



# DE WERELDECONOMIE IN 2017

Januari 2017



**Dit document schetst de evolutie van de wereldeconomie in 2017 op basis van de consensusverwachtingen van de belangrijkste internationale economische instellingen (IMF, OESO, Wereldbank...) en van de grootste centrale banken en financiële instituten. Het spreekt vanzelf dat de werkelijke evolutie in belangrijke mate kan afwijken van de verwachte, o.m. als gevolg van niet in te schatten gebeurtenissen. De informatie in dit document is met de meeste zorg samengesteld. Precisis aanvaardt geen aansprakelijkheid voor eventuele onjuistheden of fouten en vergissingen van welke aard ook. Deze publicatie - die gratis ter beschikking wordt gesteld - verleent geen rechten.**

# DE WERELDECONOMIE IN 2017

## 1. Stand van zaken

De beste manier om zich een beeld te vormen van het wereldwijd macro-economische potentieel, is i) de meest recente economisch-financiële indicatoren aan een onderzoek te onderwerpen, waarna ii) projecties worden gemaakt over de verwachtingen voor volgend jaar. Daarom worden achtereenvolgens de volgende gegevens tegen het licht gehouden:

- De groei van het bruto binnenlands product (BBP) in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten. Deze drie economische regio's vertegenwoordigen volgens de Wereldbank meer dan 50% van het wereldwijde BBP.
- De industriële productie in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten. Deze indicator meet de hartslag van de economie onder de vorm van de fabrieksoutput.
- De Baltic Dry Index meet de evolutie van de vrachttarieven in de bulkscheepsvaart. Dit is een objectieve waardemeter - niet beïnvloed door sentiment of door mogelijke methodologische kunstgrepen - die een directe indicatie geeft over de toekomstige wereldwijde groei en productie.
- Het consumentenvertrouwen in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten. In tegenstelling tot de industriële productie, geeft het consumentenvertrouwen weer hoe de man in de straat tegen de toekomstige economische gang van zaken aankijkt. Het consumentenvertrouwen peilt dus naar emoties, niet naar harde cijfers.
- Het werkloosheidspercentage in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten laat zien welk deel van de werkwilligen geen baan heeft.
- Het verloop van de consumptieprijzenindex (CPI) in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten schetst een beeld van de evolutie van de levensduurte.
- Het renteverloop van de korte tot de heel lange termijn in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten.
- De evolutie van de overheidsfinanciën in de eurozone, in Japan en in de Verenigde Staten, gemeten aan het jaarlijkse tekort en aan de totale schuld.

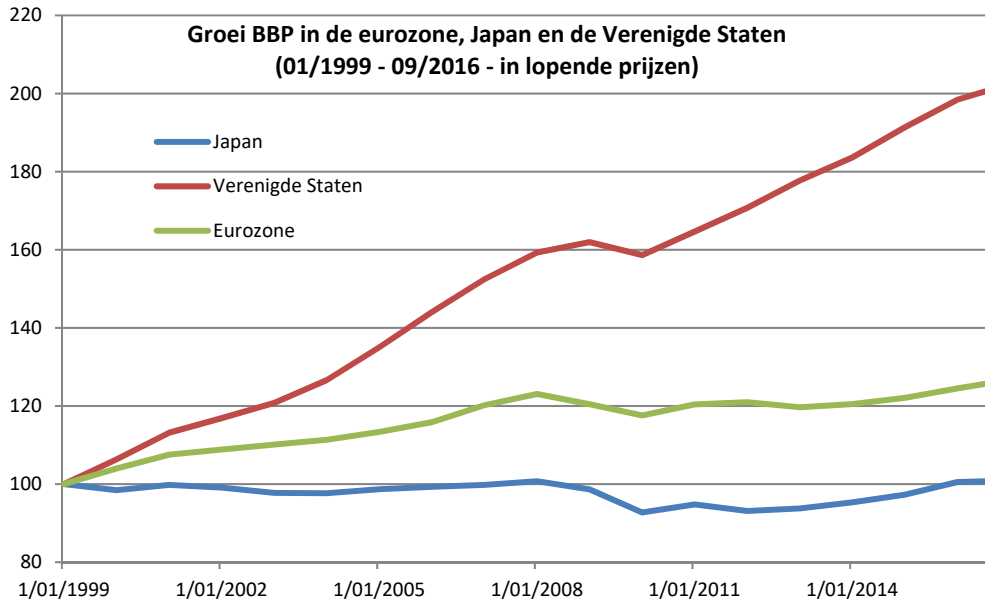
De grafieken gaan bij voorkeur terug tot de datum van invoering van de EUR (4 januari 1999). Na iedere grafiek volgt telkens een bespreking en geven we de eraan gekoppelde macro-economische consensusverwachting voor 2017.

Deze reeks indicatoren streeft geen volledigheid na. Samen geven ze op wereldvlak echter een vrij realistisch beeld van de stand van zaken en verwachtingen op economisch-financieel gebied.

Wat betreft de vooruitzichten voor 2017, blijven we waarschuwen voor het overmatige optimisme van de voorspellingen van gerenommeerde instituten zoals het IMF, de OESO of de Wereldbank. Keer op keer blijken hun prognoses door de bank genomen te rooskleurig te zijn; dit lijkt ook voor 2017 het geval te worden. De belangrijkste vraag voor het komende jaar is echter of de anti-establishment bewegingen (zie de komende verkiezingen in onder andere Nederland, Frankrijk en Duitsland - en wellicht ook in Italië) de lijn van de Brexit en Trump zullen doortrekken. Indien dit zo is, riskeren politieke ontwikkelingen een grote impact te krijgen op de economische gang van zaken.

## 1.2. De groei van het BBP

Het bruto binnenlands product (BBP) is de in geld uitgedrukte som van wat een land of regio over een welbepaalde termijn (normaliter 1 jaar) aan diensten en goederen tegen marktprijzen (lopende prijzen) produceert, dus niet gecorrigeerd voor inflatie.



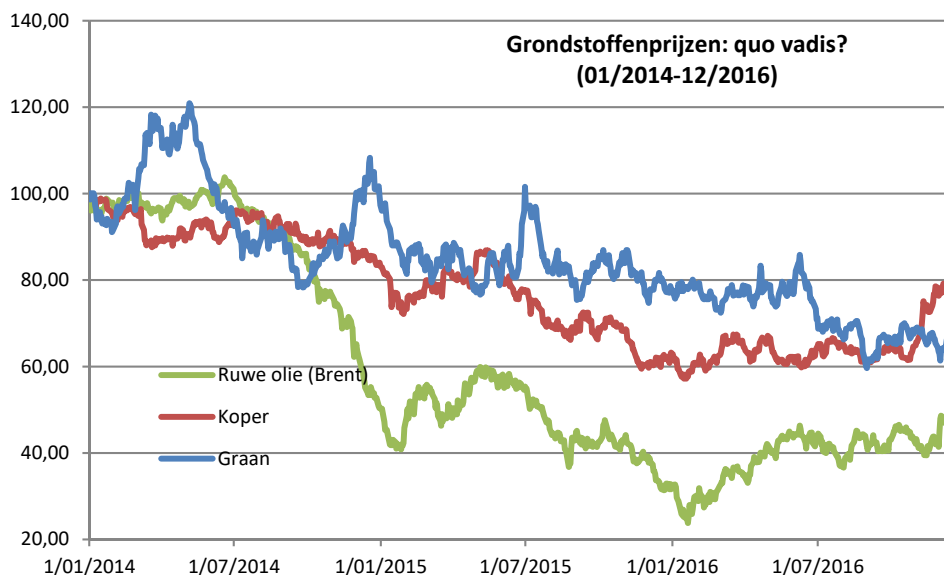
Van begin 1999 tot einde september 2016, groeit de Amerikaanse economie met gemiddeld 3,7% per jaar. De eurozone bezet de tweede plaats met een groei van 1,3% per jaar, terwijl Japan met minder dan 0,1% per jaar het rijtje sluit. Zo het gemiddeld jaarlijkse groeiritme sinds begin 2008 wordt berekend (toen de financiële crisis uitbrak), daalt het cijfer voor de Verenigde Staten tot 2,5% per jaar, voor de eurozone tot 0,2% per jaar en voor Japan tot -0,2% per jaar. Zoals hoger aangegeven, zijn dit data tegen lopende prijzen, d.w.z. inclusief inflatie. Zo de prijsstijgingen worden geëlimineerd, bedraagt de groei sinds begin 1999 in de Verenigde Staten gemiddeld 1,4% per jaar, terwijl hij voor de eurozone met 0,7% per jaar duidelijk lager is. Daar waar de Verenigde Staten en de eurozone sinds 1999 inflatie kennen, is dit in Japan niet het geval: daar kennen de prijzen van begin 1999 tot en met einde september 2016 een bijna vlak verloop. Hierom is de jaarlijkse BBP groei in Japan in reële cijfers ongeveer gelijk aan die in nominale termen (d.w.z. inclusief de veranderingen in het prijsniveau). De prestatie van de Japanse economie sinds begin 1999 blijft zwaar ontgoochelen. De uitermate expansieve Japanse monetaire en fiscale politiek (de zgn. 'Abenomics') die steunt op geldcreatie, het systematisch verzwakken van de JPY en de grote overheidstekorten, heeft tot nog toe niet gebracht wat ervan verwacht werd. Integendeel, ondanks deze ingrijpende maatregelen, slaagt Japan er maar niet in aan te knopen bij een wat hogere economische groei.

Overigens kan men zich afvragen of hoge reële BBP groeicijfers (i.e. na inflatie) van 3% en meer op lange termijn nog haalbaar zijn. De Franse econoom Thomas Piketty heeft hierover onderzoek gedaan. Hij komt tot het besluit dat over de heel lange termijn (van 1700 tot 2012) een reële BBP groei per hoofd van de bevolking van 1% per jaar aan de hoge kant is. Dit cijfer houdt rekening met de enorme expansie tijdens de Industriële Revolutie (Groot-Brittannië) en met de hoge groeicijfers na de beide Wereldoorlogen. In dit verband kunnen we ook wijzen naar de economische ontwikkeling van Japan en China. Dit eerste land realiseerde tot zowat midden van de jaren 80 een BBP groei vergelijkbaar met die van China vandaag. Nadien zorgde de combinatie vastgoedbel en structurele problemen binnen de financiële sector voor de stagnatie die tot vandaag voortduurt. China gaat waarschijnlijk hetzelfde scenario tegemoet. Ook hier is er sprake van oververhitting van de vastgoedsector in combinatie met een financiële sector die sinds de crisis van 2008 heel wat slechte kredieten moet

verteren. Bovendien volgen beide landen ook op demografisch vlak eenzelfde parcours. In Japan neemt de bevolking af; iets wat in China - als gevolg van de één kind per gezin politiek - eveneens staat te gebeuren.

**Specifiek wat betreft de eurozone is het duidelijk dat de economisch-financiële crisis van 2008-2009 voor een breekpunt heeft gezorgd: de BBP groeipercentages van voorheen zijn nog altijd niet terug.** De ontwrichting gecreëerd door de financiële sector resulteerde in een vertrouwensbreuk bij consumenten en bedrijven, die op haar beurt uitmondde in het voor een stuk stilvallen van de kredietvraag en in een streven naar schuldvermindering. Omdat de beroepsbevolking ook in veel Westerse landen (België, Duitsland, Frankrijk, Italië...) vermindert, is het onwaarschijnlijk dat de economische groei structureel aantrekt. Voor de Verenigde Staten liggen de kaarten beter, terwijl Japan dus nog steeds niet is hersteld van de vastgoedbel/kredietcrisis daterend uit 1989.

Een factor van onzekerheid wat betreft de vooruitzichten van de Westerse economieën, is de toekomstige ontwikkeling van de grondstoffenrijzen. Dit betreft niet alleen ruwe olie, maar ook o.m. koper, nikkel, zink en landbouwgrondstoffen als graan en koffie, levend vee en hout. Onderstaande grafiek toont de prijsontwikkeling van ruwe olie, van koper en van graan sinds begin 2014 tot midden december 2016.



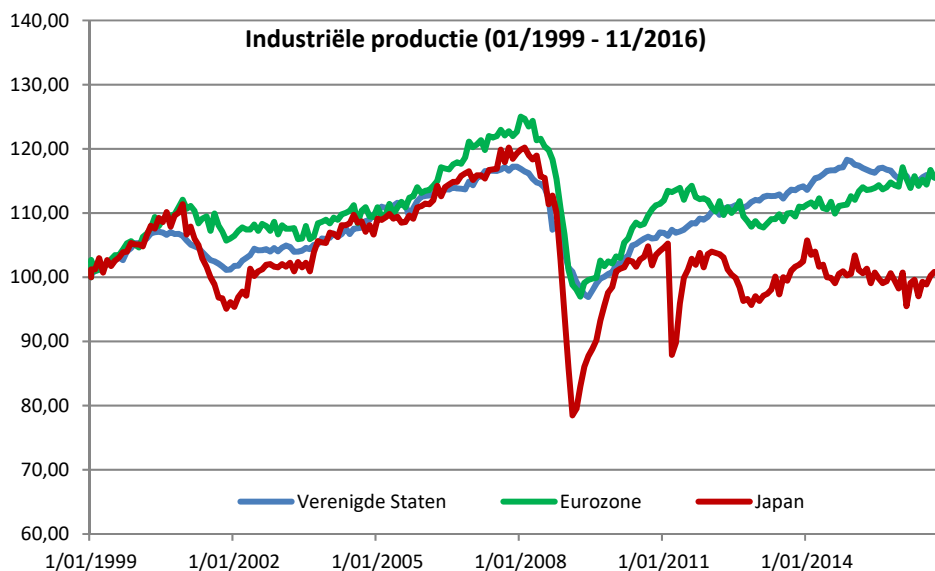
Daar waar granen hun negatieve trend van sinds begin 2014 verder zetten, lijken koper en ruwe olie uit te bodemen. Hoewel beide nog duidelijk onder hun niveau van begin 2014 noteren, is sinds de herfst 2016 een ommekeer merkbaar. De verkiezing van Donald Trump tot toekomstig Amerikaans president is hieraan niet vreemd. Zijn economisch programma voorziet immers in grote uitgaven voor infrastructuur, hetgeen de prijzen van harde grondstoffen ondersteunt. Anderzijds is een heuse boom in grondstoffen onwaarschijnlijk; daarvoor zijn de wereldwijde groeivoorzichten onvoldoende. Bovendien dreigt bij hogere prijzen de productie van bijvoorbeeld olie uit leesteenlagen snel op te lopen, waardoor structureel hogere prijzen (meer dan 65 USD voor een vat ruwe olie) vrij snel met de wet van vraag en aanbod zullen kennis maken. Niettemin is de recente stijging van een aantal harde grondstoffen (ijzererts, zink, tin...) goed nieuws voor landen als Brazilië en Rusland die massaal grondstoffen exporteren. Grondstoffenrijzen die in 2017 gemiddeld wat hoger liggen dan in 2016 zouden daarom de wereldwijde economische groei kunnen ondersteunen. Dankzij de export van grondstoffen, verkrijgen deze landen deviezen die hen toelaten meer (luxe)goederen in te voeren. Deze import betreft vaak artikelen (van auto's tot handtassen en uurwerken) uit Westerse landen, zodat er sprake is van een multiplicatoreffect. Niettemin vrezen we dat onder meer het IMF - net zoals de voorgaande jaren - te optimistische groeivoorzichten aflevert. Als dit instituut de Amerikaanse

BBP groei volgend jaar tot 2,2% ziet aantrekken (voor 2016 staat de raming op 1,6%), dan verliest het volgens ons uit het oog dat de Amerikaanse economie al sinds 2009 onafgebroken groeit. Bovendien houdt deze instelling geen rekening met de fall-out van de geplande renteverhogingen in de Verenigde Staten (zie verder), noch met mogelijke politieke instabiliteit in de eurozone. Daarom denken we dat de BBP groei in 2017 wat lager zal uitkomen, dan de door het IMF in oktober gepubliceerde ramingen, i.e. 1,5% voor de eurozone, 2,2% voor de Verenigde Staten en 0,6% in Japan.

**In 2017 zal de eurozone opnieuw een bescheiden groei kennen. Japan staat voor een vrij vlakke evolutie van zijn BBP. Voor de Verenigde Staten is de hamvraag of de rentestijging van december 2016 (zie verder) inderdaad zal gevolgd worden door nog meer verhogingen.**

### 1.3. De industriële productie

De industriële productie meet de output van de nijverheid (inbegrepen de nutsbedrijven), uitgedrukt in vaste prijzen. Dit is een objectieve waarmeder die weliswaar wordt beïnvloed door veranderingen in de voorraadniveaus, maar die op termijn zeer goed de werkelijke activiteit weergeeft.

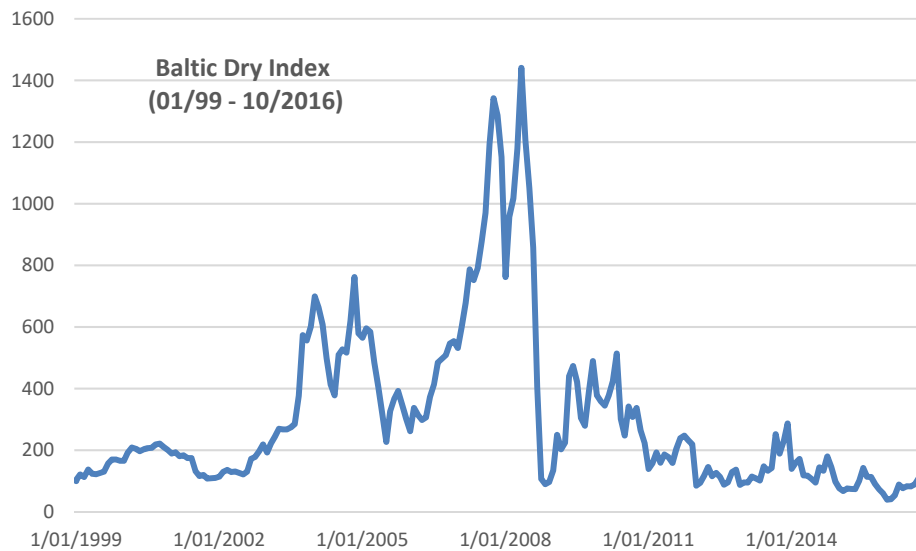


Duidelijker dan uit de evolutie van het BBP blijkt uit de historische evolutie van de industriële productie hoe verwoestend de crisis van 2008-2009 is geweest en nog is, vooral in Japan. Sinds het scherp herstel van maart 2009 tot juli 2011, volgt de industriële output in de eurozone een voorzichtig groeipad. De maxima van begin 2008 zijn echter nog altijd veraf. In Japan is de toestand veel zorgwekkender. De industriële output noteert er op een lager peil dan begin 2000 en ongeveer 20% onder het maximum van einde 2007. De Verenigde Staten herstelden initieel minder krachtig dan de eurozone, maar maken dit goed door constant te blijven groeien waardoor het niveau van de industriële productie begin 2015 het hoogste peil ooit heeft bereikt. Sindsdien kalft de groei van de industriële productie echter geleidelijk aan af.

**De industriële productie in de eurozone en in Japan ligt nog steeds beduidend achter vergeleken met de toestand van voor de crisis 2008-2009. De Verenigde Staten doen het wat beter, maar de groei zwakt er af. Voor 2017 spreekt de consensus van een licht stijgende industriële output in de drie beschouwde regio's.**

#### 1.4. De Baltic Dry index

Deze index meet de evolutie van de vrachttarieven in de bulkscheepvaart. Hij heeft het voordeel objectief te zijn: de tarieven worden immers bepaald op basis van het aanbod van scheepscapaciteit en de vraag ernaar. Als de economie wereldwijd goed boert, stijgt de vraag naar capaciteit en omgekeerd. Daarom is de Baltic Dry Index een goede waardemeter om de toekomstige wereldwijde groei en productie in te schatten.

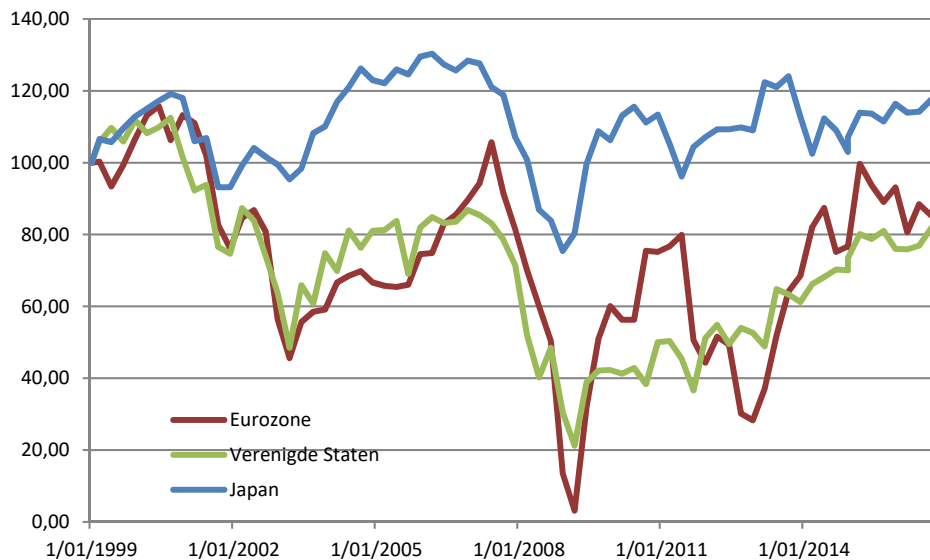


Over een periode van bijna 18 jaar is de evolutie van deze index per saldo licht positief: hij wint einde oktober 2016 7,9% vergeleken met zijn startdatum; dit betekent dat de kost van het scheepstransport vandaag iets duurder is dan begin 1999. In reële prijzen (d.w.z. rekening houdend met de geldontwaarding) is er echter sprake van flink lagere prijzen. Dit per saldo vrij vlakke verloop sluit niet uit dat deze index bijzonder sterke fluctuaties kent. De piek van midden 2008 ligt bijv. 15 keer hoger dan het indexniveau van begin 1999 of begin 2009. Ook op andere ogenblikken beweegt de Baltic Dry index extreem (zie de pieken in 2003-2005, begin 2010 en de opstoot begin 2014). Sinds de pieken van midden 2008 is de trend echter neerwaarts gericht. Voor een deel is deze neerwaartse trend het gevolg van het in de vaart brengen vanaf 2010 van een groot aantal nieuwe schepen. Het zwakke verloop van de Baltic Dry index wijst op de nog steeds broze vraag naar vrachtcapaciteit. Dit is op de eerste plaats een uiting van de zwakkere Chinese vraag en het wereldwijd amechtig economisch herstel. Niettemin verwacht het IMF voor volgend jaar een toename van de wereldhandel met 3,4%, een stijging vergeleken met de neerwaarts bijgestelde verwachting van 3,1% voor 2016. Indien deze voorspelling wordt bewaarheid, zal dit de prijzen van de bulkvrachttarieven stutten. We herhalen echter dat de voorspellingen van het IMF voor volgend jaar naar onze mening wat te rooskleurig zijn. Bovendien is de recente stijging sinds het absolute dieptepunt ooit (02/2016) vooral te danken aan de hogere olieprijs, een beweging die we zich in 2017 niet zien doorzetten.

**Gelet op de weinig begeesterende economische vooruitzichten in de meeste delen van de wereld, is het onwaarschijnlijk dat de Baltic Dry Index fors herstelt.**

## 1.5. Het consumentenvertrouwen

Zo de industriële productie en de index van de tarieven in de bulkscheepvaart objectieve graadmeters zijn, is dat niet het geval met het consumentenvertrouwen. Deze maatstaf peilt naar gevoelens, naar de manier waarop huishoudens tegenover de gang van zaken in de economie aankijken, naar hun persoonlijke verwachtingen op het vlak van onder meer werkzekerheid en spaarvermogen. Het spreekt vanzelf dat extreme gebeurtenissen zoals terroristische aanslagen er een impact op hebben. Het consumentenvertrouwen is een voorlopende indicator: als consumenten weinig vertrouwen in de toekomst hebben, zullen ze minder uitgeven wat op zijn beurt nefast is voor de economische groei. Achteraf zal dit dan o.m. in een dalende industriële productie tot uiting komen.

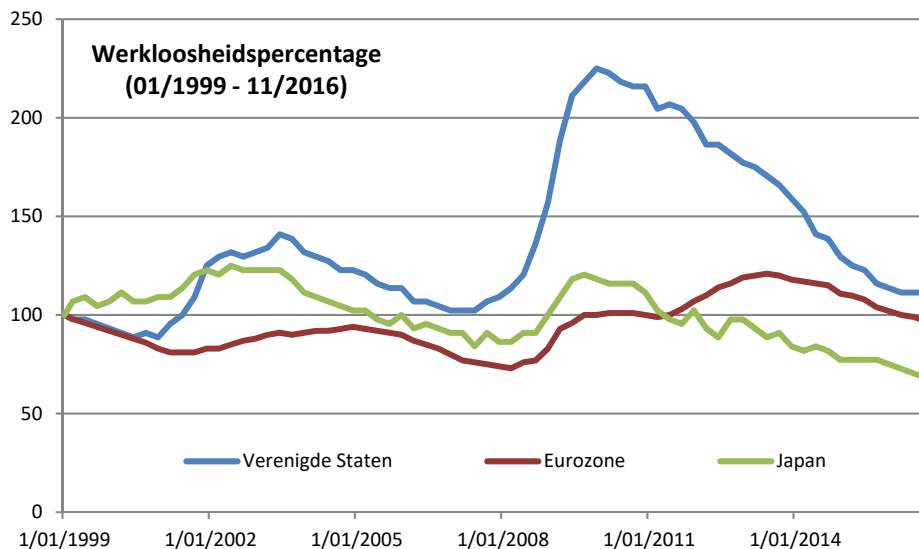


Daar waar het consumentenvertrouwen in de eurozone en in de Verenigde Staten sinds begin 2007 aan grote schommelingen onderhevig is, is de evolutie ervan in Japan per saldo vrij vlak. Ook in dit land is de impact van de diepe crisis van eind 2008 tot maart 2009 duidelijk zichtbaar, maar het consumentenvertrouwen herstelde er zich vrij snel om zich vanaf dan gelijkmatig te ontwikkelen. Actueel ligt het iets hoger dan begin 1999, waarbij men echter niet uit het oog mag verliezen dat de stand vanuit historisch oogpunt begin 1999 vrij laag was. Sinds het dieptepunt van begin 2013 - toen de vrees bestond dat de eurozone zou springen - klimt het Europees consumentenvertrouwen gestaag hoger. In de Verenigde Staten is iets gelijkaardigs gebeurd. Wat betreft de evolutie van het consumentenvertrouwen voor volgend jaar is de consensusverwachting dat de stijgende tendens in de eurozone en in de Verenigde Staten zal doorzetten. Anderzijds evolueren in de eurozone de vooruitzichten op het vlak van de werkgelegenheid nog steeds onvoldoende positief. Bovendien werpen een aantal belangrijke verkiezingen hun schaduw vooruit. Onverwachte uitslagen kunnen een grote impact hebben op de verwachtingen van Europese consumenten. In Japan doet de regering Abe fervente pogingen om het verbruik op te vijzelen, maar tot een breed herstel van het vertrouwen heeft dat nog altijd niet geleid. Het is onduidelijk waarom dit alsnog zou gebeuren. In de Verenigde Staten zullen consumenten wellicht positief reageren op de door president-elect Trump voorgespiegelde belastingverlagingen, maar is er het tegengewicht van bijkomende renteverhogingen.

**Hoewel een verder herstel van het consumentenvertrouwen in de eurozone en in de Verenigde Staten waarschijnlijk is, is de vraag of de verwachte, verdere Amerikaanse rentestijgingen geen roet in het eten zullen gooien. In Japan speelt deze overweging veel minder, maar in dat land is de twijfel rond de herstelprogramma's van de regering Abe groot.**

## 1.6. Het werkloosheidspercentage

Een parameter die het consumentenvertrouwen negatief beïnvloedt, is het werkloosheidspercentage. Hoe hoger dit is, hoe groter de vrees zijn baan kwijt te raken en hoe voorzichtiger men is wat betreft consumptie- of investeringsuitgaven. Deze graadmeter loopt echter achter de feiten aan: aanwervingen gebeuren pas als er duidelijke signalen van een blijvend economisch herstel te zien zijn. Daarom is vooral de trend van belang. In de mate dat het werkloosheidspercentage maand na maand afneemt, blijkt de economie zich te herstellen, of net omgekeerd.



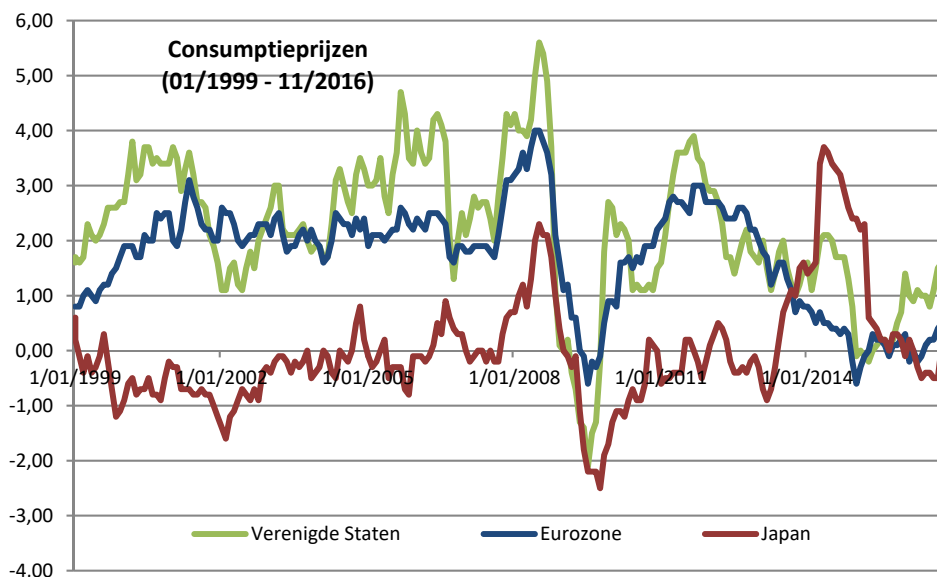
Geïndexeerd met als basis 1 januari 1999 = 100 (een periode van hoogconjunctuur in de eurozone en in de Verenigde Staten), blijkt dat het werkloosheidspercentage per einde november 2016 niet zoveel verschilt. In de eurozone ligt het iets lager dan begin 1999, in de Verenigde Staten zowat 10% hoger. In beide regio's houdt de verbetering van de tewerkstelling aan, al is dit wat Uncle Sam betreft ook te danken aan het feit dat een aantal mensen de arbeidsmarkt de rug heeft toegekeerd. Opnieuw springt Japan uit de band. Het werkloosheidspercentage in het land van de Rijzende Zon ligt einde november 2016 ongeveer 35% lager dan begin 1999. Maar i.p.v. een uiting te zijn van een positieve stand van zaken, wijst de lage Japanse werkloosheidsgraad op een rigide economie, waarbinnen het ontslag van een werknemer niet eenvoudig is. Niet toevallig is het vrijmaken van de arbeidsmarkt een belangrijk aandachtspunt van de huidige Japanse regering. Bovendien stijgt het aandeel gepensioneerden in Japan, waardoor de vervangingsvraag naar arbeidskrachten toeneemt.

**Omdat het werkloosheidspercentage een achterlopende indicator is (personeel wordt pas aangeworven nadat de economie duidelijk is verbeterd), zal 2017 in de eurozone het verder geleidelijke herstel zien van de arbeidsmarkt. In de Verenigde Staten kan het officiële werkloosheidspercentage verder teruglopen, al is het in dit verband afwachten hoe de economie de verdere geplande renteverhogingen zal verteren. Ondanks de zwakke groeivoorzichten, zal het Japanse werkloosheidspercentage laag blijven. Het stijgende aandeel gepensioneerden zorgt er immers voor dat vrijgekomen plaatsen snel worden ingenomen.**



## 1.7. De consumptieprijzenindex

De stijging van het algemeen prijzenpeil wordt gemeten aan de consumptieprijzenindex (CPI). Hoewel de methodologie voor het berekenen van de CPI gemakkelijk kan bekritiseerd worden (Welke goederen en diensten worden in de korf opgenomen, welke niet? Op welke basis gaat men over tot aanpassingen? Moet de korf voor een minder vermogend gezin dezelfde zijn als voor een welstellend?), is de consumptieprijzenindex een belangrijke economische indicator. Hij geeft als het ware de koortstoestand van een economie weer, waarbij een sterk stijgende waarde duidt op oververhitting en dus op een gebrek aan economisch evenwicht. Maar ook een lage of negatieve waarde is geen goed nieuws; men spreekt dan van deflatie. Dit duidt er evenzeer op dat het evenwichtspunt is verlaten en dat de economie in een negatieve spiraal kan terecht komen: als de verwachting is dat de prijzen dalen, heeft men er belang bij zijn uitgaven uit te stellen; kopen in de toekomst is dan immers voordeliger. Hierdoor riskeert de economische activiteit terug te lopen. Er moet worden aan herinnerd, dat licht stijgende prijzen (de ECB hanteert een inflatiedoelstelling van 2% per jaar) een essentieel element zijn van economische politiek. Licht stijgende prijzen hollen (overheids)schulden uit en zijn daarom een verdoken vermogensbelasting. Is er geen inflatie (zoals tijdens het grootste deel van de 19<sup>de</sup> eeuw), dan daalt de koopkrachtwaarde van schulden niet. Het terugbetalen ervan - zelfs al is de rente ultralaag - is op dat ogenblik een zware last. Dit is een van de problemen waarmee de Japanse economie al sinds meer dan twee decennia worstelt.



Sinds begin 2009 volgt de stijging van het prijzenpeil ongeveer hetzelfde parcours in de Westelijke wereld. Tijdens de periode van herstel van de economie (periode 2009-2011), liepen de prijzen op tot bijna 4% in de Verenigde Staten en 3% in de eurozone. Van einde 2011 tot en met de lente van 2016 volgde een terugval, vooral onder invloed van de sterk dalende grondstoffenprijzen. Sindsdien lopen de consumptieprijzen weer wat op, in sympathie met een aantal aantrekkende grondstoffenprijzen (olie en sommige metalen). Dat is ook in Japan actueel het geval, al dient hierbij opgemerkt dat dit land van juli 2013 tot juli 2014 een inflatieopstoot meemaakte, veroorzaakt door de forse stijging van het basis Btw tarief. De laag blijvende inflatie - met op de achtergrond nochtans de zeer ruime geldcreatie - stelt de vraag naar het waarom hiervan. In een volgend hoofdstuk komen we hierop terug.

Voor 2017 is de consensusverwachting dat het inflatieritme in de eurozone (1,7%) en in de Verenigde Staten (2,1%) beduidend hoger zal zijn dan vandaag. Ook voor Japan mikt de consensus op een hoger cijfer. Maar is dergelijke relatief belangrijke stijging van de consumptieprijzen mogelijk? Een bepalende factor is de verdere evolutie van de grondstoffenprijzen met op de eerste plaats ruwe olie. Onder meer het IMF verwacht een verder olopemde olieprijs. Olie (onder de vorm van stookolie, diesel en benzine)

neemt in alle landen een grote hap uit het gezinsbudget. In de mate dat de gemiddelde prijs over 2017 van een vat ruwe olie in USD hoger is dan over 2016, is inderdaad een opwaartse druk op het prijzenpeil te verwachten. Een scherpe stijging van het prijzenpeil in de drie beschouwde regio's achten we echter onwaarschijnlijk. Op de eerste plaats zal olie uit leesteen snel aan belang winnen zo de prijs van een vat ruwe olie verder oploopt (met als gevolg een groter aanbod en druk op de prijzen); daarnaast is de economische groei onvoldoende om bijv. te resulteren in grote loonsverhogingen. Op langere termijn is het verhaal echter helemaal anders. Dan begint de enorme geldcreatie door de centrale banken haar rol te spelen (zie verder) en riskeert het prijzenpeil fiks de hoogte in te gaan.

**Op lange termijn blijft inflatie een belangrijke rol spelen op het economisch-financiële toneel. Het sterk teruglopen van inflatie zoals we dat sinds 2009 kennen, is een tijdelijk fenomeen. De impact van de ingestorte energieprijzen op het prijzenpeil zal in 2017 in de eurozone en in de Verenigde Staten stelselmatig verminderen. Japan heeft in april 2014 een (inflatie)elektroshock gekregen als gevolg van de forse verhoging van het Btw tarief. De effecten hiervan zijn inmiddels echter volledig verdwenen. De terugkeer naar wat men een normaal inflatiepeil van 2% per jaar noemt, komt steeds dichterbij. Bovendien is het waarschijnlijk dat op halflange termijn de inflatie - gedreven door de overmatige geldcreatie - verder doorstoot, richting 3 à 4% op jaarbasis.**

### 1.8. De rente op de korte tot de heel lange termijn

De rente is een van de belangrijkste instrumenten van het economische beleid. Een centrale bank zal de korte rente laag houden indien ze de activiteit wil aanzwengelen en omgekeerd te werk gaan indien haar bedoeling is oververhitting te voorkomen. Het niveau van de lange rente is bepalend o.a. voor het bedrijfsleven dat hiermee rekening houdt voor het al dan niet plannen en uitvoeren van investeringen. Maar de lange rente is ook van belang voor private en institutionele spaarders; op lange termijn verwachten die een vergoeding van zowat 2% bovenop de inflatie. Onderstaande tabel geeft de rente weer voor verschillende looptijden van overheidseffecten (in percent, op 19 december 2016) en dit voor de eurozone (Duitsland), voor Japan en voor de Verenigde Staten.

Rente op:	1 jaar	2 jaar	5 jaar	10 jaar	30 jaar
<b>Eurozone (Duitsland)</b>	-0,38	-0,82	-0,52	0,26	0,97
<b>Japan</b>	-0,25	-0,18	-0,07	-0,02	0,72
<b>Verenigde Staten</b>	0,85	1,23	2,02	2,55	3,13

**Rekening houdend met de verwachte inflatiepercentages voor volgend jaar (zie vorig punt), is het duidelijk dat de rentevergoedingen op korte tot heel lange termijn hiermee niet of nauwelijks rekening houden.** Integendeel, de rente op korte tot lange termijn wijst eerder op een dalend prijzenpeil. **Gelet op de fenomenale geldcreatie in de eurozone, Japan, zowel als in de Verenigde Staten, zijn dit merkwaardige vaststellingen. Het is alsof het er niet toe doet hoeveel geld een centrale bank in omloop brengt: de rente blijft extreem laag.** Dit onderstreept de primordiale rol van de grote centrale banken, die zich hoe dan ook verplicht zien de rol van repressie-agenten te blijven spelen. Immers, mochten ze de rente normaliseren, dan zouden de overheidsfinanciën in de kortste keren helemaal in het honderd lopen. Door een negatieve beleidsrente te hanteren, trekt de ECB m.a.w. niet op de eerste plaats de kaart van het economische herstel, maar dient ze vooral de noden van de Europese overheden. Ook de maatregel van 8 december II. ter verlenging tot 31/12/2017 van het opkoopprogramma van overheidsleningen (vanaf april 2017 weliswaar met 20 miljard EUR verminderd tot 60 miljard EUR per maand) past in dit kader. In een volgend hoofdstuk gaan we verder in op de rol van de grote centrale banken voor de toekomstige economische evolutie.

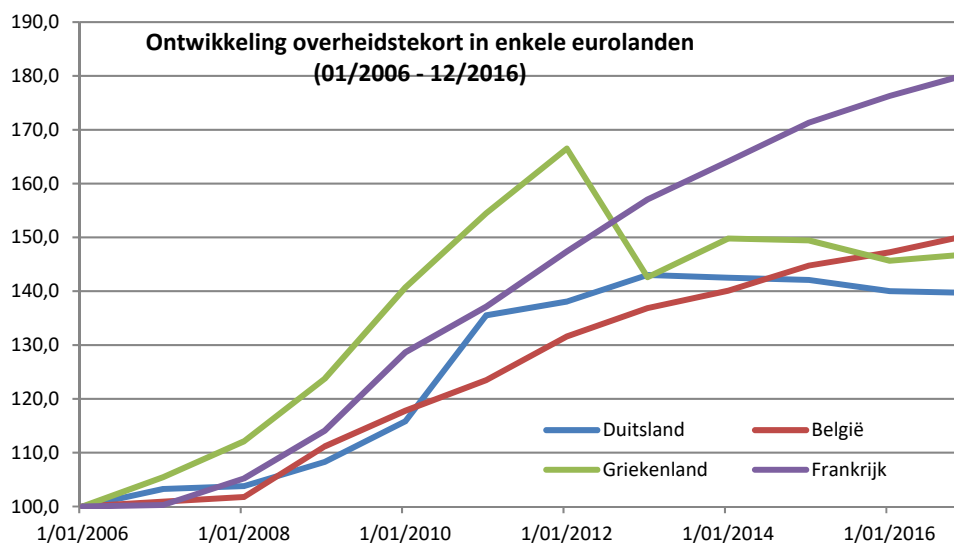
**Omdat het economische herstel zich ook in 2017 gematigd doorzet, is de algemene verwachting dat de lange rente volgend jaar beperkt aantrekt, zowel in EUR, JPY als USD.** Dit is ook het geval voor de Verenigde Staten waar de lange rente als reactie op de verkiezing van Donald Trump tot president

sterk is opgelopen (van ongeveer 1,7% naar 2,6% op 19 december of een stijging met meer dan 50%). De meeste analisten verwachten echter dat een nog hogere US-rente tegen einde 2017 niet waarschijnlijk is. Wat de korte rente betreft, zullen de verschillen tussen enerzijds de eurozone en Japan en aan de andere kant de Verenigde Staten, verder toenemen. Bij monde van haar voorzitter, Janet Yellen, heeft de Fed immers laten uitschijnen dat na de renteverhoging met 25 basispunten van 14 december 2016 in de loop van 2017 nog drie à vier verhogingen op het programma staan. In de eurozone en Japan is het zowat uitgesloten dat de beleidsrente wordt verhoogd. Dit toenemende renteverskil zal er wellicht voor zorgen dat de USD duurder wordt vergeleken bij de EUR en de JPY, al dient men er rekening mee te houden dat de USD tegenover beide munten al flink gestegen is.

**Volgens de consensusverwachting zal vooral de korte rente in 2017 in de Verenigde Staten verder aantrekken, maar niet zo in de eurozone en in Japan. Hoe dan ook zullen de centrale banken alle zeilen bijzetten om het rentepeil laag te houden, zelfs indien de inflatie richting 2% op jaarbasis aantrekt. Aan de politiek van financiële repressie komt m.a.w. ook in 2017 geen einde.**

### 1.9. De evolutie van de overheidsfinanciën

De overheden (inbegrepen de centrale banken) hebben wereldwijd alle registers open getrokken om de wereldeconomie eind 2008 - begin 2009 te behoeden voor een complete implosie. Ze zijn daarin geslaagd, maar de prijs die ze hiervoor dienden te betalen was een scherpe stijging van hun tekorten in combinatie met het oplopen van hun totale schuld. Vooral dit laatste baart zorgen; een jaarlijks deficit kan men immers relatief snel terugdringen, de gecumuleerde schuld blijft echter aangroeien. Onderstaande grafiek (bron: Eurostat - 12/2016 betreft ramingen) illustreert hoe de overheidsschulden in een aantal Europese landen sinds begin 2006 zijn gegroeid. Dit betreft geïndexeerde gegevens die uiteraard niets zeggen over de hoogte in absolute bedragen van de respectieve schulden. Wat vooral opvalt is de volgehouden, sterke stijging van de Franse overheidsschulden; op 11 jaar tijd stijgen ze met 80 procentpunten. De andere beschouwde landen doen het heel wat beter, al is alleen in Duitsland sprake van een echte schuldvermindering. Griekenland - dankzij de kwijtschelding van een deel van zijn schulden in 2013 - heeft de infernale schuldenaan groei een halt kunnen toeroepen, maar de prijs die hiervoor werd betaald onder de vorm onder andere van een negatieve economische groei en een torenhoge werkloosheid, was niet gering.



Buiten de eurozone, zijn de Amerikaanse en Japanse overheidsschulden sinds 1992 meer dan vervijfvoudigd. In Japan is bovendien sprake van een versnelling in de schuldenopbouw, onder meer als gevolg van de zogenaamde Abenomics, een poging van premier Abe de economie op een hoger

toerental te brengen door de overheidsuitgaven sterk te verhogen. Ondanks de matige economische groei blijft de grote meerderheid van de landen wereldwijd verder schulden opbouwen (notoire uitzonderingen zijn Duitsland en Zwitserland). Dit leidt sommige economen ertoe te stellen dat teveel overheidstussenkomsten nefast zijn voor de economische groei.

**Het jaarlijkse overheidsdeficit vermindert in de eurozone en in de Verenigde Staten. Er is echter nog steeds een tekort waardoor de gecumuleerde schuld verder oploopt. Deze trend zal in 2017 niet keren. In Japan verslechtert de toestand van de overheidsfinanciën constant. Het relancebeleid slaagt er niet in de economie opnieuw stevig op de rails te zetten.**

## 1.10. Besluit

**Volgens de consensus zal 2017 opnieuw geen economisch topjaar worden, maar een jaar van verder herstel en lichte groei. Deze visie stoelt op wat betere productiecijfers, op een aantrekkelijk consumentenvertrouwen en op overheidsfinanciën die in de belangrijke regio's - met uitzondering van Japan - verder licht herstellen. Inflatie is geen probleem, wat de centrale banken toelaat hun politiek van financiële repressie verder te zetten. Vanuit macro-economisch standpunt oogt 2017 dus matig positief. De wereldeconomie is echter nog niet terug gekeerd naar het groeipad van voor de economisch-financiële crisis van 2008-2009. Hoewel ze door velen nog steeds worden beschouwd als de behoeders voor groter onheil, staan de ingrijpende acties van de grote centrale banken almaar meer bloot aan kritiek. Ultralage rentevoeten laten immers toe gemakkelijk massaal nieuwe schulden te creëren, waardoor een grote schuldenbel is ontstaan (niet alleen bij de overheid, maar almaar meer ook bij bedrijven en gezinnen). De rol van de grote centrale banken is dus op termijn wellicht minder gunstig dan algemeen gedacht.**

## 2. De rol van de grote centrale banken

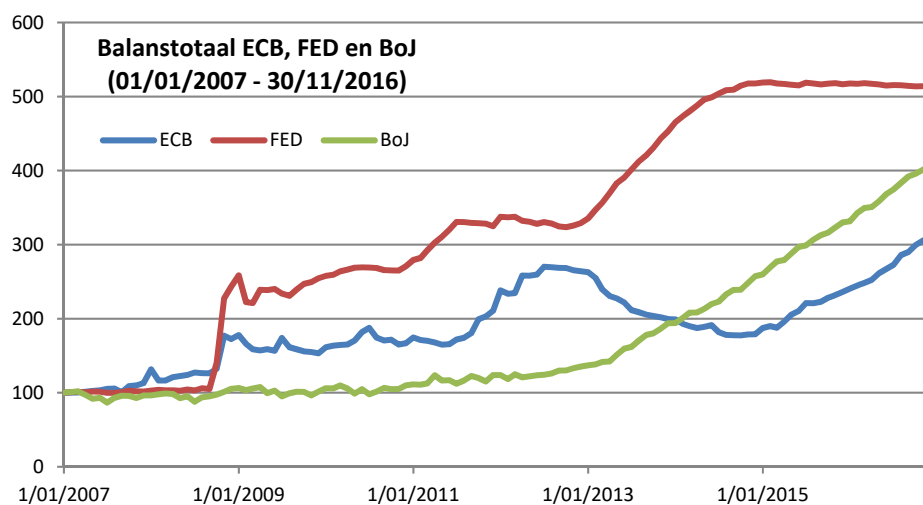
### 2.1. Breekpunt met de periode tot 2008

**De hoofdrol die de grote centrale banken (ECB, BoJ en FED) sinds 2007-2008 op het wereldwijde financiële toneel spelen, vormt een breekpunt met de decennia ervoor.** Maar vooraleer hierop in te gaan, past het eraan te herinneren dat deze instellingen geen enkele democratische verantwoordelijkheid hoeven af te leggen. Nochtans beschikken ze over veel macht die het dagelijkse leven van de gemiddelde burger soms zwaar raakt. De politiek van renterepressie bijvoorbeeld heeft in de praktijk tot gevolg dat het inkomen van spaarders flink is gedaald ten voordele van dat van beleggers dankzij de stijging van de aandelenkoersen. De ingrepen van de centrale banken versterken bijgevolg de inkomensongelijkheid. Vanuit sociaal-politiek oogpunt kan men deze ontwikkelingen moeilijk als neutraal omschrijven. Centrale banken zijn dus allesbehalve onafhankelijk - wat ze volgens hun statuten nochtans moeten zijn - maar acteren in samenspraak met hun respectieve regeringen.

**De rol van de grote centrale banken is sinds de crisis van 2007 om de volgende twee redenen een stuk belangrijker geworden.** Op de eerste plaats hebben de centrale banken het financieel stelsel in de periode september 2008 - maart 2009 van de ondergang gered. Zonder de tussenkomst van de Nationale Bank van België en van de Nederlandsche Bank zou in die dagen Fortis Bank failliet zijn gegaan. Hetzelfde geldt voor een groot aantal andere financiële instellingen (in Groot-Brittannië Northern Trust, in Ierland Allied Irish Banks, in de Verenigde Staten AIG, om er enkele te noemen). De centrale banken zorgden toen voor de nodige liquiditeit op de financiële markten, door zelf systematisch op te treden als tegenpartij voor verrichtingen op de geldmarkt. Het belang van deze noodfinancieringen is moeilijk te overschatten. **Hadden de centrale banken dit niet gedaan, dan is er geen twijfel over dat de wereld snel zou afgedaald zijn naar een depressie te vergelijken met die**

**van de 30-er jaren van de vorige eeuw.** Als onderdeel van hun streven tot vrijwaring van het internationaal financieel bestel, verlaagden de centrale banken wereldwijd hun rentevoeten. De korte rente werd tegen sneltreinvaart verminderd. Al begin 2009 noteerde ze in de eurozone en in de Verenigde Staten op historisch lage niveaus. Vandaag bedraagt ze in de eurozone 0,00%, in Japan min 0,10% en in de Verenigde Staten (sinds 14 december 2016) 0,50%.

**Beide voornoemde initiatieven kaderen in wat men het normaal mandaat van een centrale bank noemt:** zorgen voor financiële stabiliteit en de nodige monetaire impulsen geven opdat de economie zou versnellen. Maar de grote centrale banken lieten het daarbij niet. Onder impuls van hun regeringen die zich hadden vergalopperd door het overmatig stimuleren van hun economie in de periode 2009-2011 waardoor ze intussen zelf op hun financieel tandvlees zaten, stortten ze zich in allerlei programma's van kwantitatieve monetaire versoepeling (het opkopen van overheids- en andere effecten met de bedoeling meer liquide middelen in de economie te injecteren). De officiële bedoeling van deze continue versoepelingen is en was de reële economie van zuurstof te voorzien - d.w.z. via de commerciële banken gezinnen en bedrijven aan te zetten om meer en gemakkelijker te lenen - en ervoor te zorgen dat de inflatie opliep. Deze programma's die intussen bekend zijn geraakt onder de naam financiële repressie, resulteerden in het tot ongeziene proporties opblazen van hun balansen, zoals onderstaande grafiek aantoont (01/01/2007 = indexcijfer 100). Een aspect hiervan dat veel minder belicht wordt, is de hoge hefboom die hiermee gepaard gaat. Zo is het volgestorte kapitaal van de FED eind november 2016 gelijk aan 56,8 miljard USD. Gegeven haar balanstotaal van ongeveer 4.500 miljard USD, komt dit overeen met een hefboom van meer dan 79; een cijfer dat zelfs dat van het agressiefste hedgefonds doet verbleken.



Deze grafiek is om meer dan een reden de moeite waard. Eerst en vooral is er de toename van de balanstotalen als dusdanig. Het balanstotaal van de FED groeit op een periode van negen jaar met een factor 4,2. Sinds oktober 2014 is deze bank gestopt met iedere extra kwantitatieve versoepeling, waardoor haar balanstotaal in de loop van 2015 is gestabiliseerd, echter niet verminderd. Wanneer een effect op vervalddag komt, wordt het vervangen door een nieuw met als gevolg dat het balanstotaal nauwelijks wijzigt. De BoJ bleef lange tijd een voorzichtig beheer voeren (in de tweede helft van de 90-er jaren van de vorige eeuw ondernam ze al een programma van kwantitatieve versoepeling, dat toen ook al niet veel hielp), maar voert sinds het aantreden begin 2013 van Haruhiko Kuroda als voorzitter de forcing: de balans van de BoJ is sindsdien verdrievoudigd. Omdat de Japanse economie zwak presteert, staat het in de sterren geschreven dat de BoJ nog meer programma's van kwantitatieve versoepeling zal implementeren. Het stijgingsritme van de balans van de BoJ overtreft hiermee dat van de FED. Zo het balanstotaal van de BoJ wordt berekend per hoofd van de bevolking, is deze centrale bank met voorsprong de koploper van de monetaire versoepeling. Ook de ECB deed tot begin 2013 vlijtig mee, vooral door het toekennen van LTRO kredieten ('Long Term Refinancing Operations') aan

de commerciële banken. Sindsdien werden deze echter grotendeels afgelost, waardoor het balanstotaal van de ECB sterk is gedaald (zie de daling van begin 2013 tot begin 2015). Gelet op de trage economische groei van de eurozone, startte de ECB in maart 2015 een opkoopprogramma van EUR overheidsobligaties. Eerst zou het lopen tot einde september 2016. Op 4 december 2015 werd echter einde maart 2017 als nieuwe einddatum vastgelegd, terwijl op 8 december 2016 de einddatum opgeschoven werd naar einde 2017. Aangezien de ECB per maand voor 80, respectievelijk 60 miljard EUR (vanaf maart 2017) dergelijke effecten aankoopt, betekent dit dat ze einde december 2017 in totaal voor meer dan 2 biljoen euro-obligaties zal hebben aangekocht. **Vanuit globaal oogpunt bekeken, doet de FED dus een stap terug wat betreft het opblazen van haar balans (de Amerikaanse centrale bank behoudt weliswaar het status-quo), maar nemen de ECB en de BoJ de stok over.** De politiek van de grote centrale banken loopt dus niet meer gelijk, temeer daar de FED in december 2016 de basisrente voor een tweede keer heeft verhoogd. Hoewel deze acties op de eerste plaats bedoeld zijn om de economie van de eurozone, resp. Japan aan te zwengelen, is een belangrijk - en gewild - neveneffect ervan de verzwakking van de wisselkoers van de EUR en de JPY (zie verder). Onder het mom van het herlanceren van de economie is er dus niet alleen sprake van het hanteren van repressieve rentevoeten en gemanipuleerde wisselkoersen, maar nemen de centrale banken verdragende initiatieven met betrekking tot de toekomstige financiële gezondheid van hun economieën. **Op termijn kan dit resulteren in moeilijk te controleren ontwikkelingen op het vlak van inflatie, overheidsfinanciën en solvabiliteit van de centrale banken.**

## 2.2. De fragiliteit van de euro

Een probleem eigen aan de eurozone is dat de eenheidsmunt wordt gebruikt door totaal verschillende landen op het vlak van economische prestaties, overheidsefficiëntie, fiscale wetgeving en sociale omkadering. Momenteel zijn de zwaarste stormen gaan liggen (hoewel, telkens er in een euroland verkiezingen zijn, flakkerd de onzekerheid op), maar **het staat als een paal boven water dat de euro nog steeds een uitermate gammel project is.**

Een stabiele gemeenschappelijke munt ontstaat niet zomaar. Hij dient te voldoen aan een reeks minimum voorwaarden opdat hij duurzaam zou zijn. Op dit ogenblik kan men slechts vaststellen dat bij het invoeren van de eenheidsmunt begin januari 1999 er veel te weinig aandacht aan deze voorwaarden werd besteed. Nochtans hebben heel wat economen ter voorbereiding van de invoering van de euro, uitvoerige studies over dit onderwerp gepubliceerd. Bovendien was er het voorbeeld van de Latijnse muntunie (1868-1914), toen o.a. België, Frankrijk, Italië en Zwitserland (enkele jaren later gevolgd door Griekenland en Spanje) munten hanteerden die onderling omwisselbaar waren omdat ze dezelfde hoeveelheid goud of zilver bevatten. In die periode was 1 Belgische frank gelijk aan 1 Franse frank, aan 1 Italiaanse lire en aan 1 Griekse drachme. In de jaren na het uiteenvallen van de Latijnse muntunie (verschillende leden begonnen bij het uitbreken van WO1 massaal papieren geld te drukken...) zagen talrijke studies het licht die quasi alle tot het besluit kwamen dat een muntunie op termijn niet werkbaar is indien geen gemeenschappelijke economische, fiscale en monetaire politiek wordt gevoerd. In 1961 publiceerde Robert Mundell, een Canadese econoom (Nobelprijs economie 1999), een synthese over deze problematiek. Hij introduceerde het begrip 'Optimum Currency Area - OCA': een regio waarin het gebruik van een eenheidsmunt de economische efficiëntie zou maximaliseren. Hoewel sindsdien heel wat meer onderzoek over de voorwaarden waaraan een muntunie moet voldoen werd gepubliceerd, staan de door Mundell geformuleerde basisvoorwaarden nog steeds als een huis. Een OCA dient volgens hem aan de volgende criteria te beantwoorden opdat hij succesvol zou zijn:

- a) De arbeidsmobiliteit binnen de regio moet hoog zijn.
- b) De kapitaalstromen moeten ongehinderd kunnen verlopen, zodat ze kunnen inspelen op plaatselijke verschillen op het vlak van lonen en prijzen.
- c) Fiscale transfermechanismen moeten ervoor zorgen dat probleemgebieden of -sectoren, door de meer welvarende worden geholpen.

d) De economische cycli in de verschillende deelgebieden van de regio moeten gelijklopend zijn. Dit laat de centrale bank van de regio toe om een uniform beleid te voeren.

Hoewel de technische voorwaarden voor een succesvolle introductie van de eenheidsmunt ruim voordien gekend waren, was de invoering van de EUR begin 1999 op de eerste plaats een politieke beslissing. De Europese Commissie en de regeringen van de landen die toetraden tot de EUR, gingen er schijnbaar vanuit, dat aan de vereiste voorwaarden nog kon worden voldaan nadat de eenheidsmunt zijn intrede zou hebben gedaan. **Dit is een pijnlijke misrekening gebleken.** Immers, slechts de tweede voorwaarde (vrij kapitaalverkeer) was bij het invoeren van de EUR grotendeels vervuld. De voorwaarde van arbeidsmobiliteit was en is nog steeds onrealistisch. Hoewel Griekse ingenieurs en Spaanse verpleegsters hier en daar in noordelijke eurolanden aan de slag zijn, blijft een echte arbeidsmobiliteit - voornamelijk wegens culturele redenen - achterwege. Aan de derde voorwaarde (fiscale transfers) kan pas worden beantwoord indien in de eurozone een uniform economisch, fiscaal en monetair beleid wordt gevoerd. Concreet betekent dit het introduceren van een Europese federale regering, met een eigen minister van financiën, van sociale zaken, van begroting... op dezelfde manier als dat bijvoorbeeld in de Verenigde Staten bestaat. De vierde voorwaarde (gelijklopende economische cycli) is al evenzeer toekomstmuziek. De verschillende eurolanden kennen sterk uiteenlopende economische cycli, waarbij bijvoorbeeld een land als Duitsland veel meer profiteert van de groei in de ontluikende landen zoals China, en landen als Griekenland en Spanje kampen met een achterstand wat betreft productiviteitsgroei, innovatie en scholingsniveau. **Hierdoor staat de ECB voor een onmogelijke opdracht: ze is de behoeder van de eenheidsmunt, maar wordt geconfronteerd met lidstaten met sterk uiteenlopende economische kenmerken.** Het ontluisterende besluit is dat - sinds de invoering van de euro - in plaats van naar elkaar toe te groeien, het omgekeerde is gebeurd. Vandaag is de economie in de zuidelijke eurolanden er nog steeds beduidend slechter aan toe dan in de noordelijke. **Aan de vier voorwaarden van Mundells 'Optimum Currency Area' is niet voldaan.**

De ECB is zich natuurlijk bewust van deze stand van zaken. Maar zelf kan ze slechts in beperkte mate aan de weg timmeren: alleen het monetaire beleid staat te harer beschikking om haar daarbij te helpen. **Dit betekent dat de Europese centrale bank op de eerste plaats de rente ultralaag houdt en een politiek voert van kwantitatieve versoepeling.** De zuiderse eurolanden kunnen op die manier hun hoge overheidsschuld gemakkelijker financieren. Dat dit tot absurde toestanden leidt, blijkt uit o.m. uit het feit dat eind december 2016 de lange termijn rente op Spaans overheidspapier heel wat lager is dan de Amerikaanse (1,36% tegen 2,6%). Nochtans zijn de economische toestand en de vooruitzichten in de Verenigde Staten stukken beter. **Wat de ECB doet, is echter niet meer dan tijd winnen. Op die manier hopen Draghi en zijn collega's dat de regeringen van de eurolanden hun zaakjes op orde krijgen.** Concreet betekent dit hun overheidstekorten verder terug dringen, de arbeidsmarkt flexibeler maken en een kader creëren dat economische groei bevordert.

Overheidsdeficits kunnen verminderen, laat staan verdwijnen, door drie ingrepen/ontwikkelingen:

- i) Door besparingen (minder overheidspersoneel, een efficiëntere dienstverlening, afstoten van overheidsvreemde activiteiten...).
- ii) Door hogere belastingen (meer Btw, afschaffen aftrekposten, invoeren extra milieuheffingen...).
- ii) Door economische groei (zo de overheidsuitgaven in reële termen niet stijgen en het BBP groeit met bijvoorbeeld 2%, dan daalt het overheidsbeslag navenant).

Spijtig genoeg moet worden vastgesteld dat die maatregelen in veel eurolanden op zich laten wachten. Hetzelfde geldt voor structurele ingrepen die ernaar streven de economische groei te bevorderen: er gebeurt veel te weinig tot niets. Bovendien treedt bij de bevolking besparingsmoeheid op. Dit is het geval in Griekenland, maar ook in landen als Frankrijk en Italië. Tenslotte zorgt de grote instroom van nieuwkomers uit het Midden-Oosten en Oost-Afrika (door de Europese Commissie voor 2015 en 2016 samen geraamd op meer dan 2,1 miljoen) voor bijkomende onzekerheid en hogere overheidsuitgaven.

Dit betreft niet alleen uitgaven die te maken hebben met de opvang zelf, het onderwijs en de tewerkstelling, maar ook met de kosten die het integreren (of de pogingen daartoe) van nieuwkomers met een totaal verschillende culturele en religieuze achtergrond met zich meebrengt.

Zoals hoger aangegeven, lijkt de huidige eurozone zelfs niet van ver op een 'Optimum Currency Area'. De vraag is dan ook hoe met deze problematiek om te gaan, hoe hem op te lossen. **Het afstaan van nog meer economische, fiscale en sociale macht aan een verkozen Europese regering die in de plaats treedt van de Europese Commissie, is vanuit een theoretisch economisch, politiek en sociaal oogpunt de enige oplossing.** De implicaties hiervan reiken echter ver: zal Frankrijk aanvaarden dat een EU minister van defensie beslist over de inzet van Franse soldaten of zal Duitsland ermee akkoord gaan dat een EU minister van financiën beslist om Duits spaargeld aan te wenden voor het versneld aflossen van Griekse staatsschuld? Er zullen wellicht nog veel jaren voorbij gaan, voor dit werkelijkheid wordt. Bovendien kan men zich afvragen of dit de democratische wens is van de Europese volkeren. In dit verband is het Britse standpunt veelzeggend. Groot-Brittannië ziet de Europese Unie eerder als een gemeenschappelijke handelszone, dan als een gezamenlijk economisch, politiek en sociaal project. **Met de Brexit hebben de Britten dan ook gekozen voor een oplossing die hun soevereiniteit herstelt, zelfs al brengt die heel wat kosten met zich mee.** Een gezonde toekomst voor de euro is bijgevolg alles behalve gewaarborgd. **De kernvraag is daarom hoelang de relatieve rust op economisch-financieel vlak binnen de eurozone kan aanhouden.** Er komt een ogenblik dat de ECB niet langer bij machte is de druk van de ketel te houden. Verkiezingen in Nederland, Frankrijk of Duitsland die tot een even verrassend resultaat leiden als de verkiezing van Donald Trump tot Amerikaans president, zouden wel eens de lont aan het vuur kunnen steken.

### 2.3. Besluit

**De rol van de grote centrale banken is sinds het uitbreken van de economisch-financiële crisis in 2008-2009 geëvolueerd van een brandweerman die uitstekend werk verrichtte, tot een moloch die de correcte werking van de financiële markten bemoeilijkt. Bovendien nemen de centrale banken de facto sterk politiek gekleurde standpunten in, bijvoorbeeld wat betreft de financiële repressie. Een strikte democratische controle op instellingen die in het verleden niet in staat waren groot financieel onheil zoals de subprimecrisis te voorkomen, dringt zich bijgevolg op.**

## 3. Inflatie, deflatie of stagflatie?

### 3.1. Geldmultiplicator en omloopsnelheid

Aan de ene kant is er de enorme, wereldwijde geldcreatie, aan de andere kant de liquiditeitsval in het Westen en in Japan (het extra gecreëerde geld wordt slechts beperkt gebruikt voor productieve investeringen en voor de aankoop van goederen en diensten). Tussen die twee polen kruipen de prijzenpeil in het Westen langzaam opwaarts, terwijl het in Japan als gevolg van de Btw verhoging in april 2014 eigenaardige sprongen heeft gemaakt, maar vandaag weer vlak tot licht negatief evolueert. Voor velen is dit een moeilijk te begrijpen toestand. Immers, al dat extra gecreëerd geld komt toch in de economie terecht? **Waarom wordt alles dan niet veel duurder?**

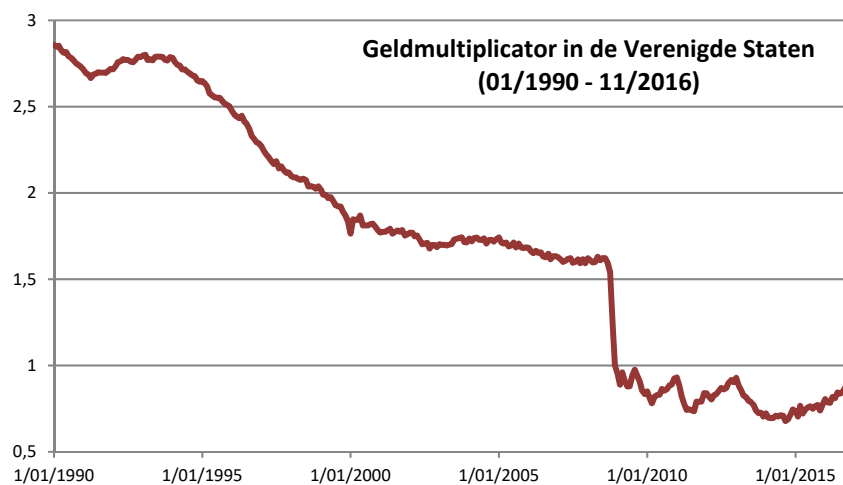
Het antwoord op die vraag ligt in de manier waarop een centrale bank het door haar extra gecreëerde geld ter beschikking stelt. Centrale banken creëren extra geld door het opkopen van allerlei effecten. Zo was voor de FED een standaardoperatie het opkopen van vers uitgegeven 'treasuries' (Amerikaanse overheidsobligaties) van een commerciële bank tegen verhoging van het onmiddellijk opvraagbaar tegoed van deze commerciële bank in haar boeken. **Het idee achter dergelijke operaties is het verhogen van de capaciteit van commerciële banken om leningen en kredieten aan bedrijven en**



**particulieren toe te kennen.** Hoe hoger immers de deposito's en andere onmiddellijk beschikbare middelen, hoe meer leningen ze kan verstrekken. Probleem is echter dat veel commerciële banken vandaag niet geneigd zijn om met de ontvangen extra liquiditeiten veel bijkomende leningen toe te kennen. De redenen hiervan zijn divers: de vraag naar krediet is zwak, de banken willen hun balansstructuur verstevigen, de vrees voor nieuwe problemen in de financiële sector is nog steeds aanwezig (zie de Italiaanse banksector). M.a.w. het doorgeefmechanisme van centrale bank, over commerciële banken naar particulieren en bedrijven, hapert: de geldmultiplator doet zijn werk niet.

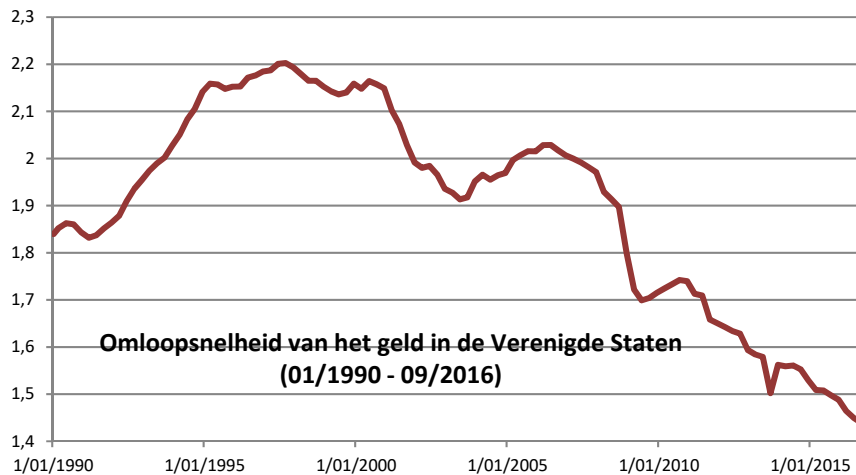
**Als het geld dat door de centrale bank wordt gecreëerd basisgeld wordt genoemd, dan meet de geldmultiplator hoe vaak dit basisgeld door commerciële banken wordt uitgeleend en op die manier aanleiding geeft tot de totale geldhoeveelheid.** Volgend voorbeeld illustreert dit mechanisme. Stel, de centrale bank creëert voor 100 extra liquiditeit bij een commerciële bank door het opkopen van een overheidsobligatie in het bezit van deze bank. Indien de reserveratio 10% bedraagt (de commerciële bank is verplicht een buffer van 10% van het nieuwe deposito in te houden), dan kan ze maximaal 90 uitlenen. Op zijn beurt zal deze 90 maximaal aanleiding geven tot een extra geldcreatie van  $90 - (90 \times 10\%) =$  de reserveverplichting) of 81. Indien dezelfde operatie telkens wordt herhaald, groeit het oorspronkelijk deposito van 100 na 10 gelijkaardige operaties binnen een jaar aan tot meer dan 650. In dit voorbeeld bedraagt de geldmultiplator 6,5, op basis van de 100 oorspronkelijk gecreëerde liquiditeit, het maximaal haalbare. Zou de centrale bank de reserveverplichting verhogen, dan zal de geldhoeveelheid minder sterk groeien.

Volgende grafiek toont de evolutie van de geldmultiplator in de Verenigde Staten van begin 1990 t.e.m. 30 november 2016.



Sinds september 2008 noteert de geldmultiplator in de Verenigde Staten lager dan 1. **M.a.w. er wordt minder nieuw krediet toegekend dan dat er nieuwe deposito's bijkomen.** Bovendien is de trend al sinds meer dan 20 jaar dalend en heeft het herstel van de Amerikaanse economie na de crisis van 2008-2009 hierin geen verandering gebracht, zelfs al zijn er regelmatig opstoten zoals begin 2013 of sinds de zomer van dit jaar. De oorzaak hiervan zijn de ongezien grote extra geldinjecties door de Fed, in combinatie met de terughoudendheid van de commerciële banken om veel kredieten of leningen te verstrekken. **Deze problematiek toont aan waar de grenzen van de macht van een centrale bank liggen.** Ze kan de liquiditeitskraan zoveel opendraaien als ze wil, maar indien de commerciële banken op hun beurt niet geneigd of in staat zijn (bijv. om voorzichtigheidsredenen) deze extra liquiditeitsvoorziening te gebruiken voor het toekennen van nieuwe leningen en kredieten, dan hebben die ingrepen van de centrale banken weinig zin. **Het zijn de commerciële banken die verantwoordelijk zijn voor de geldcreatie in de reële economie, niet de centrale banken.** Wanneer de geldmultiplator onder 1 noteert, is het onmogelijk voor een centrale bank om een expansief beleid

te voeren. Het door haar extra gecreëerde geld komt slechts ten dele in de reële economie terecht. Het andere deel kan en zal voor zuiver financiële doeleinden worden aangewend, zoals het overnemen van andere bedrijven of voor beleggingen op de beurs. Bovendien speelt nog een tweede element een belangrijke rol, de omloopsnelheid (*velocity*) van het geld. Hieronder wordt verstaan het aantal keer dat de totale geldmassa (chartaal en giraal geld) op jaarbasis van handen wisselt. **Een hoge omloopsnelheid wijst op een drukke economische activiteit, een lage op zwakke groei of een recessie.** Onderstaande grafiek toont de evolutie van de omloopsnelheid van het geld in de Verenigde Staten van begin 1990 tot en met september 2016.



In de Verenigde Staten ligt dus ook de omloopsnelheid van het geld sinds het najaar van 1997 systematisch lager, zonder dat er enig zicht is op herstel. Met andere woorden: het geld rolt niet.

### 3.2. Monetaire inflatie

Ondanks verbeterende economische indicatoren, blijkt de conjuncturele opleving in de Verenigde Staten niet te worden ondersteund door een hogere geldmultiplicator of een hogere omloopsnelheid van het geld. De massale geldinjecties door de Fed resulteren niet in een even grote verhoging van het aantal leningen en kredieten (geldmultiplicator lager dan 1), terwijl de consumenten en producenten het in omloop zijnde geld minder snel uitgeven. De toestand in Europa (eurozone en Groot-Brittannië) en in Japan is op dit vlak nog een stuk problematischer dan in de Verenigde Staten. Ook in deze landen blazen de centrale banken hun balans op, maar dalen geldmultiplicator en omloopsnelheid. **Pas indien hierin verandering komt, zal de inflatie (stevig) aantrekken.** Het optreden van inflatie is immers niet alleen functie van een sterk verhoogde vraag naar producten en diensten of het optreden van flessenhalzen in de productiecapaciteit. Gelet op de zwakke economische gang van zaken in grote delen van de wereld, is uit deze hoek niet veel prijsdruk te verwachten.

**Maar inflatie kan ook ontstaan als er teveel geld in omloop is.** Het optreden van dit soort inflatie ('monetaire inflatie') zou om volgende reden het gevolg kunnen zijn van de expansieve politiek van de centrale banken. Tussen de geldhoeveelheid, de geldmultiplicator, de omloopsnelheid van het geld en het prijzenpeil, bestaat een wiskundige relatie. Deze relatie is gekend als de formule van Irving Fisher en leest als volgt:

$$M \times V = P \times T$$

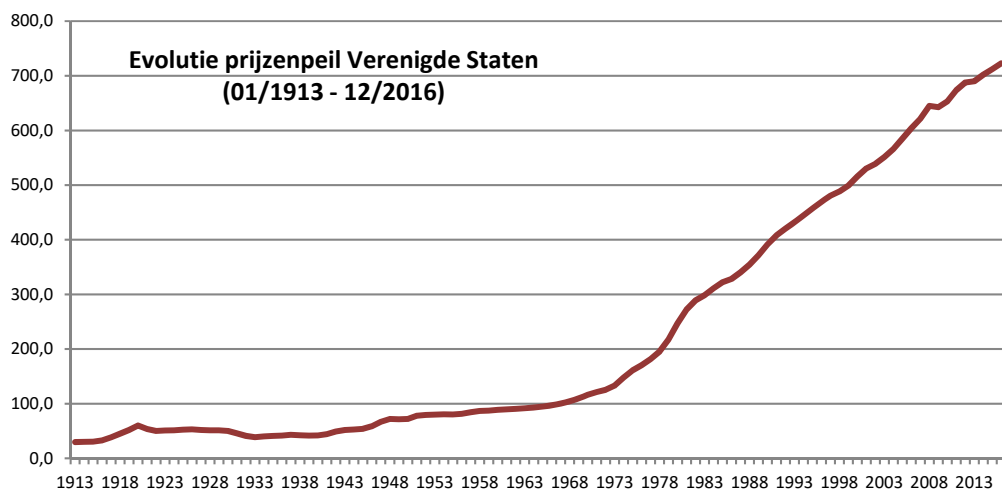
waarbij M staat voor de geldhoeveelheid, V voor de omloopsnelheid, P voor het prijzenpeil en T voor het totaal transactievolume, op jaarbasis. Uit deze relatie kan het prijzenpeil worden afgezonderd:

$$P = (M \times V) / T$$

Als M sterk stijgt (zoals vandaag in het Westen en Japan het geval is) en de omloopsnelheid V neemt af terwijl het transactievolume T gelijk blijft, dan zal het prijzenpeil dalen, m.a.w. er zal deflatie optreden. Echter, zou V zich normaliseren (wat op termijn niet uitgesloten is nu de Fed gestopt is met haar programma's van kwantitatieve versoepeling), dan kan het prijzenpeil P (sterk) stijgen, met andere woorden er zal inflatie optreden. Bovendien kan ook de geldmultiplicator zich herstellen, wat nog een extra boost aan het optreden van inflatie kan geven omdat dan ook de vraag naar diensten en goederen buitenmatig kan stijgen. **Hoewel het onduidelijk is wanneer het zal gebeuren, is het waarschijnlijk dat de inflatie in de toekomst zal versnellen, eerst in de Verenigde Staten, nadien in West-Europa.** Zodra geldmultiplicator en omloopsnelheid aantrekken, zou de centrale bank moeten tussenkomen onder meer door de geldvoorraad te verminderen. Dit kan ze op verschillende manieren doen (verhogen van de interestvoeten op korte en lange termijn, verhogen van de reserveverplichtingen...). Echter, deze maatregelen zullen de interestfactuur van de nu al armlastige overheid flink verzwaren, terwijl ze tegelijkertijd het economisch herstel zullen afremmen, laat staan fnuiken. **Het ligt daarom niet voor de hand dat de centraal bankiers de geldvoorraad afbouwen of de rente sterk verhogen om inflatoire spanningen te vermijden.** Bovendien, vanuit het standpunt van de beleidsmakers is het laten oplopen van inflatie wellicht te verkiezen boven het opnieuw vertragen van de economie. Dergelijke ontwikkeling is nu al zichtbaar in de Verenigde Staten, waar de Fed ervoor beducht is haar balanstotaal tot een meer normale omvang te herleiden: als opgekochte effecten op vervalddag komen, vervangt ze die door nieuwe.

### 3.3. Ongeremde geldcreatie

Een ander argument dat wijst op de terugkeer van hogere inflatie, is de vaststelling dat de geldhoeveelheid nauwelijks of niet is gedekt door enig fysiek actief zoals goud. Het zijn integendeel de centrale banken die naar eigen inzicht de geldhoeveelheid verhogen (zie hoger). Sinds het loslaten van de goudstandaard midden 1971, is het prijzenpeil de hoogte ingeschoten (zie onderstaande grafiek die betrekking heeft op de Verenigde Staten). In december 2016 - meer dan 100 jaar na aanvang van de metingen in april 1913 - ligt het Amerikaans prijzenpeil 24,2 keer hoger. Bovendien is de manier waarop de inflatie wordt berekend, geregeld onderwerp van kritiek. Volgens een aantal analisten zou de werkelijke geldontwaarding een stuk hoger zijn, onder andere omdat de Amerikaanse overheid de samenstelling van de index regelmatig aanpast door duurder geworden producten te vervangen door gelijkaardige goedkopere.



**Het is onwaarschijnlijk dat de sinds de 70er jaren van de vorige eeuw scherp opwaartse trend van de Amerikaanse kleinhandelsprijzen, plots zou keren.** Integendeel, de massale geldcreatie zal vroeg of laat haar invloed laten gelden en voor een versnelde prijsstijging zorgen.

### **3.4. De niet te ontkomen terugkeer van inflatie**

**Als stevig oplopende inflatie in het Westen in de toekomst op het programma staat, dan vormt ze nu al een groot probleem in nieuw geïndustrialiseerde landen,** zoals Brazilië, India of Rusland. Dit is vooral het gevolg van de devaluatie van hun munt (of, omgekeerd, de stijging van de USD), die de invoer van basisproducten duurder maakt. Bovendien noteren heel wat grondstoffenprijzen - ondanks enig herstel sinds midden 2016 - nog steeds laag. Dit heeft tot gevolg dat grondstofexporterende landen minder buitenlandse valuta (lees USD) voor eenzelfde output krijgen.

**Op wereldvlak komen enkele inflatiebevorderende tendenzen in de loop van de komende jaren samen:**

- De massale geldcreatie door de Westerse centrale banken en die van China en Japan, zal vroeg of laat haar weg vinden naar de reële economie (de productie van goederen en diensten). Meer geld in omloop onder andere dankzij een vlottere kredietverlening, dat op de koop toe sneller cirkuleert, is een klassiek recept voor het opstuwen van het prijzenpeil.
- Gelet op haar hoge schuldgraad, heeft de overheid in veel landen belang bij het laten oplopen van inflatie. In reële termen (in termen van gelijke koopkracht) daalt dan haar schuldenniveau.
- Het inflatiematigend effect in het Westen en in Japan te danken aan goedkope invoer uit de opkomende en nieuw geïndustrialiseerde landen, verliest aan kracht. Niettemin kan deze trend worden onderbroken door de soms zware devaluaties die de munten van deze landen moeten ondergaan.
- De welvaart in de nieuw geïndustrialiseerde landen neemt toe. Dit betekent dat de armoede terugloopt, waardoor veel meer mensen zich meer dan alleen maar de basisbehoeften kunnen veroorloven. Daarnaast breidt de middenklasse zich uit, wat de vraag naar luxeproducten aanwakkert.
- De wereldbevolking blijft sterk groeien. Hoewel dit niet onmiddellijk gevolgen heeft voor het algemeen prijzenpeil, betekent dit op termijn een verdere druk op de schaarser wordende bronnen (olie, water, landbouwproducten...). De grondstoffenprijzen zullen daarom vroeg of laat hun langjarige opwaartse trend hernemen.

**Maar zoals hoger toegelicht, is de timing van de inflatieversnelling in het Westen onzeker omdat de massale liquiditeitsinjecties van de centrale banken tot nog toe bedrijven en consumenten slechts in beperkte mate bereiken.** Japan is een verhaal apart. Zoals hoger opgemerkt, verhoogde de regering in april 2014 het basis Btw tarief, wat uitmondde in een sterke inflatieopstoot. Sindsdien is de koorts verdwenen: de inflatie noteert actueel opnieuw rond of net onder het nulpunt. Zoals opgemerkt, toont deze evolutie aan dat de nieuwe economische politiek van premier Abe (Abenomics) heeft gefaald. **Bovendien zegt dit ook veel over de onmacht van de grote centrale banken om het prijzenpeil hoger te tillen.**

### **3.5. Besluit**

**Het voorspellen van inflatie is een moeilijke zaak omdat aan de ene kant de massale geldcreatie wijst op oplopende prijzen, terwijl anderzijds de geldmultiplicator en de omloopsnelheid van het geld het ontstaan van inflatie afremmen. Op de koop toe gaan slechts weinig extra vraagimpulsen uit van bedrijven en consumenten en oefenen de sterk gedaalde grondstoffenprijzen nog steeds een temperende invloed uit. Per saldo zal ook in 2017 inflatie in het Westen en Japan geen probleem zijn, al is het waarschijnlijk dat het prijzenpeil licht oploopt.**

#### 4. De vooruitzichten van de wereldeconomie in 2017

Volgende tabel geeft het overzicht van de consensusprognoses wat betreft de wereldeconomie in 2017 en vergelijkt die met de verwachtingen voor het voorbije jaar.

	Verwachting 2016 (in %)	Prognose 2017 (in %)
Groei wereldhandel	2,3	3,9
BBP Eurozone	1,6	1,8
BBP Japan	0,5	0,6
BBP Verenigde Staten	1,5	1,7
BBP Brazilië	-3,2	0,4
BBP China	6,5	6,1
BBP India	7,3	7,5
BBP Rusland	-0,7	1,2
Inflatie geïndustrialiseerde landen	0,7	1,9
Inflatie opkomende landen	4,6	4,8

#### 5. Algemeen besluit

Als gevolg van een minder restrictief budgettair beleid en van enig herstel van een aantal grondstoffenprijzen, zal de wereldeconomie ook in 2017 licht groeien. In de hoog geïndustrialiseerde landen zal de inflatie wat aantrekken, hetgeen de Fed ertoe zal bewegen wellicht twee verdere renteverhogingen door te voeren. De politiek van financiële repressie blijft in Europa en Japan echter de dienst uitmaken; in deze regio's zijn renteverhogingen onwaarschijnlijk. Meer dan de voorbije jaren bedreigen geopolitieke risico's deze vrij positieve vooruitzichten. In de Verenigde Staten zal president Trump een aantal duidelijk andere accenten leggen, waaronder het toekennen van belastingverminderingen, het lanceren van grote infrastructuurwerken en het oprichten van tolmuren. Dit protectionisme kan de wereldhandel afremmen. In de eurozone staan belangrijke verkiezingen op het programma in Nederland, Frankrijk en Duitsland. Daarnaast is er het oprukkende islamterrorisme, dat wellicht ook in 2017 regelmatig voor onrust zal zorgen. De economische groeiperspectieven riskeren ook nu weer de weerslag hiervan te ondervinden.

©Precisis nv - januari 2017. Alle rechten voorbehouden. Reproductie van dit document onder gelijk welke vorm of op gelijk welke manier, is slechts toegelaten na voorafgaand schriftelijk akkoord.