



Economische Berichten

■ nr. 33 ■ 22 mei 2015

Vooruitzichten Wereldeconomie

In het eerste kwartaal van 2015 ging de wereldconjunctuur door een dipje. Vooral de zwakke Amerikaanse groei sprong daarbij in het oog, maar ook de aarzelende onderliggende groei in Japan en de kwetsbaarheid van de opkomende economieën zoals China. De economie van de eurozone slaagde er daarentegen in om haar geleidelijke groeiversnelling voort te zetten en die groei op een bredere basis te plaatsen. De Duitse economie speelde via een sterke invoervraag eindelijk haar rol als groeimotor voor de rest van de muntunie, met als blikvanger de eindelijk opnieuw positieve groei in Italië. De gestegen olieprijs zorgde er ondertussen voor dat de inflatie sneller dan verwacht uitbodemde. Mede dankzij het lopende aankoopprogramma van de ECB geven ook de inflatieverwachtingen aan dat de deflatievrees (voorlopig) is verdwenen. Als gevolg hiervan kwam er vanaf eind april een forse opwaartse correctie van de obligatierentes. Voor een herhaling van het scenario van 1994 op korte termijn is de wereldconjunctuur echter nog te broos en de onderliggende inflatiedruk nog te beperkt.

Algemeen perspectief

Economische omgeving 2
 • Wereldconjunctuur last pauze in

Amerika

Verenigde Staten 4
 • Verrassend forse groeivertraging in het eerste kwartaal

Europa

Eurozone 6
 • Duitse invoergroei neemt rest eurozone op sleeptouw
 Verenigd Koninkrijk 8
 • Tijdelijke groeivertraging
 Centraal-Europa 9
 • Sterk eerste kwartaal

Azië - Latijns-Amerika

Japan 10
 • Economische groei hapert, maar hoop op verbetering
 China 11
 • Saga monetaire versoepeling gaat verder
 Ontluikende markten 12
 • Lage economische groei noodzaakt structurele hervormingen

Tabellen

Groei - Inflatie - Rentes en Wisselkoersen 13

Economische omgeving

Wereldconjunctuur last pauze in

De voorbije maanden verschenen er enkele wolken aan de conjunctuurhemel. Vooreerst stelde de Amerikaanse groei in het eerste kwartaal teleur, met een marginale expansie van 0,1% ten opzichte van het vorige kwartaal. Dat was weliswaar ten dele te wijten aan tijdelijke factoren, zoals het winterweer en stakingen in havens aan de westkust, maar niettemin was het groeitempo ontgoochelend. Het feit dat de Amerikaanse consument de belangrijkste groeibijdrage bleef leveren, ondanks wat matigere arbeidsmarktrapporten en een gestegen gezins-spaarquote, stemt ons wel gerust dat de onderliggende dynamiek van de Amerikaanse groei intact is.

Aan de andere kant van de Atlantische Oceaan versnelde de kwartaalgroei in de eurozone verder tot 0,4%. Alhoewel we een hoger groeitempo verwacht hadden, is de samenstelling van de groei hoopgevend. Zo viel het Duitse groeicijfer (+0,3%) op het eerste zicht tegen. Daarachter ging echter zoals verwacht een forse groei van de binnenlandse vraag schuil, die leidde tot een sterke toename van de invoervraag. Dat drukte de Duitse groei weliswaar, maar zwenkelde de groei in de overige eurolanden aan. Dat komt onder meer tot uiting in Frankrijk (+0,6%), in Spanje (+0,9%) en zelfs in Italië (+0,3%) dat eindelijk opnieuw een positieve groei vertoonde. Voor de komende kwartalen is dat beeld hoopgevend. De Duitse economie kent immers vrijwel volledige werkgelegenheid met een werkloosheidsgraad van slechts 4,7%, waardoor elke bijkomende stimulering van de binnenlandse vraag grotendeels moet worden voldaan door invoer vanuit de (Europese) handelspartners.

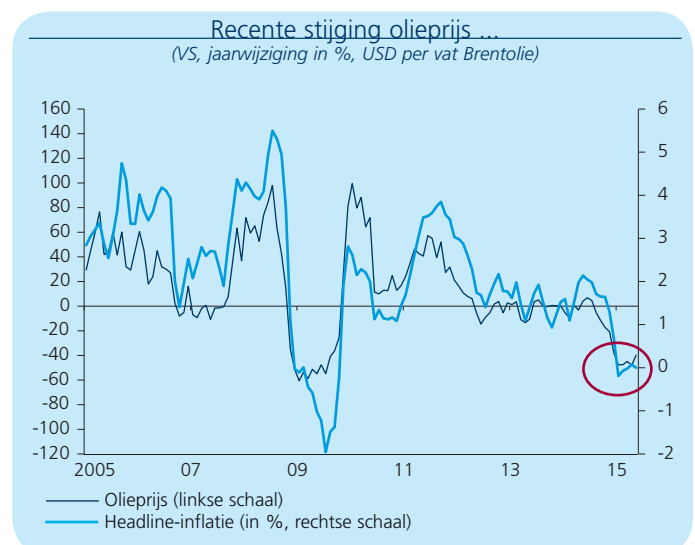
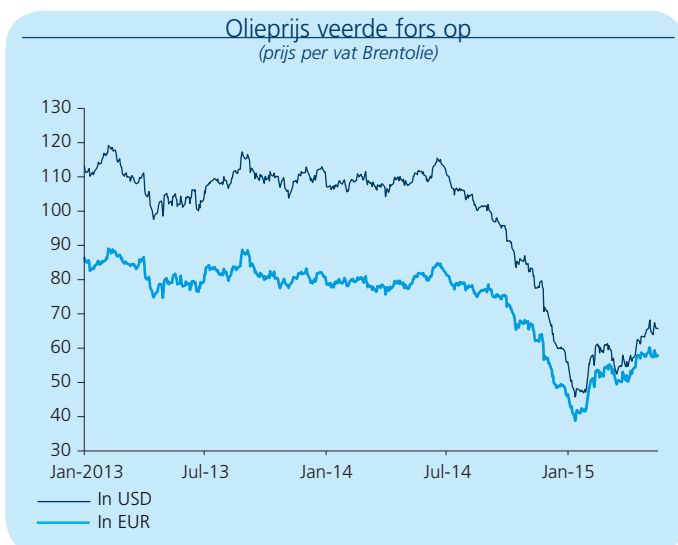
Duurdere dollar en olie als drijfveren

Een belangrijke drijfveer van deze conjunctuurontwikkeling

was de forse en snelle appreciatie van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro. Daardoor droeg de Amerikaanse uitvoergroei negatief bij tot de groei. De wisselkoersontwikkeling zorgde voor een stuk voor een verschuiving van de economische groei van de VS naar de eurozone, die van de verzwakking van de euro tot een dieptepunt van 1,05 USD per EUR midden april profiteerde.

Die verzwakking is ondertussen wel wat gekeerd, maar de fundamentele redenen ervoor blijven bestaan. De ECB gaat immers onveranderd door met haar aankoopprogramma ten belope van 60 miljard euro per maand tot waarschijnlijk september 2016. Anderzijds is de volgende stap van de Fed de verkrapting van haar beleid. Alleen het precieze tijdstip van de eerste renteverhoging maakt nog voorwerp uit van discussie. De recente zwakkere Amerikaanse conjunctuurindicatoren en het feit dat de *headline*-inflatie op dit moment nog steeds maar 0% bedraagt, zorgden ervoor dat de markten dat tijdstip nu pas voor het najaar verwachten. Dat is meteen ook een verklaring voor de recente verzwakking van de dollar. Uitstel is echter geen afstel, zodat de verkrapingscyclus door de Fed allicht nog dit jaar van start zal gaan. Vandaar ook onze verwachting dat de euro tegen het jaareinde opnieuw in de buurt van de pariteit met de Amerikaanse dollar zal noteren.

Een tweede belangrijke oorzaak voor de matige conjunctuurontwikkeling is de stijging van de olieprijs. Sinds zijn dieptepunt midden januari is de prijs van een vat Brentolie met bijna 50% gestegen. Vooral de anticipatie van een (tijdelijke) vermindering van Amerikaanse olieproductie speelden hierbij een rol. De negatieve groeibijdrage van de Amerikaanse investeringen in de energiesector passen in dat plaatje. Dat illustreert dat de



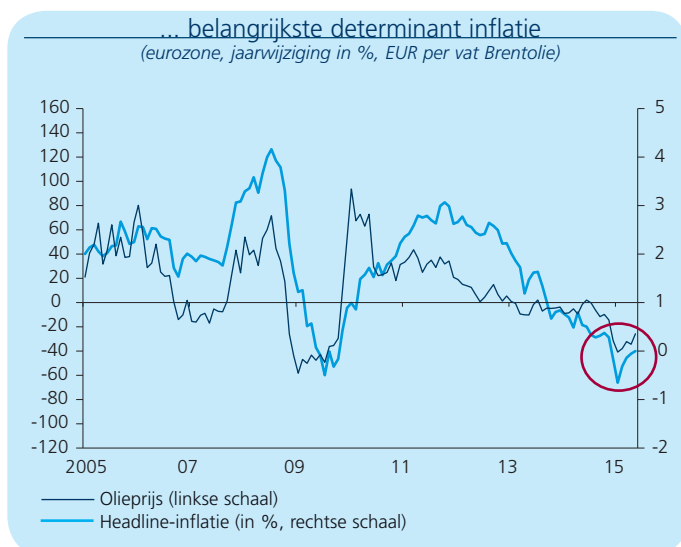


Reële bbp-groei	2014	2015	2016
Amerika	2,1	2,1	2,6
Noord-Amerika	2,4	2,5	2,9
Latijns-Amerika	1,5	1,1	2,2
Europa	1,4	1,2	1,7
Eurozone	0,8	1,6	2,0
Centraal-Europa	2,8	3,0	3,1
Azië	5,5	5,6	5,5
Japan	-0,1	1,1	1,3
Azië excl. Japan	6,5	6,4	6,3
China	7,4	7,0	6,7
India	7,2	7,5	7,5
Wereld	3,2	3,2	3,6
Olieprijs (Brent per vat in USD, einde jaar)	56	70	75

oliemarkt zich op dit moment volgens de regels van een klassieke 'varkenscyclus' gedraagt. Dat betekent echter ook dat er een natuurlijke bovengrens voor die olieprijs is ontstaan. We verwachten bijgevolg dat die zich in de nabije toekomst in een vork tussen 60 en 80 USD per vat zal bewegen. Het conjunctuurrisico van een forse opsporing naar niveaus van de eerste helft van 2014, die de wereldeconomie in een stagflatoire omgeving zou brengen, achten we bijgevolg bijzonder klein.

Einde van de deflatievrees...

Naast de impact op de conjunctuur zorgde de sterke stijging



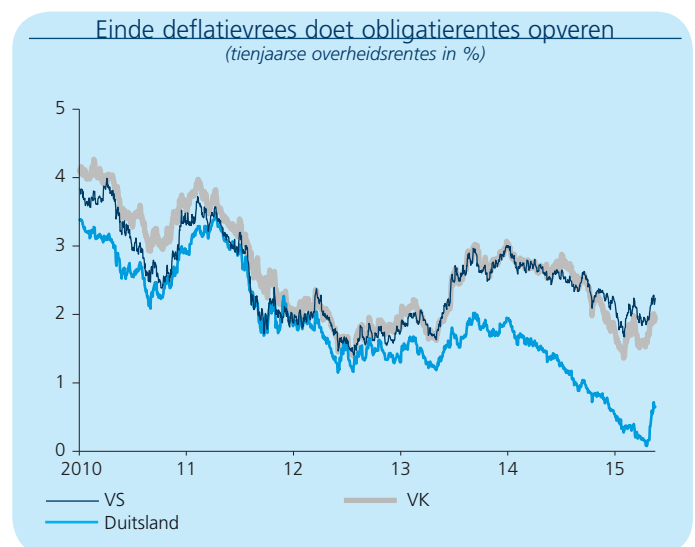
van de olieprijs er ook voor dat de inflatie sneller dan verwacht opnieuw de negatieve zone verliet. Zo steeg bijvoorbeeld in de eurozone de inflatie van -0,6% in januari tot actueel 0%. Nog duidelijker kwam dat effect tot uiting in de opwaartse ontwikkeling van de inflatieverwachtingen. Allicht wordt dat effect in de eurozone nog versterkt door de geloofwaardigheid van het ECB-beleid. Met haar lopende aankoopprogramma gaf ze, net zoals in 2012 met het OMT-programma, de facto een *whatever it takes*-belofte om de inflatie uiteindelijk weer in lijn met haar beleidsdoelstelling te brengen.

...zorgt voor opwaartse rentesprong

Het definitieve einde van de deflatievrees en de absurd lage niveaus van de Duitse tienjaarsrente (vijf basispunten op haar dieptepunt) zorgden vanaf midden april voor een plotse en forse opwaartse rentesprong die ook de Amerikaanse en Britse tienjaarsrente deed opveren. Sindsdien zoekt de obligatiemarkt een nieuw evenwicht en steeg de marktvolatiliteit. Een verdere snelle stijging van de obligatierente zoals in 1994 lijkt ons echter onwaarschijnlijk. Daarvoor is de wereldconjunctuur nog te broos en blijft de inflatiedruk nog veel te zwak. Bovendien loopt de Fed op eieren om een herhaling van het scenario van mei 2013, toen een mogelijke ommekeer van het monetair beleid de obligatierentes abrupt deed stijgen, te vermijden.



Dieter Guffens
dieter.guffens@kbc.be



Verenigde Staten

Verrassend forse groeivertraging in het eerste kwartaal

De Amerikaanse economie groeide in het eerste kwartaal veel trager dan verwacht met slechts 0,2% op jaarbasis ten opzichte van het vierde kwartaal van 2014. Enerzijds waren er een aantal tijdelijk factoren die op groei wogen, zoals de strenge winter en de verstoringen door stakingen in de havens aan de westkust. Anderzijds past het zwakke groeicijfer in het breder plaatje van een verzwakkend producentenvertrouwen en een tragere banencreatie op de Amerikaanse arbeidsmarkt.

Consument houdt stand

De samenstelling van de groei schept wat meer duidelijkheid over het al dan niet tijdelijk karakter van die groeivertraging. Naast een onvrijwillige voorraadopbouw werd de groei opnieuw vooral gedragen door de particuliere consumptie. Dat was des te opmerkelijker omdat er van noemenswaardige nominale loonstijgingen nog altijd geen sprake is en de gezins-spaarquote in het eerste kwartaal steeg. Het banenrapport van april, toen opnieuw meer dan 200.000 nieuwe banen werden gecreëerd, wijst er alleszins op dat de onderliggende dynamiek van de Amerikaanse arbeidsmarkt ongebroken is. Ook de spaarquote zal tegen de achtergrond van de gestage daling van de werkloosheidsgraad (actueel 5,4%) allicht niet verder oplopen. Alles wijst er bijgevolg op dat de Amerikaanse consument de komende kwartalen zijn rol als groeimotor kan blijven vervullen, zeker indien hogere loonstijgingen door de toenemende krapte op de arbeidsmarkt het beschikbaar gezinsinkomen extra verhogen. Een eventuele daling van de spaarquote naar het peil van eind 2014 zou dat effect nog versterken.

Investeringen energiesector in varkenscyclus

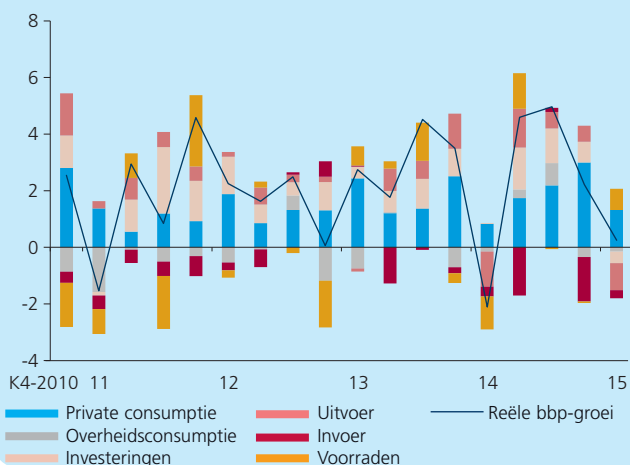
In tegenstelling tot de veerkrachtige consument leverden de bedrijfsinvesteringen een negatieve groeibijdrage. Het terugschroeven van investeringen in de energiesector als gevolg van de lage olieprijs speelde daarbij een rol. Zo bereikte de prijs voor een vat Brent olie midden januari zijn dieptepunt op 46 USD. Het feit dat de olieprijs nu in dollar uitgedrukt opnieuw bijna 50% hoger staat zal er naar alle waarschijnlijkheid toe leiden dat ook de investeringen in nieuwe olie-ontginningen de komende kwartalen opnieuw aantrekken.

Weer en sterke dollar wogen op uitvoer

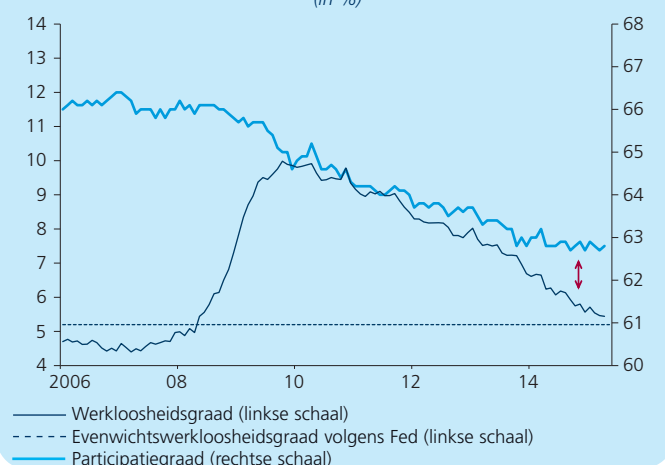
De grootste negatieve groeibijdrage kwam echter van de bruto-uitvoer. Dat is opmerkelijk vermits de uitvoer sinds het einde van de Grote Recessie steeds positief bijdroeg tot de groei. De enige uitzondering hierop was het eerste kwartaal van 2014, toen net als in 2015 slechte weersomstandigheden heersten. Dat zou erop wijzen dat, net als in 2014, vanaf het tweede kwartaal de internationale handel de Amerikaanse groei opnieuw zou ondersteunen.

Er is echter nog een andere verklaring voor de krimp van de Amerikaanse uitvoer in het eerste kwartaal, namelijk de appreciatie van de Amerikaanse dollar. Begin 2015 was de dollar al aan een geleidelijke appreciatie ten opzichte van de euro bezig en noteerde hij circa 1,20 USD per EUR. Naarmate het grootschalige aankoopprogramma van de ECB in januari steeds concretere vormen aannam en uiteindelijk in maart werd geïmplementeerd, kwam die appreciatie in een stroomversnelling en bereikte de dollar midden maart zijn sterkste peil in

Tijdelijk groeipijpe in eerste kwartaal
(geannualiseerde kwartaalgroeibijdragen, in %)



Werkloosheidsgraad daalt verder, bij stabiele participatiegraad
(in %)





Vooruitzichten VS	2014	2015	2016
Reële bbp-groei	2,4	2,6	2,9
Inflatie	1,6	0,5	2,7

	20-05-2015	+3m	+6m	+12m
Beleidsrente	0,25	0,25	0,50	1,00
Tienjaarsrente	2,26	2,30	2,40	2,60
USD per EUR	1,11	1,05	1,00	1,00

deze cyclus op 1,05 USD per EUR. De omvang (circa 15%) en de snelheid van deze appreciatie (amper tweeënhalve maanden) wogen zwaar op de Amerikaanse uitvoervolumes. Sindsdien is de Amerikaanse dollar echter opnieuw verzwakt, met circa 10%, wat een bijkomend argument levert voor onze verwachting dat de Amerikaanse uitvoer vanaf het tweede kwartaal opnieuw zal groeien.

De ommekeer van de appreciërende trend van de dollar had opnieuw vooral te maken met het monetaire beleid, ditmaal met dat van de Fed. Fed-voorzitter Yellen was weliswaar ook van mening dat de zwakke groei van het eerste kwartaal ten dele van tijdelijke aard was. Niettemin blijft enige opwaartse druk op het gemiddeld uurloon van de Amerikaanse werknemer uit. Dat is des te opmerkelijker omdat de werkloosheidsgraad zich opnieuw op pré-recessieniveau bevindt en de Fed-raming van volledige werkgelegenheid aan hoog tempo nadert. Per saldo betekent dit dat de inflatie in de VS de Fed voorlopig nog geen zorgen hoeft te baren. De kerninflatie van de consumptieprijzen (exclusief voeding en energie) bedraagt op dit moment 1,8%, net onder de inflatiedoelstelling van

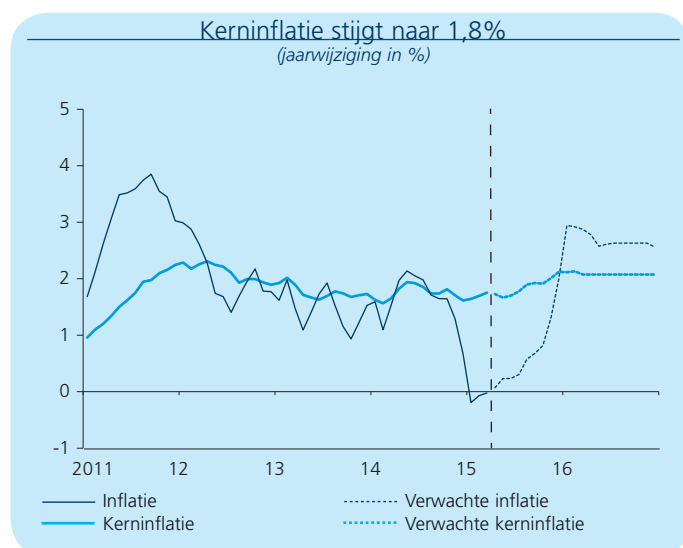
de Fed. De Amerikaanse centrale bank kan dus voorlopig de verdere conjunctuurontwikkeling afwachten vooraleer ze haar verkrappingscyclus start. Als gevolg hiervan verwachten de financiële markten de eerste renteverhoging nu ten vroegste in het najaar. De wegvallende rentesteun op korte termijn droeg bij tot de recente verzwakking van de Amerikaanse dollar.

Terug naar de normaliteit

Het vooruitzicht op een eerste renteverhoging door de Fed betekent dat de periode van onconventioneel beleid stilaan aan haar einde komt. Bij het uitbreken van de financiële crisis eind 2008 verlaagde de Fed eerst haar beleidsrente tot vrijwel 0% en gebruikte ze daarna kwantitatieve versoepelingen en haar communicatiebeleid (*forward guidance*) als beleidsinstrumenten om de obligatierente laag te houden. Eind 2014 beëindigde de Fed haar laatste aankoopprogramma 'QE3'. In de toelichting bij haar recentste beleidsvergadering stelde ze ook dat ze de wenselijkheid van een renteverhoging iedere vergadering opnieuw bekijkt op basis van de beschikbare data. *Forward guidance* als beleidsinstrument behoort met andere woorden ook tot het verleden. Er blijft dus nog de klassieke renteverhoging over. Nadat de Amerikaanse reële economie de oorzaken van de Grote Recessie lijkt te hebben overwonnen, ziet het ernaar uit dat ook het monetaire beleid binnenkort haar normaliteit zal terugvinden.



Dieter Guffens
dieter.guffens@kbc.be



Eurozone

Duitse invoergroei neemt rest eurozone op sleeptouw

Het economische herstel van de eurozone, dat voorzichtig startte in het tweede kwartaal van 2013, zette zich voort in het eerste kwartaal van 2015. Volgens voorlopige data trok de reële bbp-groei aan tot 0,4%. Bij de resultaten van de individuele landen vielen vooral de onverwacht sterke prestaties van Spanje (+0,9%), Italië (+0,3%) en Frankrijk (+0,6%) op.

De Duitse groei (0,3%) verraste op het eerste gezicht negatief. Op het tweede gezicht stellen we echter vast dat de Duitse groei vooral gedreven werd door een sterke binnenlandse vraag (zowel private consumptie als investeringen). Die stimuleerde de invoergroei waardoor de netto-uitvoer een negatieve groeibijdrage leverde. Zo draagt de samenstelling van de Duitse groei eindelijk bij tot het economische herstel in de overige eurolanden. Zorgenkind Griekenland (-0,2%) kende voor het tweede kwartaal op rij een bbp-krimp, waardoor het land zich opnieuw officieel in een recessie bevindt. De aanhoudende politieke en financiële onzekerheid van de voorbije maanden blijft er wegen op het vertrouwen en sijpelde onvermijdelijk door naar de reële economie.

Voor de eurozone als geheel leverde de finale 'binnenlandse' private vraag in het eerste kwartaal de grootste groeibijdrage, net als in 2014. De jaren ervoor werd het economische herstel vooral door de netto-export gedragen. Deze verschuiving in de groeisamenstelling heeft het herstel in de eurozone minder afhankelijk gemaakt van de groei van externe handelspartners en bijgevolg duurzamer.

Steun voor consumptie

Voor 2015 verwachten we dat de economische groei in de

eurozone verder zal aantrekken, voornamelijk door een stevigere groei van de private consumptie. Die is onder meer het gevolg van de werkgelegenheidsgroei en de reële loongroei. De werkloosheidsgraad in de eurozone blijft weliswaar hoog (11,3%) maar neemt wel langzaam af. Naast de opklaring op de arbeidsmarkt verhogen ook de lage energie- en voedselprijzen en gedaalde rentelasten op uitstaande schulden het reële beschikbare gezinsinkomen. Deze verhoging zwengelt op zijn beurt de consumptie aan.

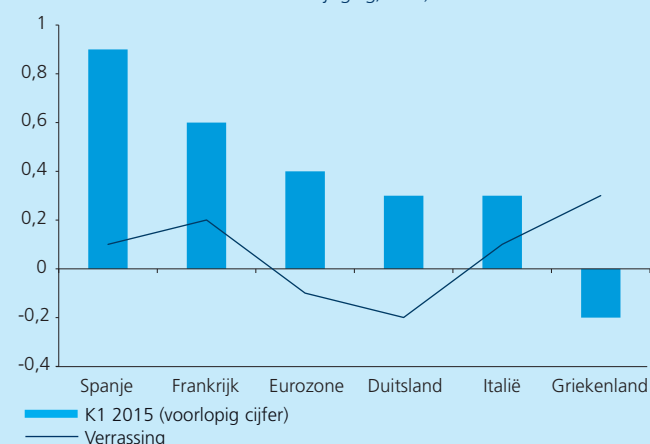
Groei-vriendelijkere begrotingen

De toegenomen consensus over een minder strikte toepassing van de begrotingsregels in de eurozone zal ook de publieke consumptie en investeringen een duw in de rug geven. De Europese Commissie gaat uit van een groei-neutrale begroting in 2015 en een licht stimulerend budgettair beleid in 2016. Voor de private investeringen wordt vooral uitgekeken naar het Junckerplan dat mogelijkervwijze vanaf 2016 een stimulerend effect op de groei kan hebben.

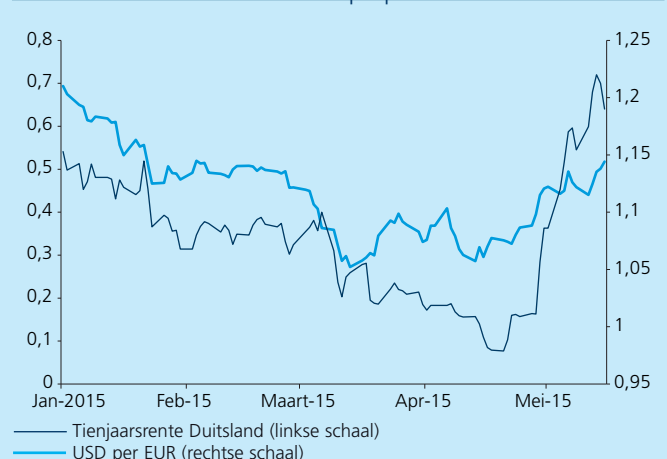
Zwakke euro ondersteunt export

De exportsector zal de komende kwartalen waarschijnlijk verder ondersteund worden door het hernemen van de wereldwijde groei na de vertraging in de voorbije twee kwartalen. Dit vermoeden wordt kracht bijgezet door de bedrijfssentiments-indicatoren die wijzen op een expansie van de globale dienstensector en de industriële productie dit jaar en door de reële effectieve depreciatie van de euro. Ondanks deze positieve exportverwachtingen zal de netto-export allicht niet bijdragen tot de groei in de eurozone dit jaar vermits we uitgaan van een

Convergentie reële bbp-groei eurozone in eerste kwartaal 2015
(voorlopige bbp-cijfers en verrassingen ten opzichte van Reuters peiling, kwartaalwijziging, in %)



Opvering Duitse tienjaarsrente en euro vanuit recent dieptepunt





Vooruitzichten eurozone	2014	2015	2016
Reële bbp-groei	0,8	1,6	2,0
Inflatie	0,4	0,2	1,5

	20-05-2015	+3m	+6m	+12m
Beleidsrente	0,05	0,05	0,05	0,05
Tienjaarsrente Duitsland	0,58	0,70	0,70	0,80

nog grotere invoergroei als gevolg van de verstevigende binnenlandse vraag.

ECB blijft in versoepelingsmodus

Een bijkomende stimulans voor de economie van de eurozone is het uiterst soepele monetaire beleid van de ECB. In maart 2015 startte de ECB met het opkopen van overheidspapier van de eurolanden in een poging om de daling van de inflatie(-verwachtingen) een halt toe te roepen. Als gevolg van die aankopen verzwakte de euro en daalde de Duitse tienjaarsrente tijdelijk tot slechts 5 basispunten. De sneller dan verwachte stijging van de inflatie en vooral van de inflatieverwachtingen keerde die trend, met als gevolg een appreciërende euro en een fors opverende Duitse tienjaarsrente tot circa 70 basispunten. De sterke rentestijging was overigens een wereldwijd fenomeen dat ook de Amerikaanse en Britse tienjaarsrente trof. De vrees voor het deflatiespoek op de financiële markten is dan ook geweken. Dit betekent dat de referentierentes allicht niet opnieuw hun recente historische dieptepunten zullen opzoeken. De blijvende divergentie tussen het versoepelende beleid van de ECB en de aankomende verstrakkingscycli door

de Fed en de Bank of England vanaf het najaar, zullen de euro volgens ons opnieuw doen verzwakken richting pariteit met de Amerikaanse dollar tegen het einde van 2015.

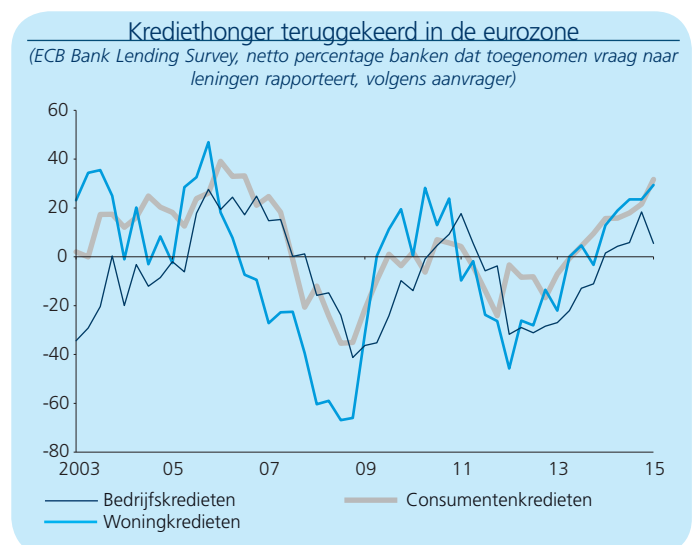
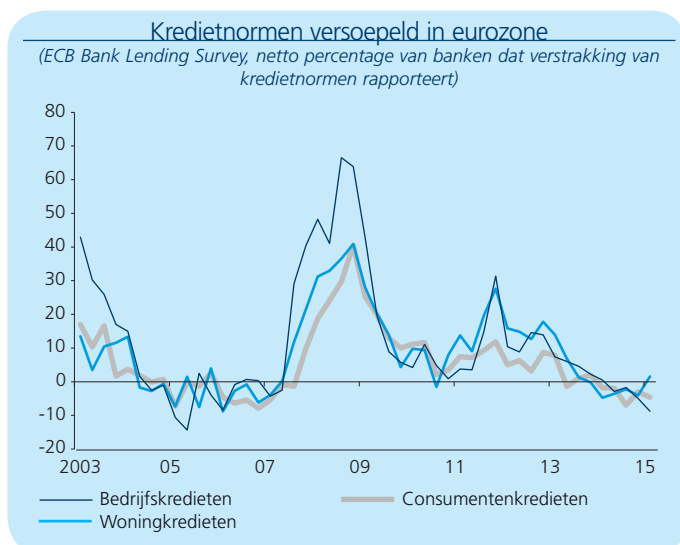
Kredietverlening in de lift

Mede als gevolg van haar stimulerend monetair beleid blijkt uit de jongste *Bank Lending Survey* (BLS) van de ECB dat aan de aanbodzijde de kredietvoorwaarden van banken in de eurozone in het eerste kwartaal verder versoepelden. Dat gold zowel voor bedrijfs- als consumentenkredieten. De versoepeling van de kredietvoorwaarden voor bedrijven gold zowel voor grote bedrijven als kmo's en was vooral uitgesproken in Italië. De bevroegde banken verwachten dat die versoepeling voor bedrijfsleningen zich zal voortzetten in het tweede kwartaal van 2015.

Ook de gerapporteerde vraag naar bedrijfskredieten nam toe in het eerste kwartaal, voornamelijk als gevolg van de lage intrestvoeten. Teleurstellend was wel dat de vraag naar investeringskredieten negatief bijdroeg aan dit resultaat. Dit past in het verhaal van de uitblijvende investeringen in de eurozone. Positief is wel dat de banken voor het tweede kwartaal een verdere stijging van de kredietvraag door bedrijven verwachten. Indien zich dat ook voor investeringskredieten zal realiseren, zal dat het economische herstel in de eurozone op een nog breder fundament plaatsen.



Cora Vandamme
cora.vandamme@kbc.be



Verenigd Koninkrijk

Tijdelijke groeivertraging

Volgens voorlopige ramingen vertraagde de Britse economische groei naar 0,3% in het eerste kwartaal van 2015 ten opzichte van het vorige kwartaal. Dat is onder meer te wijten aan een daling van de energieproductie door de lage olieprijs en de druk op de industrie als gevolg van de sterke appreciatie van het pond. Enkel de dienstensector tekende een positieve groei op van 0,5% in het eerste kwartaal.

Het ziet er evenwel naar uit dat de Britse groei in 2015, net als de voorbije drie jaren, sterk zal blijven. De voornaamste bijdrage zal komen van de private consumptie, terwijl ondersteuning door de uitvoersector allicht zal uitblijven. Dit beeld wordt bevestigd door de recente sentimentsindicatoren. Het groei-momentum in de dienstensector blijft robuust en wordt ondersteund door een hoog consumentenvertrouwen als gevolg van een kraker wordende arbeidsmarkt. De investerings- en exportverwachtingen blijven laag. Nu de recente verkiezingsuitslag verrassend genoeg een stabiele meerderheidsregering van de Conservatieven mogelijk maakte, verwachten we dat de vertrouwensindicatoren door de afgenomen onzekerheid wat zullen herleven op de korte termijn.

EU-referendum creëert onzekerheid

Op middellange termijn zien we een toename van het economische risico als gevolg van de verkiezingsuitslag. De Conservatieven herhaalden na de overwinning namelijk hun belofte om ten laatste tegen eind 2017 een referendum te houden over het Britse EU-lidmaatschap. Voorafgaand aan het referendum wil het VK onderhandelingen met de andere EU-lidstaten over een versoepeling van de lidmaatschapsvoorwaarden. Die onderhandelingen beloven pittig te worden. De

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

	20-05-2015	+3m	+6m	+12m
Beleidsrente	0,50	0,50	0,50	0,75
Tienjaarsrente	1,96	1,90	2,05	2,45
GBP per EUR	0,72	0,70	0,68	0,63
USD per GBP	1,55	1,50	1,47	1,59

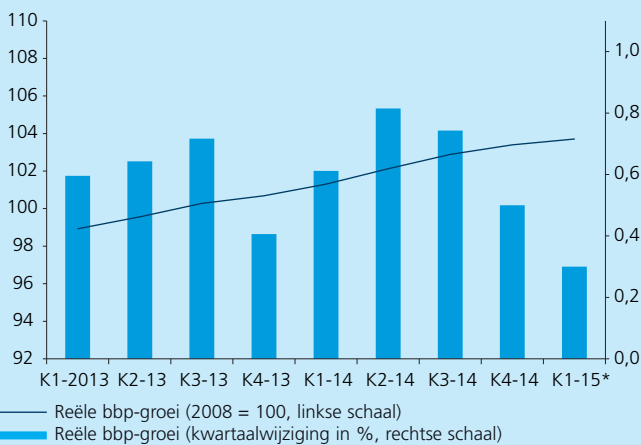
regeringen in onder meer Duitsland en Polen waarschuwden immers dat een beperking van het principe van vrij verkeer van personen voor hen niet bespreekbaar is.

Wij gaan ervan uit dat een meerderheid van de Britten voor het behoud van het EU-lidmaatschap zal stemmen bij een referendum. Het VK heeft immers veel te verliezen bij een Brexit. Ten eerste dreigt de vooraanstaande rol van de Londense City als hart van de Europese financiële sector in het gedrang te komen. Daarnaast zou het VK bij een Brexit ieder medezeggenschap verliezen over de regels van de Europese eenheidsmarkt, die in zijn geheel de belangrijkste Britse handelspartner is. Ten slotte dreigt er ook een heropflakking van de onafhankelijkheidswens van de pro-Europese Schotten indien het VK de EU zou willen verlaten. Redenen genoeg dus voor de Britten om tot een pragmatische oplossing binnen de EU te komen.



Cora Vandamme
cora.vandamme@kbc.be

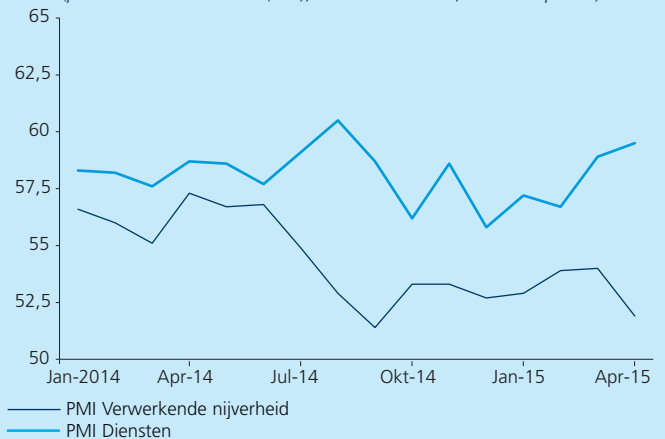
Bbp-groei vertraagt in eerste kwartaal maar blijft positief



* Voorlopig cijfer

Britse bedrijven verwachten expansie in dienstensector en industriële productie

(producentenvertrouwen (PMI), < 50 = contractie, > 50 = expansie)



Centraal-Europa

Sterk eerste kwartaal

Economie zet positieve trend voort

De Centraal-Europese landen zetten hun sterke economische prestaties voort tijdens de voorbije maanden. Aan de aanbodzijde rapporteerde de productie een sterke groei. Bovendien konden exporterende bedrijven profiteren van de sterkere groei bij de belangrijke West-Europese handelspartners. De hoge niveaus die het producentenvertrouwen bereikte, impliceren dat het economisch klimaat ook in de nabije toekomst gunstig blijft.

De consumptie vormde de belangrijkste bron van groei. Dat kwam ook tot uiting in de hoge niveaus van het consumentenvertrouwen. Dat werd voornamelijk gedreven door de hoopgevende ontwikkelingen op de arbeidsmarkt. De werkloosheidsgraad daalde terwijl de werkgelegenheid toenam. Bovendien stegen de reële beschikbare inkomens, wat vooral te danken was aan de lage olieprijsen en de stijging van de nominale lonen. We verwachten dan ook dat de binnenlandse vraag een hoofdrol zal blijven spelen als drijfveer van de groei in Centraal-Europa. Deze sterke prestaties werden weerspiegeld in de voorlopige bbp-cijfers voor het eerste kwartaal, die beter uitvielen dan verwacht.

Inflatie voorbij dieptepunt

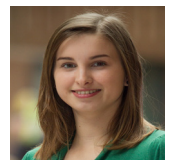
De inflatie lijkt voorbij het dieptepunt van begin 2015. De jaarwijziging van de geharmoniseerde consumptieprijsindex lag in maart nog onder het nulpunt in de meeste Centraal-Europese landen, maar werd wel minder negatief vergeleken met februari. De stijging van de olieprijs was de belangrijkste oorzaak. Dat toont aan dat er in de regio geen algemene deflatietrend is. Voor de komende maanden verwachten we dat de inflatie nog laag blijft, maar wel gestaag toeneemt. Lage energie- en voed-

selrijzen zullen echter al te sterke prijsstijgingen onderdrukken. Anderzijds zullen krappere arbeidsmarkten, de groeiende binnenlandse vraag en het monetaire versoepelingsbeleid van de ECB leiden tot opwaartse prijsdruk.

Monetaire en fiscale versoepeling in Hongarije

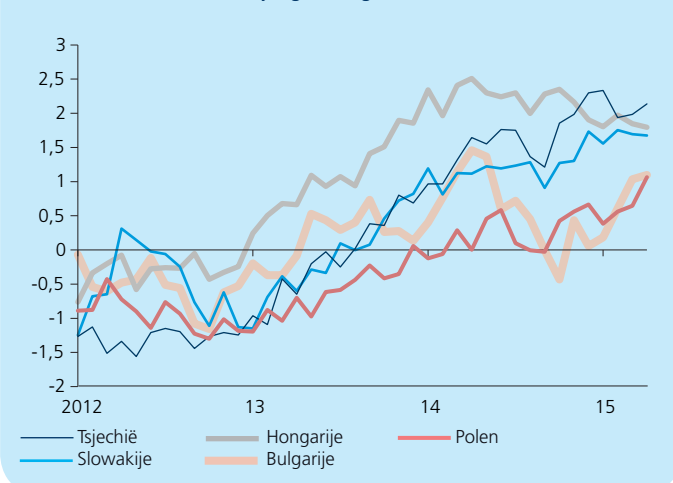
In navolging van de beslissing van de Poolse centrale bank begin maart, paste de Hongaarse centrale bank haar beleidsrente neerwaarts aan. In twee stappen van elk 15 basispunten verlaagde ze haar beleidsrente van 2,10% naar 1,80%. Daarbij benadrukte de bank telkens dat ze de versoepelingscyclus zal voortzetten zolang die het behalen van haar 3%-inflatie doelstelling op middellange termijn ondersteunt. Bijkomende renteverlagingen zijn dus waarschijnlijk. Om de flexibiliteit van haar monetair beleid te verhogen, voerde de centrale bank een symmetrische tolerantieband van telkens 1 procentpunt rond haar inflatie doelstelling in. Ondertussen hield de Poolse centrale bank de beleidsrente onveranderd, zoals aangekondigd na haar laatste renteverlaging. Ook in Tsjechië veranderde de centrale bank haar rente- en wisselkoersbeleid niet.

De Hongaarse regering plant in 2016 meerdere belastingverminderingen. Zo zal ze onder meer de personenbelasting verlagen. Daarenboven zal de regering de omstreden bankentaks verminderen van 0,53% naar 0,31% van het totaal op de bankbalans. Die belastingvermindering zal wettelijk niet gebonden zijn aan voorwaarden omtrent een minimale kredietverlening. Toch sturen de centrale bank en de minister van Economie aan op een of andere vorm van de facto conditionaliteit om zo de binnenlandse kredietverlening te stimuleren.

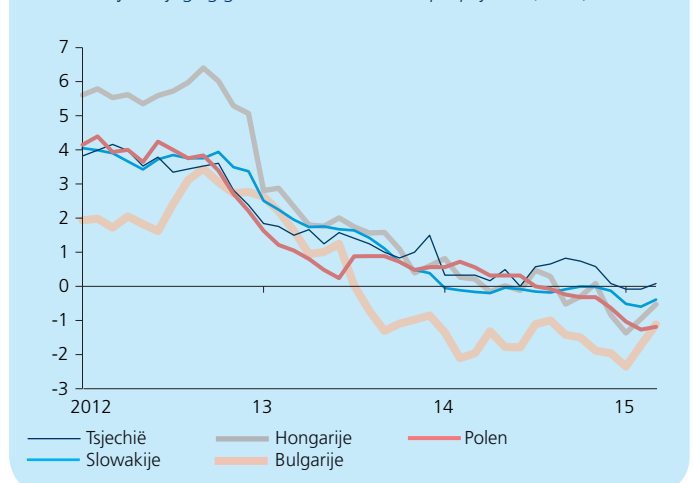


Jill Van Goubergen
jill.vangoubergen@kbc.be

Consumentenvertrouwen op hoge niveaus
(afwijking van LT-gemiddelde)



Inflatie klimt geleidelijk uit het dal
(jaarwijziging geharmoniseerde consumptieprijsindex, in %)



Japan

Economische groei hapert, maar hoop op verbetering

Groeimotor sputtert voort

De Japanse bbp-data van het eerste kwartaal toonden aan dat de onderliggende economische groei blijft aanmodderen. De geannuliseerde kwartaalgroei van 2,4% was immers vooral te danken aan voorraadvorming. Voornamelijk in februari en maart verslechterden de prestaties van de Japanse economie en dat zowel aan de aanbod- als aan de vraagzijde. De seizoensgebonden groeivertraging in belangrijke handelspartners als de VS en China was een belangrijke oorzaak. Daarnaast vertoonde ook de private consumptie nog steeds geen tekenen van duurzaam herstel na de btw-verhoging van april 2014. De gewenste cyclus van consumptie, investeringen en groei is na twee jaar *Abenomics* dus nog steeds niet van start gegaan. De verbetering van het consumentenvertrouwen laat ons echter voorzichtig hopen op beterschap.

Centrale bank gunt zich meer tijd

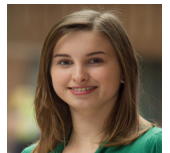
De inflatie zette ondertussen haar dalende trend voort, met uitzondering van het recentste cijfer. Zonder rekening te houden met de effecten van de btw-verhoging in april 2014, bereikte ze in februari zelfs het nulpunt. Een bescheiden ommekeer volgde in maart, voornamelijk als gevolg van de ontwikkeling van de olieprijs. De centrale bank slaagde er dus niet in haar oorspronkelijke inflatiedoelstelling van 2% binnen de vooropgestelde timing te behalen. Ze stelde bijgevolg de officiële deadline uit naar de eerste helft van 2016. Zolang de centrale bank het nodig acht om de inflatie te blijven ondersteunen, zal ze het huidige versoepelingsbeleid voortzetten. Hoewel er nog geen concrete plannen zijn, stijgt de kans op een bijkomende versoepeling naarmate de economie blijft slabakken. De centrale bank blijft hierover voorlopig echter optimistisch. Op korte termijn verwachten we dus geen extra monetaire maatregelen.

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

	20-05-2015	+3m	+6m	+12m
Beleidsrente	0,10	0,10	0,10	0,10
Tienjaarsrente	0,40	0,50	0,55	0,70
JPY per USD	120,88	120,00	122,00	125,00
JPY per EUR	134,43	126,00	122,00	125,00

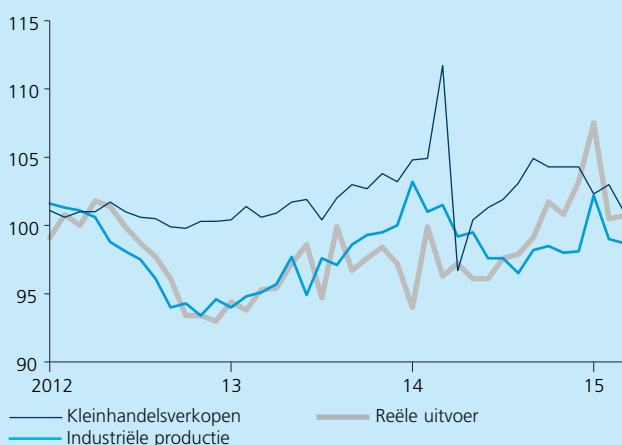
Krappe arbeidsmarkt

De arbeidsmarkt wordt elke maand krappere. De werkloosheidsgraad daalde in maart naar 3,4%, het laagste peil in meer dan 15 jaar. Bovendien stagneerde de verhouding tussen openstaande vacatures en werklozen op 1,15. Een stijgende productie door bedrijven en een dalende bevolking op beroepsactieve leeftijd zullen de krapte op de arbeidsmarkt verder versterken. In de nabije toekomst zal dat leiden tot looninflatie, wat tot nu toe echter nog niet het geval was. Anderzijds zal het grote aantal werknemers zonder een voltijds en permanent contract de looninflatie tegenwerken. Toch verwachten we loonstijgingen die de inflatie zullen overtreffen. Daardoor zal de koopkracht toenemen en de private consumptie geleidelijk herleven. Voor 2015 verwachten we bijgevolg opnieuw een positieve reële bbp-groei. De binnenlandse vraag zal daarbij een grotere rol spelen.

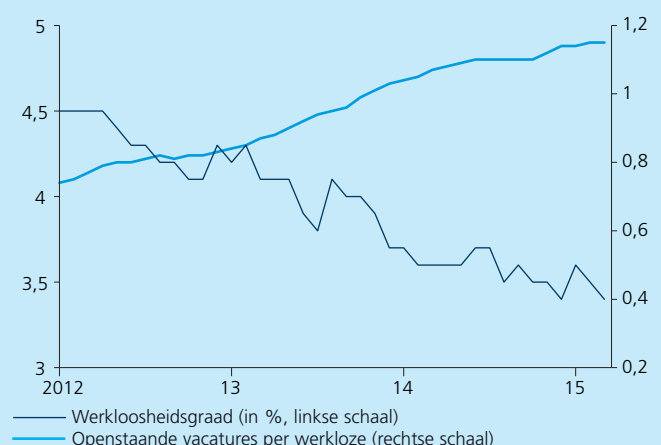


Jill Van Goubergen
jill.vangoubergen@kbc.be

Verzwakking tijdens het eerste kwartaal
(2010 = 100)



Toenemende krapte op de arbeidsmarkt



China

Saga monetaire versoepeling gaat verder

De Chinese motor blijft sputteren. Hoewel in het eerste kwartaal van 2015 de groei-doelstelling van 7% jaar-op-jaar nipt werd gehaald, getuigt de kwartaalgroei met 1,3% van een uiterst zwakke onderliggende dynamiek. Niet alleen de indicatoren voor de binnenlandse bedrijvigheid zetten hun neerwaartse trend voort, ook de buitenlandse handel kreeg de voorbije maanden rake klappen. Door de zwakke binnenlandse vraag kromp de invoer in het eerste kwartaal van 2015 met maar liefst 17,6% ten opzichte van een jaar geleden. Een nog fragiele internationale omgeving zette bovendien een rem op de exportgroei.

Monetaire versoepeling

De aanhoudende broosheid van de economie en de lage inflatie hebben de Chinese centrale bank ertoe aangezet om haar monetair beleid verder te versoepelen. Nadat de reservevereisten eind april neerwaarts werden bijgesteld, werden begin mei voor de derde keer in zes maanden tijd ook de referentierentes op deposito's en kredieten verlaagd.

De Chinese centrale bank maakt zich trouwens op om, indien nodig, nog een stap verder te gaan in haar monetaire versoepelingen. Sinds maart mogen lokale overheden zich financieren via de uitgifte van obligaties. Begin mei werd beslist dat deze lokale overheidsobligaties door commerciële banken als onderpand mogen worden aangewend om een beroep te doen op kredietfaciliteiten van de centrale bank. Niet alleen zal zo de financiering van de lokale overheden worden ondersteund, ook de bijkomende kredietverstrekkingmogelijkheden kunnen de reële economie een extra duwtje in de rug geven.

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

	20-05-2015	+3m	+6m	+12m
Beleidsrente	5,10	5,10	4,85	4,85
Tienjaarsrente	3,46	3,25	3,00	3,00
RMB per USD	6,20	6,20	6,18	6,16

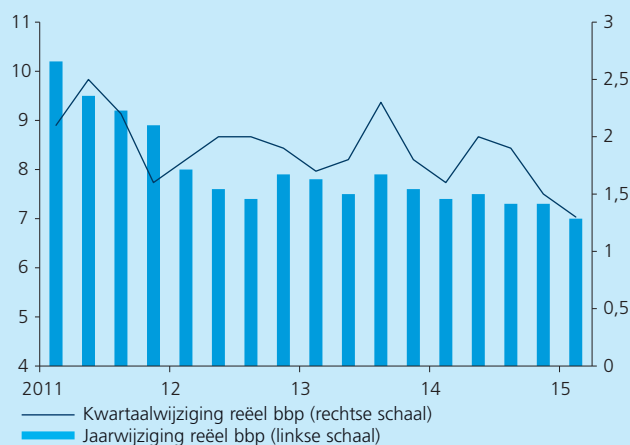
Financiële liberalisering

Begin mei werd tevens het plafond op de depositorentes opgetrokken van 30% naar 50% boven de referentieniveaus. We verwachten dat de centrale bank nog dit jaar de depositorentes volledig liberaliseert. Ondertussen werd al een depositogarantiestelsel in het leven geroepen. De renteliberisering zou de weg vrijmaken voor de liberalisering van de kapitaalrekening van de betalingsbalans tegen eind 2015. De liberalisering van grensoverschrijdende investeringsstromen ondersteunt de Chinese ambitie om de renminbi te laten opnemen in het 'valutamandje' waarop de waarde van de Speciale Trekkingsrechten van het IMF is gebaseerd. Voorlopig bestaat dat mandje uit de Amerikaanse dollar, de euro, de Japanse yen en het Britse pond. Opname in het mandje zou de Chinese munt de status van internationale munt opleveren. China verbreedde reeds de band waarin de yuan mag worden verhandeld. Verdere stappen, zoals het volledig loslaten van de wisselkoers van de munt, zijn echter noodzakelijk indien de Chinese overheid de VS succesvol wil beconcurreren op het internationale financiële toneel.

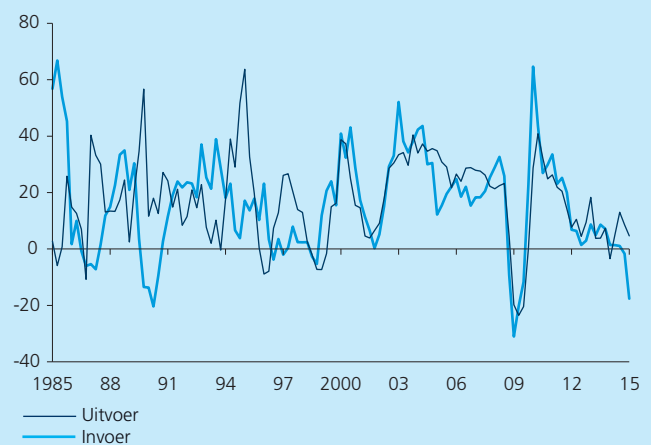


Stephanie Smet
stephanie.smet@kbc.be

Chinese economische groei boet opnieuw aan momentum in (in %)



Chinese invoer krijgt rake klappen (jaarwijziging, in %)



Ontluikende markten

Lage groei noodzaakt structurele hervormingen

De groep van opkomende markten groeide in het eerste kwartaal van 2015 aan het laagste tempo sinds het begin van de financiële crisis. De verzwakking wordt grotendeels gedreven door een terugval in de industriële productie. Gedurende de eerste drie maanden van 2015 zagen Brazilië en Rusland hun economische activiteit krimpen. Het producentenvertrouwen in de verwerkende nijverheid ging in april voor de tweede maand op rij erop achteruit. Zowat alle regio's hebben te kampen met een verslechtering van het economisch klimaat. Latijns-Amerika is de zwaarst getroffen regio, hoofdzakelijk door de negatieve groei in Brazilië.

Rusland en Brazilië blijven onder druk

De stijging van de olieprijsen en het relatieve herstel van de wisselkoers van de roebel verlichten slechts tijdelijk de druk op de Russische economie. In tegenstelling tot wat de overheid voorspelt, verwachten we dat de recessie in 2015 zal voortduren. Vooral de binnenlandse vraag zal blijven lijden onder de nog steeds zwakke roebel, torenhoge inflatie en de daardoor dalende reële lonen. Bovendien blijft de situatie in Oost-Oekraïne onstabiel. De Russische centrale bank zal dit jaar haar beleid blijven versoepelen om een recessie af te wenden, ondanks de pertinent hoge inflatie.

Brazilië blijft kampen met een gebrek aan vertrouwen in het beleid. De centrale bank heeft de afgelopen maanden gradueel haar beleidsrente opgetrokken om de inflatie in te perken. Het budgettaire beleid kampt echter nog steeds met een primair begrotingstekort, ondanks het feit dat het dit jaar een primair overschot van 1,2% van het bbp nastreeft. Programma's zoals de 'Bolsa Familia' laten weinig ruimte om te knippen in de overheidsuitgaven en de inkomsten kunnen door de hoge

belastingdruk amper verder worden verhoogd. Enkel via de overheidsinvesteringen kunnen de uitgaven nog worden verminderd. Hoewel dat voldoende kan zijn om de 'investment grade'-kredietwaardigheid van de overheid te behouden, zal het zware negatieve gevolgen hebben voor de economische groei.

Potentiële groei opkomende markten daalt

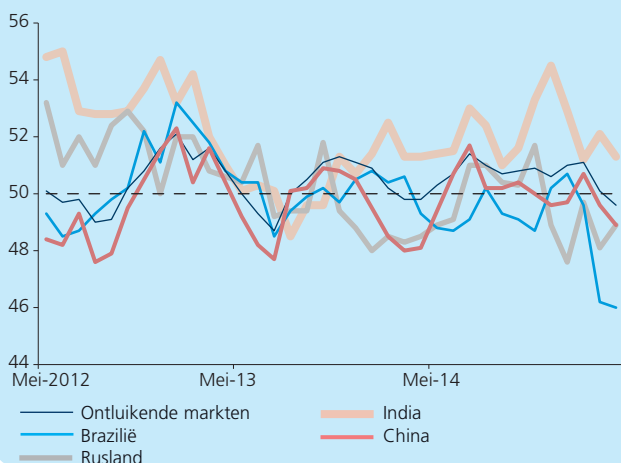
De recente vertraging van de economische groei in de opkomende markten is niet alleen van cyclische aard. Het IMF stelt in haar recentste vooruitzichten dat sinds het uitbreken van de financiële crisis de potentiële groei in de opkomende markten structureel is afgenomen. Die potentiële groei zal bovendien in de toekomst nog verder vertragen. Demografische ontwikkelingen, zoals de vergrijzing, vertragen immers de groei van de bevolking op beroepsactieve leeftijd. Minder gunstige financieringsvoorwaarden en lage grondstofprijzen zullen bovendien wege op de investeringen in kapitaalgoederen. Ook de groei van de totale factorproductiviteit in de groeiemarkten zal afnemen naarmate de convergentie met de Westerse technologie vordert.

Naast een soepel beleidskader, zijn dus ook structurele hervormingen noodzakelijk indien de opkomende markten willen terugkeren naar de groeiprestaties van voor de financiële crisis. Lagere potentiële groei impliceert immers een tragere stijging van de levensstandaard. Hoewel de discussie over de zogenaamde *middle-income trap* niet nieuw is, bevestigt het IMF met de studie wel dat groei in de opkomende markten effectief vertraagt en verhoogt ze het bewustzijn dat de klassieke beleidsacties onvoldoende zullen zijn om de economische groei duurzaam op een voldoende hoog peil te houden.

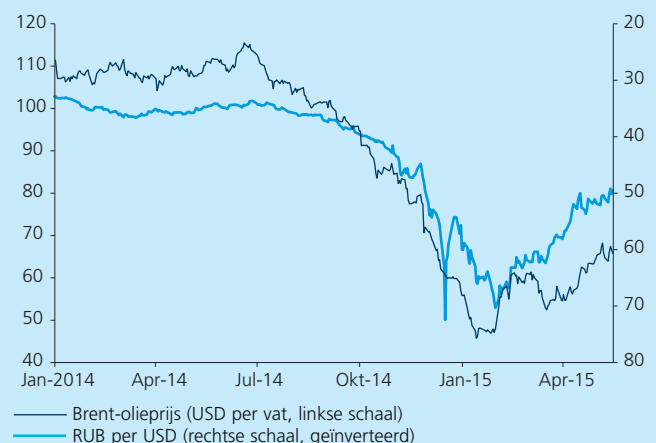


Stephanie Smet
stephanie.smet@kbc.be

Verwerkende nijverheid krimpt, met uitzondering van India
(= 50: neutraal niveau, > 50: expansie, <50: contractie)



Stijging olieprijs mede oorzaak voor herstel Russische roebel



	Reële bbp-groei		Inflatie	
	2015	2016	2015	2016
VS	2,6	2,9	0,5	2,7
Eurozone	1,6	2,0	0,2	1,5
België	1,3	1,7	0,4	1,3
Duitsland	1,8	2,1	0,2	1,8
Ierland	4,0	3,5	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	2,8	3,2	0,2	1,5
Polen	3,6	3,8	-0,5	1,6
Tsjechië	2,5	2,5	0,2	1,5
Hongarije	3,1	2,5	0,3	2,7
Bulgarije	1,7	2,0	-0,3	1,0
Rusland	-4,0	0,5	15,1	7,3
Turkije	3,1	3,6	6,8	6,6
Japan	1,1	1,3	0,7	1,3
China	7,0	6,7	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			
	20-05-2015	+3m	+6m	+12m
VS	0,25	0,25	0,50	1,00
Eurozone	0,05	0,05	0,05	0,05
VK	0,50	0,50	0,50	0,75
Zweden	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
Noorwegen	1,25	1,00	1,00	1,00
Zwitserland	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
Polen	1,50	1,50	1,50	1,50
Tsjechië	0,05	0,05	0,05	0,05
Hongarije	1,80	1,50	1,75	2,00
Roemenië	1,75	2,00	2,00	2,00
Rusland	12,50	12,50	11,00	11,00
Turkije	7,50	7,75	8,00	8,25
Japan	0,10	0,10	0,10	0,10
China	5,1	5,10	4,85	4,85
Australië	2,00	2,00	1,75	1,75
Nieuw-Zeeland	3,50	3,50	3,50	3,75
Canada	0,75	1,00	1,00	1,25

	Wisselkoersen			
	20-05-2015	+3m	+6m	+12m
USD per EUR	1,11	1,05	1,00	1,00
GBP per EUR	0,72	0,70	0,68	0,63
SEK per EUR	9,30	9,00	8,75	8,60
NOK per EUR	8,38	8,35	8,25	8,00
CHF per EUR	1,04	1,04	1,05	1,06
PLN per EUR	4,06	4,05	4,00	3,90
CZK per EUR	27,36	27,60	27,30	27,30
HUF per EUR	306,71	305,00	305,00	310,00
RON per EUR	4,44	4,44	4,44	4,44
BGN per EUR	1,96	1,96	1,96	1,96
RUB per EUR	55,43	51,45	48,00	47,00
TRY per EUR	2,89	2,84	2,90	3,00
JPY per EUR	134,43	126,00	122,00	125,00
RMB per USD	6,20	6,20	6,18	6,16
USD per AUD	0,79	0,70	0,70	0,70
USD per NZD	0,73	0,75	0,75	0,75
CAD per USD	1,22	1,25	1,25	1,25

	Tienjaarsrentes			
	20-05-2015	+3m	+6m	+12m
VS	2,26	2,30	2,40	2,60
Duitsland	0,58	0,70	0,70	0,80
België	0,88	0,95	0,95	0,95
Ierland	1,24	1,30	1,30	1,25
VK	1,96	1,90	2,05	2,45
Zweden	0,75	0,80	0,80	0,90
Noorwegen	1,66	1,70	1,70	1,80
Zwitserland	-0,01	0,10	0,10	0,20
Slowakije	0,87	0,95	0,95	1,05
Polen	2,82	3,20	3,10	3,20
Tsjechië	0,79	0,60	0,60	0,80
Hongarije	3,67	3,60	3,30	3,30
Bulgarije	2,66	2,60	2,60	2,60
Rusland	10,68	11,00	11,25	11,25
Turkije	8,97	8,80	9,10	9,20
Japan	0,40	0,50	0,55	0,70
China	3,46	3,25	3,00	3,00
Australië	2,96	2,20	2,10	2,10
Nieuw-Zeeland	3,78	3,15	3,35	3,70
Canada	1,80	1,30	1,45	1,80

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, GCE, Havenlaan 2, 1080 Brussel, E-mail: economic.research@kbc.be

Deze publicatie komt tot stand op de afdeling Economic Research 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 20 mei 2015, tenzij anders vermeld. De beschreven meningen en vooruitzichten zijn die zoals ze gelden op 19 mei 2015.