de netto-uitvoer als gevolg van de verzwakte

wisselkoers van de euro en de robuuste groeiprestaties in de VS en het VK. De groeivertraging in China en bij uitbreiding de opkomende economieën zal de groei in de eurozone naar alle waarschijnlijkheid slechts in beperkte mate negatief beïnvloeden. Indien de turbulentie omtrent de opkomende economieën echter aanhoudt of de economische terugval van die markten sterker is dan tot nu toe verwacht, kan dat de exportgroei van de eurozone negatief beïnvloeden.

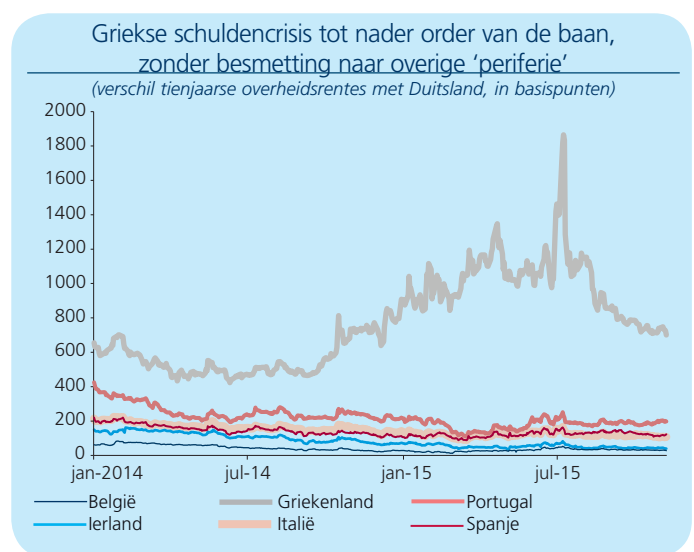
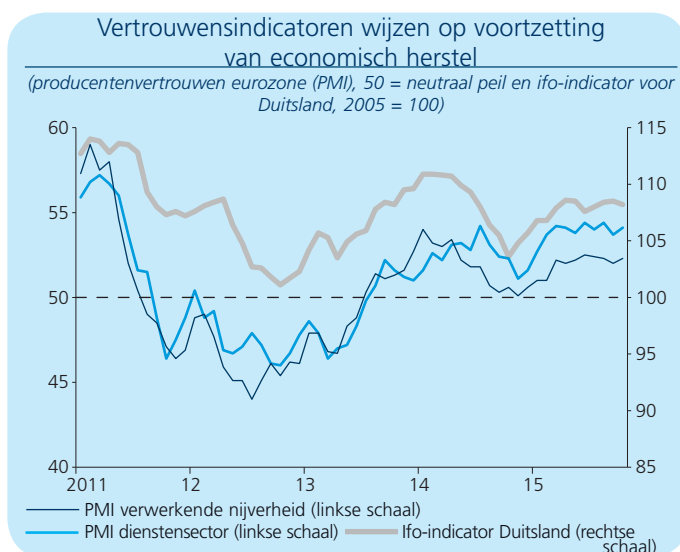
Monetaire en budgettaire versoepeling

Ondanks het zeer accommoderende monetaire beleid van de ECB blijven de inflatiecijfers momenteel ver beneden de 2%-inflatie doelstelling. Meer nog, ze daalden dit jaar zelfs tot tweemaal toe onder nul. De voornaamste reden hiervoor is de daling van de energieprijzen die in de tweede helft van 2014 werd ingezet. Laten we de energiecomponent uit de inflatieberekening, dan zien we een stabielere inflatieverloop tijdens het voorbije jaar. Zelfs indien de olieprijs rond het huidige niveau blijft schommelen is het zeer waarschijnlijk dat de *headline*-inflatie tegen het eind van 2015 als gevolg van statistische basiseffecten een opwaartse tik zal krijgen.

Niettemin zal de *headline*-inflatie in de eurozone in 2016 zonder een opwaartse olieprijscorrectie of een onverwacht sterke opwaartse binnenlandse of buitenlandse prijsdruk gevoelig onder de ECB-doelstelling van net geen 2% blijven. De ECB heeft dan ook aangegeven dat een verdere monetaire versoepeling, bijvoorbeeld een uitbreiding van het APP, waarschijnlijk is in december.



Cora Vandamme
cora.vandamme@kbc.be



Verenigd Koninkrijk

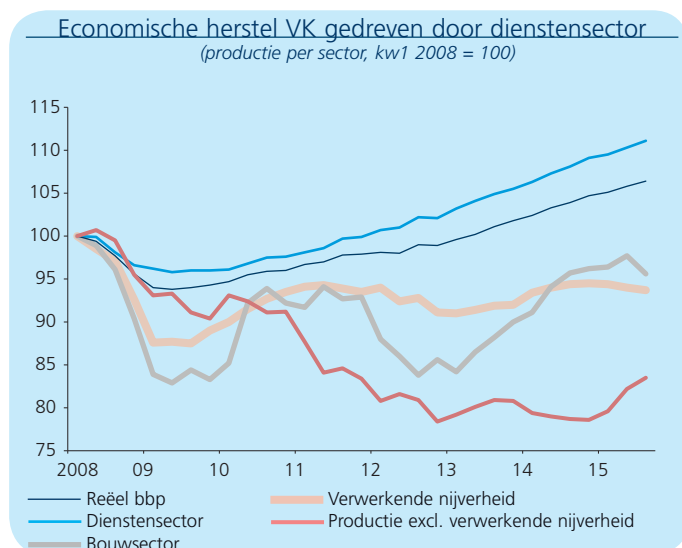
Groei blijft robuust

Volgens een voorlopige schatting van het *Office for National Statistics* (ONS) groeide het reële bbp van het Verenigd Koninkrijk met 0,5% in het derde kwartaal. Onderliggend was er vooral zwakte in de verwerkende nijverheid en in de bouwsector, terwijl de dienstensector opnieuw groeide.

Net als in het voorbije kwartaal zullen de zwakke wereldgroei en de appreciatie van het pond waarschijnlijk ook de komende kwartalen wegen op de netto-export. De binnenlandse private vraag zal daarentegen sterk blijven, gesteund door versoepelde kredietvoorwaarden en een voortzetting van de reële en nominale inkomensgroei als gevolg van de toenemende krapte op de arbeidsmarkt. Het grootste neerwaartse risico voor de groei in het VK is een bijkomende vertraging van de ontwikkelende economieën die het vertrouwen zou aantasten en daardoor ook de binnenlandse vraag.

Renteverhoging Bank of England in 2016

Net als de Federal Reserve (Fed) in de VS zal ook de Bank of England (BoE) in het VK naar alle waarschijnlijkheid het monetaire beleid in de komende maanden verstrakken. De exacte timing van de verstrakking is moeilijk in te schatten. De lage huidige *headline*-inflatie (-0,1% in september) mag dan wel voornamelijk een gevolg zijn van de lage grondstoffenprijzen en de appreciatie van het pond, het uitblijven van sterke opwaartse binnenlandse prijsdruk zorgde ervoor dat slechts één van de negen BoE-leden voor een renteverhoging stemde tijdens de beleidsvergadering in oktober. In de komende maanden zal de inflatie stijgen als gevolg van statistische basiseffecten, wanneer de daling van de olieprijs in 2014 uit de jaar-op-jaarvergelijking verdwijnt. Gaat deze stijging gepaard met een verdere toename van de binnenlandse prijsdruk, dan vergroot de kans dat de BoE de beleidsrente



Vooruitzichten VK	2014	2015	2016
Reële bbp-groei	2,6	2,7	2,4
Inflatie	1,5	0,1	1,4

	16-11-2015	+3m	+6m	+12m
Beleidsrente	0,50	0,50	0,75	1,00
Tienjaarsrente	1,97	2,20	2,36	2,60
GBP per EUR	0,71	0,70	0,69	0,68
USD per GBP	1,52	1,46	1,49	1,54

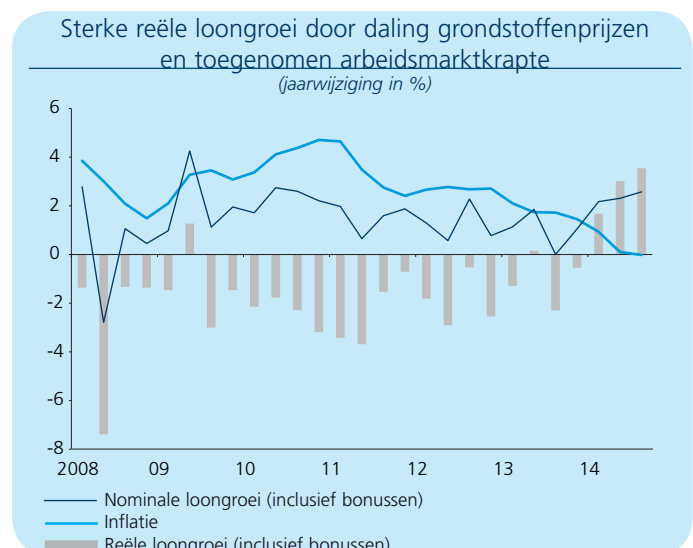
reeds zal optrekken in de eerste jaarthelft van 2016. Ook de beleidsbeslissingen van de Fed in de VS en de ECB in de eurozone zullen het monetaire beleid van de BoE indirect beïnvloeden.

Referendum

In 2016 zullen de Britten zich via een referendum kunnen uitspreken over het EU-lidmaatschap van het VK. Recente peilingen geven aan dat de Britten waarschijnlijk voor het EU-lidmaatschap zullen stemmen (gemiddeld ongeveer 44% voor en 38% tegen) maar de kloof tussen voor- en tegenstanders is de voorbije maanden wel kleiner geworden, voornamelijk als gevolg van de vluchtelingenproblematiek. We verwachten echter nog steeds dat de voorstanders zullen winnen want er staat veel op het spel voor de Britten, zoals de aanwezigheid van het Europese financiële hart in Londen en medezeggenschap in de regels van de Europese eenheidsmarkt. Verder is het ook waarschijnlijk dat de Schotse onafhankelijkheidswens terug op tafel komt als het VK de EU zou verlaten.



Cora Vandamme
cora.vandamme@kbc.be



Centraal-Europa

Relatief sterke groeiers

De Centraal-Europese landen behoorden de voorbije jaren tot de best presterende economieën in de EU. Sinds het Europese herstel begin 2013 aanvatte, nam het reële bnp in de grootste landen in de regio met 9,0% (Polen), 8,0% (Tsjechië), 7,8% (Hongarije) en 7,3% (Slowakije) toe. Voor de eurozone bedroeg de groei in die periode maar 3,0%. De binnenlandse vraag was in de voorbije kwartalen de voornaamste drijvende kracht van de groei in Centraal-Europa. De consumptie kreeg steun van reële loonstijgingen en banencreatie. In de meeste landen bereikte het consumentenvertrouwen intussen historisch hoge niveaus. De investeringen kregen een impuls van de Europese cohesiefondsen. Landen hadden tot eind 2015 de tijd om de fondsen uit de programmeringsperiode 2007-2013 te gebruiken. De financiering uit hoofde van het cohesiebeleid vertegenwoordigde sinds 2010 meer dan 60% van de overheidsinvesteringen.

De relatief gunstige conjunctuur gaat gepaard met een significante daling van de werkloosheidsgraad. In september lag die 3,5 (Polen), 2,5 (Tsjechië), 4,8 (Hongarije) en 3,4 (Slowakije) procentpunten beneden de piek in 2013. In de eurozone was dat slechts 1,3 procentpunt lager. Intussen bleef de inflatie in de meeste Centraal-Europese landen wel beneden of rond 0%. Wij verwachten dat de sterke binnenlandse vraag, de loonstijgingen en krappere arbeidsmarkten de inflatie geleidelijk aan hoger zullen tillen. Ook statistische basiseffecten gelinkt aan de olieprijsontwikkeling zullen daartoe bijdragen.

VW-schandaal geen grote bedreiging

Het recente Volkswagen-schandaal heeft geleid tot bezorgdheid over de impact ervan op de Centraal-Europese economieën. VW is vooral in Tsjechië, Hongarije en Slowakije sterk aanwezig. De

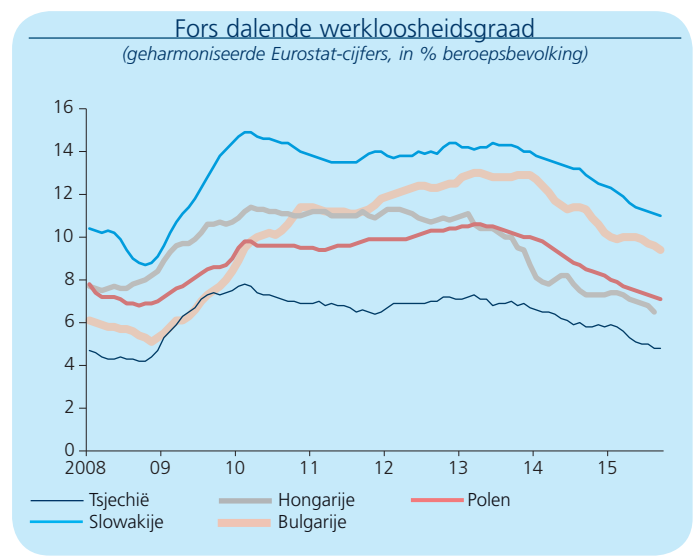
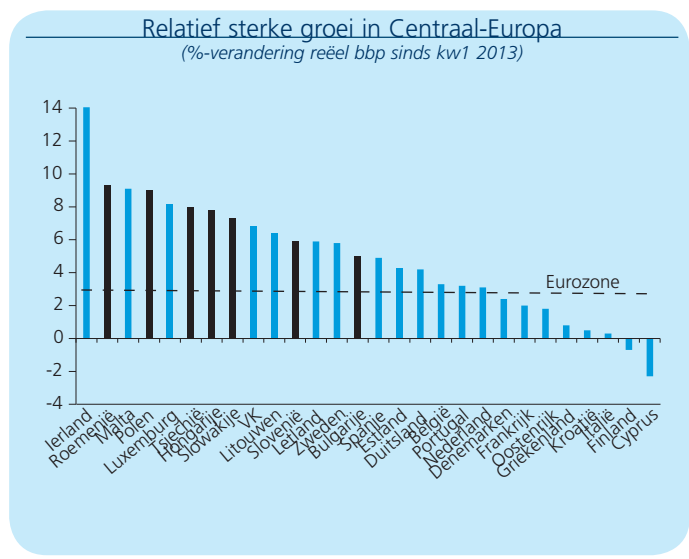
drie landen nemen 12,4% van de wereldwijde VW-productie voor hun rekening. Wij menen dat de gevolgen zullen meevallen en het aan de gang zijnde herstel niet zullen fnuiken. Er zijn weliswaar negatieve effecten wanneer autokopers de komende maanden VW-merken links laten liggen of VW zijn investeringen in de regio terugschroeft. Allicht zal het negatieve vertrouwenseffect op potentiële kopers meevallen. Toyota kampte enkele jaren geleden eveneens met een 'reputatieschok' door problemen van ongewilde acceleratie van enkele van zijn modellen. Het bedrijf is die schok zonder grote kleerscheuren te boven gekomen. Toyota had toen bovendien te kampen met een zwakke vraag in de nasleep van de financiële crisis. Vandaag leeft de Europese consumptievraag op, wat ook tot uiting komt in een sterkere vraag naar auto's.

Nieuw kmo-programma in Hongarije

In Hongarije geven recente indicatoren aan dat de conjunctuur wat vertraagt. De bezorgdheid hierover deed de focus van de Hongaarse centrale bank verschuiven van inflatie naar het macro-economisch klimaat. Begin november lanceerde zij een nieuw *Growth Supporting Programme*, dat de bancaire kredietverstrekking aan kmo's moet stimuleren. Verder suggereerde zij haar beleidsrente tot zelfs het najaar van 2017 ongewijzigd te laten. Wij denken dat zij al begin 2017 tot een renteverhoging zal overgaan. Met de start van de renteverhogingscyclus door de Fed dreigt immers kapitaaluitstroom weg uit Hongarije. De druk die dat op de forint teweegbrengt, vraagt om een snellere beleidsnormalisering. In Tsjechië kondigde de centrale bank aan dat zij haar wisselkoersbeleid, gericht op het vermijden van het appreciëren van de kroon beneden de drempel van 27 CZK per EUR, wellicht tegen eind 2016 zal schrappen.



Johan Van Gompel
johan.vangompel@kbc.be



Ontluikende markten

Groei vertraagt en risico's zijn toegenomen

Chinese groeivertraging (?)

Na het zwakke eerste kwartaal, heeft de Chinese economie zich opnieuw wat hersteld. De kwartaalwijziging van het reële bbp voor het tweede en derde kwartaal bedroeg 1,8%. Op basis van deze data is er van een groeivertraging dus geen sprake. De jaarwijziging van het reële bbp vertoont evenwel een neerwaartse trend. Voornamelijk de zwakte in de industriële sector en de internationale handel veroorzaakten een neerwaartse druk op de groei. De samenstelling ervan lijkt daarentegen wel de goede richting uit te gaan. De forse groeibijdrage vanuit de dienstensector verhinderde een sterkere groeivertraging. Bovendien neemt de groei van de kleinhandelsverkopen sinds enkele maanden weer toe. De transitie naar een meer consumptiegedreven economie lijkt dus ingezet.

De groeivertraging is niet onverwacht en wordt door de Chinese regering ook voor de komende jaren ingepland. Eind oktober beslisten de leiders van de Communistische Partij over de blauwdruk voor het nieuwe vijfjarenplan. Tijdens de periode van 2016-2020 beogen ze een meer gebalanceerde, inclusieve en duurzame groei als basis voor een welvarende samenleving. Premier Li communiceerde dat de gemiddelde jaarlijkse groei-doelstelling voor het reële bbp in die periode ongeveer 6,5% zal bedragen, tegenover 7% in 2011-2015. Daarnaast beslisten de Chinese leiders onder meer om de controversiële éénkindpolitiek af te schaffen. Zo willen ze de vergrijzing van de bevolking tegengaan en de consumptie extra stimuleren. De komende jaren verwachten we bijgevolg een graduele vertraging van de economische groei waarbij de consumptie een steeds grotere bijdrage zal leveren.

Vooruitzichten China	2014	2015	2016
Reële bbp-groei	7,3	6,8	6,5
Inflatie	2,0	1,5	2,1

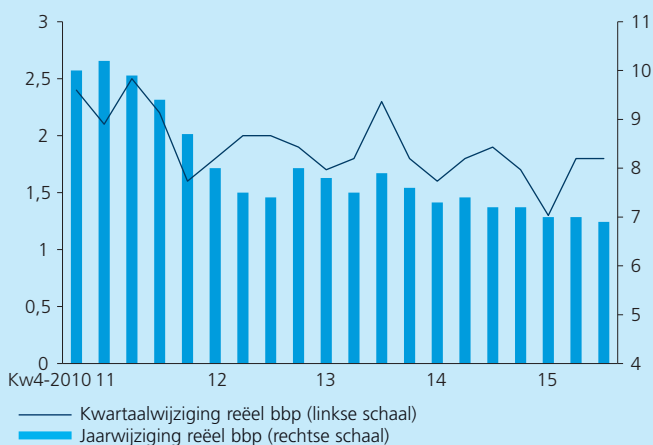
	16-11-2015	+3m	+6m	+12m
Beleidsrente	4,35	4,35	4,35	4,35
Tienjaarsrente	3,16	3,20	3,20	3,20
RMB per USD	6,37	6,40	6,45	6,50

Versoepeling en liberalisering in China

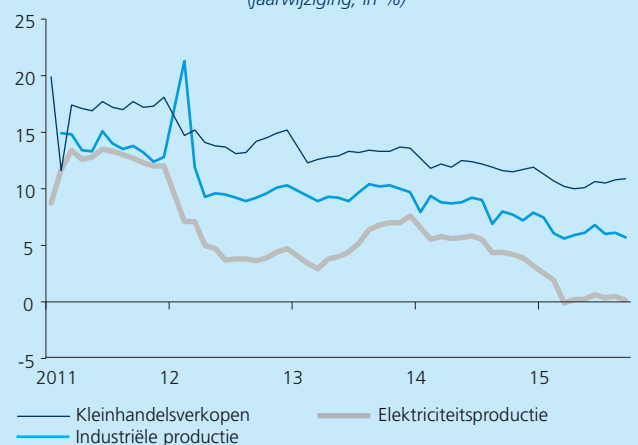
De zwakke inflatie en een versnelling van de daling van de producentenprijzen doen de deflatievrees rijzen. Dat heeft de Chinese centrale bank ertoe aangezet om haar monetair beleid nog verder te versoepelen. Eind oktober verlaagde ze de referentierentes op deposito's en kredieten voor de zesde keer sinds november vorig jaar. Daarenboven stelde ze de reservevereisten voor banken neerwaarts bij. De centrale bank wil zo de kredietkosten drukken en de financiering van kmo's stimuleren met als einddoel de economische groei aan te wakkeren.

In het kader van de financiële liberalisering veranderde de centrale bank haar wisselkoersbeleid midden augustus. De minidevaluatie van de yuan, ten belope van zo'n 3%, ging gepaard met de overgang naar een meer marktconforme bepaling van de wisselkoers. De slotkoers van de dag voordien bepaalt nu de dagelijkse koers waarrond de yuan mag worden verhandeld. De reële wisselkoers van de yuan was sterk gestegen gedurende 2015 als gevolg van de appreciatie van de Amerikaanse dollar waaraan de yuan gekoppeld was. De centrale bank beoogde

Chinese groeivertraging blijft beperkt (in %)



Groei Chinese kleinhandelsverkopen vertoont positieve trend, terwijl industriële productie verzwakt (jaarwijziging, in %)



met de hervorming een versoepeling van die koppeling om een verdere reële appreciatie van de yuan te voorkomen. Als gevolg van de beslissing kwam de yuan onder neerwaartse druk. De centrale bank reageerde door buitenlandse deviezenreserves te verkopen om zo een verdere verzwakking van de munt te beletten. Tijdens het komende jaar verwachten we dat de centrale bank haar steun voor de yuan gradueel zal afbouwen met een gestage depreciatie van de yuan tot gevolg.

Toenemende risico's in ontluikende markten

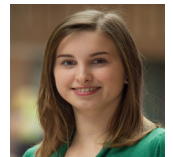
Niet alleen in China, maar ook in de andere ontluikende groei-markten is de verwachte groeivertraging al enkele jaren aan de gang. De neerwaartse risico's voor de landen zijn recent evenwel toegenomen. Ten eerste vormt het vooruitzicht van een eerste renteverhoging in de VS een extra bedreiging. Een stijging van de Amerikaanse obligatierente als gevolg daarvan zou volgens de Wereldbank negatieve gevolgen hebben voor onder andere de groei in de ontluikende landen. Daarnaast zal een Amerikaanse renteverhoging de kapitaalstromen naar de landen sterk doen dalen. Een nog groter risico is er evenwel voor de bedrijven in de ontluikende markten. Zij hebben door het wereldwijde soepele monetair beleid hun schulden, die grotendeels gedomineerd zijn in Amerikaanse dollar, sterk kunnen opbouwen tegen een lage kost. Wanneer de dollar apprecieert als gevolg van de Amerikaanse renteverhoging, zullen veel bedrijven hun schulden niet meer kunnen terugbetalen.

De tweede factor die recent de zorgen over de ontluikende markten aanwakkerde is de daling van de grondstoffenprijzen. Uitvoerders van grondstoffen, zoals onder meer Brazilië, Rusland en Venezuela, hebben daaronder sterk te lijden. Volgens het IMF

zou de negatieve impact op de bbp-groei van energie-uitvoerders kunnen oplopen tot meerdere procentpunten tussen 2015 en 2017. Tot slot verhoogt ook de Chinese groeivertraging de onzekerheid over de andere ontluikende markten. Vooral de Aziatische landen zijn via hun grote financiële en handelsbanden met China erg kwetsbaar.

Spillovereffecten beperkt

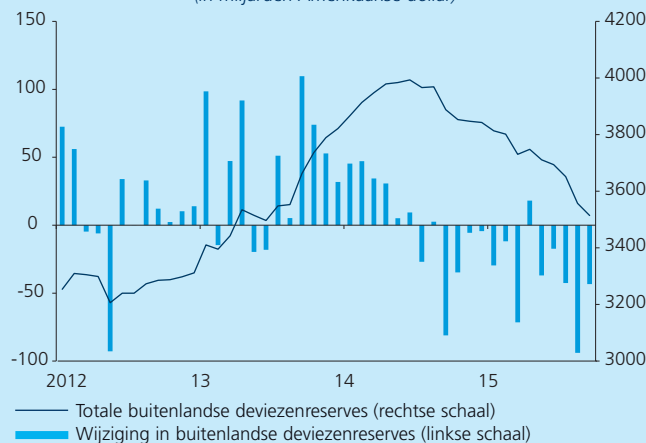
Naast interne problemen, zoals de vergrijzing en lagere productiviteitsgroei, zal de combinatie met lage grondstoffenprijzen, de monetaire verstrakking in de VS en de vertraging van groeimotor China de groei in ontluikende markten remmen. De spillovereffecten naar de westerse economieën zijn volgens ons evenwel beperkt. De lage grondstoffenprijzen vormen immers een positieve aanbodschok voor zowel Europa als de VS. Bovendien zou een Amerikaanse renteverhoging het gevolg zijn van een gunstig economisch klimaat in de VS, wat ook voor Europa voordelen biedt. Daarnaast is het aandeel van de uitvoer naar ontluikende markten in het Europese en Amerikaanse bbp gering. Geruststellend is ook dat spillovereffecten in de reële data voorlopig niet zichtbaar zijn. De groeivertraging in ontluikende markten vormt volgens ons bijgevolg geen systemisch risico voor de wereldeconomie.



Jill Van Goubergen
jill.vangoubergen@kbc.be

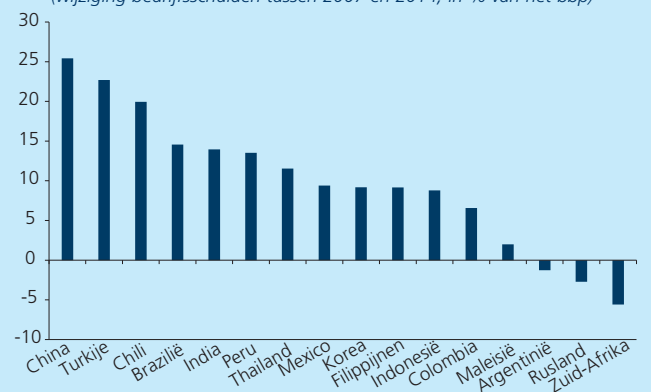
Chinese centrale bank verkoopt buitenlandse deviezen om renminbi te ondersteunen

(in miljarden Amerikaanse dollar)



Sterke stijging van de bedrijfsschulden risico voor ontluikende markten

(wijziging bedrijfsschulden tussen 2007 en 2014, in % van het bbp)



Japan

Voorlopig geen beterschap

Opnieuw technische recessie

Na een sterk eerste kwartaal, voornamelijk gebaseerd op voorraadopbouw, volgde de ontnuchtering snel. De voorbije twee kwartalen was de reële bbp-groei negatief, waardoor Japan zich opnieuw in een technische recessie bevindt. Tijdens het derde kwartaal leverde de voorradencomponent de grootste negatieve groeibijdrage en ook de bedrijfsinvesteringen krompen. Voornamelijk de producenten in de industriële sector schroefden hun investeringen terug ondanks hun hoge winsten. De private consumptie droeg daarentegen positief bij tot de groei, wat in lijn lag met de stijging van de kleinhandelsverkoop tijdens de voorbije maanden. In 2015 als geheel zal de groei bijgevolg beperkt zijn. Op basis van een wat sterkere binnenlandse vraag voorspellen we voor 2016 evenwel beterschap.

Inflatie lijdt onder lage energieprijzen

In september bereikte de inflatie opnieuw het nulpunt. De opwaartse druk van de btw-verhoging in het voorjaar van 2014 is uitgedoofd terwijl de energieprijzen blijven dalen. De onderliggende inflatie, uitgezonderd de voedsel- en energieprijzen, bevindt zich daarentegen wel op een positieve trend. Sinds mei is die gestegen tot 0,9% jaar-op-jaar. Hoewel de trend dus licht opwaarts is, blijft de 2% inflatiedoelstelling van de centrale bank voorlopig nog ver buiten bereik.

Ondanks de tegenvallende inflatie- en groeicijfers, breidde de Bank of Japan haar monetair versoepelingsbeleid niet uit. Ze benadrukte wel dat ze zal blijven versoepelen zolang dit nodig is om haar inflatiedoelstelling op een duurzame manier te bereiken. De beoogde timing daarvoor stelde ze met een half jaar uit naar de tweede helft van 2016. Naarmate de ener-

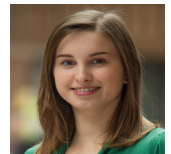
Vooruitzichten Japan	2014	2015	2016
Reële bbp-groei	-0,1	0,5	1,3
Inflatie	2,7	0,7	1,3

	16-11-2015	+3m	+6m	+12m
Beleidsrente	0,10	0,10	0,10	0,10
Tienjaarsrente	0,31	0,50	0,55	0,60
JPY per USD	122,94	124,00	124,00	125,00
JPY per EUR	131,79	127,10	127,10	131,25

gieprijzen opnieuw toenemen en de Japanse groei versnelt, verwachten we voor 2016 een graduele stijging van de inflatie.

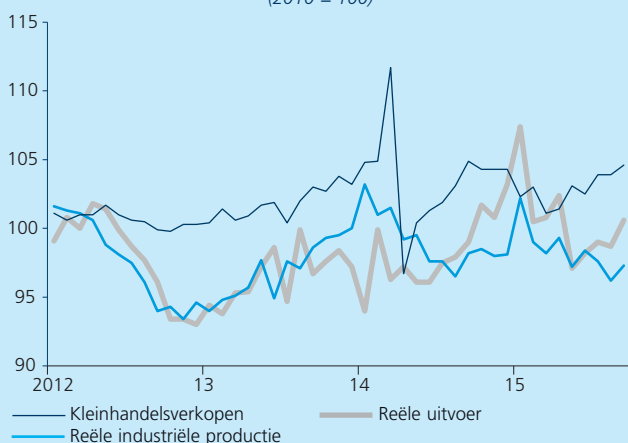
Reële lonen stijgen amper

De krapte op de Japanse arbeidsmarkt neemt elke maand toe. De werkloosheidsgraad bedraagt nog slechts 3,4% zodat we van volledige werkgelegenheid kunnen spreken. Bovendien zijn er per werkloze steeds meer openstaande vacatures en vinden werkgevers steeds moeilijker geschikte kandidaten. Toch stijgen de lonen amper. Ondanks hun hoge winsten, die ze vooral te danken hebben aan de zwakkere yen, blijven Japanse bedrijven weigerachtig tegenover loonsverhogingen. Dat weegt op de koopkracht van de consumenten. Bijgevolg is een duurzaam herstel van de groei van de private consumptie voorlopig onbestaand. Onder druk van de toenemende krapte op de arbeidsmarkt verwachten we evenwel dat een hogere loongroei in komende maanden onvermijdelijk is, wat de consumptie zal ondersteunen.

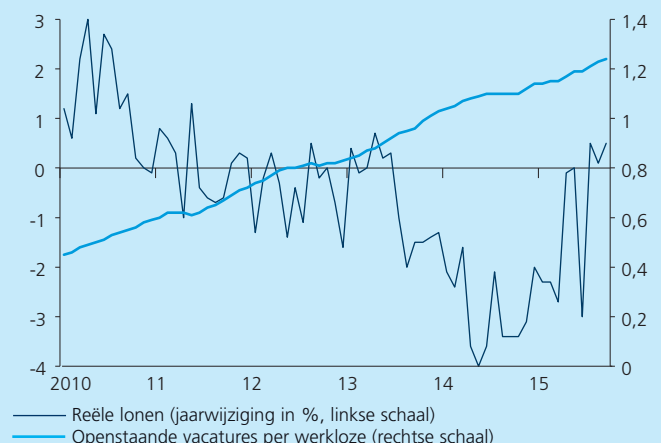


Jill Van Goubergen
jill.vangoubergen@kbc.be

Zwak derde kwartaal ondanks positieve ontwikkeling consumptie (2010 = 100)



Koopkracht werknemers neemt amper toe ondanks krappe arbeidsmarkt



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

	Beleidsrentes			
	16-11-2015	+3m	+6m	+12m
VS	0,25	0,50	0,75	1,25
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	0,75	0,75	0,75	0,75
Zwitserland	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
Polen	1,50	1,25	1,00	1,00
Tsjechië	0,05	0,05	0,05	0,05
Hongarije	1,35	1,35	1,35	1,35
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	4,35	4,35	4,35	4,35
Australië	2,00	2,00	2,00	2,00
Nieuw-Zeeland	2,75	2,75	2,75	2,75
Canada	0,50	0,50	0,50	0,75

	Wisselkoersen			
	16-11-2015	+3m	+6m	+12m
USD per EUR	1,07	1,03	1,03	1,05
GBP per EUR	0,71	0,70	0,69	0,68
SEK per EUR	9,32	9,25	9,20	9,10
NOK per EUR	9,30	9,23	9,00	8,75
CHF per EUR	1,08	1,08	1,08	1,08
PLN per EUR	4,25	4,25	4,20	4,15
CZK per EUR	27,02	27,00	27,00	27,00
HUF per EUR	311,52	310,00	308,00	306,00
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	70,88	69,70	71,75	73,50
TRY per EUR	3,09	3,13	3,23	3,41
JPY per EUR	131,79	127,10	127,10	131,25
RMB per USD	6,37	6,40	6,45	6,50
USD per AUD	0,71	0,68	0,68	0,67
USD per NZD	0,65	0,62	0,62	0,61
CAD per USD	1,33	1,34	1,34	1,35

	Tienjaarsrentes			
	16-11-2015	+3m	+6m	+12m
VS	2,26	2,50	2,65	2,80
Duitsland	0,55	0,90	1,10	1,25
België	0,84	1,15	1,35	1,45
Ierland	1,10	1,40	1,60	1,75
VK	1,97	2,20	2,36	2,60
Zweden	0,87	1,10	1,30	1,45
Noorwegen	1,60	1,90	2,00	2,11
Zwitserland	-0,32	-0,05	0,15	0,30
Slowakije	0,85	1,10	1,20	1,35
Polen	2,69	2,55	2,75	2,90
Tsjechië	0,52	0,90	1,20	1,35
Hongarije	3,51	3,60	3,65	3,65
Bulgarije	2,78	3,15	3,25	3,25
Rusland	9,94	12,00	12,00	12,00
Turkije	9,66	10,40	10,90	11,40
Japan	0,31	0,50	0,55	0,60
China	3,16	3,20	3,20	3,20
Australië	2,90	3,05	3,20	3,35
Nieuw-Zeeland	3,56	3,75	3,90	4,05
Canada	1,65	1,90	2,05	2,20

Onze publicaties zijn online beschikbaar, via www.kbceconomics.be.

U kunt ze ook gratis ontvangen per e-mail. Surf naar www.kbceconomics.be en registreer uw gegevens.

Verantwoordelijke uitgever: Dieter Guffens, Havenlaan 2, B-1080 Brussel, (32) (0)2 429.62.87 (dieter.guffens@kbc.be)

Correspondentieadres & abonnementenbeheer: KBC Groep NV, STE, Havenlaan 2, 1080 Brussel, E-mail: economic.research@kbc.be

Deze publicatie komt tot stand op de strategie-afdeling van KBC Groep. Noch de mate waarin de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen, noch de mate waarin zij in de realiteit zullen tot uiting komen, kunnen worden gewaarborgd. De prognoses zijn indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen en louter informatief. Ze mogen niet worden beschouwd als beleggingsadvies conform de Wet van 6 april 1995 inzake secundaire markten, het statuut van en het toezicht op beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en beleggingsadviseurs. KBC kan niet aansprakelijk worden gesteld voor de juistheid of de volledigheid ervan. Alle historische koersen, statistieken en grafieken zijn actueel tot en met 16 november 2015, tenzij anders vermeld. De beschreven meningen en vooruitzichten zijn die zoals ze gelden op 18 november 2015.