



Economische Berichten

■ nr. 36 ■ 20 juli 2015



Update vooruitzichten wereldeconomie

De verbetering van de wereldconjunctuur zet zich geleidelijk voort. Dat blijkt uit recente conjunctuurdata uit de VS, de eurozone en zelfs China. De groei van de economie in de westerse landen wordt in belangrijke mate gedreven door de consumptiegroei, ondersteund door een verder dalende werkloosheidsgraad. Daarnaast blijft de aanhoudend lage olieprijs de reële inkomensgroei ondersteunen. De *headline*-inflatie is nog altijd laag, maar zal de komende maanden geleidelijk oplopen. Met een werkloosheidsgraad die in de VS het peil benadert dat overeenstemt met volledige werkgelegenheid, maakt de Fed zich allicht al in september op voor een eerste renteverhoging. Gegeven het uiterst soepele monetaire beleid in de rest van de wereldeconomie, en vooral in de eurozone, hoeft dat echter niet te leiden tot een forse opsporing van de obligatierentes zoals in 1994. Conjunctuurrisico's blijven evenwel bestaan. Terwijl Europa voor de Griekse schuldenproblematiek vijf minuten na twaalf uiteindelijk toch een (tijdelijke?) oplossing heeft gevonden, kunnen een aantal kwetsbare opkomende economieën in de problemen komen wanneer de verkrappingscyclus door de Fed op gang komt. Het groeiherstel van de wereldeconomie zal hierdoor echter niet in het gedrang komen.

Wereldconjunctuur klaart verder op

De recentste conjunctuurindicatoren schetsen een gemengd, maar per saldo gunstig beeld van de toestand van de wereldeconomie. In het bijzonder het Amerikaanse producentenvertrouwen in de verwerkende nijverheid, en in wat bescheidenere mate ook dat in de eurozone wijzen erop dat het wereldwijd groeiherstel zich voortzet. De enige valse noot was de daling van het producentenvertrouwen in het VK, maar ook daar blijft de arbeidsmarkt in goede doen.

De dynamiek van de Chinese kwartaalgroei versnelde van 1,3% in het eerste tot 1,7% in het tweede kwartaal.

goed nieuws. In vergelijking met het tweede kwartaal van 2014 groeide de Chinese economie met 7%. Belangrijker was echter dat de dynamiek van de kwartaalgroei versnelde van 1,3% in het eerste tot 1,7% in het tweede kwartaal. Bovendien maakten de Chinese beleidsmakers duidelijk dat zowel het monetaire als het budgettaire beleid verder zouden worden versoepeld indien de economische groei toch tot onder de vooropgestelde doelstelling zou dalen. Desnoods zouden investeringen en uitvoer opnieuw worden aangewakkerd ten koste van de groei van de private consumptie.

Consument drijvende kracht

De recentste data voor het Japanse producentenvertrouwen waren ook wat minder, maar we mogen niet uit het oog verliezen dat de Japanse economie zich nog altijd in de buurt van volledige werkgelegenheid bevindt. Anderzijds was het Chinese groeicijfer voor het tweede kwartaal dan weer wel

Per saldo wordt de groei van de wereldeconomie in de eerste plaats ondersteund door de groei van de private consumptie, vooral in de westerse landen. In de VS, het VK en in vele euro-

landen daalt de werkloosheidsgraad geleidelijk voort. In de VS ligt die werkloosheidsgraad dicht in de buurt van het peil dat volgens de Fed overeenstemt met volledige werkgelegenheid, terwijl bijvoorbeeld in Duitsland de werkloosheidsgraad volgens Eurostatgegevens daar zelfs al onder ligt. Indien er zich geen nieuwe negatieve schok voordoet, zal de groei van de wereldeconomie de komende jaren boven haar potentieel tempo liggen en bijgevolg de economische onderbenutting, die in het bijzonder tot uiting komt in de cyclische werkloosheidsgraad, verder afnemen. Dat zal geleidelijk tot toenemende loondruk leiden en ook de onderliggende kerninflatie opnieuw in de richting brengen van de beleidsdoelstelling van de toonaangevende centrale banken.

Olieprijs blijft groeivriendelijk

De olieprijs is recent opnieuw wat gedaald tot circa 58 USD per vat Brentolie (grafiek 1). Dit stemt overeen met ons scenario dat, als gevolg van de nieuwe schalie-technologie, de negatieve prijsschok van 2014 een permanent karakter heeft en dat de olieprijs zal blijven schommelen in een marge die duidelijk onder het peil ligt van de eerste helft van 2014. We verwachten dat de olieprijs slechts geleidelijk opnieuw zal stijgen tot 70 USD per vat Brentolie tegen het einde van 2015. Dit betekent ook dat de relatief laag blijvende energieprijzen de reële inkomensgroei zullen blijven ondersteunen en bijgevolg ook het consumptiegedreven herstel in the VS en Europa. Het politiek akkoord met Iran omtrent zijn nucleair programma zal ook leiden tot een geleidelijke opheffing van de economische sancties tegen het land en tot hogere olie-uitvoer. Op zijn beurt zal dit bijdragen tot een slechts matige ontwikkeling van de olieprijs op middellange termijn.

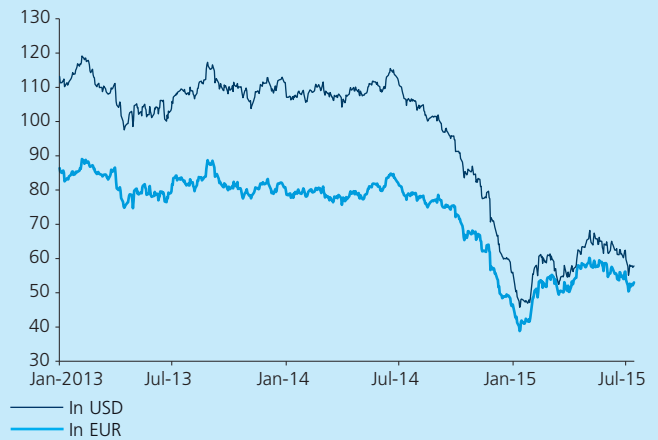
Het politiek akkoord met Iran omtrent zijn nucleair programma zal op middellange termijn leiden tot een hogere Iraanse olie-uitvoer en bijdragen tot een matige ontwikkeling van de olieprijs.

Voorals als gevolg van de recent wat lagere olieprijsen daalde de *headline*-inflatie marginaal tot 0% in de VS in mei en tot 0,2% in de eurozone in juni. Het belangrijke verschil tussen beide economieën is echter het verschil in de kerninflatie (exclusief energie- en voedingsprijzen). Terwijl die in de VS met 1,7% niet zo ver verwijderd is van de inflatiedoelstelling van de Fed, bedraagt de kerninflatie in de Eurozone nog altijd minder dan de helft van de doelstelling van de ECB. Beide centrale banken streven op middellange termijn een inflatie na van (net geen) 2%.

Deflatiespook verdwenen

Niettemin lijkt de trend van dalende inflatie definitief gestopt en is de deflatievrees vrijwel volledig verdwenen van de financiële markten. Tenzij er zich een nieuwe substantiële negatieve olieprijschok voordoet (die nota bene de economische groei een bijkomende stimulans zou geven), zal de *headline*-inflatie de komende maanden gestaag stijgen naar het jaareinde van

Grafiek 1 - Lage olieprijs blijft groei ondersteunen
(prijs per vat Brentolie)



2015. In belangrijke mate zal dat het gevolg zijn van het feit dat de hoge olieprijsen van de eerste helft van 2014 uit de jaar-op-jaar vergelijking verdwijnen.

Naast de stijging van de *headline*-inflatie zal ook de kerninflatie geleidelijk opnieuw aantrekken. Dat is het gevolg van de geleidelijke afname van onbenutte economische capaciteiten door een groei die in 2015 en 2016 in de meeste westerse landen boven het potentiële groeitempo ligt. In vergelijking met de VS zal dat proces in de eurozone uiteraard een stukje trager verlopen.

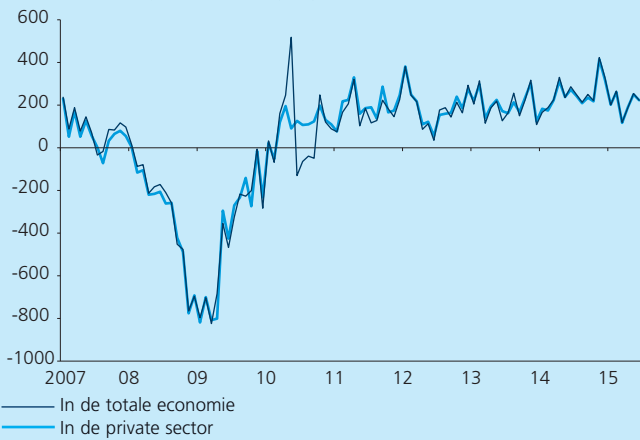
Fed in de startblokken

We gaan er nog steeds van uit dat de Fed haar cyclus van renteverhogingen in september zal starten. Tenzij er zich nog onverwachte ontwikkelingen voordoen, lijken de twee belangrijkste voorwaarden van de Fed voor zo'n renteverhoging te zijn vervuld. In haar recentste verklaring na haar beleidsvergadering van juni, stelde de Fed dat ze vooraleer de rente te verhogen een verdere verbetering op de arbeidsmarkt wilde zien en er ook redelijk zeker van wilde zijn dat de inflatie op middellange termijn opnieuw zou terugkeren naar de inflatiedoelstelling van 2%. Welnu, in juni werden er per saldo 223.000 nieuwe banen gecreëerd (grafiek 2) en daalde de werkloosheidsgraad tot 5,3%, wat een duidelijke verbetering is. Bovendien maken het huidige peil van de kerninflatie en de verwachte stijging van de *headline*-inflatie in de komende maanden het bijzonder waarschijnlijk dat ook de inflatie in de nabije toekomst zal terugkeren naar een peil van circa 2%.

De verwachting van een eerste renteverhoging door de Fed in september na bijna zeven jaar van nulrentebeleid is een belangrijke drijvende kracht in ons scenario van geleidelijk verder stij-

Grafiek 2 - Verdere verbetering Amerikaanse arbeidsmarkt opent deur voor eerste renteverhoging

(maandelijkse netto-werkgelegenheidscreatie, in duizendtallen)



gende obligatierentes in de VS en Europa. De correlatie tussen de belangrijke obligatiemarkten is nog steeds intact en hoog. Hogere obligatierentes in de VS zullen bijgevolg gepaard met hogere Duitse obligatierentes, ondanks het feit dat de ECB haar beleidsrente allicht op slechts 5 basispunten zal behouden tot in 2017. We verwachten ook dat de ECB, zoals gepland, haar huidige aankoopprogramma zal voortzetten tot in september 2016.

Herhaling van 1994 onwaarschijnlijk

Een herhaling van het scenario van 1994 op de obligatiemarkten is naar onze mening echter onwaarschijnlijk. Ook in 1994 was er een beleidsdivergentie tussen de Amerikaanse Fed (verkrappend) en de Duitse Bundesbank (versoepelend) en de forse stijging van de Amerikaanse obligatierente zorgde ook voor een forse stijging van de Duitse obligatierentes.

Op dit ogenblik suggereren de statistische data dat de richting van het oorzakelijk verband op zijn minst ten dele is omgekeerd. Het uiterst soepele monetaire beleid van de ECB (met inbegrip van haar aankoopprogramma) en van een aantal centrale banken in de opkomende markten lijkt een neerwaartse impact te hebben op de Amerikaanse obligatierentes, eerder dan omgekeerd.

Deze inschatting werd ook gesuggereerd in het jongste jaarverslag van de Bank voor Internationale Betalingen, de bank der centrale banken. Indien deze inschatting correct is, hoeft een eerste renteverhoging door de Fed in september, die nog niet in de markten is ingeprijsd, niet noodzakelijk te leiden tot een forse opsprong van de obligatierentes zolang het monetaire beleid in de rest van de wereldeconomie uiterst accommoderend blijft. Dit is het belangrijkste argument voor ons scenario

dat de tienjarige obligatierentes slechts matig zullen stijgen tegen het eind van 2015, tot een peil van 2,75% in de VS en 1% in Duitsland. Vermits we blijven uitgaan van een divergentie van het monetaire beleid tussen de Fed en de ECB, bevestigen we onze verwachting dat de EUR zal verzwakken naar pariteit met de USD tegen het einde van 2015.

Risico's echter nog niet verdwenen

Op dit moment is het meest acute probleem voor de eurozone, namelijk het directe gevaar van een Grexit, voorlopig geweken. Indien het effectief wordt uitgevoerd, bevat het bereikte akkoord tussen Griekenland en zijn schuldeisers (de Europese Commissie, de ECB en het IMF) kort samengevat de volgende elementen:

- Ten eerste keurde het Griekse parlement al de zogenoemde prior actions goed. Dat zijn hervormingen en consolidatiemaatregelen om het beschadigde vertrouwen in de Griekse bereidheid tot hervormingen te herstellen.
- In een tweede stap keuren de parlementen van een reeks eurolanden, waaronder de Duitse Bundestag, het begin van onderhandelingen over een derde steunpakket voor Griekenland goed. Dat pakket zou een drietal jaren lopen en een totaal volume van circa 85 miljard EUR hebben. Bovendien ziet het ernaar uit dat een overgangsfinitiering van circa 7 miljard EUR wordt goedgekeurd. Die moet Griekenland toelaten om de komende maanden vervallende schulden aan de ECB en de achterstallige verplichtingen aan het IMF te betalen.
- Na de afronding van die onderhandelingen over dat derde steunpakket (dat we niet voor september verwachten) moet het resultaat nog worden goedgekeurd door de parlementen van de betrokken eurolanden.

Ons voorlopig besluit is dat er nog heel wat kan misgaan en dat er aan beide kanten van de overeenkomst weinig enthousiasme is. Op zijn minst is er door het jongste akkoord wat tijd

gewonnen en zal later blijken of de gemaakte afspraken duurzaam zijn. Met zekerheid kunnen we echter stellen dat de Griekse schuldproblematiek niet permanent zal kunnen worden opgelost zonder een of andere vorm van schuldverschikking. Zoals het IMF

in een recente analyse berekende, is het huidig pad van de Griekse overheidsschuld immers volledig onhoudbaar. Vermits een expliciete schuldkwijtschelding om politieke en/of juridische redenen niet bespreekbaar is, blijft een substantiële verlenging van de looptijd van de uitstaande Griekse schuld in handen van het Europese steunfonds EFSF/ESM de voor de hand liggende manier om de last van de Griekse uitstaande overheidsschuld te verlichten.

Voor de overige Europese economieën was er alvast van enige

'besmetting' door de Griekse schuldproblematiek weinig tot geen sprake. Op de Europese obligatiemarkten nam de volatiliteit weliswaar wat toe, maar hervatten de renteversillen van staatsobligaties van eurolanden met die van de Duitse overheid opnieuw hun neerwaartse trend (grafiek 3). Dat kan ofwel betekenen dat de obligatiemarkten er steeds van zijn uitgegaan dat er op het nippertje een akkoord zou worden gevonden. Waarschijnlijker is echter dat de blootstelling aan de Griekse financiële perikelen ondertussen zo klein is geworden dat zij de financiële markten niet meer betekenisvol kan raken.

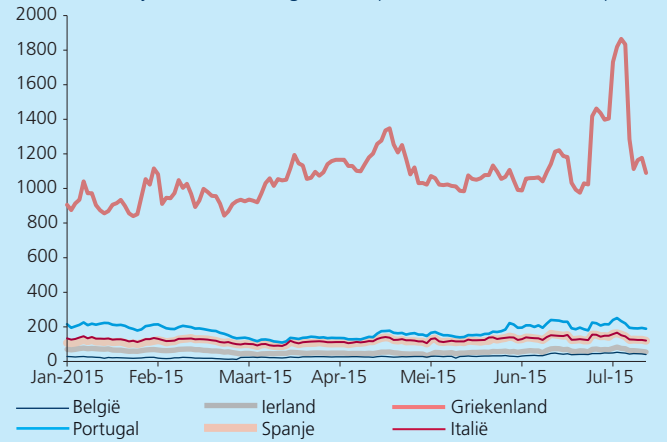
Naast de Griekse kwestie is er nog het potentieel risico dat de aankomende renteverhoging door de Fed een ommekeer van de internationale kapitaalstromen uit de opkomende economieën zou kunnen teweegbrengen. In 2013 was iets dergelijks naar aanleiding van de aankondiging van een mogelijk einde van de kwantitatieve versoepeling door de Fed ook gebeurd. De aankomende verkrappingscyclus door de Fed zou ook nu wel eens opnieuw de kwetsbaarheid van een aantal opkomende economieën in de verf kunnen zetten. Vooral landen met macro-economische onevenwichtigheden, zoals grote externe tekorten, kunnen onder druk komen. Voorbeelden hiervan zijn Turkije en Brazilië.



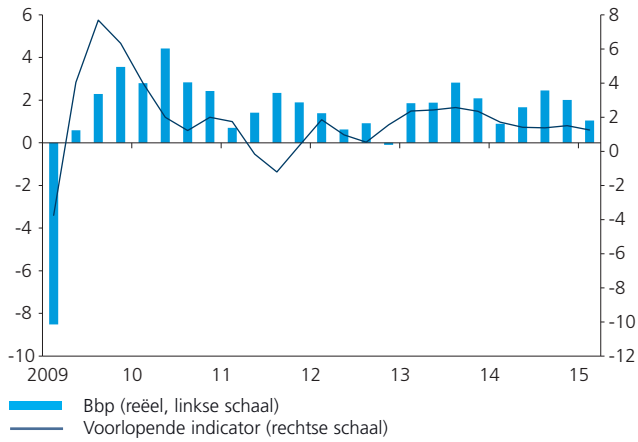
Dieter Guffens
dieter.guffens@kbc.be

Grafiek 3 - Griekse perikelen deren Europese obligatiemarkten per saldo niet

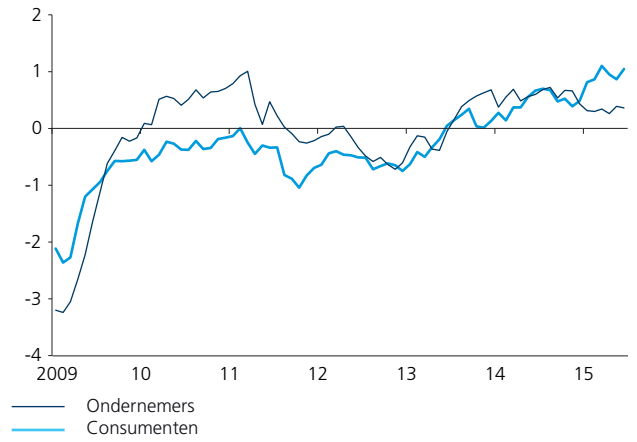
(renteverschil tienjarige overheidsobligaties ten opzichte van Duitsland, in basispunten)



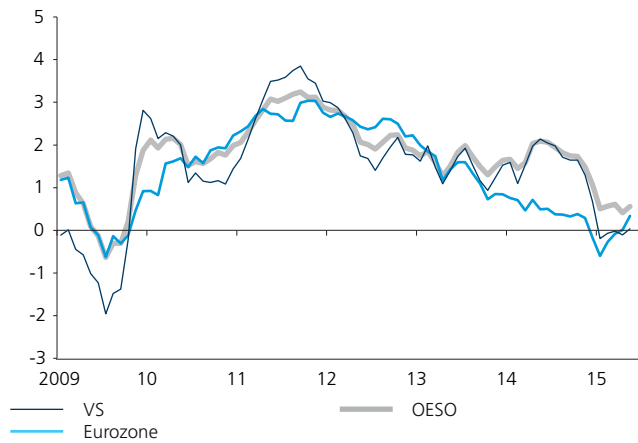
Economische activiteit in de OESO
(kwartaalwijziging op jaarbasis in %)



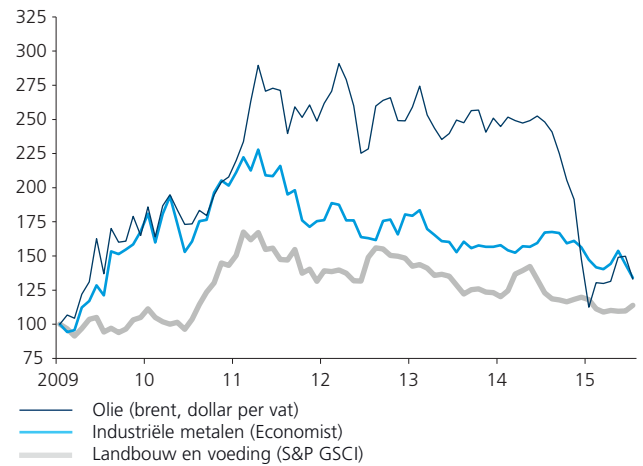
Vertrouwen G4
(standaardafwijking van het LT-gemiddelde)



Inflatie
(consumptieprijsindex, jaarwijziging in %)



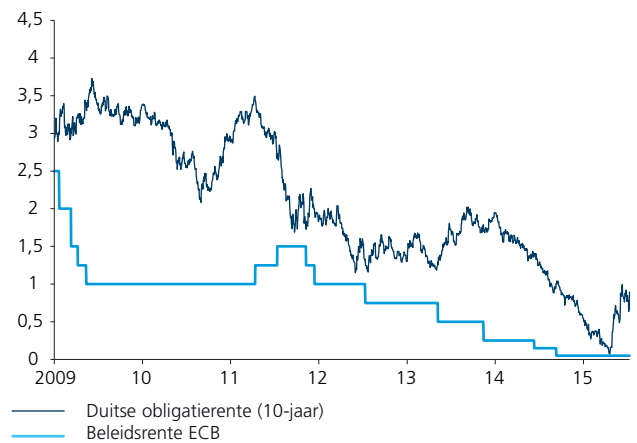
Grondstoffenprijzen
(januari 2009 = 100)



Renteverloop VS
(in %)



Renteverloop eurozone
(in %)



	Reële bbp-groei		Inflatie	
	2015	2016	2015	2016
VS	2,3	2,8	0,4	2,7
Eurozone	1,5	2,0	0,4	1,7
België	1,4	1,7	0,5	1,5
Duitsland	1,8	2,1	0,2	1,8
Ierland	4,5	3,8	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	2,8	2,6	0,4	1,6
Hongarije	3,1	2,5	0,3	2,7
Bulgarije	1,7	2,0	-0,3	1,0
Rusland	-3,0	0,5	13,0	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			
	17-07-2015	+3m	+6m	+12m
VS	0,25	0,50	0,50	1,00
Eurozone	0,05	0,05	0,05	0,05
VK	0,50	0,50	0,75	1,25
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	1,50	1,50	1,75	2,00
Roemenië	1,75	1,75	1,75	1,75
Rusland	11,50	11,00	10,50	10,00
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	3,25	3,50	3,50	3,75
Canada	0,50	0,50	0,50	0,75

	Wisselkoersen			
	17-07-2015	+3m	+6m	+12m
USD per EUR	1,09	1,05	1,00	1,00
GBP per EUR	0,70	0,69	0,67	0,66
SEK per EUR	9,33	9,30	9,30	9,30
NOK per EUR	8,87	8,90	8,50	8,25
CHF per EUR	1,04	1,05	1,05	1,05
PLN per EUR	4,10	4,14	4,10	4,05
CZK per EUR	27,03	27,40	27,20	27,10
HUF per EUR	308,63	310,00	310,00	310,00
RON per EUR	4,42	4,42	4,42	4,42
BGN per EUR	1,96	1,96	1,96	1,96
RUB per EUR	61,81	56,70	54,00	54,00
TRY per EUR	2,88	2,94	2,90	3,00
JPY per EUR	134,94	130,20	125,00	125,00
RMB per USD	6,21	6,20	6,20	6,20
USD per AUD	0,74	0,74	0,72	0,70
USD per NZD	0,65	0,68	0,66	0,64
CAD per USD	1,30	1,25	1,28	1,31

	Tienjaarsrentes			
	17-07-2015	+3m	+6m	+12m
VS	2,34	2,40	2,75	2,85
Duitsland	0,81	0,90	1,00	1,25
België	1,14	1,25	1,25	1,45
Ierland	1,44	1,55	1,55	1,65
VK	2,07	2,15	2,30	2,40
Zweden	0,82	1,00	1,10	1,35
Noorwegen	1,64	1,70	1,80	2,05
Zwitserland	0,07	0,20	0,30	0,55
Slowakije	1,23	1,20	1,20	1,45
Polen	2,93	3,30	3,40	3,70
Tsjechië	1,22	1,30	1,40	1,60
Hongarije	3,77	3,70	3,60	3,75
Bulgarije	3,30	3,35	3,40	3,45
Rusland	10,32	11,00	11,00	11,00
Turkije	9,09	9,80	10,35	10,65
Japan	0,43	0,50	0,55	0,60
China	3,55	3,30	3,10	3,10
Australië	2,93	3,10	3,45	3,55
Nieuw-Zeeland	3,49	3,90	4,25	4,40
Canada	1,55	1,90	2,25	2,35