





1. Internationale economie

- | | | |
|-----|---|----|
| 1.1 | De totale inflatie nam in 2023 verder af, terwijl de onderliggende inflatie pas dit jaar piekte en ze beiden hoog bleven vanuit een historisch perspectief | 47 |
| 1.2 | De centrale banken hebben hun renteverhogingen beëindigd | 52 |
| 1.3 | De overheidstekorten bleven hoog in de voornaamste economieën | 58 |
| 1.4 | Overheden trachten strategische sectoren te ondersteunen via industrieel beleid en protectionisme
Kader 1 – Renaissance van industrieel beleid met het oog op meer strategische onafhankelijkheid, een meer concurrentiële positie en een snellere vergroening | 62 |
| 1.5 | Hoewel de wereldeconomie niet helemaal herstelde van de opeenvolgende schokken, bleek de groei in 2023 veerkrachtiger dan verwacht | 70 |

1.1 De totale inflatie nam in 2023 verder af, terwijl de onderliggende inflatie pas dit jaar piekte en ze beiden hoog bleven vanuit een historisch perspectief

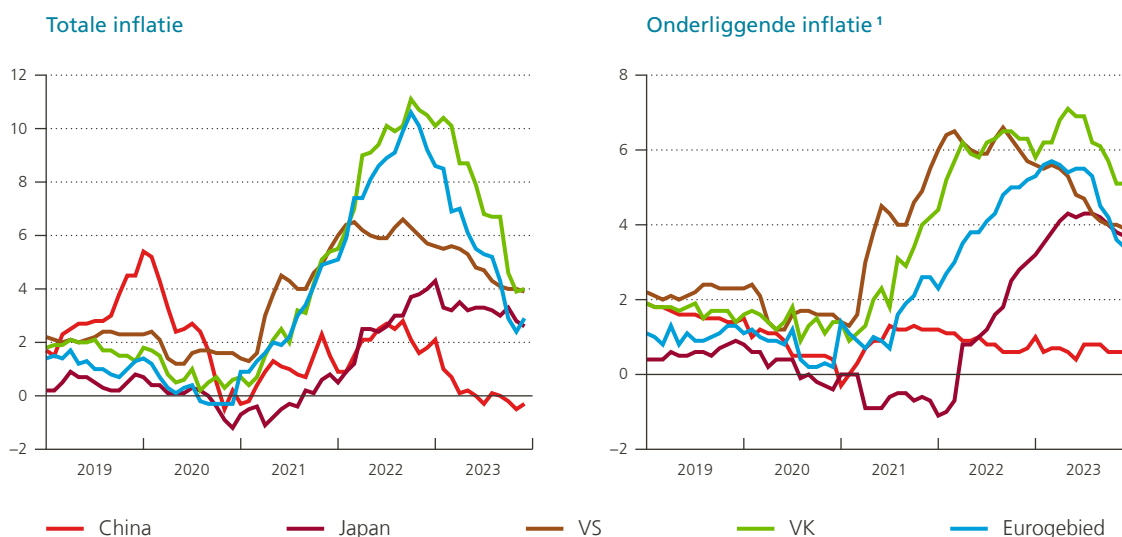
Na drie erg bewogen jaren met enorme schokken die de overheden op uiteenlopende wijzen aanpakten, kwamen de grote economieën in 2023 in rustiger vaarwater terecht. Hoewel de COVID-19-pandemie uiteraard niet volledig van het toneel verdween, veranderde ze in een endemische ziekte met weinig impact op de economische

activiteit. De Russische invasie in Oekraïne en de oorlog in Gaza eisten een onmenselijke tol, maar op economisch vlak bleef de wereld in 2023 gespaard van grote schokken. De onzekerheid blijft wel groot en vindt onder andere haar oorzaak in noodzakelijke beleidskeuzes: de vraag rijst hoe de overheden zullen omgaan met structurele uitdagingen zoals de

Grafiek 1.1

De totale inflatie nam dit jaar gestaag verder af, terwijl de onderliggende inflatie haar piek pas in de loop van het jaar bereikte

(in %, jaar-op-jaar groei)



Bronnen: Eurostat, LSEG.

¹ De onderliggende inflatie wordt als volgt gedefinieerd: Japan: alle componenten ongerekend vers voedsel en energie, VS en China: alle componenten ongerekend voedsel en energie, VK en eurogebied (EA): alle componenten uitgezonderd voedsel, energie, alcohol en tabak.



digitalisering (en artificiële intelligentie), het klimaatbeleid en de energietransitie, en welke verschuivingen deze kunnen veroorzaken in de economische krachtsverhoudingen.

In alle grote geavanceerde economieën vertraagde de totale inflatie dit jaar aanzienlijk, maar ze bleef hoog vanuit een historisch perspectief. Met uitzondering van Japan, waar de totale inflatie pas in januari 2023 een piek bereikte, zetten de inflatiecijfers in de andere grote economieën hun reeds eind 2022 begonnen neerwaartse tendens voort. In het eurogebied kwam het inflatiecijfer op jaarbasis in 2023 op 5,4 % uit, in de VS op 4,1 %. In Japan bleven de inflatiecijfers veel lager dan in de andere geavanceerde economieën, met een totale inflatie van 3,2 % jaar-op-jaar in 2023. Toch bereikten de inflatiecijfers ook in Japan begin dit jaar de hoogste waarden in 32 jaar, en zelfs sinds het begin van de jaren tachtig, wanneer periodes van btw-tariefverhogingen buiten beschouwing worden gelaten. Vanuit een historisch perspectief bleef de inflatie ook in de andere grote economieën hoog. De jaarcijfers bleven ruimschoots boven de inflatiedoelstellingen van de centrale banken in de VS, het eurogebied en het Verenigd Koninkrijk, ondanks de historische verstrakking van hun monetair beleid (zie paragraaf 1.2). China, dat na de heropening van zijn economie eind 2022 werd geplaagd door een vastgoedcrisis en andere structurele economische problemen die het consumentenvertrouwen aantastten (zie paragraaf 1.5), vormde hierop een uitzondering; daar daalde de inflatie zeer sterk. Het gemiddelde inflatiecijfer van slechts 0,2 % op jaarbasis in 2023 bleef daar aanzienlijk onder de inflatiedoelstelling van rond de 3 % bepaald door de Staatsraad van China.

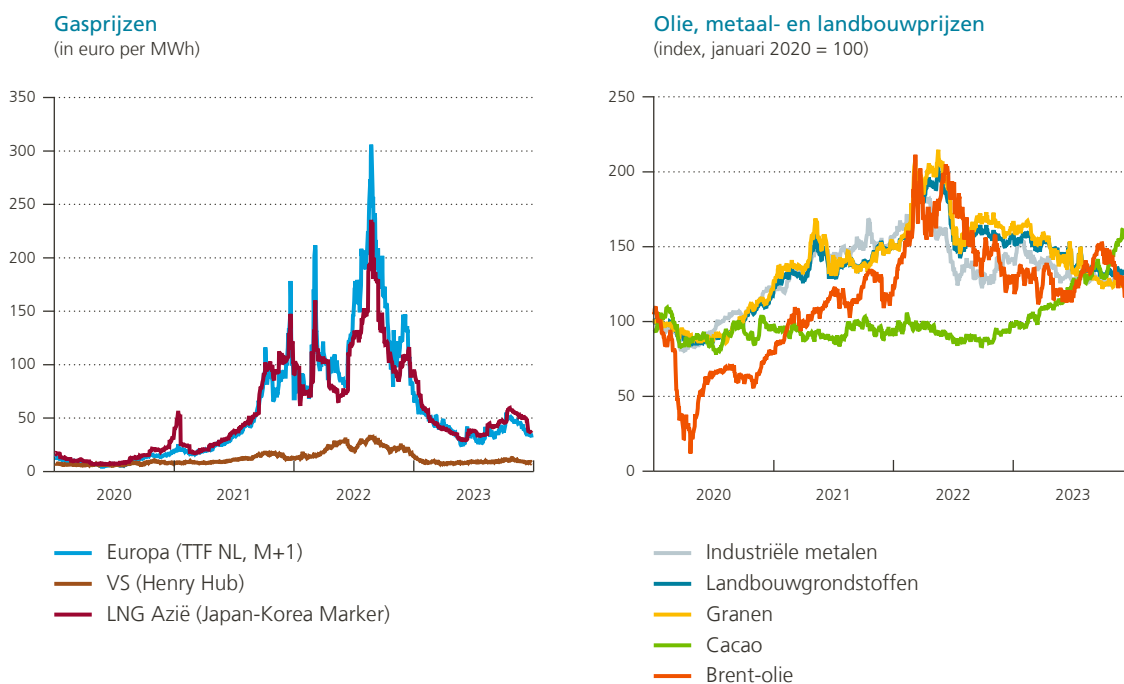
Hoewel minder uitgesproken dan vorig jaar, bleven de inflatiecijfers in de verschillende landen van het eurogebied uiteenlopend en heel wat hoger dan vóór de pandemie. Er zijn verschillende redenen voor deze inflatieverschillen: administratieve redenen (verschillende omvang en ongelijke timing van de uitfasering van de ondersteuningsmaatregelen als antwoord op de energiecrisis van 2022), overloop- en basiseffecten, verschillende samenstelling van de consumptiekorven (waardoor bijvoorbeeld voedselinflatie een hoger gewicht heeft in bepaalde landen), andere economische structuren en uiteenlopende ontwikkelingen van de economische conjunctuur en de inkomensgroei.

De totale inflatie werd in 2023 gedrukt door de dalende energieprijzen, de verkrapping van het monetair beleid en de minder krachtige vraag, terwijl de voedselinflatie en binnenlandse factoren de prijsgroei ondersteunden. De invasie van Oekraïne door Rusland had vanaf februari 2022 voor een acute crisis op de energie- en grondstoffenmarkten gezorgd. Naast de concrete verlaging van de gasleveringen vanuit Rusland, speelde de wedloop om de Europese gasvoorraden voor de winter hoog genoeg te krijgen ook een rol in de enorme prijsstijging voor gas en, daaropvolgend, elektriciteit. De krachtige beleidsreacties vanuit de EU en verschillende sterk beïnvloede landen, gekoppeld aan een lichte daling van de energieconsumptie, zwakten de hoge energieprijzen tegen begin 2023 echter sterk af (zie grafiek 1.2). De olie- en gasprijzen bleven wel aanzienlijk hoger dan vóór de pandemie. De structureel hogere gasprijzen in Europa, vooral ten opzichte van de VS, dreigen het kostenconcurrentievermogen van Europa nadelig te beïnvloeden, vooral in de energie-intensieve industrie (zie hoofdstuk 6). De enorme daling van de energieprijzen na hun piek

van medio 2022 zorgde voor een sterk negatieve jaar-op-jaar groei van de energieprijzen, waardoor ze tijdens een groot deel van het jaar negatief bijdroegen aan de totale inflatiecijfers. In het kielzog van de aanvallen van Hamas op 7 oktober, en van de daaropvolgende reactie van Israël in de Gazastrook, nam de nervositeit op de oliemarkten kortstondig toe. Al bij al bleef de impact in 2023 echter beperkt en normaliseerde de olieprijs zich snel. De olieprijs eindigde het jaar op ongeveer hetzelfde niveau als begin 2023. De verstoringen in de mondiale waardeketens als gevolg van de pandemie, die tot in 2022 een effect hadden op het aanbod en bijgevolg op de prijzen, waren in 2023 grotendeels opgelost. Dit verklaart waarom de VS, die sterk onder deze logistieke problemen had geleden maar minder beïnvloed was geweest door energieprijsstijgingen, als eerste grote economie een omslagpunt voor de totale inflatie bereikte toen die aanbodverstoringen wegebben en ook de inhaalvraag na de pandemie zijn hoogtepunt had bereikt. Tegen het einde van het jaar had het conflict in het Midden-Oosten wel een effect op de commerciële scheepvaart en handel: sinds midden

Grafiek 1.2

De energie- en grondstoffenprijzen dalen maar structurele factoren houden ze hoger dan vóór de pandemie



Bronnen: Bloomberg, ECB, LSEG.

december besloten de meeste grote rederijen om de doorvaart via de Rode Zee stop te zetten na verschillende aanvallen door Houthi-rebellen. Aangezien 12 % van de overzeese goederenhandel (en ongeveer 30 % van het mondiale containervolume) normaal langs deze route verscheept wordt en de scheepskosten als gevolg van hogere verzekeringspremies en/of een omleiding rond de zuidelijke kaap van Afrika sterk oplopen (naast een vertraging in de levering), is een impact op de consumentenprijzen ook te verwachten.

De voortdurende stijging van de voedselprijzen, die weliswaar duidelijk minder sterk was dan vorig jaar, hing samen met verschillende factoren: in eerste instantie met extreme en grillige weersomstandigheden, die op een aantal plaatsen sterke effecten hadden op de oogsten, maar ook met de loongroei en de effecten van de Russische inval in Oekraïne. Het meest geciteerde voorbeeld dit jaar was de wereldprijs van olijfolie, die in december een nooit eerder geziene piek bereikte. De belangrijkste aanleiding voor die prijsstijging was de extreme droogte als gevolg van hittegolven in Spanje, 's werelds grootste producent van olijfolie, terwijl een bacterie in Italië miljoenen bomen trof die ook al te lijden hadden onder de hitte. De cacao prijs bereikte in 2023 eveneens een mondiale piek nadat

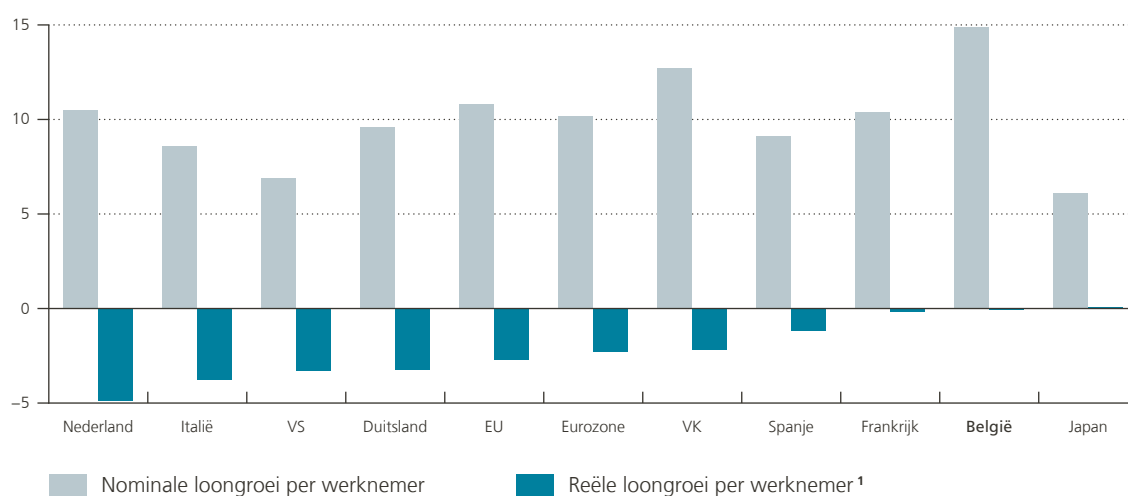
de oogsten in West-Afrika waren getroffen door extreem nat weer. Van andere landbouwgrondstoffen en verschillende granen namen de prijzen echter af in de loop van het jaar. Door de afkoeling van de vraag, het verdwijnen van de aanbodproblemen en de vertraging van de industrie en de bouwnijverheid (zie paragraaf 1.5) nam ook de prijs van de industriële metalen in de loop van het jaar af. Ook hiervoor blijven de prijzen wel structureel hoger dan vóór de pandemie, onder andere als gevolg van een hogere vraag naar metalen in het kielzog van het ambitieuzere klimaatbeleid en industrieel beleid (zie Kader 1).

De nominale loongroei per werknemer reageert met vertraging op de stijgende levensduurte; desondanks lijkt de forse groei tot dusver niet tot een loon-prijsspiraal te hebben geleid. Een loon-prijsspiraal ontstaat wanneer de loonkosten stijgen als gevolg van de gestegen inflatie, waarna deze op hun beurt worden doorgerekend in de prijzen en de hogere prijzen vervolgens opnieuw leiden tot hogere looneisen enzovoort. Op basis van de huidige cijfers lijkt dit voornamelijk niet het geval te zijn: in de meeste landen namen de reële lonen af of stabiliseerden ze zich sinds begin 2021. De nominale lonen maakten dit jaar wel een sterke inhaalbeweging, maar bleven desondanks achter bij de inflatie.

Grafiek 1.3

De reële lonen namen in de meeste landen af tussen 2021 en 2023

(gecumuleerde groei, in %, 2021-2023)



Bron: EC.

¹ De reële beloning per werknemer werd gedefleerd aan de hand van de deflator van de particuliere consumptie.

Dit inhaalmanoeuvre tekende zich af in de context van zeer veerkrachtige arbeidsmarkten, zowel binnen als buiten het eurogebied. In België compenseerde de reële loongroei in 2023 haast volledig de afname van 2022, hoofdzakelijk als gevolg van het systeem van automatische loonindexering, waardoor de nominale loongroei snel en bijna volledig de stijgende levensduurte weerspiegelt. De toename van de nominale lonen vertaalde zich niet in een aanhoudende inflatie of in hogere inflatieverwachtingen. Integendeel, de groeivoeten van de totale én de kerninflatie namen, zoals reeds vermeld, in de loop van het jaar af.

De onderliggende inflatie, waarin de doorgaans volatiele voedsel- en energieprijzen niet zijn opgenomen, begon dit jaar in het zog van de totale inflatie ook te dalen, maar trager en minder uitgesproken. In de VS bereikten de totale en de onderliggende inflatie wel gelijktijdig hun piek. De Amerikaanse producenten ervoeren een veel geringere prijsdruk als gevolg van oplopende productiekosten via het kanaal van de energieprijzen. De arbeidsmarkt koelde in 2023 ook enigszins af in de VS, hoewel de vraag naar werknemers hoog bleef. In het VK, het eurogebied en Japan zijn de grootste verklaringen voor de langer hoog blijvende

kerninflatie de transmissie van de hogere voedsel- en energieprijzen naar andere prijzen in de economie en de aanhoudende krapte op de arbeidsmarkten. Vooral de inflatie in de dienstensector bleef relatief hardnekkig en droeg positief bij aan de kerninflatie. Toch lijkt ook in de onderliggende inflatie het kantelpunt bereikt in alle grote economische blokken. De sterke verstrakking van het monetair beleid (zie paragraaf 1.2 en hoofdstuk 2), het doorsijpelen van de lagere energieprijzen in de consumptieprijzen, de afnemende aanbodproblemen en de algemene afkoeling van de vraag naar goederen en diensten zijn allemaal verklarende factoren.

1.2 De centrale banken hebben hun renteverhogingen beëindigd

Aangezien de inflatie in de geavanceerde economieën aanzienlijk hoger bleef dan de doelstellingen, hebben de centrale banken van de meeste van die landen hun monetair beleid verder aangescherpt in 2023. Na meer dan tien jaar accommoderend monetair beleid hebben die centrale banken de in 2022 ingezette dynamiek van een versnelde normalisering gehandhaafd. Het economische herstel na de COVID-19-crisis en de invasie van Oekraïne door Rusland leidden tot een hoge en aanhoudende inflatie. In het licht van deze realiteit hebben de centrale banken hun monetair beleid verder verkapt om tweederonde-effecten te voorkomen en een ontankering van de inflatieverwachtingen, die een zelfvervullende dynamiek zou kunnen veroorzaken, te vermijden.

Hoewel niet alle centrale banken van de geavanceerde economieën hun monetair beleid gelijktijdig zijn beginnen aan te scherpen, hebben de meeste van hen de cyclus van verhogingen van de beleidsrentes vanaf medio 2023 stopgezet. De verschillen in oorsprong, sterkte en hardnekkigheid van de inflatie tussen de landen hebben geleid tot een uiteenlopende activering en tempo van dat proces. Door de huidige daling van de inflatie en de geleidelijke afstemming van de inflatieprognoses op de vastgelegde doelstellingen is sinds half 2023 het einde van de monetaire verkrapping ingezet en wordt in de loop van 2024 een monetaire versoepeling verwacht.

Van alle centrale banken heeft de Bank of England gekozen voor een bijzonder proactieve aanpak inzake de verkoop van obligaties die werden aangekocht om de economie te ondersteunen tijdens de periode van kwantitatieve versoepeling. Tijdens haar vergadering van september 2022 besloot de Bank of England haar

voorraad overheidsobligaties ('gilts') tijdens de daaropvolgende twaalf maanden met £ 80 miljard te verminderen. Deze vermindering was met een maand uitgesteld naar aanleiding van de bekendmaking van de 'minibegroting' en van de daaropvolgende sterke volatiliteit op de markten. Ze werd voortgezet in 2023 met de aankondiging, in september, van een nieuwe reeks verkopen van obligaties om de balans tijdens de periode van oktober 2023 tot september 2024 met £ 100 miljard te verlichten, met de bedoeling om een balanstotaal van £ 658 miljard te bereiken. Tegelijkertijd verhoogde de Bank of England in de loop van het jaar vijfmaal haar beleidsrente, en bracht ze deze van 3,5 % op 5,25 % in augustus 2023. De rente werd daarna op hetzelfde niveau gehandhaafd.

De Federal Reserve handhaafde haar beleid van monetaire verkrapping. De activa op de balans van de Federal Reserve bereikten in het voorjaar van 2022 een historische piek van \$ 8,96 biljoen, dat is 36 % bbp. In juni 2022 begon de Amerikaanse centrale bank de omvang van haar balans te verminderen door niet meer alle overheidsobligaties en agency mortgage-backed securities die op vervaldatum kwamen te herbeleggen. Eind december 2023 kwam de balans van de Federal Reserve uit op ongeveer \$ 7,7 biljoen (29 % bbp). Verschillende gouverneurs van de Federal Reserve hebben laten verstaan dat het einde van het proces van balansinkrimping waarschijnlijk nog niet voor de nabije toekomst is. In de loop van 2023 heeft de Federal Reserve haar beleidsrente vier keer met 25 basispunten verhoogd, waardoor de marge van de richtrente voor de federal funds sinds juli 2023 tot 5,25-5,5 % steeg. Aangezien de VS geconfronteerd wordt met een aanhoudend afnemende druk op de prijzen, heeft de centrale bank waarschijnlijk het einde van haar cyclus van renteverhogingen bereikt.

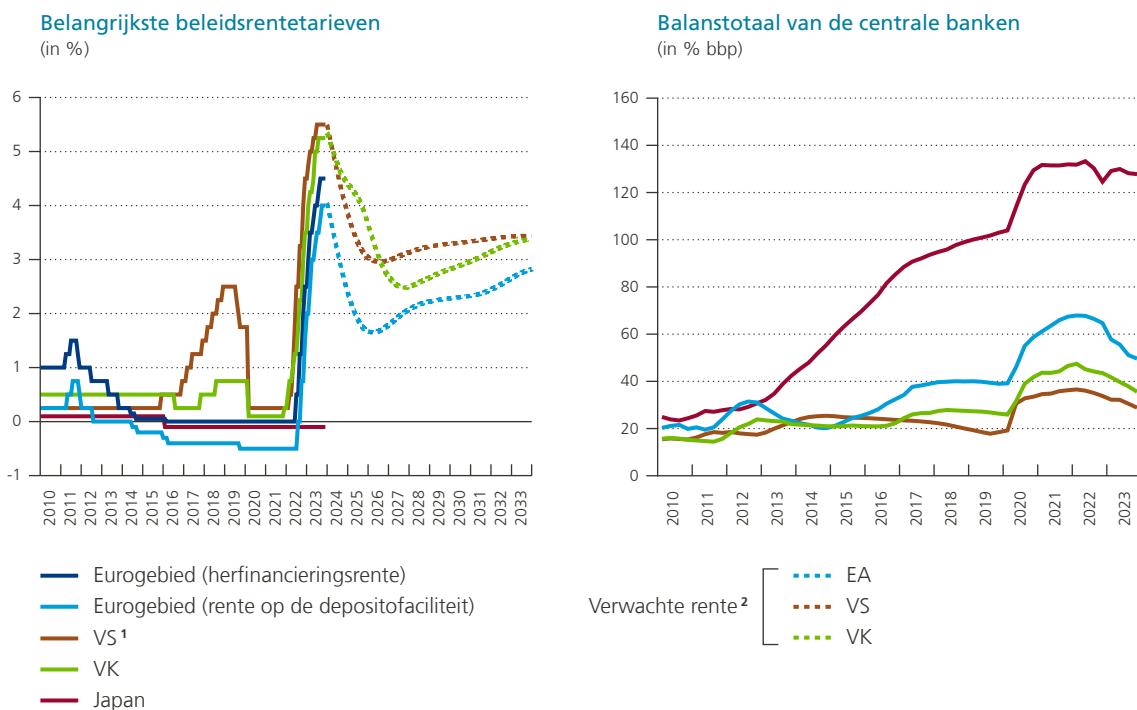
Hoewel de ECB de verkrapping van het monetair beleid voortzette, verloopt de geleidelijke inkrimping van de balans passiever. In december 2022 had de ECB aangekondigd dat ze de portefeuille van het programma voor de aankoop van activa (Asset Purchase Programme, APP) vanaf maart 2023 in een gelijkmatig en voorspelbaar tempo zou verkleinen, waarbij ze niet alle aflossingen op de hoofdsom van de effecten die op vervaldatum kwamen zou herbeleggen. Vanaf juli 2023 heeft ze deze herbeleggingen beëindigd. Wat het pandemie-noodaankoopprogramma (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) betreft, is de benadering van de centrale bank in 2023 niet fundamenteel gewijzigd, met aflossingen die ten minste gedeeltelijk zullen worden herbelegd tot minstens eind 2024. Aangezien ze de beleidsrentes iets later dan de andere centrale banken is beginnen te verhogen, heeft de ECB haar beleidsrentes sterker verhoogd in 2023, met een stijging van de rente op de depositofaciliteit van 1,5 tot 4 % (zie hoofdstuk 2 voor meer details).

De Bank of Japan tracht een zo accommoderend mogelijk beleid te behouden en tegelijkertijd ruimte te laten voor aanpassingen aan de marktdruk. Gezien de meer gematigde inflatoire druk in Japan handhaafde de Bank of Japan haar negatieve beleidsrente van $-0,1\%$. Nadat de centrale bank de markten in december 2022 een eerste keer had verrast door een schommeling in de rendementen van Japanse tienjaars overheidsobligaties toe te staan, heeft ze in oktober 2023 opnieuw een belangrijke wijziging ingevoerd. Ze heeft namelijk haar grens van 1% op die rendementen gewijzigd en een strikt plafond afgeschaft ten gunste van een referentiewaarde waarrond ze soepeler en reactiever langetermijnactiva kan aankopen. De centrale bank heeft verklaard dat ze haar ultra-accommoderend monetair beleid langzaam en behoedzaam wil normaliseren.

De meeste opkomende landen beëindigden de periode waarin ze hun monetair beleid verkraptten, met uitzondering van China, Turkije en

Grafiek 1.4

De centrale banken van de meeste geavanceerde economieën hebben de verkrapping van hun monetair beleid voortgezet om een sterke en aanhoudende inflatie tegen te gaan



Bronnen: Eurostat, LSEG, OESO.

1 Bovengrens van de streefmarge.

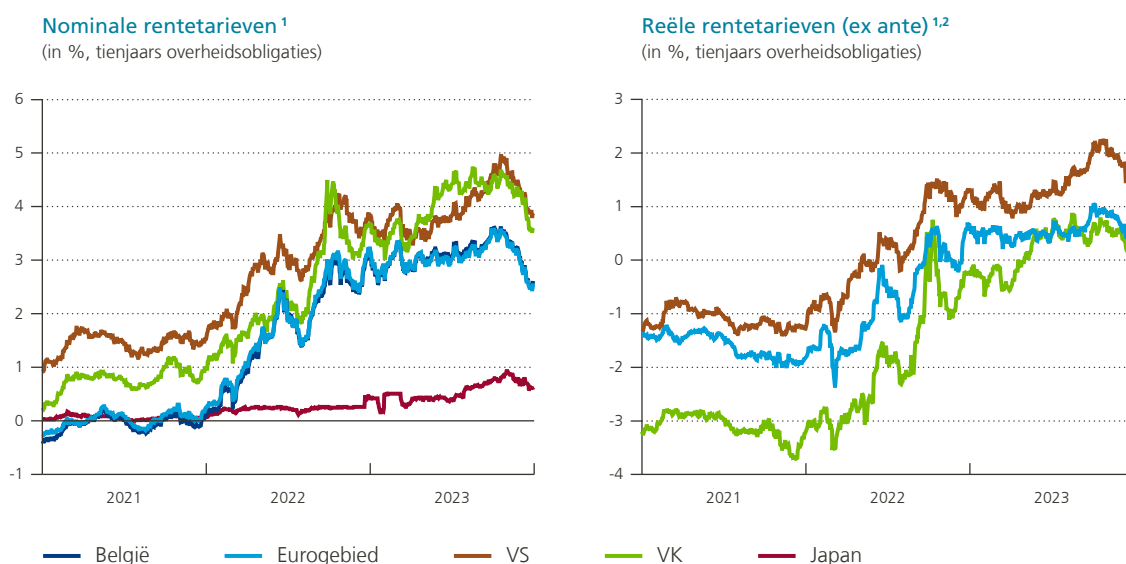
2 Renteverwachtingen op het einde van december.

Rusland. De centrale banken van Brazilië en Mexico behoorden tot de eerste die dat proces, vanaf maart 2021, hadden ingezet. Mexico beëindigde het in mei 2023 en Brazilië in september 2022. In augustus 2023 startte de Braziliaanse centrale bank een proces van monetaire versoepeling. Deze beslissing werd ingegeven door de vooruitgang op het vlak van inflatie en monetaire hervormingen. Om het economische herstel te stimuleren en aangezien haar gemiddelde inflatie veel lager ligt dan de doelstelling, heeft de Chinese centrale bank haar beleidsrentes in juni en augustus 2023 verlaagd. Omdat de economische indicatoren op een stabilisatie wijzen, heeft China evenwel besloten om de beleidsrentes sindsdien onveranderd te houden. Nadat ze ondanks dubbele inflatiecijfers haar standpunt tegen een verkrapping van het monetair beleid in 2022 had volgehouden, vatte de Turkse centrale bank in juli 2023 uiteindelijk een 'agressieve' verkrappingscyclus aan, zodat ze de beleidsrente op 42,5% bracht in december. In Rusland heeft de centrale bank haar rente meermaals verhoogd om de inflatie en de verzwakking van de roebel tegen te gaan.

Doordat de geavanceerde economieën de verkrapping van het monetair beleid hebben voortgezet, zijn de rentes op de overheidsobligaties tijdens de eerste drie kwartalen van het jaar gestegen; de vertraging van de inflatie en de afname van de inflatieverwachtingen hebben de rentes tegen het einde van het jaar evenwel doen dalen. De centrale banken van de geavanceerde economieën zetten de verhoging van de beleidsrentes voort, wat tot uiting kwam in een stijging van de rentes op overheidsobligaties. Tijdens de eerste twee kwartalen van 2023 is de toename van de langtermijnrente gestagneerd. Vanaf mei werd evenwel een toename opgetekend, die tijdens de zomer versnelde, met name in de VS en het VK. Deze ontwikkeling vloeide voort uit de verwachting van de obligatiemarkt dat er geen monetaire versoepeling door de Amerikaanse Federal Reserve of de Bank of England in het verschiet lag. Die stijging vertoonde evenwel een ommekeer in het vierde kwartaal, als gevolg van een convergentie van de inflatieverwachtingen naar de doelstellingen. De volatiliteit van de rentes op overheidsobligaties is dit jaar hoog gebleven. Deze vaststelling weerspiegelt de onzekerheid over het

Grafiek 1.5

De verkrapping van het monetair beleid heeft geleid tot een stijging van de rentes op overheidspapier



Bronnen: Eurostat, LSEG.

1 Het aggregaat voor het eurogebied is het bbp-gewogen gemiddelde.

2 Nominale tienjaarsrente verminderd met de verwachte inflatie zoals afgeleid uit swaps die gedurende een periode van tien jaar het inflatierisico dekken.

inflatieverloop, hoewel de inflatie tegen het eind van het jaar is gedaald, over de groeivoorzichten en over de gevolgen van het monetair beleid. In het eurogebied bleven de renteversillen tussen de zuidelijke lidstaten en Duitsland beperkt in 2023, ondanks de spanningen in de banksector. De aanwezigheid van het transmissiebeschermingsinstrument (Transmission Protection Instrument – TPI) en de flexibiliteit geboden door het pandemie-noodaankoopprogramma (PEPP) zouden deze beperkte fragmentatie kunnen verklaren. De verankering van de inflatieverwachtingen op lange termijn heeft geleid tot een stijging van de ex ante reële rentes in de VS, het eurogebied en het VK. Binnen de geavanceerde economieën liggen de ex ante reële rentes echter slechts iets boven nul, behalve in de Verenigde Staten, waar de reële rente aan het einde van het jaar ongeveer 1,5% bedroeg.

De obligatierentes namen in verschillende opkomende markten af, terwijl de rentespreads op bedrijfsobligaties tegelijkertijd wereldwijd nauwer werden. Onder invloed van de verwachte renteverlaging in de opkomende landen, met name in Brazilië, zijn de rentes op overheidsobligaties in die landen gedaald. De verschillen in monetair beleid tussen de VS en China, alsook de sterke appreciatie van de dollar, bleven aanleiding geven tot een grote uitstroom van kapitaal van niet-ingezetenen uit de Chinese obligatiemarkt. Voor bedrijfsobligaties werd vanaf april 2023 wereldwijd een toename van de rentes vastgesteld, in overeenstemming met de risicovrije rente. De spreads zijn evenwel afgenomen, vooral in segmenten met een hoog rendement, zoals de technologiesector en de cyclische consumentensector.

Naar aanleiding van de verhoging van de hypotheekrentes hebben kredietnemers te kampen gehad met hogere afbetalingslasten, waardoor de vastgoedactiviteit vertraagde en de woningprijzen daalden. In de nasleep van de verkrapping van het monetair beleid namen de hypotheekrentes in de geavanceerde landen verder toe, namelijk van 2,9 tot 4,1% tussen december 2022 en november 2023 in het eurogebied en tot ongeveer 6,8% in december 2023 in de Verenigde Staten, wat in sommige regio's een daling van de nominale woonprijzen teweegbracht. Tijdens het derde kwartaal van 2023 liepen de vastgoedprijzen in het eurogebied met 2,1% terug ten opzichte van het voorgaande jaar. De situatie verschilt niettemin tussen en binnen de regio's, met een uiteenlopende mate van verkrapping van het monetair beleid en een

verschillende gevoeligheid van de woningmarkten voor de rentestijgingen. Hoewel hogere hypotheekrentes en een geringere toegankelijkheid de vraag hebben belemmerd, moet ook worden opgemerkt dat de vastgoedprijzen in verschillende landen boven het niveau van vóór de pandemie zijn gebleven door beperkingen van het aanbod. Na de COVID-19-pandemie en de daaruit voortvloeiende veralgemening van het telewerk wordt de sector van het commerciële vastgoed nog altijd geconfronteerd met aanzienlijke uitdagingen. De kwetsbaarheden in die sector vormen een belangrijke bron van kredietrisico voor de financiële sector. Begin 2023 is het transactievolume in commercieel vastgoed wereldwijd met 55% gedaald ten opzichte van dezelfde periode in het voorgaande jaar.

De valutamarkten werden gekenmerkt door de aanhoudende kracht van de dollar en een lagere volatiliteit dan in 2022. De Amerikaanse dollar bleef het hele jaar lang bijzonder sterk ten opzichte van vrijwel alle andere valuta's. Sommige landen noteerden een relatieve stijging van hun valuta naar aanleiding van de verkrapping van hun monetair beleid en de daaropvolgende beperking van de rentespreads. Zo namen de euro en het Britse pond licht in waarde toe. De dollar bleef evenwel sterk, dankzij het monetair beleid maar ook dankzij zijn status als veilige haven gezien de escalatie van geopolitieke spanningen en gewapende conflicten. Van zijn kant zette de Japanse yen zijn daling ten opzichte van de dollar voort.

In het eurogebied, Japan en de Verenigde Staten handhaafden de aandelenmarkten de opwaartse trend die ze eind 2022 hadden ingezet. Deze trend kan worden toegeschreven aan de verwachting dat de centrale banken hun monetair beleid binnenkort zouden kunnen versoepelen. De waarderingen van de aandelen zijn teruggekeerd tot hun niveau van voor de COVID-19-pandemie. De vooruitgang van de technologieaandelen ('Magnificent Seven'), aangewakkerd door de opmars van de artificiële intelligentie, bleef de beurzen ondersteunen, met name in de VS. In Japan presteerden de aandelen beter dan die van de andere geavanceerde economieën. Opkomende markten zoals Chili, India en Mexico lieten ook aanzienlijke stijgingen van de aandelenprijzen optekenen. Het optimisme van de beleggers over de economische vooruitzichten droeg bij tot de vermindering van de marktvolatiliteit, in het bijzonder op de Amerikaanse beurzen.

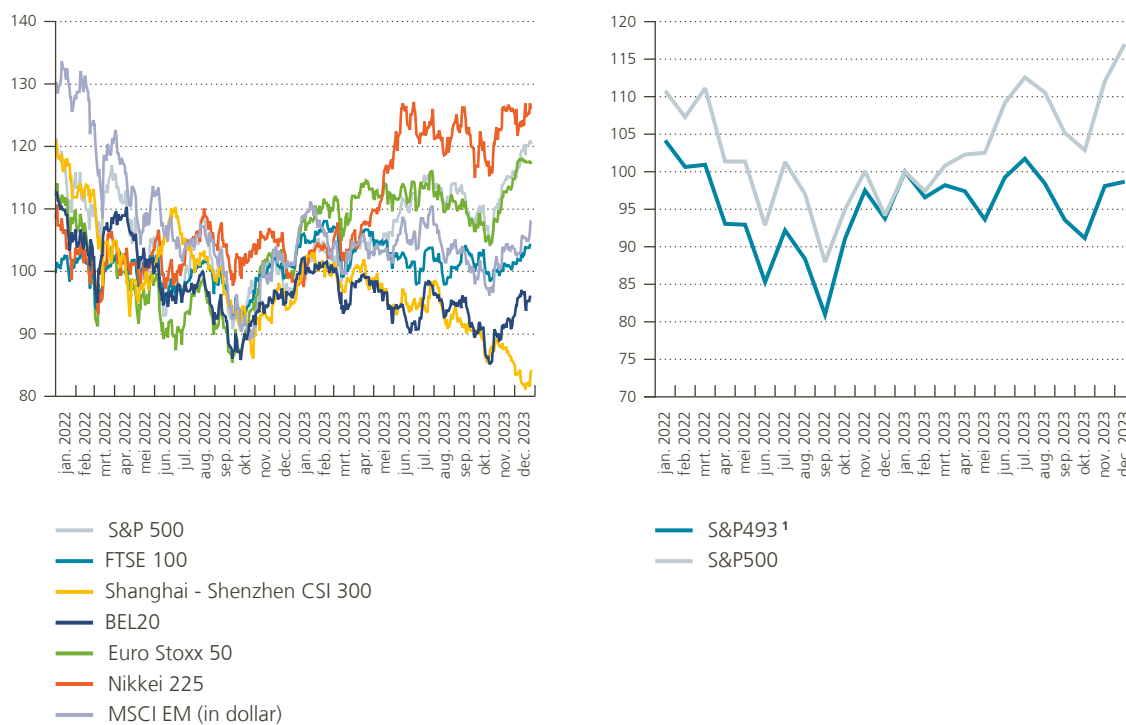
Ondanks de onrust in maart na de bankfaillissementen in de Verenigde Staten en Zwitserland bleken de beurswaarden van de banken veerkrachtig. In maart 2023 kwamen de beurskoersen van de banken in de VS en Europa onder druk te staan na bankfaillissementen in de VS (Silicon Valley Bank, Silvergate Bank en Signature Bank) en Zwitserland (Credit Suisse), evenals door algemenere bezorgdheden over de financiële situatie van de Amerikaanse regionale banken. Meer in het bijzonder vestigden de problemen van de Silicon Valley Bank de aandacht op de risico's gelinkt aan het rentebeheer en aan de concentratie van activa. Tijdens de COVID-19-pandemie noteerde deze bank een aanzienlijke stijging van de deposito's, hoofdzakelijk van technologiebedrijven en start-ups. Deze middelen werden in langetermijnobligaties geïnvesteerd. Door de rentestijging daalde de waarde van deze obligaties sterk, waardoor de bank aanzienlijke financiële verliezen leed. Als gevolg van de economische

moeilijkheden van haar technologiecliënten werd er massaal geld opgevraagd, waardoor de bank haar obligaties met verlies moest verkopen, wat op zijn beurt onrust over haar financiële gezondheid veroorzaakte. Geconfronteerd met de verslechtering van de financiële situatie van deze bank en de vrees voor een systeemcrisis in het bankwezen hebben de Amerikaanse toezichthouders ingegrepen en hebben ze in maart 2023 de controle over de bank overgenomen. Om het risico op verspreiding binnen de Verenigde Staten te verminderen, beslisten de autoriteiten om de dekking van alle deposito's van de Silicon Valley Bank en de Signature Bank, een andere bank die kort daarna failliet ging, te verzekeren en een nieuw liquiditeitsprogramma in te voeren, met name voor de regionale banken, zoals de First Republic Bank. Ondanks die ingreep bleef het markt sentiment fragiel, wat de toezichthouder ertoe aanzette eind april de controle over de First Republic Bank over te nemen. Nadien werd deze bank aan

Grafiek 1.6

In het eurogebied, Japan en de Verenigde Staten bleven de aandelenmarkten een opwaartse trend volgen

(prijsindices, januari 2023 = 100)



Bronnen: Bloomberg, LSEG.

1 S&P493: S&P500 zonder de 'Magnificent Seven' (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia en Tesla).

JP Morgan verkocht. In Europa heeft Credit Suisse, na vertrouwensverlies als gevolg van verschillende schandalen en na een falend risicobeheer, eerst geprobeerd om haar liquiditeit te versterken door grote bedragen te lenen bij de Zwitserse centrale bank. Deze maatregelen volstonden evenwel niet, waardoor haar rivaal UBS haar later overnam om het faillissement te vermijden.

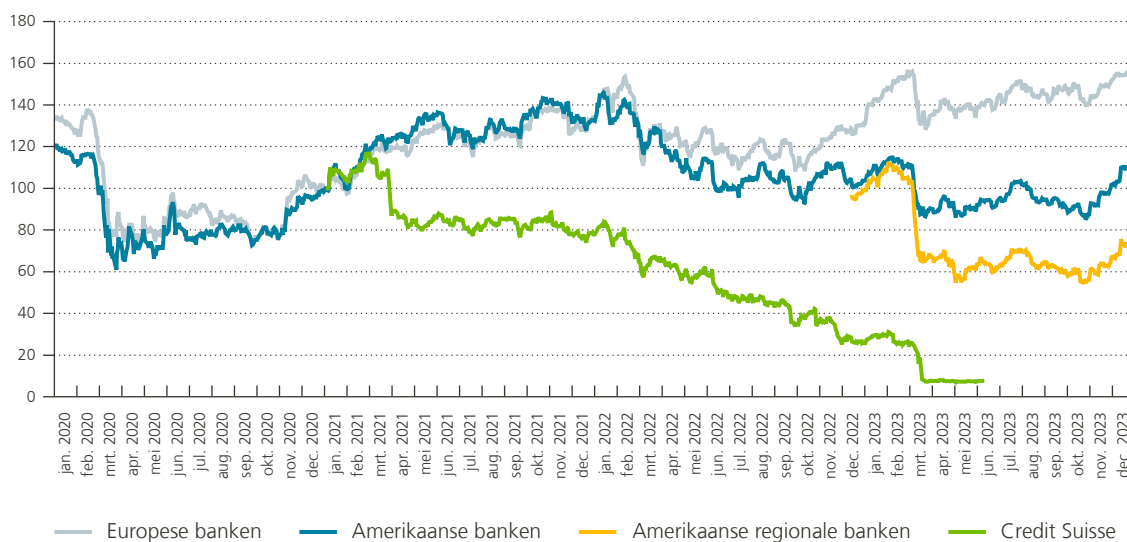
weerbaarheid tegen de uitdagingen sinds de pandemie, door het hoofd te bieden aan moeilijke omstandigheden die werden gekenmerkt door economische onzekerheid, hoge inflatie, rentestijgingen en een vertrouwenscrisis tijdens het voorjaar van 2023.

Verschillende factoren temperden de weerslag van die spanningen op de banken van het eurogebied en de Verenigde Staten. Allereerst erkenden de beleggers dat de broosheid van deze Amerikaanse en Zwitserse banken veeleer te wijten was aan specifieke kwetsbaarheden van de instellingen dan aan algemene kwetsbaarheden. Vervolgens werden ook aanzienlijke verschillen in bepaalde aspecten van het regelgevings- en toezichtskader van de respectievelijke betrokken rechtsgebieden duidelijk. De banksector in zijn geheel gaf dus blijk van

Grafiek 1.7

Ondanks de onrust in maart in de Verenigde Staten en Zwitserland bleken de beurskoersen van de banken veerkrachtig

(prijsindices, 1 januari 2021 = 100)



Bron: LSEG.

1.3 De overheidstekorten bleven hoog in de voornaamste economieën

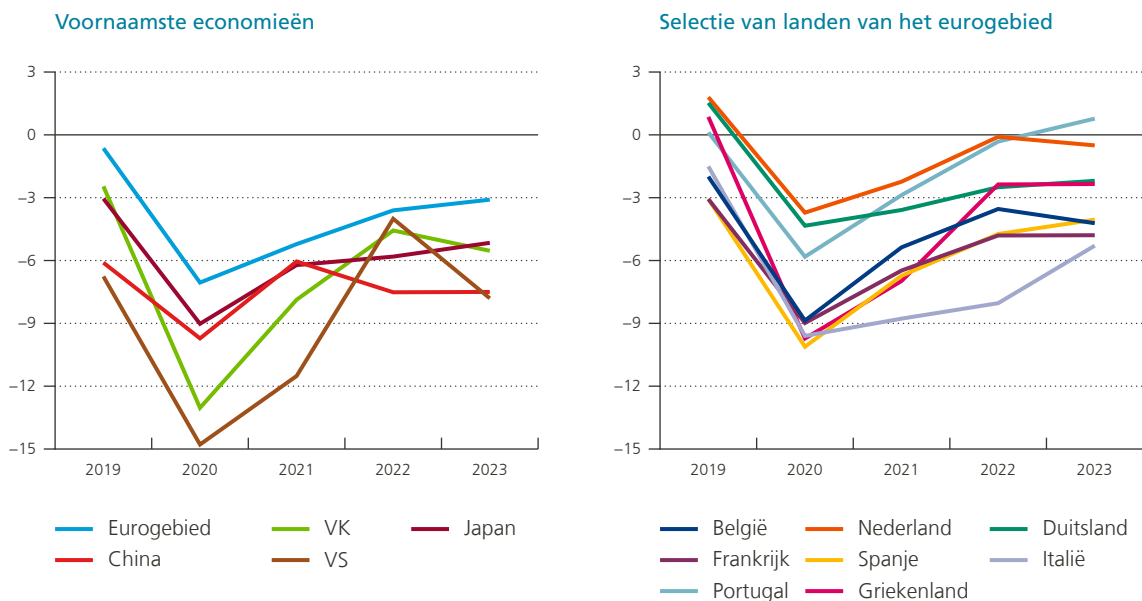
Het begrotingsbeleid vertoonde uiteenlopende ontwikkelingen in de grote economieën maar hielp in de meeste landen de inflatie niet afremmen. Nadat ze in 2020 aanzienlijk waren gestegen als gevolg van de COVID-19-pandemie, zetten de overheidstekorten in sommige geavanceerde landen in 2023 de afname voort die in 2021 was begonnen. In 2021 was de verbetering het resultaat van het mechanische effect van het aantrekken van de economie. Voorts konden de steunmaatregelen als gevolg van de pandemie reeds gedeeltelijk

of volledig worden afgebouwd afhankelijk van de bedrijfstak. In 2022 steeg het bbp verder in de meeste economieën en konden de overblijvende COVID-19-maatregelen worden opgeheven. In de netto-invoerders van energie zoals de EU en Japan, werd de vermindering van de tekorten evenwel beperkt door de maatregelen die werden genomen om de gevolgen van de inflatie voor de huishoudens en de ondernemingen te beperken. In 2023 zorgde de kleinere omvang van deze maatregelen er mede voor dat de overheidstekorten in die

Grafiek 1.8

Het Amerikaanse overheidstekort is het enige dat aanzienlijk toenam in 2023

(in % bbp)



Bronnen: EC (najaar) voor de landen van het eurogebied, Eurosysteem (december) voor het volledige eurogebied, IMF (2023 Artikel IV) voor China, INR-NBB voor België, OESO (november) voor de andere geavanceerde landen.

economieën verder werden verkleind. In de meeste gevallen compenseerde dat ruimschoots de stijging van hun rentelasten, alsook, in de EU, een minder gunstige conjunctuur, die de ontvangsten drukte. In andere geavanceerde landen, zoals de VS, was het begrotingsbeleid expansief en verslechterden de overheidstekorten opnieuw. In de voornaamste economieën lag het niveau van het overheidstekort nog altijd hoger dan in 2019.

Over het algemeen, en met name in het eurogebied, veranderden de overheidstekorten in 2023 minder sterk dan tijdens de afgelopen jaren sinds 2019. Het financieringssaldo van de overheid verbeterde in minder dan de helft van de twintig landen die het eurogebied sinds de toetreding van Kroatië op 1 januari 2023 telt. In de grote landen daalden de financieringsbehoeften in Duitsland, Italië en Spanje, terwijl ze stagneerde in Frankrijk. Het tekort in Italië werd minder sterk bezwaard door de premies die werden toegekend aan huishoudens om hun huis te renoveren. In de andere economieën van het eurogebied, waaronder België, droegen een stijging van de lopende primaire uitgaven en een

verzwaring van de rentelasten bij tot een toename van de tekorten, zoals vermeld in hoofdstuk 8. Over het geheel genomen stegen de overheidsinvesteringen, aangezien ze profijt trokken van financiering via de faciliteit voor herstel en veerkracht of via fondsen van het cohesiebeleid.

In 2023 hadden acht landen van de Europese Unie, waaronder Italië, Frankrijk, België en Spanje, hun financieringssaldo nog niet teruggebracht tot onder de referentiewaarde van 3 % bbp zoals opgenomen in het protocol van het Verdrag van Maastricht. In 2019 lieten de meeste landen een tekort optekenen dat onder die waarde lag. In het voorjaar van 2023 beslisten de Europese autoriteiten dat de algemene ontsnappingsclausule die sinds het begin van de eerste golf van de COVID-19-pandemie in werking was getreden, in 2024 niet meer van kracht zou zijn, waardoor vanaf 2024 de regels van het Stabiliteits- en groeipact zullen gelden. In december 2023 bereikte de Ecofin-Raad een akkoord om die regels aanzienlijk te wijzigen. Hoofdstuk 8 bevat een kaderstuk over de herziening van het Europese governancekader.



In Japan en China namen de overheidstekorten enigszins af dankzij een toename van de economische bedrijvigheid. Om de huishoudens te helpen de energiecrisis op te vangen, werden elektriciteits-, gas- en aardoliesubsidies in Japan verlengd tijdens dit verkiezingsjaar, terwijl financiële bijstand werd verleend aan gezinnen met kinderen. In het najaar ging de verlenging van de steunmaatregelen gepaard met de ondersteuning van de kmo's. In november omvatte een nieuw maatregelenpakket onder meer een verlaging van de belastingen op inkomen en op vastgoed. Deze maatregelen treden pas in 2024 in werking. In China werd de meer expansieve koers van het monetair beleid enigszins versterkt door het begrotingsbeleid. In oktober heeft de centrale overheid van China een interjaarlijkse begrotingsherziening aangenomen. De maatregelen bestonden hoofdzakelijk uit financiële bijstand voor de heropbouw na de overstromingen in het noorden van het land tijdens de zomer en uit investeringen om de weerbaarheid tegen de klimaatverandering te verbeteren. De financiën van de lokale overheden bleven kwetsbaar.

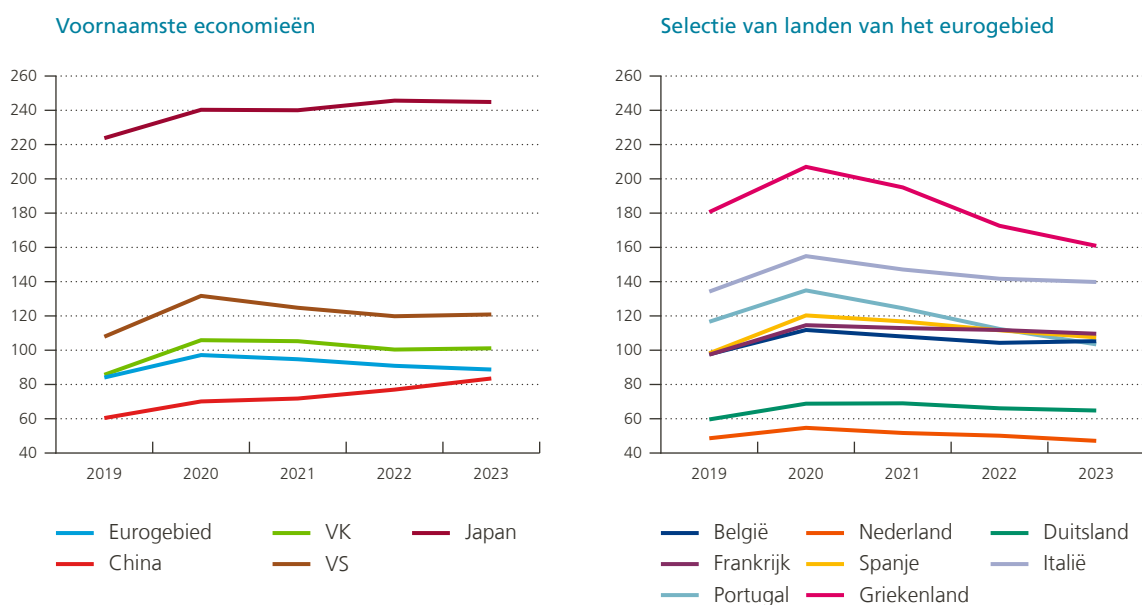
In de Verenigde Staten ging het restrictieve monetair beleid gepaard met een sterke impuls van het begrotingsbeleid. Verschillende factoren droegen bij aan de aanzienlijke toename van het Amerikaanse overheidstekort: lagere belastingontvangsten, met name op de meerwaarden, hogere uitgaven in verplichte sociale programma's, stijging van de rentelasten, toename van de militaire uitgaven en kosten van het industrieel beleid (Infrastructure Investment and Jobs Act, Inflation Reduction Act).

In het Verenigd Koninkrijk was het begrotingsbeleid enigszins expansief en nam het overheidstekort opnieuw toe. De regering bevroor wel de belastingchalen voor de inkomensbelasting en verhoogde het tarief van de vennootschapsbelasting. Ook is het plafond voor de energieprijzen niet meer bindend en zijn de andere steunmaatregelen verstreken of verstrijken ze binnenkort. De militaire uitgaven namen echter toe, terwijl de bijdragen voor de nationale verzekering daalden en de ondernemingen een verhoogde investeringsaftrek genoten. Bovendien

Grafiek 1.9

Op zeldzame uitzonderingen na daalde de overheidsschuld sinds 2020, maar ze bleef wel hoger dan vóór de pandemie

(in % bbp)



Bronnen: EC (najaar) voor de landen van het eurogebied, Eurosysteem (december) voor het volledige eurogebied, IMF (2023 Artikel IV) voor China, INR-NBB voor België, OESO (november) voor de andere geavanceerde landen.

drukte de aanzienlijke vertraging van de bedrijvigheid het financieringssaldo van de overheid.

Net als de evolutie van de tekorten was de ontwikkeling van de overheidsschuld in de voornaamste economieën dit jaar minder uitgesproken dan tijdens de voorgaande jaren.

Over het algemeen daalde het nominale bbp in 2020 en dit deed de schuldgraad mechanisch stijgen. In 2021 en 2022 was er in grote mate sprake van een omgekeerd noemereffect. In 2023 beperkte de gematigdere ontwikkeling van het nominaal bbp de invloed van dat effect. De rentestijging zorgde eveneens voor een minder gunstig sneeuwbal effect op de endogene verandering van de schuld. In 2023 heeft de kracht van de bedrijvigheid de verhoging van de schuldratio in de Verenigde Staten beperkt, ondanks de omvang van het overheidstekort, die het ratingbureau Fitch ertoe aanzette om de rating van de VS in mei en augustus te verlagen. China was de enige belangrijke economie waar de schuldenlast dit jaar aanzienlijk toenam.

Binnen het eurogebied daalde de overheidsschuld in 2023 in de meeste landen, met België als notoire uitzondering, maar ze bleef over het algemeen wel hoger dan vóór de pandemie en hoog ten opzichte van het verleden. De dalingen waren opmerkelijker in de mediterrane landen waarvan de bijzonder aanzienlijke schuld al sterk was afgenomen sinds 2021. In Portugal en Griekenland ligt de schuld nu lager dan vóór de pandemie, en werd de rating van hun overheidsobligaties in de loop van het verslagjaar geherwaardeerd.

1.4 Overheden trachten strategische sectoren te ondersteunen via industrieel beleid en protectionisme

Naast het begrotingsbeleid in strikte zin traden ook andere economische beleidsvormen in werking. Het gaat over energiebeleid, klimaatbeleid of industrieel beleid, of over structurele hervormingen in sommige landen, met name die in de EU via de faciliteit voor herstel en veerkracht. Kader 1 biedt een overzicht van de grotere rol van het industrieel beleid. Meer specifiek zijn klimaat- en energiebeleid belangrijker geworden dan in het verleden, gelet op de meer tastbare verschijnselen van de opwarming van de aarde (droogte, overstromingen, periodes van extreme hitte, enz.) en de concentratie van fossiele brandstoffen en sommige voor de energietransitie cruciale grondstoffen in landen waarmee de betrekkingen gespannen zijn of waartegenover een te sterke afhankelijkheid gevaarlijk kan blijken. De voornaamste

economieën, die ook de grootste vervuilers van de planeet zijn, vorderen in een verschillend tempo naar de doelstellingen om de broeikasgassen te verminderen en de economie koolstofvrij te maken¹. De EU toont zich op dit vlak zeer ambitieus en keurde in 2021 de Europese Klimaatwet goed, die vastlegt dat de Unie tegen 2050 een netto-nuluitstoot moet hebben. De uitwerking en de verwezenlijking van deze ambitieuze doelstelling worden uitvoeriger besproken in hoofdstuk 6.

¹ Zie De Sloover F., D. Essers en T. Stoerk (2023), 'Leiden alle wegen naar Parijs? Beleidsmaatregelen ter beperking van de klimaatverandering in 's werelds grootste uitstoters van broeikasgassen', NBB, *Economisch Tijdschrift*.



Renaissance van industrieel beleid met het oog op meer strategische onafhankelijkheid, een meer concurrentiële positie en een snellere vergroening

De laatste jaren werden gekenmerkt door een toename van de geopolitieke spanningen en door verschuivingen in concurrentiekracht tussen de verschillende economische blokken. Het voortdurende technologie- en handelsconflict tussen de VS en China, de covidpandemie, de Russische invasie van Oekraïne en, meer recent, het oploeiende conflict in het Midden-Oosten zetten de internationale politieke en economische relaties op scherp. Een snelle stijging van de energieprijzen heeft het kostenconcurrentievermogen van de Europese bedrijven aangetast, met name in de energie-intensieve sectoren. Hoewel de gas- en elektriciteitsprijzen in Europa stevig zijn gedaald ten opzichte van hun pieken in de zomer van 2022, blijven ze ruimschoots hoger dan in de VS (zie hoofdstuk 6). De onderlinge concurrentieverhoudingen tussen economische blokken worden daarnaast beïnvloed door verschillen in productiviteit en innoverend vermogen. Hoewel de productiviteitsgroei in de meeste geavanceerde economieën al geruime tijd tanende is, blijkt die groei meer uitgesproken af te nemen in Europa. Dit lijkt het gevolg te zijn van een combinatie van verminderde investeringen en een relatieve vertraging van de technologische ontwikkeling, in het bijzonder in de elektronische maakindustrie en de ICT-diensten. Terwijl Europa sterk staat op het vlak van onder andere machinebouw, biotechnologie, farmaceutica en nieuwe materialen, heeft het tegenover de VS en Japan een achterstand opgelopen inzake innovatieve prestaties in een aantal strategisch kritische domeinen, waaronder artificiële intelligentie, robotica en micro-elektronica. In zulke domeinen begint ook China steeds meer terrein te winnen.

De noodzakelijke transitie naar een economie met een ‘netto-nuluitstoot’ zal het Europese concurrentievermogen eveneens op de proef stellen. Internationaal blijven er grote verschillen bestaan op het vlak van klimaatbeleid. De EU is momenteel de vierde grootste uitstoter van broeikasgassen ter wereld (verantwoordelijk voor iets minder dan 7 % van het wereldtotaal) en heeft de meest ambitieuze klimaatmitigatiedoelstellingen. De Europese beleidsaanpak is vooral gestoeld op koolstofprijzen, via het Europese emissiehandelssysteem, en op regelgeving en standaarden voor sectoren die niet onder dat systeem vallen. De Europese klimaatdoelstellingen zijn juridisch verankerd via de Europese klimaatwet en werden recentelijk in verschillende landen (waaronder België en Duitsland) ook in nationale rechtspraak bevestigd of versterkt. In China en India – respectievelijk nummer één en drie (29 % en 7 %) in de wereldwijde uitstoot van broeikasgassen – zijn de huidige klimaatambities daarentegen onverenigbaar met de doelstelling van het akkoord van Parijs om de gemiddelde mondiale temperatuurstijging te beperken tot ruim onder 2 °C. De Chinese dominantie in groene waardeketens, van zonnepanelen tot batterijen en elektrische wagens, en de indrukwekkende uitrol van hernieuwbare energie zouden echter een snellere reductie van de Chinese uitstoot mogelijk moeten maken. De VS blijft de tweede grootste uitstoter van broeikasgassen (11 %) en heeft recent een welkome inhaalbeweging gemaakt in zijn klimaatambities en -beleid. De VS ziet echter af van een federale koolstofprijs en zet vooral in op subsidies om investeringen in schone energie en de bijbehorende toeleveringsketen een boost te geven, waardoor het land voorlopig nog niet voldoet aan zijn klimaatdoelstellingen in het akkoord van Parijs. Zulke verschillen in ambities en beleidsmaatregelen dreigen te leiden tot een concurrentieel nadeel voor Europa. Het Europese mechanisme voor koolstofgrenscorrectie (carbon border adjustment mechanism – CBAM), dat in fases zal worden ingevoerd, beschermt Europese producenten van uitstoot-intensieve producten (cement, ijzer en staal, aluminium, kunstmeststoffen, elektriciteit en waterstof) wel tegen de



concurrerende invoer uit gebieden met zwakkere uitstootregels. Anders dan de toewijzing van gratis uitstootrechten die wordt uitgefaseerd, behelst het CBAM echter geen ondersteuning voor de Europese uitvoer van uitstoot-intensieve producten. Deze keuze werd gemaakt met het oog op de compatibiliteit van het CBAM met de regels van de Wereldhandelsorganisatie (WTO).

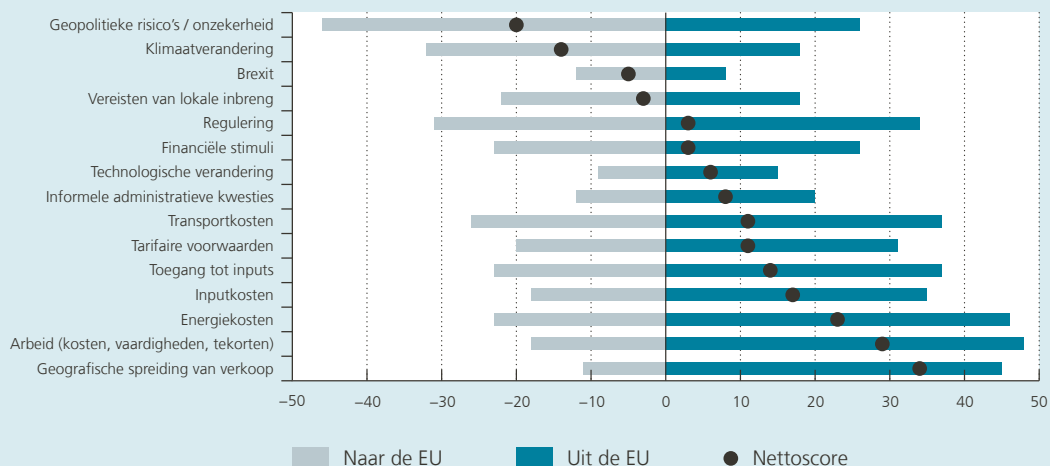
De beschikbaarheid en kosten van inputs, alsook geopolitieke risico's, bepalen waar bedrijven besluiten te produceren en welke toeleveringsstrategieën ze hanteren. Tot op heden zijn er in de geaggregeerde handelsstatistieken van de EU nog geen duidelijke trends van fragmentatie volgens geopolitieke lijnen te zien. Onder invloed van bilaterale tariefmaatregelen is het aandeel van China in de Amerikaanse invoer sinds 2018 wel aanzienlijk gedaald. De landen die China's plaats hebben ingenomen, in het bijzonder Mexico en Vietnam, zijn echter sterk geïntegreerd in de Chinese toeleveringsketens, zodat van een echte ontkoppeling tussen de VS en China nog geen sprake lijkt te zijn. Niettemin vergen drastische aanpassingen in de toeleveringsketens van bedrijven tijd en worden ze mogelijk pas na een langere periode zichtbaar. Verscheidene recente bevragingen van Europese bedrijven tonen een grotere bereidheid om in de nabije toekomst productieactiviteiten te verhuizen. In de groep van toonaangevende bedrijven bevestigd door de ECB zijn er meer ondernemingen die verwachten om hun productie uit de EU te verhuizen dan naar de EU. Multinationale bedrijven die hun productie aan de EU onttrekken, of overwegen dat te doen, laten zich vooral leiden door de energiekosten, de kosten en beschikbaarheid van bepaalde arbeidsprofielen en andere inputs, en verschuivingen in de geografische spreiding van de verkoop. Geopolitieke risico's worden anderzijds aangehaald als een belangrijke factor in beslissingen van bedrijven om meer productie naar de EU (terug) te halen. In verband met hun toeleveringsstrategieën verwachten de bedrijven zelf dat ze de komende jaren hun leveranciersnetwerk verder zullen diversifiëren en/of meer aan 'nearshoring' en 'friendshoring' zullen doen.



Verschillen in energie- en andere inputkosten bepalen mede de relatieve aantrekkelijkheid van economische regio's

Belang van verschillende factoren voor het verplaatsen van de bedrijfsactiviteiten naar of uit de EU ¹

(in % van de antwoorden)



Bron: ECB.

¹ Antwoorden van 62 toonaangevende bedrijven die actief zijn in het eurogebied, op de vraag: "Welke van de volgende factoren acht u bijzonder belangrijk in verband met recente of geplande toekomstige verplaatsingen van de productie/activiteiten naar of uit de EU?". Zie Attinasi M.G., Ioannu D., Lebastard L. en Morris R. (2023), 'Global production and supply chain risks: insights from a survey of leading firms', ECB, *Economic Bulletin*, 7/2023, 33-41.

De geavanceerde landen, en met name de VS, grijpen steeds meer naar 'industriële beleid': gerichte overheidssteun om strategische sectoren te stimuleren. De verschillende blokken proberen elk de concurrentiepositie en weerbaarheid van hun economie te verbeteren. Industriële beleid, waarbij de overheid welbepaalde sectoren ondersteunt – onder meer via subsidies, belastingvoordelen, goedkope leningen, garanties en participaties – is daarbij niet langer een taboe. Vandaag ligt de focus vooral op sectoren die strategisch worden geacht wegens hun belang voor de nationale veiligheid, de bevoorradingszekerheid en/of de klimaattransitie. In de VS wordt industrieel beleid als noodzakelijk gezien om tot een grotere onafhankelijkheid van China te komen en om jobs in de maakindustrie te beschermen of er nieuwe te creëren. De twee voornaamste Amerikaanse beleidspakketten zijn de CHIPS and Science Act ter ondersteuning van de halfgeleiderindustrie, en de Inflation Reduction Act (IRA), het koninginnenstuk van het Amerikaanse klimaatbeleid; ze zijn beide van kracht sinds augustus 2022. De IRA behelst onder meer belastingkredieten voor investeringen in en de productie van schone energie (en desbetreffende technologieën), en voor de aankoop van elektrische en hybride wagens. Verschillende steunmaatregelen uit de IRA zijn gekoppeld aan vereisten inzake lokaal geproduceerde toegevoegde waarde.

Ook Europa is nu gestart met de uitrol van zijn industrieel beleid, grotendeels geïnspireerd op dat van de VS. Het Europese antwoord op de Amerikaanse CHIPS Act en de IRA zijn respectievelijk de Europese chipwet, van kracht sinds september 2023, en het Green Deal Industrial Plan, waarvan

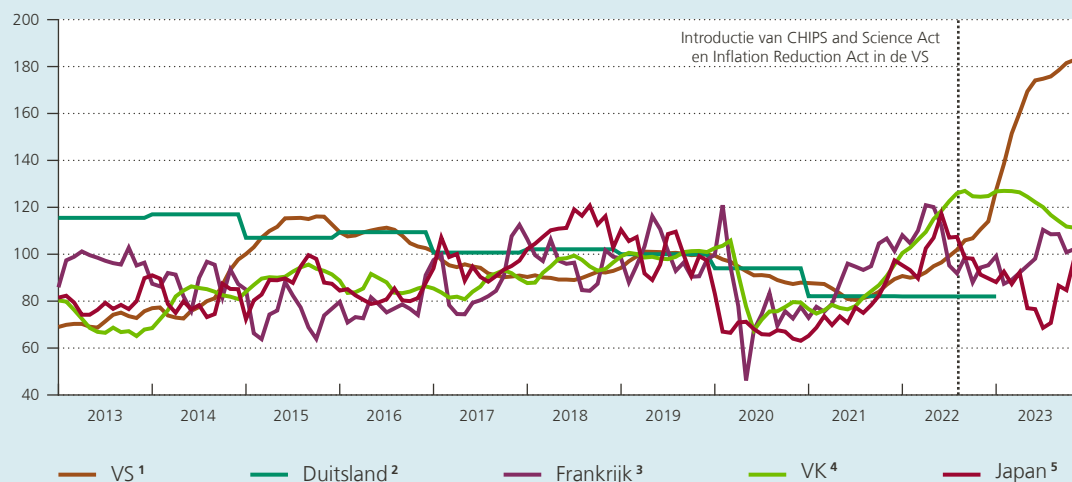


sommige onderdelen nog formeel aangenomen moeten worden. Net als in de VS wordt er in Europa gemikt op meer zelfvoorziening. Zo stipuleert de chipwet de doelstelling om het aandeel van de EU in de wereldwijde halfgeleiderproductie tegen 2030 te verdubbelen tot 20%. De Net Zero Industry Act en de Critical Raw Materials Act, beide onderdeel van het Green Deal Industrial Plan, bevatten soortgelijke streefdoelen voor de lokale productie van groene technologieën zoals zonne- en windenergie, batterijen en koolstofafvang en -opslag, en voor het ontginnen, verwerken en recycleren van de benodigde 'kritieke' grondstoffen. Deze initiatieven rekenen daarvoor op stimulansen voor onderzoek en ontwikkeling, de stroomlijning van bureaucratische procedures, het poolen van private en openbare fondsen over de verschillende lidstaten heen, en versoepelingen van de regels voor nationale staatssteun.¹ Een aantal grotere Europese landen, met name Duitsland, Frankrijk en Italië, hebben eigen industriële-beleidsplannen uitgewerkt voor de digitale en groene transitie. Voorlopig zijn er in de EU-begroting slechts beperkte financiële middelen beschikbaar om industrieel beleid te voeren. Plannen van de Commissie om meer gemeenschappelijke middelen bijeen te brengen, stuiten bij verschillende lidstaten op verzet.

1 Zie Essers D. (2023), 'The US Inflation Reduction Act and Europe's response', Belgisch Financieel Forum, *Bank- en Financiewezen*.

Ondersteunend industrieel beleid heeft in de VS bijgedragen tot een uitzonderlijke stijging in de bouw van productiefaciliteiten

(fabrieksbouw, indexcijfers, 2019 = 100, driemaands voortschrijdend gemiddelde)



Bronnen: BLS, Destatis, INSEE, Japan Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism, ONS, US Treasury, US Census Bureau.

1 Waarde van particuliere bouwwerken voor de verwerkende industrie, maandelijkse seizoengezuiverde cijfers, gedeleerd aan de hand van de index van producentenprijzen voor bouwmaterialen en -componenten.

2 Aantal nieuw voltooide fabrieken en werkplaatsen, jaarlijkse cijfers.

3 Vloeroppervlak van nieuw gestarte bouw van industriële panden, maandelijkse seizoengezuiverde cijfers.

4 Output van de particuliere industriële nieuwbouw, maandelijkse seizoengezuiverde cijfers, gedeleerd aan de hand van de index van producentenprijzen voor de bouwnijverheid.

5 Vloeroppervlak van nieuw gestarte bouw in de verwerkende industrie, maandelijkse seizoengezuiverde cijfers.





Industrieel beleid kan helpen om bepaalde vormen van marktfalen aan te pakken, maar is zeker geen wonderoplossing. Het debat over de doeltreffendheid van industrieel beleid is verre van beslecht. Het blijft zeer moeilijk causale verbanden te leggen en de resultaten lijken sterk af te hangen van de specifieke context waarin het beleid wordt gevoerd. Industrieel beleid wordt meestal gerechtvaardigd aan de hand van positieve en/of negatieve externaliteiten en van coördinatiefalen. Individuele particuliere bedrijven investeren mogelijk te weinig in innovaties en technologieën die de hele sector of economie meer concurrentieel en minder strategisch afhankelijk zouden maken. Wanneer het politiek gezien onhaalbaar is om voor de uitstoot van broeikasgassen een correcte prijs vast te stellen, kunnen overheidssubsidies of andere stimulansen voor de productie en consumptie van schone energie wel een verschil maken. Er is ook een zekere complementariteit tussen beide benaderingen. Een grotere beschikbaarheid en betaalbaarheid van groene energiealternatieven maakt hogere koolstofprijzen of een striktere regulering aanvaardbaarder en verhoogt de emissierespons. De steun via de Amerikaanse CHIPS Act en de IRA lijkt alvast een serieuze boost te hebben gegeven aan de bouw van nieuwe productiefaciliteiten in de VS. Er wordt verwacht dat de IRA de kosten van onder andere zonne- en windenergie sterk zal drukken en de Amerikaanse uitstoot met zo'n 10 procentpunt extra doet dalen, ten opzichte van een scenario zonder IRA. Anderzijds kunnen de IRA-subsidies, zeker gezien hun niet-afgetopte karakter, heel wat van de Amerikaanse budgettaire ruimte innemen en hebben ze tot dusver maar tot een beperkte jobcreatie geleid. Protectionistische bepalingen, zoals de lokale productievereisten gekoppeld aan de Amerikaanse aankoopsubsidies voor elektrische wagens druisen in tegen de voorschriften van de WTO en riskeren een vergeldingsreactie van andere blokken en landen, met gevolgen voor de snelheid en de kosten van de wereldwijde klimaattransitie. Een internationaal opbod bij het verlenen van subsidies, aangedreven door bedrijfslobby's en op kosten van de belastingbetaler, is een ander reëel risico. Binnen de EU kan een langdurige versoepeling van de staatssteunregels voor industrieel beleid economische fragmentatie tussen de lidstaten in de hand werken en de eenheidsmarkt ondermijnen.

Geopolitieke spanningen en bezorgdheid over de bevoorradingszekerheid liggen eveneens ten grondslag aan een toenemend protectionisme in het handelsbeleid.

Na de mondiale financiële crisis kwam er een einde aan een tijdperk van handelsliberalisering en uitbreidingen van het WTO-lidmaatschap. De spanningen tussen China en zijn handelspartners over China's oneerlijke handelspraktijken culmineerden in de handelsoorlog van China met de VS onder het presidentschap van Trump. De uitbraak van de COVID-19-pandemie met haar vele (tijdelijke) uitvoerbeperkingen op medische en farmaceutische producten, gevolgd door de Russische inval in Oekraïne waarop Westerse landen reageerden met handelssancties, leidden op hun beurt tot ongeziene pieken in het aantal nieuwe belemmerende handelsmaatregelen op jaarbasis. Ondertussen worden de groeiende spanningen tussen de grootmachten China en de VS steeds vaker afgewenteld op strategische sectoren. Zo hanteerde Amerika steeds strengere controles op de uitvoer naar China van hoogtechnologische chips gebruikt in AI-toepassingen, alsook op de machines om zulke chips te maken. China reageerde hierop met uitvoerbeperkingen op grondstoffen die

kritiek zijn voor de productie van onder meer chips en batterijen voor elektrische wagens.

De impact van het toenemende handelsprotectionisme komt nog niet duidelijk tot uiting in de totale handelsstromen.

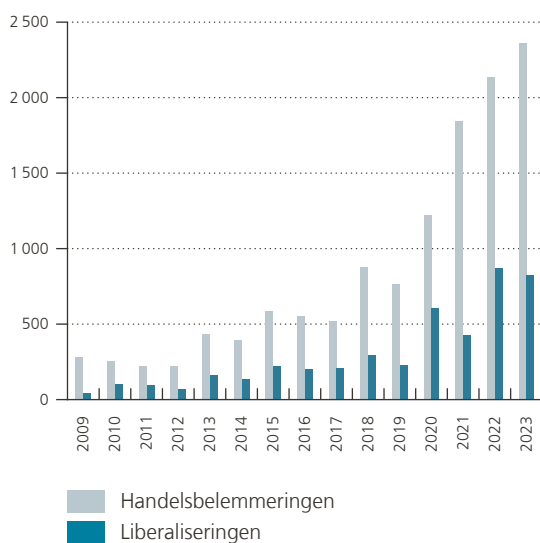
De handelsoorlog tussen de VS en China heeft vooral geleid tot een omleiding van de handel, en veel handelsbelemmerende maatregelen tijdens de pandemie waren tijdelijk. Handelsinterventies gemotiveerd door geopolitieke spanningen en rivaliteit tussen de grootmachten waarbij hoogtechnologische goederen en kritieke grondstoffen het meest worden geïsoleerd, zijn daarentegen een nieuw gegeven. Hun impact op de handel is daarom nog niet duidelijk. Door haar hoge mate van openheid is de EU echter kwetsbaar voor dergelijke protectionistische maatregelen, in het bijzonder voor uitvoerquota op goederen waarvoor geen alternatieve leveranciers bestaan en die essentieel zijn voor de digitale en groene transitie.

De vooral in het eurogebied zichtbare verzwakking van de handel in 2023 is hoofdzakelijk een weerspiegeling van een zwakkere industriële

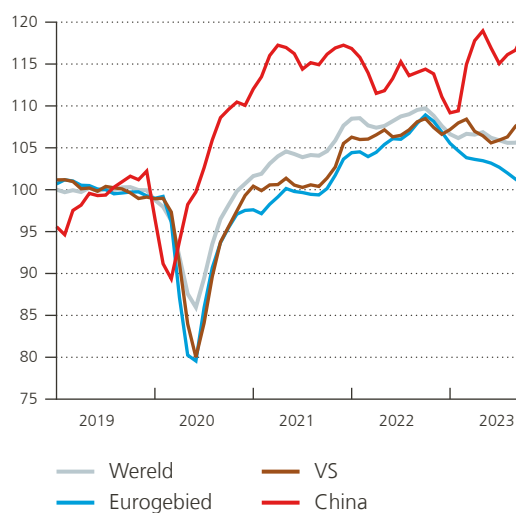
Grafiek 1.10

Toenemende handelsbelemmeringen leiden (voorlopig) niet tot deglobalisering

Handelsmaatregelen¹ genomen door G20-landen
(handel in goederen)



De handel stagneerde in 2023
(gemiddelde van in- en uitvoer, volumes, index, 2019 = 100, driemaands voortschrijdend gemiddelde)



Bronnen: Centraal Planbureau (NL), Global Trade Alert, LSEG.

1 Nieuwe handelsmaatregelen genomen in een jaar en gedocumenteerd voor het einde van hetzelfde jaar.

activiteit in de hele wereld. Bij de gedeeltelijke heropening van de economieën in 2021 werd de handel onverwacht ondersteund door een scherpe toename van de vraag naar duurzame consumptiegoederen, met name in de VS. In 2023 voltrok zich de omgekeerde verschuiving terug naar de consumptie van diensten terwijl de aankopen van duurzame consumptiegoederen achterwege bleven. In reactie op de zwakke vraag naar goederen hebben de bedrijven hun voorraden afgebouwd. De hogere rentetarieven hadden daarnaast een negatieve impact op de meer rentegevoelige sectoren zoals investeringsgoederen en de bouw, die ook handelsintensief zijn. Het duurdere handelskrediet heeft eveneens bijgedragen tot de zwakkere handel. Het valt echter niet uit te sluiten dat de eerder besproken proliferatie aan nieuwe handelsbelemmeringen de trendmatige groei van de handel op termijn verder zal verzwakken.

1.5 Hoewel de wereldeconomie niet helemaal herstelde van de opeenvolgende schokken, bleek de groei in 2023 veerkrachtiger dan verwacht

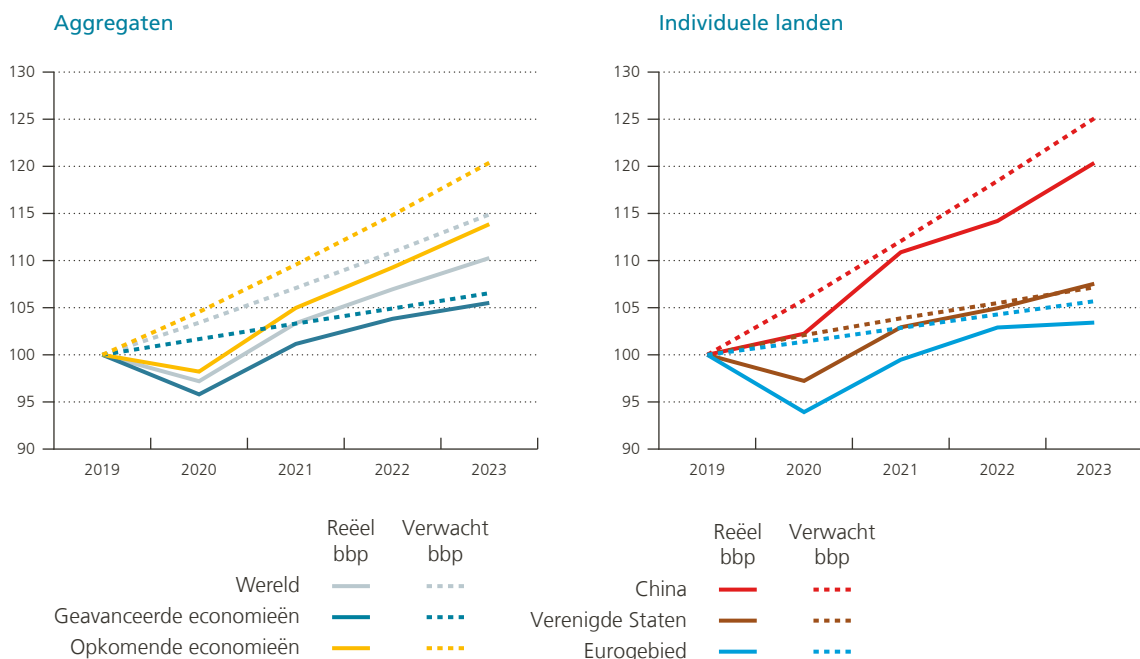
Het herstel na de pandemie en de Russische inval in Oekraïne is bijna overal onvolledig. Als de voorspellingen van het najaar van 2019 waren uitgekomen, dan zou het mondiale bbp nu 5% groter zijn. Het verlies is omvangrijker voor de groep van opkomende economieën en ontwikkelingslanden dan voor de geavanceerde landen. De eerstgenoemde

landen beschikten over minder beleidsruimte om hun economieën tijdens de pandemie te ondersteunen terwijl hun economische structuur kwetsbaarder was voor uitbraken van het virus. Ze heropenden hun economieën ook later dan de geavanceerde landen. Deze factoren drukten het herstel van de consumptie in die landen. Het herstel werd eveneens

Grafiek 1.11

Het bbp-verloop was minder gunstig dan verwacht vóór de uitbraak van de pandemie

(indexcijfers 2019 = 100)



Bron: IMF.

bemoeilijkt door de daaropvolgende schokken, met name de hoge voedsel- en energieprijzen in de nasleep van de Russische inval in Oekraïne, aangezien die een groter aandeel van de consumptie vertegenwoordigen in opkomende en ontwikkelingslanden, en de hogere financieringskosten als gevolg van de verstrakking van het Amerikaanse monetair beleid vanaf 2022. Tenslotte was ook de scherpe groeivertraging van China in 2022 nadelig voor de economische groei van de andere opkomende economieën. Bijgevolg vertraagde het tempo van de convergentie in bbp per capita tussen de opkomende en de geavanceerde landen.

De VS herstelde zich als enige grote economie volledig van beide schokken. De Amerikaanse economie profiteerde onder meer van de krachtige beleidsimpuls tijdens de pandemie en van een positieve ruilvoetschok na de Russische inval in Oekraïne. Daarentegen leidde de sterke afhankelijkheid van ingevoerde (Russische) energie vorig jaar tot een

negatieve ruilvoetschok in het eurogebied. China leek aanvankelijk ook goed geplaatst om de door de pandemie veroorzaakte verliezen te overbruggen en was net als de VS niet sterk blootgesteld aan de gevolgen van de Russische oorlog in Oekraïne, maar het strenge nultolerantiebeleid ten aanzien van covidbesmettingen en recente problemen in de vastgoedmarkt hebben het herstel afgeremd.

Na een sterker dan verwachte opleving in de eerste helft van het jaar, verloor de wereld-economie geleidelijk aan kracht tegen het jaareinde. De heropening van de Chinese economie, de normalisering van de toeleveringsketens en een redelijk veerkrachtige consumptie met een verder herstel van de vraag naar diensten ondersteunden de wereldeconomie in de eerste maanden van het jaar. De problemen in de Zwitserse en Amerikaanse banken werden snel ingeperkt zonder noemenswaardige impact op de reële economie. Daarentegen moest de wereldeconomie afrekenen met sterke tegenwinden

Tabel 1.1

Bbp in de voornaamste economieën

(veranderingspercentages naar volume t.o.v. het voorgaande jaar)

	2021	2022	2023	p.m. Gemiddelde groei 2000-2019	p.m. Bijdrage tot de mondiale groei 2023	p.m. Aandeel in het mondiale bbp ¹ 2022
Geavanceerde economieën	5,6	2,6	1,6	1,9	0,7	41,7
waarvan:						
Verenigde Staten	5,8	1,9	2,5	2,1	0,4	15,4
Japan	2,2	1,0	1,9	0,8	0,1	3,7
Eurogebied	5,9	3,4	0,6	1,4	0,1	12,0
Verenigd Koninkrijk	8,7	4,3	0,5	1,8	0,0	2,2
Opkomende economieën en ontwikkelingslanden	6,9	4,1	4,1	5,5	2,4	58,3
waarvan:						
China	8,4	3,0	5,2	9,0	1,0	18,8
India ²	9,1	7,2	6,7	6,9	0,5	7,5
Rusland	5,6	-1,2	3,0	3,7	0,1	2,3
Brazilië	5,3	3,0	3,1	2,4	0,1	2,9
Wereld	6,3	3,5	3,1	3,8	3,1	100,0
<i>p.m. Wereldhandel</i>	10,9	5,2	0,4	4,9		

Bronnen: ECB, IMF.

1 Volgens de definitie van het IMF en berekend op basis van koopkrachtpariteiten (versie 2017).

2 Voor India worden de groeicijfers gepresenteerd op basis van het begrotingsjaar, dat begint in het tweede kwartaal van het lopende jaar.

zoals de strengere financiële voorwaarden die de investeringen drukten, de zwakke wereldhandel en een nieuwe opflakking van geopolitieke onzekerheid door het conflict in het Midden-Oosten tijdens het laatste kwartaal van 2023. Al bij al groeide de wereldeconomie in 2023 met 3,1% en overtrof ze aldus de voorspellingen aan het begin van het jaar. Niettemin is dat een merkelijke vertraging ten opzichte van de in 2022 opgetekende 3,5% en vooral in vergelijking met de gemiddelde groeivoet van 3,8% in de periode 2000-2019.

De opkomende economieën en ontwikkelingslanden vertoonden een stabiele groei ten opzichte van het voorgaande jaar. Zij waren de stuwende kracht van de wereldeconomie, met een bijdrage van iets meer dan drie vierde aan de mondiale groei. Vooral de Aziatische opkomende landen gaven een robuuste groei te zien. Door een langere handhaving van de lockdowns in deze regio startte de economische opleving na de pandemie er later dan elders. Door deze achterstand in de economische cyclus werd de inflatie er minder opgedreven door de vraag en was een meer gematigde monetaire verstraking voldoende om de prijsstabiliteit te waarborgen.

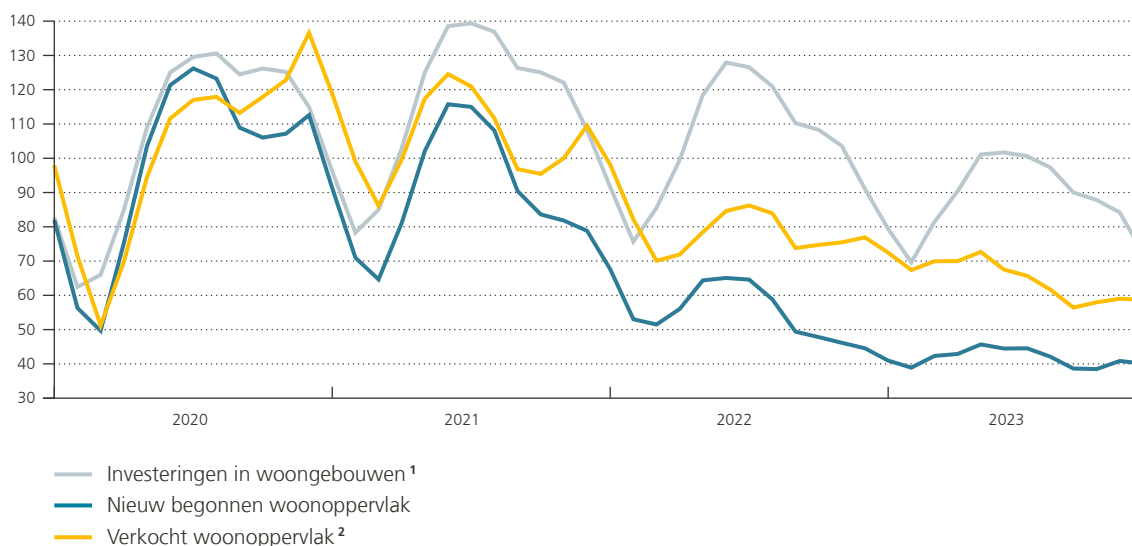
De verdere normalisering van het internationale toerisme in Azië en de sterke vraag naar diensten in het algemeen ondersteunden eveneens een aantal landen, waaronder India. Daarentegen koelden veel economieën in Zuid-Amerika, het Midden-Oosten en Noord-Afrika af als gevolg van de transmissie van een veel strakker monetair beleid en van de lagere grondstoffenprijzen veroorzaakt door de inzinking van de wereldwijde industriële productie. Ten slotte veroorzaakten extreme weersomstandigheden aanzienlijke economische schade in onder meer delen van India en China.

De kracht van de economische opleving in China bleef beneden de verwachtingen. Toen China eind 2022 het einde van zijn nultolerantiebeleid ten aanzien van het virus aankondigde, waren de verwachtingen hooggespannen. De euforie duurde echter maar enkele maanden. Daarna kregen de bekende structurele zwakheden, met name de hoge afhankelijkheid van door schuld gefinancierde investeringen in vastgoed en infrastructuur, opnieuw de bovenhand. In de zomer van 2023 kwam een privaat vastgoedbedrijf met een goede reputatie, *Country Garden*, in financiële ademnood. Het vertrouwen in

Grafiek 1.12

De Chinese woningbouwsector verzwakte verder

(indexcijfers 2019 = 100, driemaands voortschrijdende gemiddelden)



Bron: CEIC.

1 Investerings uitgedrukt in waarde (RMB).

2 90% van de verkopen op de vastgoedmarkt betreft de aankoop van een nieuwe woning op plan.

de sector werd opnieuw aangetast, wat resulteerde in dalende verkopen en een nog grotere terughoudendheid bij bedrijven om nieuwe woningbouwprojecten op te starten. Nieuwe overheidsmaatregelen slaagden er niet in om de vastgoedmarkt helemaal te stabiliseren. Daarnaast bleef het consumentenvertrouwen zwak, waardoor de gezinnen voorzorgssparen verkozen boven consumptie. Deze laatste groeide wel met 5 à 6 %, maar gezien het lage gewicht van de particuliere consumptie in de Chinese economie was dat onvoldoende om de afname van de investeringen (in woongebouwen) te compenseren. China's specialisatie in de productie van elektronische en andere duurzame consumptiegoederen bestemd voor uitvoer botste ook op de zwakke vraag naar en handel in zulke goederen.

De veerkracht van de Amerikaanse economie verraste terwijl de meeste geavanceerde economieën een zachte landing maakten. In de Verenigde Staten hielden consumptie en investeringen beter stand dan verwacht. Een krappe arbeidsmarkt met toenemende werkgelegenheid, gezondere balansen bij de gezinnen, een groot aandeel van (hypothecaire) leningen tegen een vaste (lage) rente, hoge woningprijzen en een sterke aandelenmarkt compenseerden de verstrakking van het monetair beleid en ondersteunden de consumptie. Nieuwe industriële investeringen, o.a. in schone energie en halfgeleiders, aangemoedigd door de CHIPS and Science Act en de Inflation Reduction Act (zie Kader 1) vertoonden een sterke expansie. In het algemeen bleef het begrotingsbeleid ook zeer ondersteunend. Deze factoren speelden in mindere mate of helemaal niet in het eurogebied of het VK.

De Japanse economie startte het jaar krachtig maar verzwakte in de tweede helft van het jaar, terwijl de Britse economie het hele jaar door zwak bleef. De binnenlandse vraag ondersteunde de groei in Japan tijdens het eerste kwartaal van het jaar, maar de stijgende inflatie en onzekerheid drukten daarna de particuliere consumptie en de investeringen. De lagere binnenlandse vraag deed de invoer dalen, terwijl de uitvoer van auto's toenam en zo tot een positieve netto-uitvoer leidde. Hoewel een recessie in het VK werd vermeden, bleef de economie futloos omdat de hardnekkigere inflatie, de hoge financieringskosten en de geleidelijke afkoeling van de arbeidsmarkt een neerwaarts effect uitoefenden op de binnenlandse vraag en de handelspositie zwak bleef.



In 2023 zijn in het eurogebied als geheel de meeste stuwende krachten achter de vraag verzwegen, vooral de consumptie, zowel de particuliere consumptie als de overheidsconsumptie, maar ook de uitvoer. Uit onderzoek van de ECB¹ blijkt immers dat de huishoudens van het eurogebied de extra spaarmiddelen die ze tijdens de pandemie hadden aangelegd (omdat aankopen onmogelijk waren door gedeeltelijke of algemene sluitingen of uit angst voor besmetting, voorzorgssparen), grotendeels hebben behouden. De indicatoren van het ondernemers- en consumentenvertrouwen tonen aan dat hun gedrag werd beïnvloed door het klimaat van grote onzekerheid. De rem op de consumptie is ook het gevolg van de aanscherping van de financieringsvoorwaarden en de daling van de reële lonen. De stijgende rente en de noodzaak voor de overheden om de tekorten te beperken tegen een achtergrond van een hoge schuldenlast drukten de overheidsconsumptie in het eurogebied. De consumptie vormde

het grootste verschil tussen de VS en het eurogebied in 2023. De investeringen waren iets veerkrachtiger, met name dankzij de uitvoering van de herstelplannen. De investeringen in woningen en bijgevolg ook de bouwnijverheid werden evenwel getroffen door de abrupte prijsstijging van het krediet en de tekorten aan arbeidskrachten. De groei in het eurogebied werd in 2023 ook enigszins ondersteund door de netto-uitvoer, maar dit was vooral een gevolg van een daling van de invoer. De uitvoer stagneerde nagenoeg tegen de achtergrond van een lusteloze buitenlandse vraag. De negatieve impact van de energieprijsschok op de productiekosten tastte ook het concurrentievermogen van de Europese industrie aan, wat in 2023 leidde tot een verlies aan buitenlands marktaandeel. Uit recente enquêtes van de EC bij bedrijven bleek eveneens dat managers van oordeel waren dat het concurrentievermogen van hun bedrijven op buitenlandse markten verslechterde. De Europese Commissie belastte Mario Draghi met een diepgaander onderzoek naar het concurrentievermogen van de EU, vooral in vergelijking met de VS en China, waarvan de resultaten echter nog niet beschikbaar zijn.

¹ Zie met name Battistini N. en J. Gareis (2023), *Excess savings: To spend or not to spend*, ECB Blog, 2 november.



De afzwakking van de economische groei in het eurogebied in 2023 vertraagt zo het vooruitzicht om terug te keren naar de trend die zich vóór COVID-19 aftekende. Dankzij de mechanische effecten van de heropening van de activiteiten die tijdens de pandemiegolven waren gesloten of onderbroken, en door het sterk expansieve beleid dat als reactie daarop werd gevoerd, trok het bbp van het eurogebied in 2021 en 2022 aan. In 2022 had het de terugval van 2020 weggewerkt en leek het in staat te zijn om weer aan te sluiten bij die trend. De stijging van de energieprijzen, de verspreiding ervan in de economieën en het versterkende effect van de Russische invasie in Oekraïne remden de bedrijvigheid in het eurogebied echter af. De industrie, en in het bijzonder de energie-intensieve bedrijfstakken, betaalde als eerste het gelag. De diensten waren veerkrachtiger maar zagen hun bedrijvigheid uiteindelijk ook afzakken. In 2023 trof de vertraging alle landen van het eurogebied en daalde het bbp zelfs in Duitsland, Oostenrijk, Luxemburg, Ierland, Finland en de drie Baltische staten.

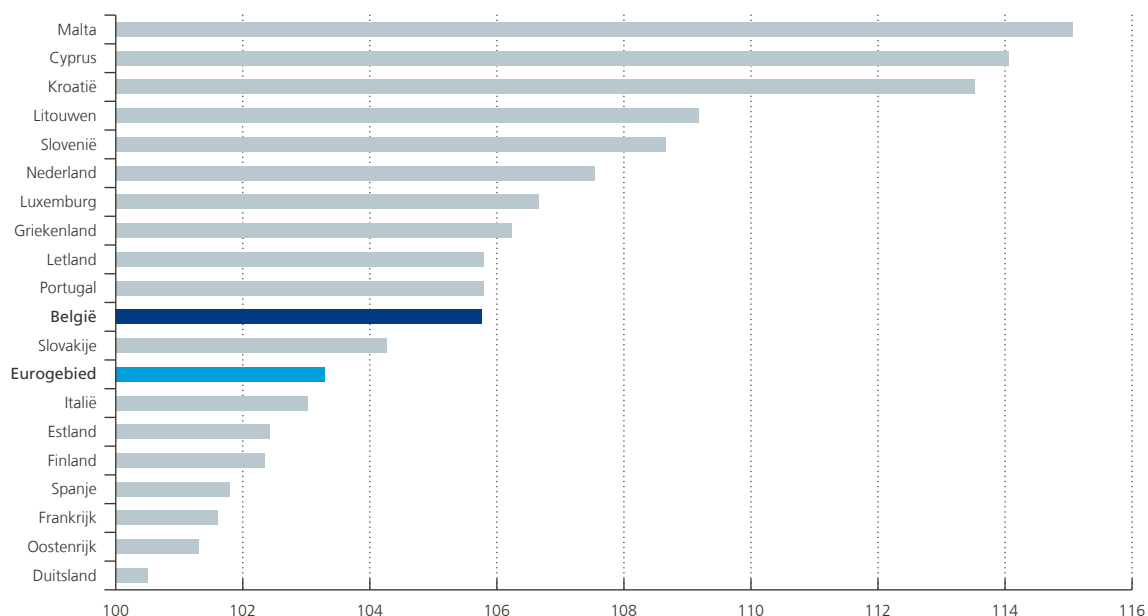
De bbp-groei in Duitsland is sinds 2019 ook de laagste van het hele eurogebied. Deze grote, zeer open en uitvoergerichte economie had in eerste instantie al zwaar geleden onder de logistieke belemmeringen en aanbodproblemen van 2020-2021. Daarna werd de energie-intensieve industrie, die belangrijk is voor de Duitse economie, getroffen door de enorme energieprijsstijging van 2022. De Duitse economie was ook meer blootgesteld aan de groeivertraging in China, dat een zeer belangrijke handelspartner is, en aan de algemene mondiale verzwakking van de handel in 2023. Ten slotte stapte de Duitse auto-industrie maar langzaam over op elektrische wagens. Op dit moment is die industrie bovendien nog zeer afhankelijk van inputs uit China, in het bijzonder van batterijen. Duitsland hinkt ten slotte ook achterop inzake investeringen in infrastructuur en in de digitalisering.

De Franse economie blonk ook niet echt uit tijdens deze periode. De ineenstorting van de uitvoer in 2020, de grootste in het eurogebied na

Grafiek 1.13

Sinds 2019 is het bbp naar volume nagenoeg gestagneerd in Duitsland, terwijl het sterker is gegroeid in veel kleine lidstaten van het eurogebied¹

(gecumuleerde verandering tussen 2019 en 2023, indices 2019 = 100)



Bron: ECB.

¹ Ierland wordt hier niet getoond om de grafiek leesbaar te houden. Zijn bbp naar volume is immers met meer dan 30% gegroeid tussen 2019 en 2023 door transacties van enkele wereldwijde multinationals.

die in de toeristische landen Spanje en Griekenland, is sindsdien niet volledig hersteld. Naast de tijdelijke terugval van de exportmarkten heeft Frankrijk marktaandeel verloren. In 2022 heeft de sluiting van verschillende kernreactoren de energieproductie verminderd en Frankrijk gedwongen een netto-importeur van elektriciteit te worden, waardoor haar handelsbalans verder is verslechterd. Zoals besproken in Kader 4 (hoofdstuk 4) hebben de overheidsconsumptie en de investeringen in woningen er ook toe bijgedragen dat Frankrijk er niet in is geslaagd om terug te keren naar het groeipad van voor de crisis.

Andere landen, zoals Italië en Spanje, die sterker waren getroffen door de pandemie, konden Europese fondsen gebruiken om hun herstel te financieren. Daartoe moesten ze structurele hervormingen doorvoeren om hun potentiële groei op lange termijn te stimuleren. In 2022 en 2023 zijn de toeristen ook massaal naar beide landen teruggekeerd. In totaal steeg hun bbp echter minder snel dan dat van het hele eurogebied. De kleinere landen, waaronder België, hebben het daarentegen beter gedaan.

Over het algemeen bleek de groei in het eurogebied tal van banen te creëren sinds de pandemie

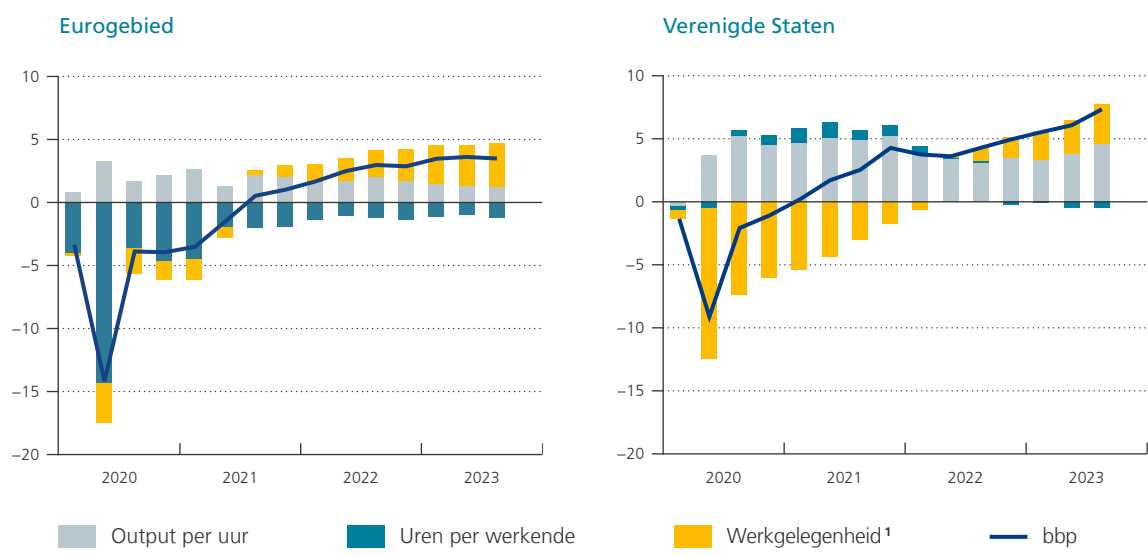
en de veerkracht van de werkgelegenheid was tevens een belangrijke verklarende factor voor de hogere groei in 2023 dan in het begin van het jaar werd verwacht. Op het hoogtepunt van de pandemie stelden de programma's van tijdelijke werkloosheid de ondernemingen immers in staat om slechts weinig personeel te ontslaan. Door de sterke opleving na COVID-19 steeg het tekort aan arbeidskrachten in een toenemend aantal bedrijfstakken. Dat zette de ondernemingen ertoe aan om hun personeel te behouden, ondanks de recente vertraging van de bedrijvigheid. In de VS hebben de werkgevers tijdens de COVID-19-golven op veel grotere schaal personeel ontslagen en hebben ze pas recenter in aanzienlijke mate personeel in dienst genomen. De arbeidsmarkten van de VS en het eurogebied waren het hele jaar lang zeer krap, maar volgens de meest recente cijfers zou het keerpunt in beide economieën bereikt kunnen zijn.

De groei van de arbeidsproductiviteit, gemeten aan de hand van de output per gewerkt uur, was daarentegen zwak bij deze opleving, met name in het eurogebied. In recente kwartalen nam de arbeidsproductiviteit er zelfs af. Zoals uiteengezet in Kader 1, kunnen een aantal structurele factoren

Grafiek 1.14

De opleving wordt ondersteund door een toename van de werkgelegenheid

(cumulatieve veranderingen sinds het vierde kwartaal van 2019, in %)



Bronnen: BEA, BLS, ECB, LSEG.
 1 Werkgelegenheid in personen.

de lage trendmatige productiviteitsgroei in het eurogebied verklaren. Een aanvullende verklarende factor is het verschijnsel van 'labour hoarding', dat meer uitgesproken was in het eurogebied. De industrie, waarvan het economisch gewicht groter is in het eurogebied dan in de VS, had de afgelopen jaren af te rekenen met productieverliezen als gevolg van verstoringen in de internationale toeleveringsketens in 2021 en 2022, de energiecrisis van 2022 (vooral een impact op energie-intensieve sectoren in Europa) en de wereldwijde verzwakking van de industriële productie in 2023 bij gebrek aan vraag. Toch waren de bedrijven in de industrie weinig geneigd om werknemers te ontslaan, uit vrees dat ze later op wervingsproblemen zouden stuiten tegen de achtergrond van de vergrijzing. Bijgevolg daalde de gemeten arbeidsproductiviteit in de industrie. Nieuwe arbeidsplaatsen kwamen dan weer vooral tot stand in de doorgaans minder productieve dienstensectoren.