



IS ER DAN TOCH MEER ECONOMISCHE GROEI? EEN MIRAKEL IN WORDING IN DRIE BEDRIJVEN.

Aan het begin van dit jaar waren de groeivoorzichten voor België en de hele eurozone niet zo hoog gespannen. Het leek eerder een herhaling van 2014 te worden: een beetje groei, maar niet veel, eerder een soort van stagnatie. Dit bleek ook uit de peilingen die de Europese Centrale Bank (ECB) driemaandelijks bij research desken van Europese banken en onderzoeksbureaus laat uitvoeren: 75% van de respondenten ging toen uit van een groei lager dan 1,5% en zelfs 40% verwachtte een groei onder de 1%. Die matige verwachtingen zijn de laatste twee maanden wat omgeslagen en de prognoses werden naar boven bijgesteld. Hiervoor kan je drie grote redenen opgeven, die elk weliswaar grotendeels buiten onze controle liggen. Voor België zijn deze factoren exogeen¹, een soort deus ex machina, maar de combinatie van die drie factoren zorgt er wel voor dat onze economie een behoorlijke duw in de rug kan krijgen en dat de malaise die de Europese economieën zo typeerde eindelijk doorbroken kan raken.

Eerste bedrijf: de Quantitative Easing van de ECB

Reeds in september 2014 hintte Mario Draghi, de voorzitter van de ECB, op een monetair beleid naar Amerikaanse leest en op 22 januari van dit jaar was het dan zover. De Quantitative Easing, het massaal opkopen van overheids- en andere obligaties, was goedgekeurd en werd aangekondigd. Hoewel verwacht, verraste het koopprogramma de markt met zijn grootte: meer dan één triljard euro zal worden uitgegeven tussen maart 2015 en september 2016 en dat bedrag kan nog groter worden wanneer tegen dan de inflatie niet naar de 2% toe tendeert. De bedoeling van het programma is om een waterval van rente- en risicopremieverlagingen te veroorzaken. De ECB wil dit doen door de rentes in de veilige activaklassen zoals overheidsobligaties zo sterk naar beneden te duwen, dat banken en andere investeerders uitwijken naar activaklassen die de economie direct kunnen steunen zoals bedrijfsleningen en -obligaties. De ECB wil met andere woorden een 'crowding out' veroorzaken uit veilige financiële activa. Ook de spaarder zal dit voelen, want een daling van de rente van alle 'veilige' producten leidt ook tot een daling van de depositorentes. De bedoeling is dan net dezelfde als bij overheidsobligaties: **de ECB wil niet alleen de investeerder**

¹ Toegegeven, op Europese schaal wordt het monetaire beleid niet van buitenaf opgelegd, maar wordt het bepaald door de economische situatie zelf. Het beleid is dus voor de eurozone op zich eigenlijk wel endogeen en niet exogeen, maar voor België, dat te klein is om het Europese gemiddelde te beïnvloeden, kunnen we zeggen dat het Europese rentebeleid wel van buitenaf wordt opgelegd.

aanzetten tot extra produceren, maar ook de consument aan zetten tot extra consumeren door het rendement van sparen zo laag te maken dat sparen onaantrekkelijk wordt.

Leidt deze rentedaling dan tot meer groei? Niet onmiddellijk, maar ze creëert wel de voorwaarden die een snellere groei mogelijk maken. Bedrijven investeren immers niet louter omdat de kost van kapitaal laag is maar wel omdat ze hun meerproductie denken te kunnen verkopen. Omgekeerd geldt wel dat, wanneer de rente laag staat, de kostprijs van een lening laag is en dat die leningkost de investering dan niet zal verhinderen.

Tweede bedrijf: de olieprijsdaling

Sinds juni 2014 is de dollarprijs van ruwe aardolie per vat met ongeveer 55% verminderd. In euro- termen spreken we nog altijd over een daling van 35%. Deze daling heeft een merkbare impact op de economie via zowel aanbod- als vraagfactoren. Bij een gelijk gebleven spaarvolume zullen gezinnen hun consumptie van niet-energetische producten kunnen verhogen aangezien een groter deel van het inkomen overblijft na consumptie van brandstofproducten. De bedrijven, die verantwoordelijk zijn voor iets meer dan 70% van de olieconsumptie in België, zullen dan weer hun kosten zien dalen en hun winsten zien stijgen. Hun rendabiliteit verhoogt dus en deze verhoging wordt nog versterkt als we rekening houden met de gestegen vraag van de gezinnen. Hierdoor zullen bedrijven dan eerder geneigd zijn om uitbreidingsinvesteringen te doen en de werkgelegenheid op te drijven. Het lage renteklimaat dat door de ECB met zijn QE beleid nog minstens 18 maanden bestendig wordt, gaat die extra investeringen daarenboven ook nog eens vergemakkelijken. Met andere woorden: de verschillende positieve factoren versterken elkaar. Wanneer we dan weer de olieprijsdaling in zijn isolement bekijken dan toont de onderstaande tabel de mate waarin **het Bruto Binnenlandse Product** na verloop van tijd verhoogt (dus cumulatief) door de olieprijsdaling. Grosso modo komt dit neer op een **stijging van ongeveer 0,26% per jaar**.

| | olieprijsdaling | Cumulatieve impact op BBP |
|--------|-----------------|---------------------------|
| Jaar 1 | 33% | 0,33% |
| Jaar 2 | 25% | 0,75% |
| Jaar 3 | 20% | 0,8% |

Bron: ECB, Belfius

Derde bedrijf: depreciatie van de euro

Een derde uitzonderlijke stimulans voor onze economie komt uit de dalende wisselkoers van de euro. Heel verrassend is deze stimulans eigenlijk niet, want hij werd expliciet gezocht door de ECB. Een van de bijbedoelingen van de QE en de dalende rente is immers om de kapitaalinstroom in de eurozone tegen te gaan. Een te grote instroom van buitenlands kapitaal maakt de koers van de euro immers duurder, waardoor de prijs van Europese

exportproducten toeneemt en die van importproducten in de eurozone daalt. Een te dure koers is met andere woorden schadelijk voor onze handelsbalans en voor de concurrentiële positie van onze bedrijven.

Door met behulp van de QE de rente en de risicopremies naar beneden te drukken, worden speculatieve kapitaalstromen tegengegaan, want deze zoeken hogere rendementen op. In de VS (onder andere) worden later op het jaar renteverhogingen verwacht, doordat men daar in een verschillende fase van de conjunctuercyclus zit: de speculatieve kapitaalstromen zullen dus eerder naar de VS stromen en daardoor de US dollar versterken en de euro verzwakken.

Welk effect zien we momenteel al? **Op minder dan één jaar tijd is de euro al met ongeveer 20% in waarde gedaald ten overstaan van de US dollar.** Dat was het gecombineerde effect van de verwachte invoer van de QE (die door marktparticipanten als zekerder werd beschouwd vanaf december 2014) en de hernieuwde problemen met Griekenland. Bekijken we echter de handelsgewogen wisselkoers², dan valt op dat de waardedaling van die handelsgewogen munt veel kleiner is. **Wanneer we Belgische handelsgewichten gebruiken, observeren we een daling van slechts een 3-tal procent.** Dit toont aan dat België voornamelijk uitvoert naar landen van de eurozone en dat de Verenigde Staten maar goed zijn voor een aandeel van afgerond 5% van onze (directe) export. Desalniettemin geeft ook die beperkte waardeverandering van de handelsgewogen munt toch een extra duwtje aan onze groei: onze export wordt goedkoper en importproducten worden duurder. Berekeningen van de ECB laten zien dat, **indien de depreciatie aanhoudt, ons BBP met 0,1% opgekrikt kan worden na 1 jaar.**

Conclusie

België, en met haar de eurozone, kenden vorig jaar al een herstel, maar dat herstel was fragiel en neigde toch sterk naar stagnatie. **In 2015 zijn een drietal externe factoren doorgebroken die de economische omgeving voor België positief beïnvloeden en die een extra duw kunnen geven aan onze groei: de quantitative easing die de ECB doorvoert, de daling van de dollarprijs van ruwe aardolie en de depreciatie van de euro.** Elk op zich beschouwd hebben deze drie factoren een beperkte invloed, maar doordat ze momenteel samen voorkomen vullen ze elkaar aan en versterken ze elkaar, en leiden ze samen tot hogere groeiverwachtingen.

Tot nu toe vinden we voor België evenwel nog geen confirmatie in de harde cijfers zoals groei van het BBP of daling van de werkloosheid, deels ook om dat die cijfers nog niet beschikbaar zijn. Het groeiende gezinsvertrouwen en geleidelijk aan ook het toenemende bedrijfsvertrouwen getuigen echter wel van een verbeterde economische omgeving. Wanneer we binnen de eurozone kijken waar wel al statistieken voor 2015 beschikbaar zijn, dan vinden we daar heel zeker een bevestiging van een sterker groeiverhaal: in Duitsland bijvoorbeeld stegen de kleinhandelsverkopen in de periode januari-februari geannualiseerd zelfs met bijna 12% ten overstaan van het laatste kwartaal van 2014.

Wanneer de consument massaal meer koopt, klaart ook de hemel op voor bedrijven.

² De handelsgewogen wisselkoers is de gemiddelde waarde van de euro ten overstaan van de munten van onze handelspartners, gewogen met het belang van deze handelspartners in onze export.