

## Economische ontwikkelingen in de eurozone

Wat volgt, is een beknopte (en vrij vertaalde) weergave van een recente toespraak van **Peter Praet**, lid van de directie van de Europese Centrale Bank (ECB). In de *'cursieve tekst'* leest u onze commentaar ter verduidelijking. Mochten bepaalde passages toch nog vragen oproepen, aarzel niet ze ons te stellen.

Peter Praet: "Het stevige tempo van de economische expansie toont duidelijk aan dat ons geldbeleid (*hiermee bedoelt hij o.a. het laag houden van de rente*) effectief heeft bijgedragen tot het beoogde inflatieniveau van net onder de 2% op middellange termijn. De inflatieontwikkelingen blijven echter gematigd en we zijn nog ver verwijderd van de criteria voor een duurzame aanpassing van de inflatietrend. In het algemeen blijft een ruime monetaire stimulans (*of goedkoop geld*) noodzakelijk voor een verdere opbouw van de inflatiedruk op middellange termijn." (*Hier alludeert hij dus o.a. op het verder laag houden van de rentevoeten de komende maanden.*)

### Sterke en breed gedragen economische expansie in de eurozone

"De meest recente economische gegevens en onderzoeksresultaten wezen eind vorig jaar op een **aanhoudende groeidynamiek**. De samengestelde inkoopmanagersindex (*de gekende bedrijfsenquêtes die het vertrouwen in de industrie en dienstensector meten*), die nauw samenhangt met de groei in de eurozone, is historisch hoog en ligt dicht bij het hoogtepunt van de afgelopen 12 jaar. De economische **vertrouwensindex van Eurostat schommelt rond het hoogste niveau sinds 17 jaar**. Toekomstgerichte componenten in deze enquêtes wijzen ook op een aantrekkende groei de komende kwartalen.

Het aanhoudende herstel leidde tot een **sterke toename van de werkgelegenheid**. Het aantal werknemers in de eurozone nam met bijna 7,5 miljoen toe sinds het dieptepunt van midden

2013. Dit betekent dat alle banen die tijdens de crisis verloren gingen, herwonnen zijn. Het werkloosheidscijfer bevindt zich nu op het laagste niveau in ongeveer 9 jaar en blijft dalen, en dit terwijl de arbeidsparticipatie ook toeneemt. Een positieve kentering.

De **groei van de werkgelegenheid**, in combinatie met een zeer geleidelijke stijging van de lonen, ondersteunt het beschikbare inkomen van de gezinnen, wat zorgt voor een **sterke consumptiedynamiek**. Die wordt bovendien ondersteund door gunstige kredietvoorwaarden bij de banken. Daarnaast merken we echter ook een opmerkelijke vooruitgang op het gebied van de afbouw van schulden.

Ook de **investeringsvooruitzichten** zijn positief. Enerzijds door de noodzaak om de kapitaalvoorraad (*bv. het machinepark*) na jaren van gematigde investeringen te moderniseren en anderzijds door de aantrekkelijke financieringsvoorwaarden (*bv. goedkope en makkelijk te verkrijgen investeringskredieten*), aangezien onze maatregelen doordrongen tot de financiële markten. Sinds de aankondiging ervan midden 2014 daalden de **bankkrediettarieven** voor niet-financiële vennootschappen in de eurozone met ongeveer 1,2% en die voor huishoudens met ongeveer 1,1%. De rente op zeer kleine leningen, de maatstaf voor leningen aan kleine en middelgrote ondernemingen (kmo's), daalde met ongeveer 2%. De aanzienlijke verbetering van de financieringsvoorwaarden voor kmo's is bijzonder bemoedigend, aangezien deze bedrijven 2/3 van de totale

werkgelegenheid in de privésector in de eurozone voor hun rekening nemen.

De kredietvolumes van de banken herstellen langzaam sinds begin 2014. Volgens het meest recente onderzoek over de financieringsmogelijkheden voor ondernemingen, in de periode april tot september 2017, zien kmo's in de eurozone verdere verbeteringen in de beschikbaarheid van bankleningen.

Tegen de achtergrond van deze aanzienlijke versoepeling van de kredietvoorwaarden is de **binnenlandse vraag** de belangrijkste pijler van de groei in de eurozone geworden, waardoor het herstel beter bestand is tegen overzeese ontwikkelingen. De versnelling van het conjuncturele momentum versterkt ons vertrouwen dat de inflatie onze inflatiedoelstelling van onder, maar dicht bij de 2% zal benaderen."

### Weliswaar lage inflatie

"Na 3 jaar op een niveau van ruim onder de 1%, met af en toe dalingen naar negatieve cijfers, steeg de inflatie in de eurozone tegen eind 2016 en schommelde ze sinds mei vorig jaar tussen 1,3 en 1,5%.

De komende maanden zullen de inflatiecijfers **waarschijnlijk rond de huidige niveaus blijven hangen**. (*Wie stabiele inflatie zegt, zegt meteen ook een langetermijnrente die structureel niet veel beweegt. Uiteraard kan de stijgende Amerikaanse rente deze in de eurozone mee naar boven beïnvloeden, maar niet in dezelfde mate.*)

De **zachte dynamiek van de lonen** is een belangrijk element om de prijsdruk (= *inflatie*) onder controle te houden. De loondynamiek wordt beïnvloed door veel factoren. Naast de zwakke groei van de **productiviteit** (bv. *de aankoop van betere machines maakt de productie goedkoper*) beperkt ook de arbeidsmarkt de loonstijging. Bij de beoordeling van de arbeidsmarkt is het belangrijk te kijken naar **breder metingen dan alleen het werkloosheidscijfer**. De zogenaamde '**U6-meting**' is een ruimere maatstaf. Naast de officiële werklozen worden bv. ook de werknemers bijgeteld die deeltijds werken en geen fulltime baan kunnen krijgen, en ook de actieve personen die niet actief op zoek zijn naar werk omdat ze bv. niet beschikbaar zijn om op korte termijn aan een nieuwe baan te beginnen of ontmoedigd zijn door een vruchteloze zoektocht naar werk. De U6-meting is met **17% van de beroepsbevolking** aanzienlijk hoger dan het werkloosheidscijfer." *(Dit cijfer verklaart de lage loongroei en onderdrukt nog altijd de globale consumptiekracht, waardoor bedrijven hun prijzen zeer moeilijk kunnen optrekken.)*

### Missie nog niet volbracht

"Met de geleidelijke ontwikkeling van de inflatie blijven **geduld en volharding** in ons monetair beleid vereist. *(Concreet vertalen we dit als het nog lang aanhouden van de lage kortetermijnrente en het feit dat de aankopen van obligaties (die de langetermijnrente laag houden) niet versneld zullen afgebouwd worden).* In het licht hiervan handhaafde de Raad van Bestuur in januari alle elementen van zijn soepele monetaire koers.

Voor de toekomst zal het monetaire beleid zich op een '**gegevens**'-gerichte en **tijdgebonden** manier ontwikkelen. *(Met gegevens of data verwijzen we naar de diverse economische cijfers, zoals groei, inflatie, werkloosheid, geldgroei enz.)*

Zodra de Raad van Bestuur van mening is dat aan de **3 criteria voor duurzame aanpassing** - convergentie (*richting de fameuze 2% inflatiedoelstelling*), vertrouwen (*van consumenten en ondernemers*) en veerkracht (*hoe reageert de groei op bv. externe gebeurtenissen, zoals de recente versterking van de euro*) - is voldaan, zullen de netto obligatie-aankopen overeenkomstig onze regels aflopen (*voorzien eind september 2018*).

Vanaf dat moment zal de ontwikkeling van de **inflatie afhankelijk blijven van herbeleggingen van obligaties** die voor langere tijd worden voortgezet en van de **beleidsrente** (*de kortetermijnrente*) die op het huidige niveau blijft, tot ver na het einde van onze netto activa-aankopen.

De voorraad langetermijnactiva (*o.a. de obligatieportefeuille aangekocht door de centrale bank*) op onze balans zal neerwaartse druk blijven uitoefenen op de langetermijnrente tot ver na het einde van onze netto aankopen.

Als de beleidsrente (*kortetermijnrente*) op het huidige niveau blijft, tot ver na het einde van onze netto aankopen, zal dit ertoe bijdragen **dat de rente van de korte en middellange looptijden zo lang als nodig onder controle wordt gehouden**, zodat de financiële voorwaarden consistent blijven met een duurzame aanpassing van de inflatie."

### Onze conclusie

Ook al verdubbelde de Duitse 10-jarige rente (van 0,31% midden december naar 0,67% op 28-02), in historisch perspectief blijft ze uiterst laag. We verwachten geen grote rentestijgingen in de eurozone, al kan de langetermijnrente wel wat verder aantrekken richting 1%. We zijn nog altijd geen koper van obligaties in euro met al te lange looptijden, evenmin van obligatiefondsen waarbij de looptijd constant is. We kiezen resoluut voor **ruim gediversifieerde actief beheerde obligatiefondsen** (naast euro, ook andere munten, bedrijfs- en groeilandobligaties), **waarbij de looptijden, het soort obligaties, de munten... actief beheerd worden** (bv. met afgeleide producten zorgt de beheerder voor een bescherming tegen rentestijgingen).

Aangezien Peter Praet vrij duidelijk is over het toekomstige beleid, zal de kortetermijnrente (bv. de depositorente of de rente die de banken vandaag betalen (0,4%) om overtollig kasgeld bij de centrale bank te deponeren) in 2018 negatief blijven, en wellicht ook nog geruime tijd in 2019. De rente op de spaarrekening zal dus niet toenemen. Wie veel geld parkeert op spaarrekeningen, verliest koopkracht (de Belgische inflatie steeg in februari met 1,48% t.o.v. een jaar geleden) en mist daarenboven opportuniteiten. Laat uw portefeuille daarom zeker eens screenen in uw kantoor, want voor ieders risicoappetijt bestaan er betere alternatieven dan uw geld passief op een spaarrekening te laten staan.

Jan Vergote - Head of Investment Strategy  
Belfius Bank & Verzekeringen