1.1 De wereldeconomie vertraagde in 2019 opnieuw

Nadat de groei van de wereldeconomie in de tweede helft van 2018 aanzienlijk was vertraagd, bleef hij in 2019 futloos tegen de achtergrond van het oplopend handelsgeschil tussen de Verenigde Staten (VS) en China, bepaalde geopolitieke spanningen in het Midden-Oosten en de aanhoudende onzekerheid over de brexit. Gemiddeld beschouwd, vertraagde de groei op jaarbasis tot zijn laagste peil sinds de grote recessie. De bedrijvigheid verzwakte in de meeste economische zones en vooral in de verwerkende nijverheid, terwijl de diensten beter standhielden. Ook factoren die eigen zijn aan sommige bedrijfstakken – bijvoorbeeld de automobielsector – en aan sommige opkomende economieën, evenals diverse structurele krachten – zoals de zwakke productiviteitsgroei en de vergrijzing van de bevolking – remden de

Tabel 1

Bbp in de voornaamste economieën

(veranderingspercentages naar volume t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

				p.m. Bijdrage tot de mondiale groei	*p.m. Aandeel in het mondiaal bbp*[1]
	2017	**2018**	**2019**	***2019***	
Geavanceerde economieën	2,5	2,2	1,7	*0,7*	*40,3*
waarvan:					
Verenigde Staten	2,4	2,9	2,3	*0,3*	*15,1*
Japan	1,9	0,3	1,0	*0,0*	*4,1*
Eurogebied	2,5	1,9	1,2	*0,1*	*11,2*
Verenigd Koninkrijk	1,8	1,3	1,3	*0,0*	*2,2*
Opkomende economieën	4,8	4,5	3,7	*2,2*	*59,7*
waarvan:					
China	6,8	6,6	6,1	*1,2*	*19,3*
India	7,2	6,8	4,8	*0,4*	*8,0*
Rusland	1,6	2,3	1,1	*0,0*	*3,1*
Brazilië	1,1	1,3	1,2	*0,0*	*2,4*
Wereld	3,8	3,6	2,9	*2,9*	*100,0*
p.m. Wereldhandel[2]	*4,6*	*3,2*	*–0,6*	*–*	*–*

Bronnen: CPB, ECB, IMF.

1 Volgens de definities van het IMF en berekend op basis van koopkrachtpariteiten.

2 Gemiddelde van de in- en uitvoer van goederen en diensten. Voor 2019, verandering over de eerste elf maanden t.o.v. de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar.

economische dynamiek af. De internationale handel verzwakte merkbaar en het handelsverkeer kromp in de meeste belangrijke economieën. Aan het einde van het jaar waren er echter aanwijzingen dat de bedrijvigheid zich zou stabiliseren.

Een algemene vertraging

Vergeleken met het voorgaande jaar, liep de bbp-groei op jaarbasis in bijna alle belangrijke economieën terug. In de geavanceerde economieën stabiliseerde hij zich in de loop van het jaar doorgaans op een laag niveau, na de scherpe vertraging eind 2018. In de VS hield de expansiefase – de langste die tot dusver werd opgetekend – aan onder impuls van de consumptie en de in 2017-2018 goedgekeurde budgettaire stimuleringsmaatregelen. Het groeitempo vertraagde evenwel als gevolg van de oplopende handelsspanningen en de onzekerheid over het verdere verloop ervan. In het eurogebied bleef de bedrijvigheid futloos, terwijl ze in Japan, dankzij de overheids- en particuliere consumptie, licht aantrok.

In het Verenigd Koninkrijk (VK) was de bbp-groei zwak en volatiel. In het vooruitzicht van een vertrek, zonder overeenkomst, uit de EU op 29 maart 2019, trok de bedrijvigheid er, ondersteund door de voorraadvorming, in het eerste kwartaal van 2019 aan; nadien liep het groeitempo fors terug. Over het geheel genomen, bleven de bedrijfsinvesteringen de implicaties ondervinden van de onzekerheid over de brexit, terwijl de gezinsconsumptie veerkrachtiger bleek dankzij de werkgelegenheidscreatie en de loonstijging.

In de opkomende economieën vertraagde de groei gestaag. Als gevolg van de verzwakte binnenlandse vraag en de handelsspanningen met de VS, liep de economische groei in China terug tot zijn laagste peil in dertig jaar. Hoewel het vertrouwen van de particulieren stevig bleef, hebben de hoge schuldgraad en de stijging van de schuldaflossingsratio de consumptieve bestedingen van de gezinnen blijkbaar gedrukt, ten voordele van het sparen. China is overigens sinds 2014 's werelds grootste economie als de grootte van dat land wordt gemeten op basis van koopkrachtpariteiten. Zo gemeten, was China in 2019 goed voor 19,3 % van de wereldeconomie. In termen van het op basis van marktwisselkoersen gewaardeerd bbp, kwam het land datzelfde jaar op de tweede plaats uit, met een gewicht van 16,3 %, na de VS (24,8 %), maar vóór het eurogebied (15,4 %).

China is uitgegroeid tot 's werelds tweede economie in termen van het op basis van marktwisselkoersen gewaardeerd bbp

Tegelijkertijd bereikte de groei in India zijn diepste punt sinds jaren als gevolg van een forse daling van de consumptie. De economie vertraagde ook in Brazilië, Mexico en Rusland. Turkije en Argentinië, die in 2018 allebei in een economische recessie waren beland, lieten een verschillend verloop optekenen. Onder impuls van verbeterde financiële voorwaarden en van een vlottere toegang tot krediet, ging de Turkse economie weer groeien. De Argentijnse economie bleef daarentegen krimpen; ze zag haar financieringsvoorwaarden fors verslechteren en haar inflatie stijgen, twee factoren die het vertrouwen ondermijnen.

De onzekerheid nam toe

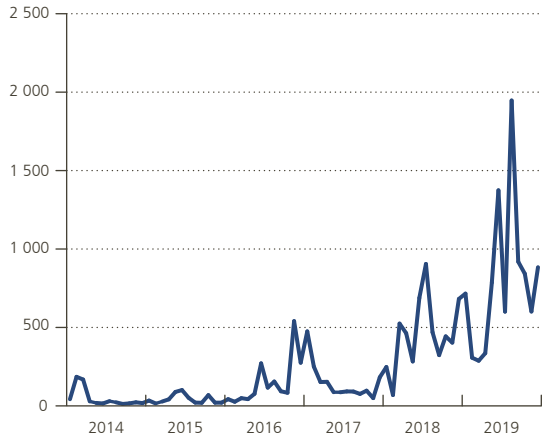
De wereldwijd zwakke economische bedrijvigheid heeft vooral te maken met de toegenomen onzekerheid, in hoge mate het gevolg van de escalatie van de handelsspanningen tussen de VS en China, en met de algemene teruggang van de verwerkende nijverheid. Die beide – nauw met elkaar verbonden – factoren zorgden mee voor een aanzienlijke groeivertraging van de internationale handel. Aan het einde van het jaar doken echter tekenen van stabilisatie op.

Na de tariefverhogingen en de vergeldingsmaatregelen van 2018, werden in de loop van 2019 zowel de douanerechten als de grondslag van de bewuste invoer verhoogd. Zo trokken de VS in mei hun douanerechten op van 10 tot 25 % op $ 200 miljard aan invoer uit China, waarop reeds sinds september 2018 nieuwe tarieven van toepassing waren. In augustus kondigde de Amerikaanse president bovendien nieuwe heffingen aan op $ 300 miljard aan invoer uit China, waardoor voor bijna alle Chinese producten nieuwe tarifaire belemmeringen zouden gelden. China reageerde op de Amerikaanse beslissingen systematisch met vergeldingsmaatregelen. Vanaf september namen de spanningen echter langzaam af in het vooruitzicht van een gedeeltelijk akkoord tussen de beide partijen. China stemde ermee in een beperkt aantal producten van zijn lijst met nieuwe tarieven te halen en de VS kwamen, nadat er medio

Grafiek 1

De onzekerheid over de handel nam in de zomerperiode fors toe

(mate van onzekerheid over het handelsbeleid van de VS, index 2014 = 100)



Bron: Refinitiv.

december effectief een akkoord werd gesloten, gedeeltelijk terug op de tijdens de zomer aangekondigde tariefverhogingen.

Het nieuwe protectionisme waar de VS reeds enkele jaren blijk van geven, houdt in hoge mate, doch niet uitsluitend, verband met het Chinees industriebeleid in het vlak van subsidies, intellectuele-eigendomsrechten en technologieoverdrachten.[1] Dat er ook andere factoren mee gemoeid zijn, blijkt uit de verhoging van de douanerechten op staal en aluminium in het voorjaar van 2018 of uit het dreigement additionele douanetarieven toe te passen op de invoer van voertuigen. Hoewel de Amerikaanse regering dat dreigement tot dusver niet heeft uitgevoerd, ziet ze er ook niet van af. Als reactie op de Franse heffing op digitale diensten, heeft ze trouwens nieuwe – specifiek op Franse producten gerichte – dreigementen geuit.

De onzekerheid over de internationale handel en het gebrek aan beleidsoriëntatie ten aanzien van de klimaatverandering hebben de investeringen afgeremd

De VS hebben meer algemeen een ronduit vijandige houding aangenomen tegenover het internationaal handelssysteem, de werking van de Wereldhandelsorganisatie (WHO) en het mondiaal multilateralisme. Daardoor blijft de onzekerheid over het handelsbeleid niet beperkt tot het geschil tussen China en de VS, maar treft ze ook de toekomst van het internationaal handelssysteem in zijn geheel. Bovendien reiken de wrijvingen tussen de VS en China verder dan de handelssfeer en de verschillen tussen hun economische modellen. Ze hebben ook betrekking op het mondiaal technologisch en geopolitiek leiderschap. Tot slot hadden de verslechterde diplomatieke relaties ook gevolgen voor andere landen. In de zomer brak meer bepaald een open handelsgeschil uit tussen Japan en Zuid-Korea, waarbij die beide landen hun wederzijdse exportvoorwaarden aanscherpten.

De hevige onrust over de toekomst van de wereldhandel en de consequenties daarvan voor de productie – reallocatie tussen landen en aanpassingen van de waardeketens – en voor de internationale handel hebben het ondernemersvertrouwen aangetast. Daardoor zijn de ondernemers uiterst voorzichtig geworden met investeren, wat met name de mondiale vraag naar uitrusting en machines heeft afgeremd. Hoewel China en de VS momenteel het zwaarst getroffen worden door de nieuwe handelsbelemmeringen, dragen ook de meeste andere economieën de gevolgen, hetzij als leverancier hetzij door het verslechterd algemeen economisch klimaat. Naast de onzekerheden over de handel, getuigen de slabakkende investeringen ook van het feit dat het aan een duidelijke politieke koers ontbreekt om het hoofd te bieden aan de mondiale uitdaging van de klimaatverandering. Ondanks de internationale verbintenissen die de regeringen ter zake hebben aangegaan, bevinden de aanpassingsplannen zich nog in de beginfase en blijven concrete beleidsmaatregelen die gestalte moeten geven aan de energietransitie, voorlopig uit.

1 Zie, bijvoorbeeld, Kader 2 van het Jaarverslag 2018 of Buysse K. en D. Essers (2019), 'Cheating tiger, tech-savvy dragon: Is de Westerse bezorgdheid over 'oneerlijke handel' en 'Made in China 2025' terecht?', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 1-23.

De industriële productie daalde en de groei van de wereldhandel vertraagde

De vertraging in de vraag naar investeringsgoederen had een weerslag op de industriële productie die in de geavanceerde economieën, gemiddeld beschouwd, afnam. Die ontwikkeling hangt ook samen met de teruglopende bedrijvigheid in de automobielnijverheid, een gevolg van zowel aanbodverstoringen als vraagfactoren. Zo liep de autoverkoop in China terug, nadat sommige fiscale stimuli afliepen terwijl, meer algemeen, de consumenten een afwachtende houding aannamen tegen de achtergrond van de snel veranderende technologieën, reglementeringen en vervoersgewoonten. De productie, van haar kant, werd in het eurogebied – en meer bepaald in Duitsland – verstoord door nieuwe emissienormen.

De oplaaiende handelsspanningen en de mondiaal zwakke industriële productie hebben de groei van de internationale handel fors afgeremd; vanaf de zomer werd die groei negatief. Het inkrimpen van de verhandelde volumes was weliswaar een algemeen verschijnsel, maar de Aziatische economieën – in de eerste plaats China – die het sterkst verweven zijn met de mondiale handel en waardeketens, werden nog zwaarder getroffen. De wereldhandel had vooral te lijden onder de afgenomen mondiale vraag naar auto's, elektronica en kapitaalgoederen, die internationaal sterk worden verhandeld.

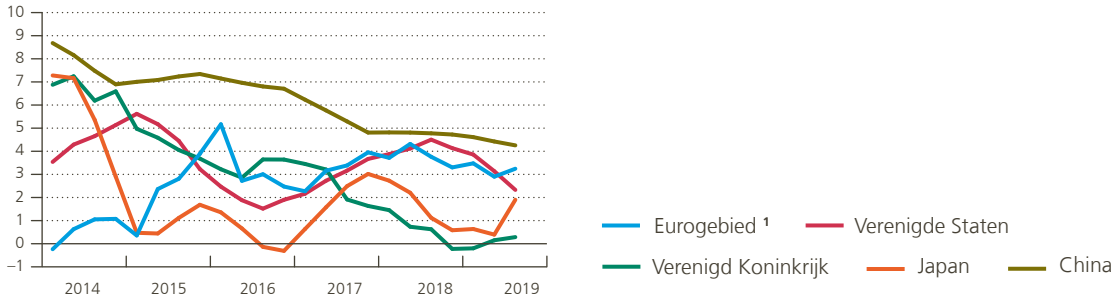
De Chinese invoer is fors afgenomen, voornamelijk door de aanzienlijke vertraging van de export van het land, maar ook door het nog steeds aan de gang zijnde herbalanceringsproces van zijn economie. Het groeiende belang van de binnenlandse consumptie, ten nadele van de investeringen, drukte immers de vraag naar in te voeren investeringsgoederen en grondstoffen. Ook de wens om de binnenlandse productie van inputs uit te breiden, droeg daartoe bij.

Sommige handelsstromen bleken in de loop van het jaar ongewoon volatiel te zijn. Dat was het geval voor met name de Chinese uitvoer, die voor sommige goederen werd vervroegd om te ontsnappen aan de Amerikaanse tariefverhogingen. De invoer van het VK, van zijn kant, veerde begin 2019 op, in de aanloop naar de oorspronkelijk geplande datum van het vertrek uit de EU; nadien liep hij fors terug.

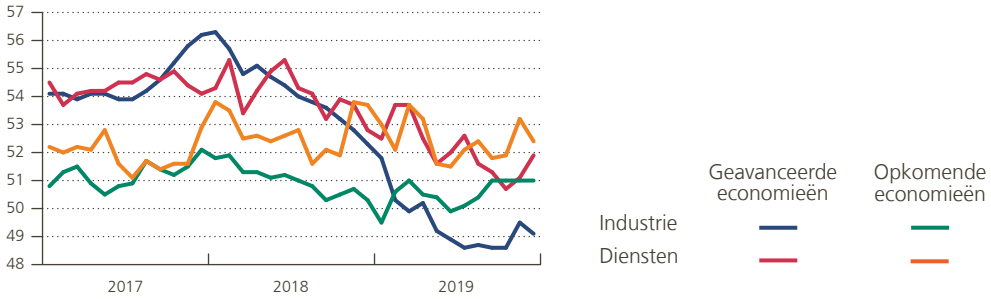
Grafiek 2

De toegenomen onzekerheid zette een rem op de investeringen, de verwerkende nijverheid en de internationale handel

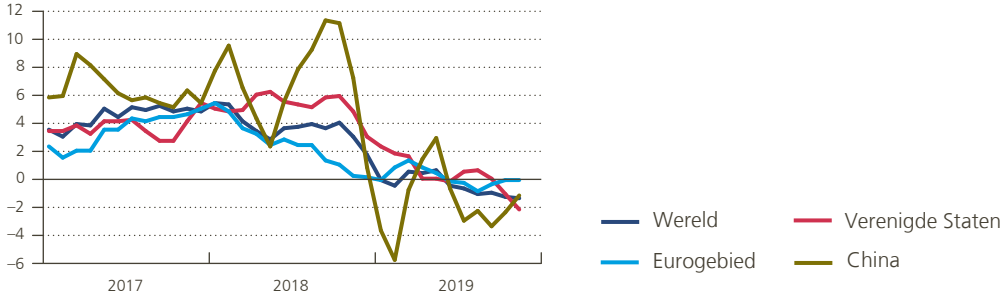
Verloop van de investeringen
(kwartaalgegevens, voortschrijdende gemiddelden over vier kwartalen, veranderingspercentages op jaarbasis)



PMI-indicatoren 2
(maandgegevens)



Verloop van de internationale handel
(maandgegevens, veranderingspercentages op jaarbasis, in- en uitvoergemiddelden van goederen en diensten)



Bron: Refinitiv.

1 Met uitzondering van Ierland, waar het investeringsverloop volatiel is en nauw verband houdt met de activiteiten van de in het land gevestigde multinationals.

2 De PMI-indices variëren tussen 0 en 100. Een waarde hoger dan 50 wijst op een toename van de productie, terwijl een waarde onder de 50 op een daling duidt.

De werkgelegenheid werd ondersteund door de veerkracht van de diensten

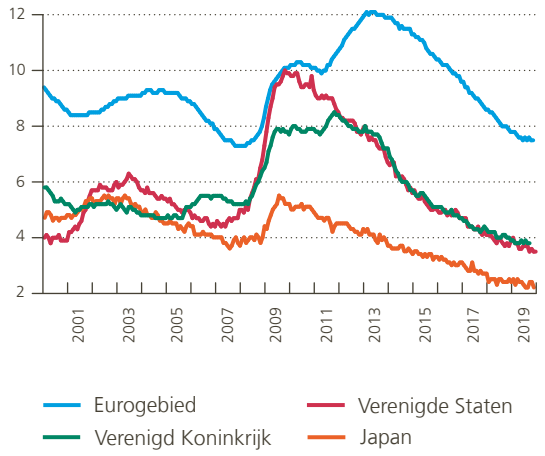
Terwijl de industriële productie in 2019 aanzienlijk terugliep, bleven de diensten, ondanks een lichte vertraging, vrij robuust groeien. Deze groei van de tertiaire sector, die een steeds groter en overheersend deel van de economische bedrijvigheid uitmaakt, ondersteunde de werkgelegenheidscreatie, de gezinsinkomens en het consumentenvertrouwen. In tegenstelling tot de bedrijfsinvesteringen, die te lijden hadden onder een groter wantrouwen, waren het dus de consumptieve bestedingen die algemeen beschouwd de bedrijvigheid ondersteunden.

Tegen die achtergrond, en tevens rekening houdend met een geringere toename, of zelfs inkrimping, van de bevolking op arbeidsleeftijd – een gevolg van de vergrijzing van de bevolking –, bleven de werkloosheidscijfers dalen, soms tot niveaus die ze reeds tientallen jaren niet meer hadden bereikt. Zo liep de werkloosheidsgraad in de VS in december 2019 terug tot 3,5 %, een laagtepunt sinds het einde van de jaren zestig. De situatie in het VK was vergelijkbaar, en in Japan keerde de werkloosheidsgraad, die iets hoger lag dan 2 %, terug naar zijn niveau van het begin van de jaren negentig. Het feit dat de arbeidsmarkten veerkrachtig bleken, werkte algemeen beschouwd de loonstijging in de geavanceerde economieën in de hand.

Grafiek 3

De werkloosheidsgraad bleef dalen

(maandgegevens, in % van de beroepsbevolking)



Bron: Refinitiv.

De zwakke inflatoire druk leidde tot verdere monetaire versoepeling

Er was echter geen transmissie van de loongroei naar de prijzen, en de vertraging van de economische bedrijvigheid ging gepaard met een verdere afzwakking van de onderliggende inflatoire spanningen. Bovendien oefenden de grondstoffenprijzen geen opwaartse druk uit. De inflatie in de geavanceerde economieën liep derhalve fors terug tot onder de beoogde doelstellingen; in diverse opkomende economieën belandde ze op historisch lage niveaus. Argentinië en Turkije, landen waarvan de valuta's in de voorafgaande periode aanzienlijk in waarde waren gedaald, vormden met hun vrij hoge inflatie evenwel een uitzondering.

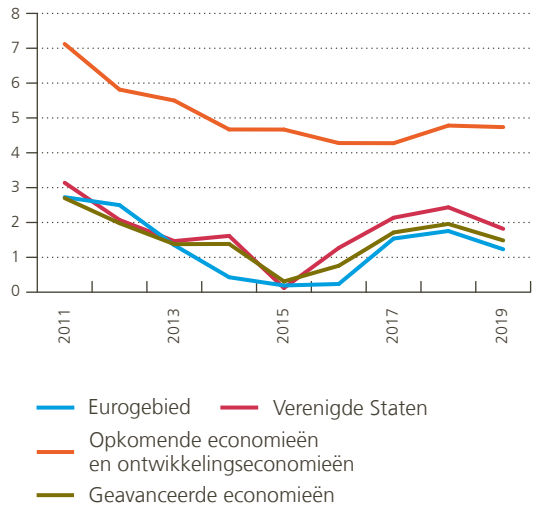
Nadat de olieprijzen aan het begin van het jaar fors waren gestegen, lieten ze in de zomer, tegen de achtergrond van de verslechterde mondiale economische vooruitzichten, opnieuw een daling optekenen, tot onder de grens van $ 60 per vat Brent-olie. Meteen na de aanval op Saudische olie-installaties in september schoot de prijs per vat ongeveer 10 % omhoog, waarna hij opnieuw en even bruusk daalde. In het licht van de versoepeling van de handelsspanningen tussen China en de VS en de vooruitzichten op een macro-economische stabilisatie, liep de olieprijs geleidelijk weer op tot ongeveer $ 70 aan het einde van het jaar. De prijzen van de industriële en de voedingsgrondstoffen bleven in de loop van het jaar over het algemeen vrij stabiel.

Tegen de achtergrond van de verzwakte economische bedrijvigheid, de groter wordende risico's en de afnemende inflatoire druk, werd zowel in de geavanceerde economieën als in de opkomende landen voor een resoluut versoepelende monetairbeleidskoers geopteerd. Met name de Amerikaanse Federal Reserve stelde zich in haar communicatie reeds accommoderend op vooraleer ze ter zake concrete maatregelen nam. Zo kondigde ze in maart 2019 aan dat ze de eind 2017 ingezette afbouw van haar balans vanaf september zou stopzetten. Bovendien verlaagde ze haar beleidsrentes in drie stappen, respectievelijk in juli, september en oktober. Nadat ze de fed funds rente teruggebracht had naar een bandbreedte tussen 1,75 en 2 %, verklaarde ze evenwel geen verdere verlaging te overwegen zolang de economische

Grafiek 4

Vertraging van de inflatie in de geavanceerde economieën

(veranderingspercentages op jaarbasis van de consumptieprijzen)



Bron: IMF.

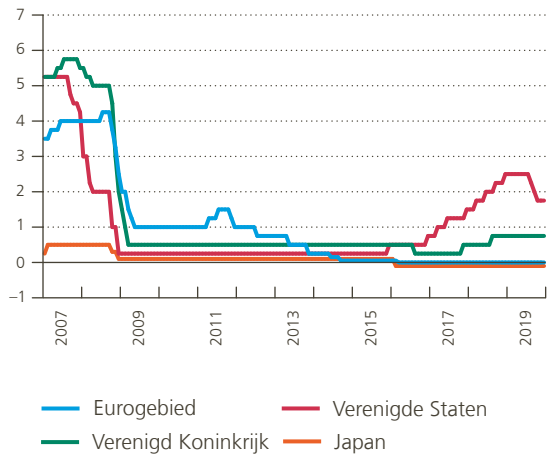
vooruitzichten niet aanzienlijk verslechterden. Zoals in hoofdstuk 2 nader wordt toegelicht, verlaagde de Raad van Bestuur van de ECB tijdens zijn vergadering van september de rente op de depositofaciliteit en kondigde hij aan de aankoop van activa te hervatten. Ook de centrale banken van China, India, Brazilië en Rusland hebben het afgelopen jaar, onder meer, hun beleidsrentes verlaagd. De Chinese monetaire autoriteiten hebben gerichte monetaire versoepelingsmaatregelen genomen om de aflossingslast te beperken en het opdrogen van de kredietverlening, meer bepaald ten nadele van kleine ondernemingen, te temperen. Ze zijn overigens nog steeds bezig met een delicate evenwichtsoefening, die erin bestaat de toegang tot krediet te vergemakkelijken en tegelijk de – sinds 2008 ruim verdubbelde – schuldenlast van de vennootschappen te beheersen.

Vergeleken met het monetair beleid was het begrotingsbeleid in de meeste economieën relatief weinig expansief. De VS en China behoren echter tot de landen die daar een uitzondering op vormen. Sinds de goedkeuring van het pakket budgettaire stimuleringsmaatregelen eind 2017 en begin 2018 werd het Amerikaans begrotingsbeleid ronduit accommoderend. In een omgeving van volledige werkgelegenheid waarin de begrotingsmultiplicator doorgaans gering is, zijn de economische voordelen van een dergelijke koers evenwel vrij beperkt gebleken. De Chinese autoriteiten van hun kant bleven de economie ondersteunen, met name door in openbare infrastructuur te investeren en door de belastingen voor de gezinnen en ondernemingen te verlagen.

Grafiek 5

Het monetair beleid in de geavanceerde economieën werd versoepeld

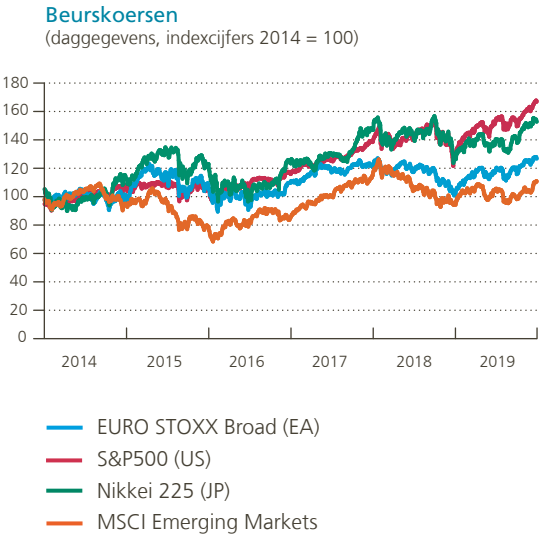
(voornaamste beleidsrentes, in %)

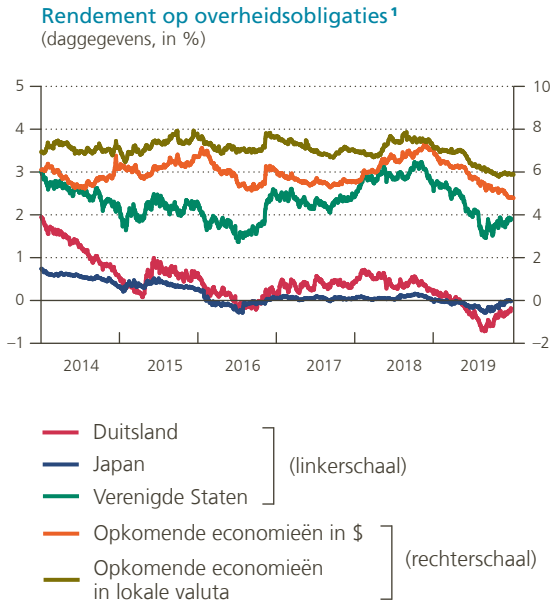


Bron: Refinitiv.

Grafiek 6

De financiële markten reageerden op het commercieel en monetair beleid





Bron: Refinitiv.

1 Geavanceerde economieën: staatsobligaties op tien jaar; opkomende economieën: JPM EMBI Global index (in Amerikaanse dollar) en JPM GBI index (in lokale valuta).

In Japan nam de regering diverse maatregelen om het verwachte negatieve effect van de belastingverhoging voor consumptie – van 8 tot 10 % – vanaf 1 oktober 2019 te neutraliseren. Die maatregelen waren ruimschoots voldoende om de consumptie van de gezinnen vóór en na de belastingverhoging uit te vlakken, waardoor de effecten van die verhoging veel minder groot waren dan in 2014, toen dat tarief van 5 naar 8 % was opgetrokken. In december kondigde de Japanse eerste minister Shinzo Abe bovendien een nieuw herstelplan aan ten belope van 2,4 % bbp (dat is 13 000 miljard yen, of meer dan € 108 miljard).

De financiële markten onder de gecombineerde invloed van de internationale handel en de centrale banken

Het optimisme, dat eind 2018 een flinke knauw had gekregen, kreeg weer de overhand en de aandelenmarkten leefden begin 2019 sterk op, in het bijzonder in de geavanceerde economieën. De beurskoersen vertoonden vervolgens een grilliger verloop, nu eens geremd door de onzekerheden als gevolg van de handelsspanningen, dan weer gestimuleerd door de verzoenende communicatie daaromtrent en door de versoepelingsmaatregelen van de centrale banken. De accommoderender monetairbeleidskoers heeft er over het algemeen toe bijgedragen dat de financieringsvoorwaarden in de geavanceerde economieën en, in mindere mate, in de opkomende

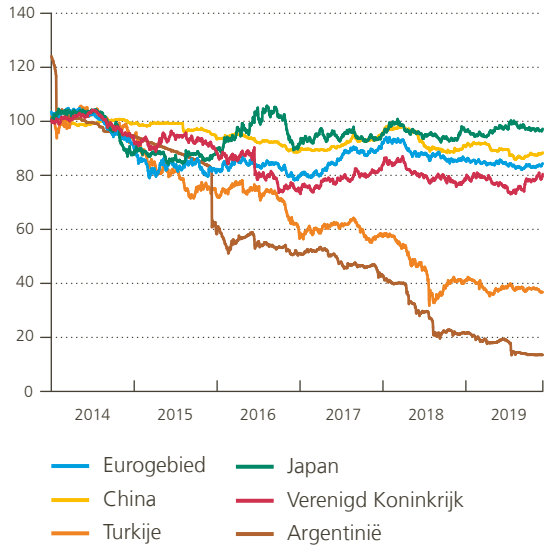
economieën verbeterden. De rendementen op overheidsobligaties trokken ook profijt van de levendige vraag naar minder risicovolle activa. Zo daalden sommige rentes op langlopende staatsobligaties tot een historisch laag niveau; soms werden ze erg negatief, bijvoorbeeld in Japan en in Duitsland. In de VS deed de omkering van de rendementscurve tijdens de zomer tijdelijk de vrees ontstaan voor een verslechtering van de economische vooruitzichten, of zelfs een recessie. In het laatste kwartaal van het jaar werden de aandelenmarkten ondersteund, en gingen de rendementen op overheidspapier omhoog door de vaststelling van vooruitgang in de handelsbesprekingen en enkele geruststellende signalen over gunstiger economische vooruitzichten.

Het verloop van de wisselkoersen spoorde in grote lijnen met de economische ontwikkelingen. De dollar verstevigde licht ten opzichte van de euro, en sterker ten opzichte van de Chinese renminbi. De yen en, in mindere mate, de Zwitserse frank – twee toevluchtsvaluta's bij uitstek – apprecieerden enigszins ten opzichte van de andere munten, terwijl het Brits pond sterk volatiel bleek, afhankelijk van de onzekerheden en wendingen in verband met de brexit. Het pond apprecieerde vanaf augustus sterk ten opzichte van de euro. Toen werd het vooruitzicht op een onderhandeld terugtrekkingsakkoord immers geleidelijk duidelijker. De Turkse lira, die in 2018 fors in waarde was verminderd, bleek stabieler, in tegenstelling tot de Argentijnse peso, die verder kelderde.

Grafiek 7

Lichte appreciatie van de Amerikaanse dollar tegenover de euro

(daggegevens, wisselkoers ten opzichte van de dollar, index 2014 = 100)



Bron: Refinitiv.

1.2 De bedrijvigheid in het eurogebied voelde de verslechterende mondiale conjunctuur, maar de arbeidsmarkt bleek veerkrachtig

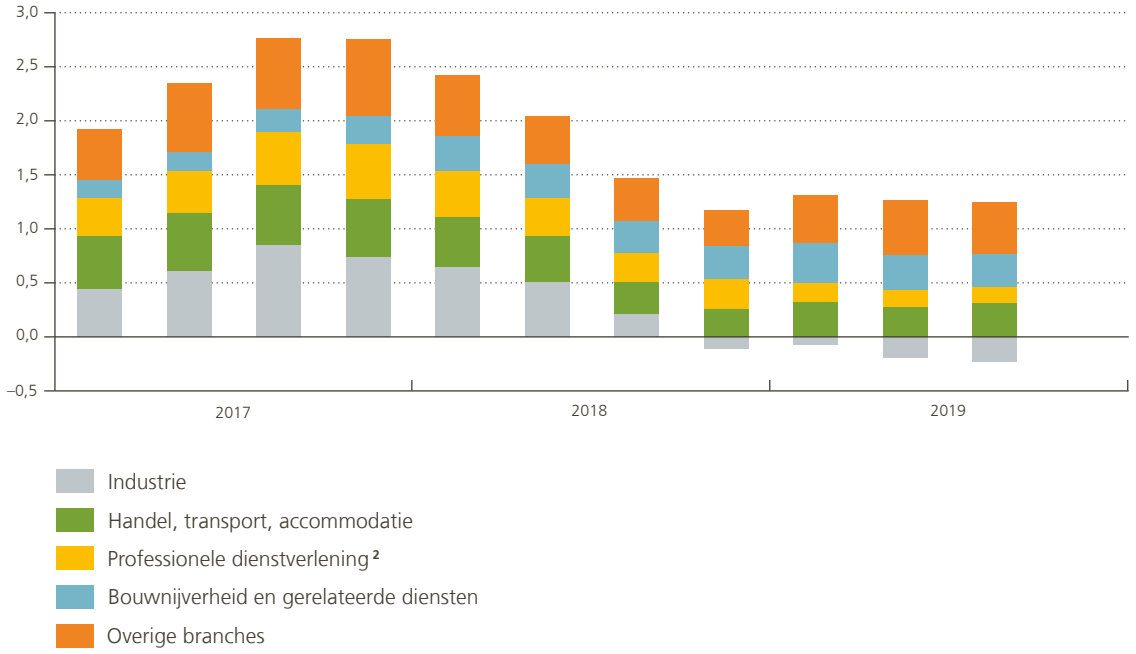
Vooral de verwerkende nijverheid en de uitvoer voelden de groeivertraging van de wereldeconomie en de internationale handel

Nadat het economisch groeitempo in het eurogebied in 2018 reeds was vertraagd tot 1,9 %, liep het in 2019 verder terug tot 1,2 %. Die vertraging was vooral het gevolg van de krimpende industriële activiteit. De achteruitgang was zeer uitgesproken in de auto-industrie, maar ook andere bedrijfstakken uit de verwerkende nijverheid werden getroffen, zij het in mindere mate. Bovendien vertraagde de expansie in sommige dienstenbranches, onder meer in de industriegerelateerde diensten zoals de handel en het transport, en de professionele dienstverlening, samen goed voor een groot deel van de marktdiensten. De bouwnijverheid en de ermee verbonden diensten leverden daarentegen een grotere bijdrage tot de groei van de economische activiteit. Dat kwam door de lage financieringskosten, de groei van het beschikbaar inkomen van de gezinnen alsook door de voor de bouwactiviteit gunstige weersomstandigheden in het eerste kwartaal.

Grafiek 8

Inkrimping van de industriële bedrijvigheid in het eurogebied

(bijdragen, in procentpunt, van de toegevoegde waarde per bedrijfstak tot de verandering op jaarbasis van het bbp naar volume[1])



Bron: Eurostat.

1 De som van de vermelde branchespecifieke bijdragen stemt niet overeen met de verandering van het bbp. Het bbp is immers gelijk aan de totale toegevoegde waarde vermeerderd met de productgebonden belastingen (onder meer btw, accijnzen en invoerrechten) en verminderd met de productgebonden subsidies.

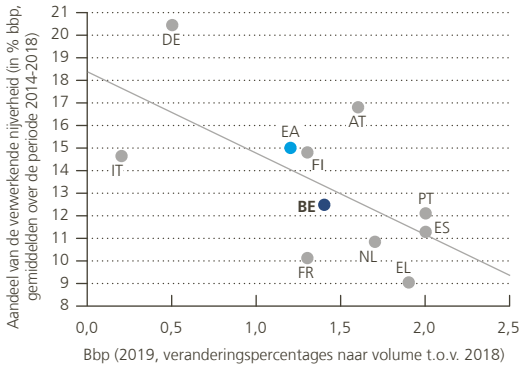
2 Professionele, wetenschappelijke en technische activiteiten; administratieve en ondersteunende diensten.

De bbp-groei bleef in 2019 positief in alle landen van het eurogebied, maar hij kwam nagenoeg overal lager uit dan tijdens het voorgaande jaar. In Duitsland liep de groei fors terug tot, op die in Italië na, de laagste van het eurogebied.

De groeivertraging in het eurogebied hangt samen met de vertragende wereldhandel en de teruglopende mondiale groei, die de buitenlandse vraag naar producten uit het eurogebied drukten. In het bijzonder de cyclische groeivertraging in de VS, de aanhoudende onzekerheid over de brexit in het VK en de minder krachtige vraag vanuit China eisten hun tol. De voortdurende spanningen en de grote onzekerheid over het handelsbeleid hadden wereldwijd specifiek invloed op de investeringsbeslissingen, waardoor de industriële productie en de wereldhandel nog meer werden afgeremd. De exportgerichte

Grafiek 9

De eurolanden met veel industriële activiteit werden het zwaarst getroffen



Bronnen: ECB, Eurostat, NBB.

industriële branches werden aldus het zwaarst getroffen. Het relatief grote aandeel van de industrie in de economische activiteit alsook de geografische en productspecialisatie van de uitvoer – traditioneel troeven van het eurogebied en vooral van Duitsland – vielen in die omstandigheden nadelig uit. De hoge openheidsgraad en de sterke integratie van de economie van het eurogebied in de mondiale waardeketens hebben de ongunstige impact van de internationale omgeving versterkt.

De vertraging van de wereldvraag en de wijzigingen op technologisch en regelgevingsvlak speelden de auto-industrie parten

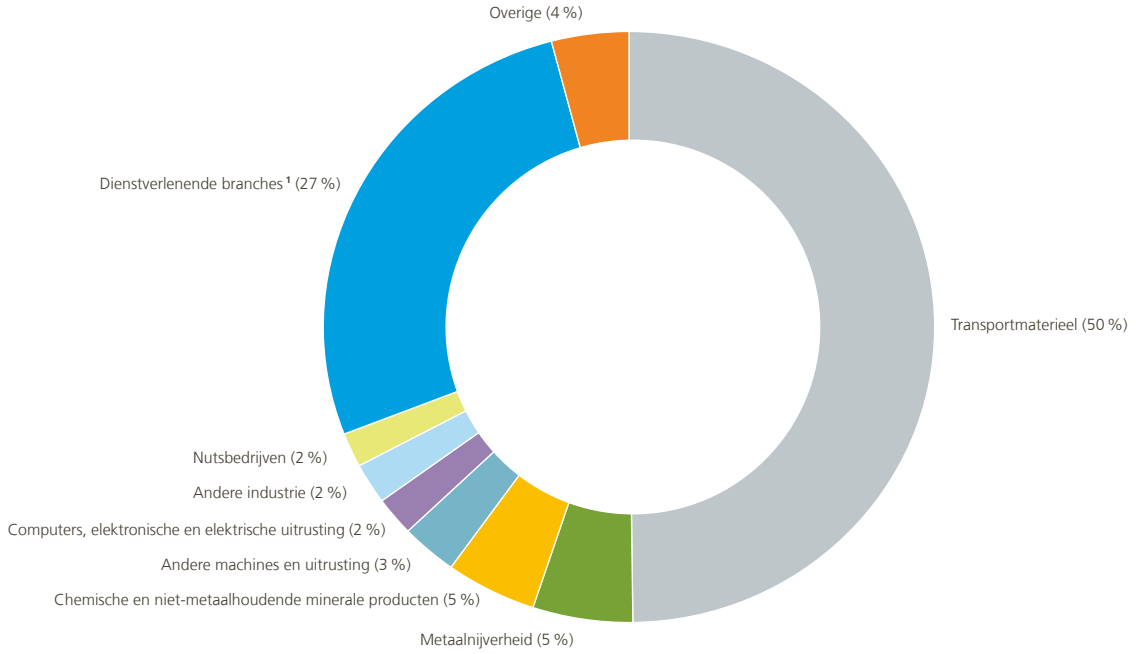
De teruggang van de industriële activiteit kan echter ook voor een deel worden verklaard door enkele ingrijpende technologische en regelgevende veranderingen in de auto-industrie. In het eurogebied ging het met name over de invoering, in september 2018, van strengere emissietests voor motorvoertuigen. Ook de reeds vermelde geslonken vraag naar motorvoertuigen vanuit China – een gevolg van het afbouwen van fiscale stimuli – speelde de autoverkoop parten. Bovendien brachten enkele voor die branche specifieke factoren, zoals de invoering van lage-emissiezones in tal van Europese steden, veel onzekerheid teweeg, waardoor de consumenten een afwachtende houding gingen aannemen. Dat trof vooral de Duitse automobielnijverheid, die vooral gespecialiseerd is in – momenteel het felst ter discussie gestelde – zware dieselvoertuigen.

Het feit dat de autonijverheid sterk geïntegreerd is in de mondiale waardeketens, zorgde mee voor de verspreiding van de malaise, zowel geografisch – naar landen binnen en buiten het eurogebied – als op brancheniveau – naar andere industrieën en naar sommige bedrijfstakken uit de dienstensector. De branche 'transportmaterieel' is immers lang niet de enige tak die betrokken is bij de waardecreatie in de automobielnijverheid. Deze bedrijfstak was

Grafiek 10

Diverse bedrijfstakken dragen bij tot de in het eurogebied gecreëerde toegevoegde waarde in de auto-industrie

(2015, in %)



Bron: OESO.

1 Het betreft onder meer de branches handel, transport, informatie en communicatie, en financiële diensten.

in 2015 goed voor de helft van de in het eurogebied gecreëerde toegevoegde waarde die vervat zit in de finale wereldvraag naar motorvoertuigen, maar daarnaast waren de andere industriële branches goed voor ongeveer 17 % en enkele dienstverlenende branches zoals de handel, het transport en de financiële diensten voor meer dan een kwart van het totaal.

Een en ander had tot gevolg dat de uitvoer van het eurogebied verder vertraagde, zij het minder uitgesproken dan in 2018. Deze relatieve veerkracht had voor een deel te maken met het feit dat de uitvoer in het eerste kwartaal tijdelijk werd ondersteund door de voorraadopbouw in het VK in de aanloop naar de oorspronkelijke datum van de brexit. De uitvoer van goederen en diensten groeide gemiddeld tijdens de eerste drie kwartalen van 2019 traag, met name in Duitsland, dat echter veruit het grootste aandeel heeft in de totale uitvoer van het eurogebied. De invoer van het eurogebied daarentegen, die in 2018 aanzienlijk was vertraagd, trok in 2019 opnieuw aan. Die volatiliteit wordt echter deels verklaard door de heftige schommelingen in de Ierse import, die samenhangen met de activiteiten van multinationale ondernemingen in dat land. Al met al zorgden de tragere uitvoerstijging en de opnieuw aantrekkende invoergroei ervoor dat de netto-uitvoer een sterk negatieve bijdrage leverde tot de bbp-groei.

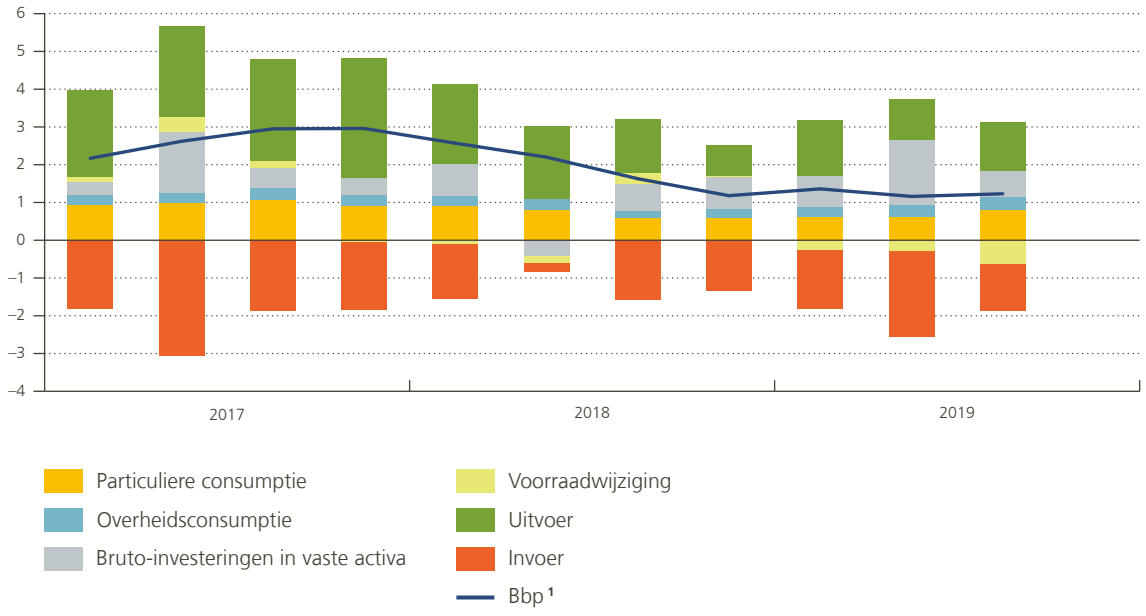
Wat de binnenlandse vraag betreft, bleef de particuliere consumptie, die in 2018 minder dynamisch was geworden, in vrijwel hetzelfde tempo groeien. Dat was het gevolg van de toename van het beschikbaar inkomen van de gezinnen, die verband hield met het nog steeds positieve werkgelegenheidsverloop en de loongroei, alsook van het consumentenvertrouwen dat sinds begin 2019 goed stand hield. De spaarquote van de huishoudens is de afgelopen twee jaar echter geleidelijk gestegen.

De investeringen, van hun kant, trokken in de eerste drie kwartalen van 2019 fors aan. Hun bijdrage

Grafiek 11

De netto-uitvoer drukte de bbp-groei, maar de binnenlandse vraag bleef toenemen

(bijdragen, in procentpunt, tot de verandering op jaarbasis van het bbp naar volume, tenzij anders vermeld)



Bron: Eurostat.

1 Veranderingspercentages t.o.v. het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar.

tot de bbp-groei op jaarbasis lag aanzienlijk hoger dan het jaar voordien. Die expansie kon echter voor een groot deel worden verklaard door de aan de activiteiten van multinationals gerelateerde scherpe schommelingen in de Ierse bruto-investeringen in vaste activa die, zoals reeds vermeld, ook de invoerstatistieken vertekenen. Tevens bleven de investeringen in bouwwerken, zowel woongebouwen als andere gebouwen inclusief infrastructuur, toenemen dankzij, onder meer, de lage financieringskosten en de voor de bouwsector gunstige weersomstandigheden in het eerste kwartaal, vooral in Duitsland. De investeringen in machines en uitrusting, van hun kant, namen minder sterk toe dan in 2018.

De schaarste op de arbeidsmarkt bleef aanzienlijk, maar nam niet langer toe

Hoewel de samenstelling van de bbp-groei enkele verschuivingen onderging, bleef hij tijdens de eerste drie kwartalen van 2019 op jaarbasis al met al vrij stabiel op het eind 2018 bereikte lage peil.

De arbeidsmarkt blijft evenwel veerkrachtig

Ondanks de slabakkende economische activiteit bleef de arbeidsmarkt het goed doen. Aan het einde van het derde kwartaal van 2019 waren er in het eurogebied ruim 160 miljoen personen aan de slag. De werkgelegenheid groeide in 2019 met 1,1 %, wat minder krachtig was dan in het jaar voordien. Het aantal werkenden steeg vooral minder snel in de bouwnijverheid en in de verwerkende nijverheid. In de dienstenbranches, die zorgen voor veruit het grootste deel van de werkgelegenheid in het eurogebied, vertraagde de werkgelegenheidsgroei iets minder snel; hij vertraagde het meest in de – sterk industriegebonden – professionele dienstverlening.

Ook de – medio 2013 ingezette – daling van de werkloosheid hield aan. In november 2019 was 7,5 % van de beroepsbevolking werkzoekend, dat is dicht in de buurt van het net vóór de crisis bereikte minimum van 7,3 %. De verbetering was in de eurolanden een vrij algemeen verschijnsel. De werkloosheid bleef ook afnemen in de landen die het zwaarst door de crisis waren getroffen. Die daling wordt in sommige landen deels verklaard door een inkrimping van de beroepsbevolking. In Italië daalde de werkloosheidsgraad in de loop van 2019 tot onder de 10 %, maar in Spanje en Griekenland bleef hij om en nabij de 15 % schommelen. In deze laatste landen blijft de jeugdwerkloosheid zeer hoog; ook het verschil met enkele andere eurolanden blijft groot: in Duitsland en Nederland, bijvoorbeeld, schommelt de werkloosheidsgraad rond amper 3 %.

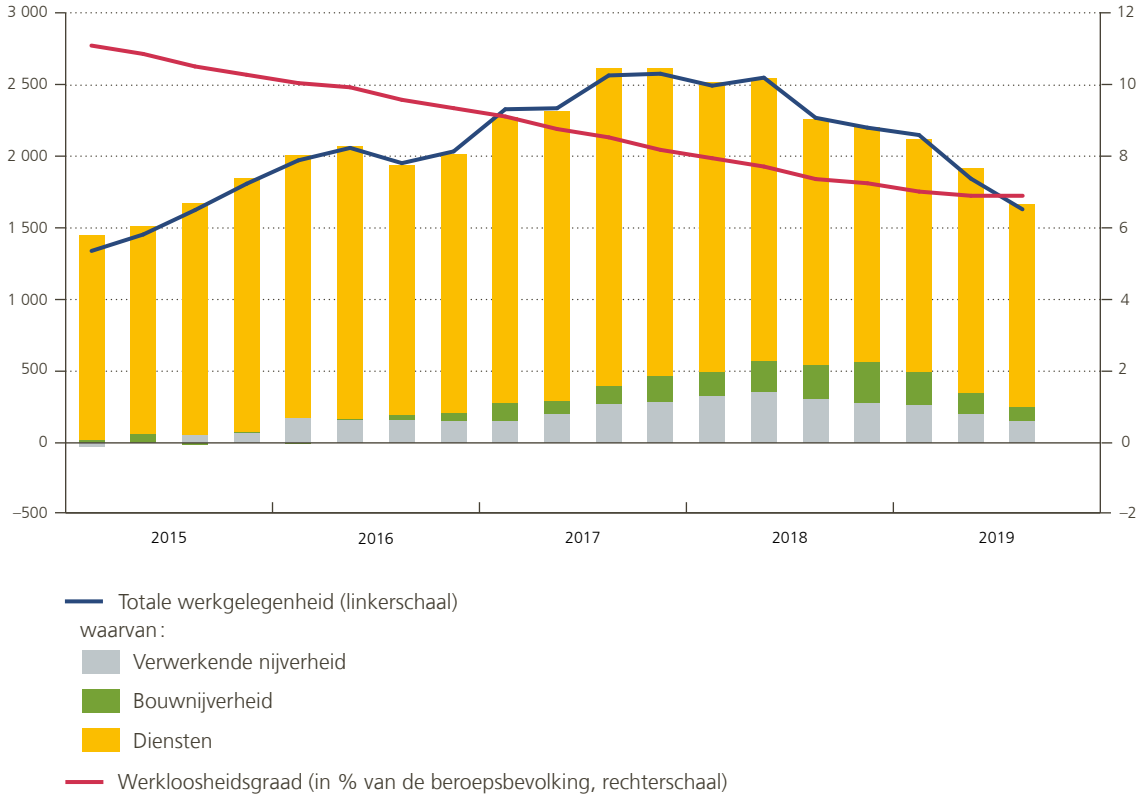
De krapte op de arbeidsmarkt bleef aanzienlijk, maar ze nam niet verder toe. Vooral in Duitsland, Nederland, België en Oostenrijk bleef het aandeel van de niet-ingevulde vacatures groot, namelijk meer dan 3 %. Dat was voornamelijk het geval in de bouw- en dienstensectoren. In de verwerkende nijverheid was de krapte veel geringer. Bovendien waren er in 2019 minder bedrijven in deze bedrijfstak die de beschikbaarheid van arbeidskrachten als een beperkende factor beschouwden.

Dat de situatie op de arbeidsmarkt vrij positief blijft ondanks de vertragende economische groei, kan door diverse factoren worden verklaard. Zo reageert de arbeidsmarkt doorgaans met enige vertraging op een verslechtering van de economische situatie. Bedrijven zijn immers voorzichtig bij het afslanken van hun personeelsbestand omdat met het ontslaan en in dienst nemen van werknemers kosten gemoeid zijn en omdat het niet zeker is hoelang de economische vertraging zal duren. Ook de moeilijkheid, in sommige bedrijfstakken, om personen met de vereiste vaardigheden te vinden, kan wellicht voor een deel verklaren waarom ondernemingen personeel aanhouden, vermits ze anders, bij een opleving van de activiteit, niet zeker zijn opnieuw de vereiste werknemers in dienst te kunnen nemen.

Grafiek 12

De werkgelegenheid groeide trager, maar de werkloosheid bleef afnemen

(veranderingen in duizenden personen ten opzichte van de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)



Bron: Eurostat.

De lonen bleven groeien, terwijl de inflatie zwak bleef

De loonkosten zijn in principe een belangrijke determinant van het prijsverloop. Volgens het model van de Phillips-curve bestaat er tussen werkloosheid en inflatie immers een negatief verband, dat door de lonen in stand wordt gehouden. Zo kunnen de werknemers bij een zeer lage werkloosheid over hogere lonen onderhandelen, wat (op termijn) kan leiden tot prijsverhogingen voor de goederen en diensten die ze produceren.

Als gevolg van de aanhoudende verkrapping op de arbeidsmarkt, hield de positieve loongroei in het eurogebied in 2019 aan, hoewel het stijgingstempo zich in de loop van het jaar stabiliseerde. De loonkosten per persoon bleven aldus met meer dan 2 % op jaarbasis toenemen. De loonkosten per eenheid product stegen in een vergelijkbaar tempo, aangezien de productiviteit per werkende stagneerde. Binnen de grootste economieën was het vooral Duitsland dat de groei van de loonkosten per eenheid product ondersteunde: ze stegen er met gemiddeld ongeveer 3,5 % ten opzichte van het voorgaande jaar.

Net als aan het einde van 2018 vertaalden de hogere arbeidskosten per eenheid product zich ook in 2019 in een hogere prijs van de binnenlandse toegevoegde waarde die, behalve de loonkosten, ook de marges en de netto indirecte belastingen omvat. Die transmissie werd enigszins krachtiger, aangezien ze in het eurogebied steeds minder werd belemmerd door ondernemingen die hun winstmarges beperken.

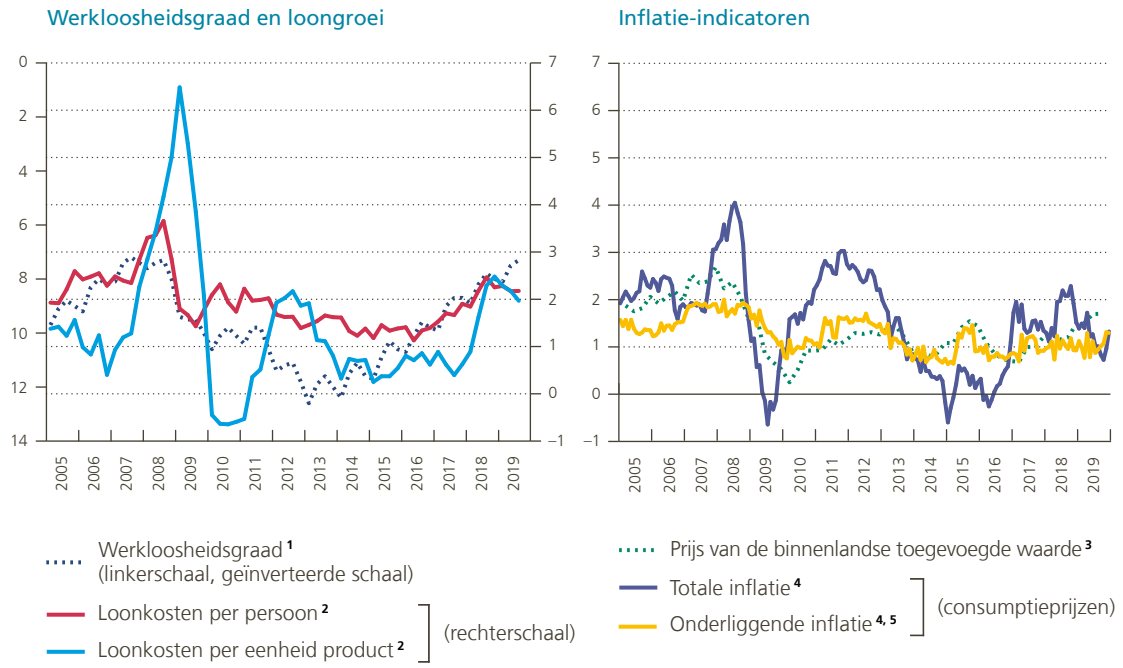
Sinds 2017 weerspiegelt de stijging van de prijs van de binnenlandse toegevoegde waarde zich echter niet in het verloop van de consumptieprijzen, dat traditioneel gemeten wordt op basis van de indicatoren van de totale en de onderliggende inflatie. Dat kan door twee factoren worden verklaard.

Ten eerste wordt een groot deel van de door de gezinnen in het eurogebied geconsumeerde goederen en diensten geïmporteerd. Zo kan, in de indexcijfers van de consumptieprijzen, een stijging van de prijs van de binnenlandse toegevoegde waarde gecompenseerd worden door een prijsdaling voor ingevoerde producten. Een dergelijk effect is in principe bijzonder relevant voor het verloop van de algemene inflatie, die doorgaans sterk wordt beïnvloed door prijswijzigingen voor energie, die voornamelijk wordt geïmporteerd. Zo verklaart de daling van de energieprijzen in 2019 grotendeels waarom de totale inflatie in het loop van het jaar sterk gedaald is tot minder dan 1 %, terwijl ze in 2018 nog gemiddeld 1,8 % bedroeg. Ten tweede wordt bij de berekening van de indexcijfers van de consumptieprijzen een deel van de binnenlandse toegevoegde waarde buiten beschouwing gelaten. Dat geldt bijvoorbeeld voor de investeringen, met inbegrip van die in de bouwsector waarvan de prijzen sinds 2017 duidelijk opwaarts gericht zijn en die de prijs van de binnenlandse toegevoegde waarde in 2019 bleven opvoeren.

Tegen die achtergrond bleef de stijging van de onderliggende inflatie in het eurogebied in 2019 alweer beperkt. Over een langere periode beschouwd, stagneert ze reeds sinds eind 2013 rond 1 %.

Grafiek 13

De toename van de loonkosten uitte zich nog steeds niet in een duurzame stijging van de consumptieprijzen



Bronnen: ECB, Eurostat.

1 In procenten van de beroepsbevolking.

2 Veranderingspercentages t.o.v. het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar.

3 Verandering van de bbp-deflator (dat is de verhouding van het bbp tegen lopende prijzen tot het bbp tegen vaste prijzen), in veranderingspercentages t.o.v. het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar.

4 Veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende maand van het voorgaande jaar.

5 Totale inflatie uitgezonderd energie en voedingsmiddelen.

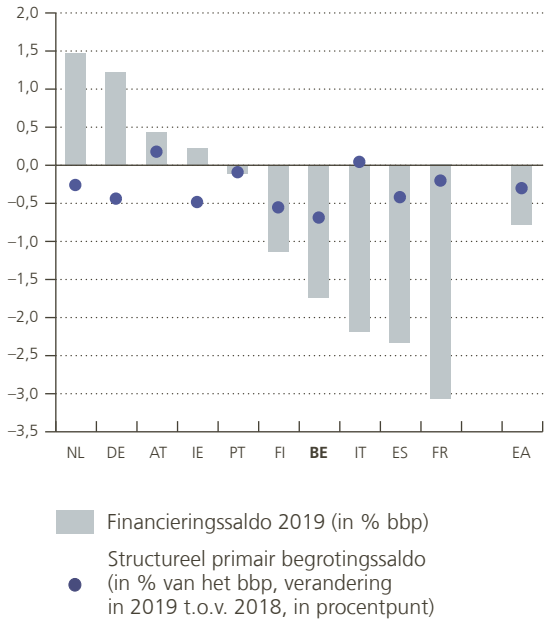
Het begrotingsbeleid werd enigszins versoepeld

Het begrotingstekort van het eurogebied als geheel is in 2019 enigszins gestegen, namelijk van 0,5 % bbp in 2018 tot 0,8 % bbp. Dat verloop weerspiegelt uiteenlopende begrotingsontwikkelingen in de eurolanden. Zo steeg het begrotingsoverschot in Griekenland, en verkleinde het tekort in Spanje en Portugal. Daartegenover lieten Duitsland een kleiner surplus, en België en Frankrijk een groter deficit optekenen. In Frankrijk kwam het begrotingstekort op 3,1 % uit, maar dat had onder meer te maken met eenmalige factoren.

De rentelasten liepen in alle eurolanden verder terug. Het begrotingsresultaat in sommige landen, onder meer in Duitsland, België en Italië, ondervond daarentegen de impact van minder gunstige conjunctuuromstandigheden. Voor het eurogebied als geheel werd een enigszins expansieve begrotingskoers opgetekend: het structureel primair begrotingsoverschot slonk er met zowat 0,3 procentpunt bbp.

Grafiek 14

De meeste landen van het eurogebied voerden een enigszins expansief begrotingsbeleid



Bronnen: EC, NBB.

De brutoschuldgraad van de overheid in het eurogebied als geheel bereikte in 2014 een piek, met 95,1 % bbp. De dalende tendens die zich nadien aftekende, zette zich in 2019 voort, tot 86,4 % bbp, dat is een verdere afname met 1,5 procentpunt ten opzichte van een jaar eerder. De schuldgraad daalde in de meeste eurolanden; in Italië steeg hij evenwel met 1,4 procentpunten, wat de schuld op 136,2 % bbp bracht. Net als in 2018 was Italië overigens het enige euroland waar het zogenoemde sneeuwbaleffect – dat is de impact, op de overheidsschuldgraad, van het verschil tussen de nominale bbp-groei en de impliciete rente op de overheidsschuld – schuldverhogend werkte; de impliciete rente kwam er immers hoger uit dan de (geringe) nominale economische groei. Griekenland had, met 175,2 % bbp, in 2019 nog steeds de hoogste overheidsschuldgraad; dat was echter een duidelijke vermindering ten opzichte van het jaar voordien.

Eind 2019 was geen enkel EU-land nog verwikkeld in een buitensporigtekortprocedure in het kader van het correctieve gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact (SGP). In juni besloot de Ecofin-Raad immers die procedure voor Spanje te beëindigen. Deze situatie staat in schril contrast met de toestand tijdens de crisisjaren, toen de meeste toenmalige eurolanden in een dergelijke procedure waren betrokken. Bijgevolg wordt het toezicht op de overheidsfinanciën van alle lidstaten momenteel uitgeoefend in het kader van het preventieve gedeelte van het SGP. Daarbij worden de overheidsfinanciën van de lidstaten beoordeeld aan de hand van de doelstelling op middellange termijn (MTO), dat is een voor elk land specifieke referentiewaarde voor het structureel begrotingssaldo, die in overeenstemming is met gezonde en houdbare overheidsfinanciën.

In een beperkt aantal landen, onder meer in Duitsland, Nederland en Luxemburg, overschreed het structureel saldo de MTO. Die landen hebben dan ook budgettaire ruimte om een expansieve beleidskoers te varen. Duitsland gebruikte die marge door de implementatie van maatregelen uit het coalitieakkoord, zoals ruimere belastingvrijstellingen, hogere kinderbijslag en pensioenuitkeringen. Zodoende daalde het structureel primair begrotingsoverschot er in 2019 met 0,4 procentpunt bbp. In een aantal eurolanden bleef het structureel begrotingssaldo echter onder de MTO, zodat zij nog inspanningen moeten leveren om de doelstelling

te behalen. Die landen hebben bijgevolg eigenlijk geen budgettaire ruimte. Nochtans was het begrotingsbeleid ook in sommige ervan expansief, onder meer in België, Spanje en Frankrijk; Italië voer echter een veeleer neutrale begrotingskoers.

Sommige landen die een expansief begrotingsbeleid voerden, beschikten over marges, andere niet

De lopende rekening van het eurogebied sloot in 2019 met een surplus van bijna 3 % bbp. Een lopend overschot van een dergelijke omvang wijst erop dat er in het eurogebied meer wordt gespaard dan geïnvesteerd, wat de 'evenwichts-' of 'natuurlijke' rente van de euro drukt (zie Kader 1). Het omvangrijk lopend surplus van het eurogebied als geheel weerspiegelt de systematisch grote overschotten in sommige eurolanden, vooral Duitsland en Nederland, in combinatie met kleinere tekorten in een aantal landen die in de aanloop naar de crisis een vaak aanzienlijk deficit hadden opgebouwd. Van deze laatste laten sommige, onder meer Spanje en Italië, nu reeds meerdere jaren een overschot optekenen. België heeft sinds vorig jaar zijn surplus ingeruild voor een deficit.

Nadat het lopend overschot van het eurogebied tussen 2010 en 2017 continu was toegenomen, viel het in 2019 iets lager uit dan het jaar voordien. Wordt de volatiliteit van de Ierse lopende rekening buiten beschouwing gelaten, dan gaat achter dat kleiner geworden surplus een zekere herbalancering schuil tussen de lopende rekeningen van de eurolanden. De lopende overschotten van Duitsland en Nederland zijn immers gekrompen, terwijl die van Spanje en Italië gestegen zijn en het tekort in Griekenland verkleind is. Het is de vraag of die ontwikkeling een meer symmetrisch herbalanceringsproces binnen het eurogebied inluidt, waarbij ook de lidstaten betrokken zijn die systematisch een omvangrijk lopend overschot lieten optekenen. Hoe dan ook, in Duitsland spoort de teruggang van het lopend overschot met de versnelling van de loongroei tijdens de afgelopen jaren en met een ruimere benutting van de budgettaire marge in 2019. Ook Nederland voerde toen een enigszins expansief begrotingsbeleid.

KADER 1

De uiterst lage rente: een mondiaal en structureel verschijnsel

Het aanhoudend extreem laag, zelfs negatief rentepeil trekt de aandacht. Het verschijnsel wekt bezorgdheid (zullen we weldra de banken moeten betalen om ons spaargeld te bewaren?) en er worden diverse – meer of minder correcte – verklaringen gegeven. Om daar een duidelijker beeld van te krijgen, wordt in dit Kader herinnerd aan de ter zake gehanteerde concepten en wordt een stand van zaken opgemaakt van het debat over de oorzaken van het verschijnsel in de wereld en in het eurogebied.

Wat is een rente?

De rente staat voor de 'prijs van de tijd'. Ze meet de vergoeding van het geduld van elke deelnemer aan het economisch proces die, door zijn keuze om niet uit te geven, de onmiddellijke bevrediging van zijn consumptie uitstelt of afziet van de verwachte toekomstige winsten van een productieve investering. Een hoge prijs van de tijd spoort iedereen er dus toe aan een uitgave uit te stellen. Omgekeerd moedigt een rentedaling aan om op korte termijn meer te spenderen.

Als er een prijs is, bestaat er noodzakelijkerwijs ook een markt met vraag en aanbod, die deze prijs in evenwicht tracht te brengen. Op die markt van 'financieringsmiddelen' financiert het spaargeld (aanbod van middelen) de leningen (vraag naar middelen) van de economische actoren die meer wensen uit te geven dan hun inkomen (het gezin dat een auto koopt of investeert in een woning, de onderneming die een fabriek bouwt, de Staat die een autosnelweg aanlegt, enz.). De leningen worden er hetzij rechtstreeks aangegaan, bijvoorbeeld op de obligatiemarkt, hetzij indirect, via het bankwezen. De rente komt steeds overeen met het niveau waarop een evenwicht tot stand komt tussen het aanbod van en de vraag naar financieringsmiddelen die uitgaan van alle economische actoren. Zo zal een plotse stijging van de besparingen (aanbod van middelen) die wordt ingegeven door de vrees voor een recessie, een rentedaling veroorzaken, die het aangaan van leningen (vraag naar middelen) zal aanmoedigen, zodat opnieuw een evenwicht ontstaat.

De rol van de inflatie

Het hierboven beschreven elementair mechanisme houdt geen rekening met een belangrijke overweging bij de keuze tussen vandaag of morgen uitgeven: het koopkrachtverlies van de valuta als gevolg van inflatie. De inflatie moedigt, als een 'belasting' op de tijd, aan om sneller uit te geven teneinde aan dat verlies te ontkomen. De rente moet dus absoluut rekening houden met die belasting. Dat 'economisch relevant' tarief om spaar- en leningsbeslissingen te nemen, wordt de 'reële' rente genoemd.

Die reële rente verschilt van de door de banken bekendgemaakte of in de pers gepubliceerde rentetarieven aangezien die geen rekening houden met de 'inflatiebelasting'; het betreft de 'nominale' rente. Om de reële rente te verkrijgen, moeten van de nominale rente de effecten worden afgetrokken van de te verwachten inflatie wanneer een uitgave gedurende een bepaalde periode wordt uitgesteld.

Precies op dat gebied spelen de centrale banken een fundamentele rol in de economie: ze kondigen een inflatiedoelstelling aan en verbinden zich ertoe de nodige maatregelen te nemen om die doelstelling

te bereiken. Via die doelstelling van 'prijsstabiliteit' informeren ze de economische actoren over het vermoedelijk niveau van de 'inflatiebelasting'. Het is zeer begrijpbaar dat een sterke variabiliteit van de inflatie dezelfde schadelijke effecten zou hebben op de uitgavenkeuzen van de economische actoren als wanneer de btw-tarieven of de heffingstarieven op de inkomensbelasting plots onvoorspelbaar zouden worden. Net als iedere belasting moet de inflatie gematigd, stabiel en voorspelbaar zijn, wil ze de werking van de economie niet verstoren.

In het eurogebied werd prijsstabiliteit gedefinieerd als een jaarlijks inflatiepercentage 'onder, maar dicht bij 2 % op de middellange termijn'. Een licht positief inflatiepercentage wordt over het algemeen wenselijk geacht, met name om het risico op een oncontroleerbare deflatiespiraal te vermijden.[1] Bovendien voorkomt de bepaling van de doelstelling op middellange termijn dat de centrale bank haar monetair beleid voortdurend moet aanpassen aan tijdelijke gebeurtenissen, zoals schokken in de energieprijzen.

Monetair beleid en inflatiedoelstelling

Om die gematigde en voorspelbare inflatie te waarborgen, tracht de centrale bank de economische bedrijvigheid te stabiliseren rond het potentieel niveau van volledige werkgelegenheid. In tegenstelling tot wat men zou kunnen denken, is dat niet het maximaal mogelijke productieniveau, maar het peil waarboven lonen en prijzen sneller zouden toenemen dan de door de centrale bank beoogde doelstelling. Omgekeerd zou een productieniveau onder het potentieel niveau werkloosheid veroorzaken en een ongewenste neerwaartse druk op prijzen en lonen teweegbrengen.

Aangezien de reële rente de relevante hefboom is om de uitgaven, de bedrijvigheid en de werkgelegenheid te beïnvloeden, dient de centraal bankier absoluut te weten welk peil van de reële rente voor een evenwicht zorgt tussen het aanbod van en de vraag naar financieringsmiddelen, terwijl het terzelfder tijd de bedrijvigheid en de werkgelegenheid rond hun potentieel niveau houdt. Die zogenoemde reële 'evenwichts'- of 'natuurlijke' rente (ook bekend onder de Angelsaksische afkorting r^* – uit te spreken als 'r-star') is het kompas aan de hand waarvan de monetairbeleidskoers wordt bepaald. Hoewel r^* niet waarneembaar is, zijn de eigenschappen ervan bekend en kan ze worden geraamd op basis van bestaande gegevens.

De kunst van het monetair beleid bestaat erin de inflatie rond de doelstelling te stabiliseren door middel van de reële rente en de invloed daarvan op de uitgaven en de economische bedrijvigheid. Blijft de verwachte inflatie constant onder het streefcijfer, dan is dat vaak een teken dat de economie vertraagt ten opzichte van haar potentieel. De centrale bank probeert dan de bedrijvigheid te stimuleren door de reële rente te verlagen tot onder het evenwichtsniveau. Omgekeerd, wanneer de verwachte inflatie aanhoudend boven het streefcijfer ligt, zal de centrale bank de bedrijvigheid afremmen door de reële rente op te trekken tot boven het evenwichtsniveau. Hoewel inflatiebeheersing en stabilisatie van de economische bedrijvigheid vaak hand in hand gaan, is dit 'goddelijk toeval'[2] niet gegarandeerd. Zo vermindert een voortdurende

1 Deflatie – een voortdurende prijsdaling – houdt zichzelf vaak automatisch in stand omdat de anticipatie op toekomstige prijsverlagingen ertoe leidt dat de economische actoren hun uitgaven uitstellen, wat de vraag verder drukt en de prijzen doet dalen. Voor meer details over de definitie van prijsstabiliteit zoals die in het eurogebied wordt beoogd, zie https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/stableprices.nl.html.

2 Deze term wordt over het algemeen toegeschreven aan Olivier Blanchard en Jordi Gali. Voor een precieze beschrijving in welke situatie de centrale bank tegelijkertijd de economische bedrijvigheid en de inflatie kan stabiliseren, zie Blanchard O. and J. Galí (2007), 'Real Wage Rigidities and The New Keynesian Model', *Journal Of Money, Credit, And Banking*, supplement to v. 39, 35-66.

stijging van de productiekosten die niet het gevolg is van een conjuncturele opleving van de economie – bijvoorbeeld als gevolg van een opwaartse trend van de energieprijzen – het potentieel voor volledige werkgelegenheid, en dwingt ze de centrale bank de reële rente te verhogen om de inflatie te beteugelen, waardoor de bedrijvigheid echter zal teruglopen.

Er moet worden opgemerkt dat de centrale banken enkel de nominale rente direct kunnen sturen. De reële rente volgt dat verloop echter zolang de inflatieverwachtingen van de economische actoren voldoende stabiel blijven ('goed verankerd', in het jargon van de centraal bankiers).

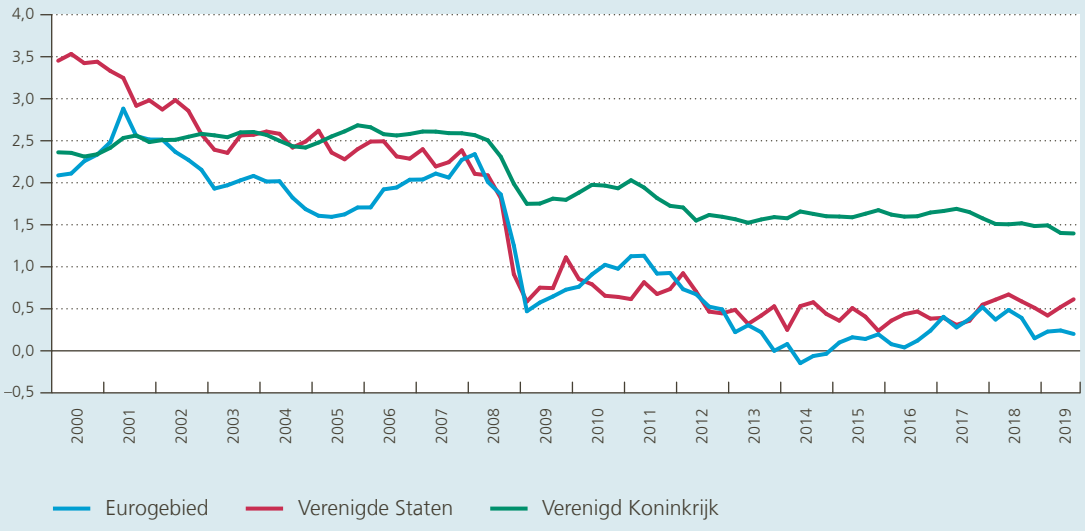
De determinanten van de evenwichtsrente

Hoewel de centrale banken mogen beweren dat ze de nominale en de reële rente enigszins beheersen, geldt dat niet voor de evenwichtsrente, die aspecten van de economische situatie weerspiegelt waar het monetair beleid geen vat op heeft. Voor economieën die openstaan voor de in- en uitstroom van kapitaal, zoals het eurogebied, hangt het verloop van de evenwichtsrente grotendeels af van het wereldwijde spel van het aanbod van en de vraag naar financieringsmiddelen. Zoals blijkt uit de onderstaande grafiek, laten de beschikbare ramingen van r^* sinds het begin van de jaren 2000 een trendmatige daling optekenen voor het eurogebied, de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. De crisis van 2008-2009 werkte die beweging alleen maar in de hand.

Die daling heeft tal van oorzaken, waaronder factoren die tegelijkertijd meer doen sparen en de investeringen drukken. Tot de voornaamste factoren behoren de vergrijzing van de bevolking in het westen en in Oost-Azië (China, Zuid-Korea, Japan) en, in sommige landen, de sterke toename van

Evenwichtsrente (r^*) in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en het eurogebied

(in %)



Bronnen: Berekeningen uitgevoerd naar het voorbeeld van Holston, Laubach en Williams (2017), 'Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants', *Journal of International Economics*, 108, supplement 1 (May): S39–S75.

de inkomensongelijkheid. Particulieren hebben immers de neiging meer te gaan sparen wanneer de pensioenleeftijd nadert, terwijl de meest vermogende gezinnen vaker extra inkomsten zullen sparen. De ondernemingen passen op hun beurt hun investeringsplannen aan in het vooruitzicht van minder dynamische markten, geringere productiviteitswinsten – een andere structurele tendens in tal van geavanceerde economieën die de evenwichtsrente kan drukken – en een al met al lagere groei. Voor heel wat grote ondernemingen hebben de zwakke investeringen, in combinatie met continu ruime winstmarges en stabiele dividenden, de spaarzin mechanisch gestimuleerd, en zetten ze hen ertoe aan hetzij de koersen van hun eigen aandelen te ondersteunen door die massaal terug te kopen, hetzij de vraag naar weinig of niet risicovolle activa nog wat te stimuleren.

Bovendien heeft de perceptie van toegenomen risico's wellicht het voorzorgssparen gestimuleerd en sommige investeringsplannen ontmoedigd, wat de reeds bescheiden groeivooruitzichten nog deed afnemen. Vooral de crisissen van 1997-1998 en 2008-2009 herinnerden op pijnlijke wijze aan de buitensporig hoge kosten van financiële crisissen, wat tal van landen ertoe aanspoorde meer te sparen, hetzij om onhoudbare externe tekorten te corrigeren, hetzij om grote reserves aan te leggen waarmee ze de effecten van een toekomstige externe crisis kunnen opvangen. Op demografisch vlak blijft het risico dat men langer zal leven dan waar tijdens het beroepsleven werd van uitgegaan, de reeds onder druk staande financiële levensvatbaarheid van de pensioenstelsels bedreigen. Meer recentelijk waren de toename van de geopolitieke risico's, de stijgende onzekerheid rond de economischbeleidsmaatregelen zelf (bijvoorbeeld het ontstaan van handelsconflicten) en de steeds duidelijker klimaatrisico's niet bevorderlijk om het tij te doen keren.

In het eurogebied overtreffen de financieringsmiddelen in zeer ruime mate de kredietbehoeften, zoals blijkt uit het overschot op de lopende rekening van het eurogebied (in tegenstelling tot het extern tekort van de Verenigde Staten), wat de neerwaartse druk op de evenwichtsrente van de euro verhoogt. Hoewel een deel van het spaargeld in het eurogebied dient om te voorzien in de behoeften van economische actoren buiten het eurogebied (dat is de financiële tegenhanger van het overschot op de lopende rekening), kwamen de voorzorgsmotieven die ten grondslag liggen aan de stijging van het sparen tot uiting in een toenemende vraag naar risicovrij geachte activa, zoals overheidspapier van sommige landen in het eurogebied. Terwijl die vraag toenam, werd het aanbod van dat soort van effecten beperkt door de snelle verbetering van de overheidsfinanciën van grote emittenten zoals Duitsland en door de aanhoudende twijfel over de soliditeit van andere grote emittenten zoals Italië. Mede daardoor liet de nominale rente op obligaties een opmerkelijke daling optekenen. Momenteel is die rente in verscheidene landen en zelfs voor lange looptijden negatief of gelijk aan nul.

Het monetair beleid bij een evenwichtsrente dicht bij nul

De daling van de evenwichtsrente tot een peil dicht bij nul hindert het monetair beleid omdat ze de ruimte van de centrale bank om de bedrijvigheid te stimuleren, aanzienlijk beperkt. Voor dat stimuleren zijn dan immers sterk negatieve reële rentetarieven nodig, wat bij een zeer lage inflatie in principe negatieve nominale rentetarieven vereist. De nominale nulrente die van toepassing is op bankbiljetten, beperkt die mogelijkheid evenwel; enkel de kosten en het risico verbonden aan het aanhouden van grote hoeveelheden bankbiljetten laten enige ruimte om de nominale rente negatief te maken en te houden.

Zoals met elke remedie die langdurig en in een flinke dosis wordt toegediend, kunnen ook ongewenste bijverschijnselen optreden:

1. een dergelijke stimulans om schulden aan te gaan, zou op termijn kunnen leiden tot financiële excessen. De kwaliteit van de balansen van ondernemingen, particulieren en zelfs regeringen zou er duurzaam kunnen bij inboeten, wat de eventuele normalisatie van de rente bijzonder hachelijk zou maken;

2. door het nastreven van hogere rendementen gaan de risicopremies drastisch naar beneden, wat de marktsignalen verzwakt die de beleggers informatie verschaffen over de solvabiliteit van de kredietnemers. Die 'navigatie op zicht' kan ervoor zorgen dat er ondoordachte risico's worden genomen;

3. de inkrimping van de marges die de financieel intermediairs op hun kredietverlening realiseren, tast hun rentabiliteit aan en zou op termijn de kwaliteit van hun balans in het gedrang kunnen brengen;

4. de remedie zelf zou haar effect kunnen verliezen. Negatieve nominale rentes kunnen de markt van de financieringsmiddelen immers destabiliseren, veeleer dan ze opnieuw in evenwicht te helpen brengen. Is het voorzorgsmotief doorslaggevend voor de spaarbeslissingen, dan zouden de economische actoren, om een veiligheidsbuffer te handhaven, bij een rentedaling hun sparen nog kunnen verhogen (en niet verminderen);

5. een negatieve nominale rente zou een gevoel van onrechtvaardige verdeling kunnen creëren, waarbij deugdelijke spaarders een belasting zouden betalen die ten goede komt aan onvoorzichtige debiteuren.

Het ontstaan van zeer lage, zelfs negatieve nominale rentetarieven weerspiegelt dus algemene structurele ontwikkelingen (demografie, ondermaatse groei, grotere risico's, toegenomen inkomensongelijkheid) die aan het monetair beleid ontsnappen maar die, tegen de achtergrond van een lage inflatie, de beleidsmakers verplichten de nominale rente te verlagen tot ongekende niveaus. De enige bedoeling daarvan is de inflatie terug te leiden naar haar doelstelling. Dit verschijnsel toont echter de grenzen van de conventionele benadering van het monetair beleid. Het onderstreept tevens het nut van de niet-conventionele monetaire maatregelen, die het mogelijk maken in te werken op de langere looptijden van de rendementscurve, en het bewijst ook hoe belangrijk het is dat andere economischbeleidsinstrumenten een grotere bijdrage leveren om de bedrijvigheid te handhaven op een niveau in de buurt van haar potentieel en om dit laatste te verhogen.