



Economische conjunctuur: een korte reis rond de wereld¹



Hans Bevers

Hoofdeconoom Bank Degroof Petercam

ABSTRACT

Persistently high inflation and aggressive monetary policy tightening seem set to cause a global recession. Central banks around the world have been raising interest rates this year with a degree of synchronicity not seen over the past five decades. Meanwhile, confidence among firms and households has fallen to depressed levels. The pace of monetary tightening will likely slow in the coming months. However, more forceful action might be required to dampen demand and drive inflation out of the economic system. Another risk is that higher interest rates cause problems in the financial system which then seep into the real economy.

The eurozone is suffering from the surge in energy prices, rising interest rates and weaker external demand. The question is not whether the region faces a recession, but rather how deep and how long it will last. And with inflation to stay uncomfortably high, the ECB will press on with tightening policy. The US economy will likely experience a milder recession in 2023, as rate hikes weigh on consumption and investment (particularly residential). Inflation may well fall back more rapidly than widely expected, opening the door for rate cuts again from late 2023 onwards. In China, despite greater policy stimulus, growth will remain depressed next year as the zero-COVID approach continues to weigh on activity, exports fall, and property construction fails to recover materially.

¹ Dit document biedt een beknopte samenvatting van de presentatie gegeven tijdens het Financieel Forum Kempen op 27 oktober.

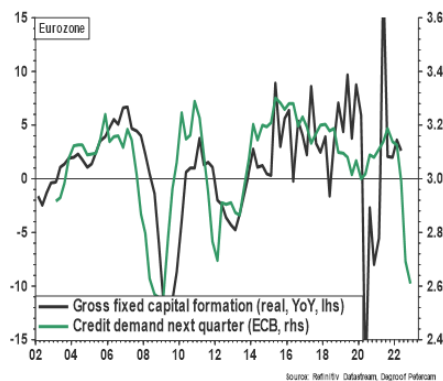
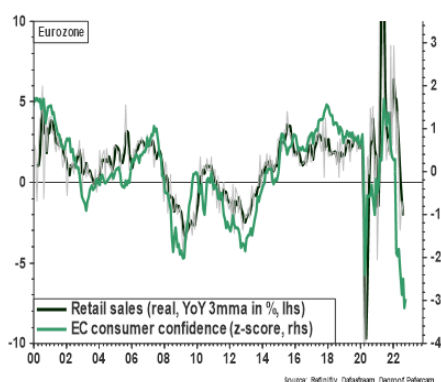


Eurozone: energiecrisis duwt economie in recessie maar ECB trekt rente verder op

Op het eerste gezicht lijkt Europa's situatie minder precair dan enkele maanden geleden. Hoewel Rusland de gasstroom naar Europa heeft verminderd met 80%, zijn de gasopslagplaatsen voor meer dan 90% gevuld dankzij de invoer van vloeibaar aardgas en het warme weer. De prijs van Europees gas is ongeveer 35% gedaald ten opzichte van medio september en meer dan 50% ten opzichte van de paniekperiode deze zomer. Daarmee zijn de problemen evenwel niet van de baan. Ten eerste blijven de prijzen fors hoger dan voor de pandemie. Ten tweede zou de Russische instroom volledig kunnen stoppen. In combinatie met koud weer of een hogere LNG-vraag vanuit Azië zou dat de prijzen weer hoger kunnen sturen. Bovendien wacht een uitdagende voorbereiding op de winter van 2023-2024 in een markt die waarschijnlijk krap zal blijven. Europese leiders hebben intussen met verschillende maatregelen gereageerd op de energiecrisis. Volgens de denktank Bruegel hebben Europese regeringen in een jaar tijd 573 miljard euro uitgegeven aan maatregelen om de energiefactuur te verlichten. Door de invoering van prijsplafonds en steunmaatregelen proberen beleidsmakers gezinnen en bedrijven te beschermen tegen de volledige impact van de hoge energieprijzen. Gericht en tijdelijke maatregelen om de financiële druk op de meest kwetsbare burgers en energie-intensieve bedrijven te verlichten, zijn zeker op zijn plaats. Echter, een onvoldoende discriminerend beleid zou de prikkels om energie te besparen verminderen, wat dan weer kan leiden tot hogere energieprijzen en een groter risico op tekorten.

Hoe dan ook, de economische vooruitzichten voor Europa zijn allesbehalve opbeurend. Voorlopende vertrouwensindicatoren wijzen op een economische krimp in de eurozone. Zowel gezinnen als bedrijven zijn somber gestemd. In de meeste landen blijven de lonen duidelijk achter op de ontwikkeling van het algemene prijspeil wat zich vertaalt in een verminderde koopkracht en afnemende consumptieappetijt. De huidige inflatie (meer dan 10%) ligt ver boven de loonstijging (ongeveer 4%), wat resulteert in een historische daling van het reële inkomen. Het vertrouwen van bedrijven zit in het slop, vooral door de hoge energieprijzen. Omdat het bij de huidige tarieven niet langer rendabel is, hebben sommige energie-intensieve bedrijven de sluiting van hun productiefaciliteiten aangekondigd. Daarnaast schatten bedrijven de toekomstige vraag voor hun producten en diensten lager in. Het is in deze context geen verrassing dat ook de vraag naar financiering voor investeringen daalt. De verwachte terugval van de consumptie- en bedrijfsactiviteit doet de vraag rijzen naar de impact op de arbeidsmarkt. Tot dusver hield de arbeidsmarkt goed stand: de werkgelegenheid steeg in het tweede kwartaal nog met 2,7% ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar, en de voornemens van bedrijven om personeel in dienst te nemen blijven vrij hoog. De daling van de werkloosheid 6,6% in september toont dat de arbeidsmarkt vooralsnog krap blijft. Deze sterkte zal allicht niet aanhouden in het licht van de nakende recessie. Voorlopende indicatoren wijzen op een (weliswaar kleine) toename van de werkloosheid.

Lower consumption, less investment

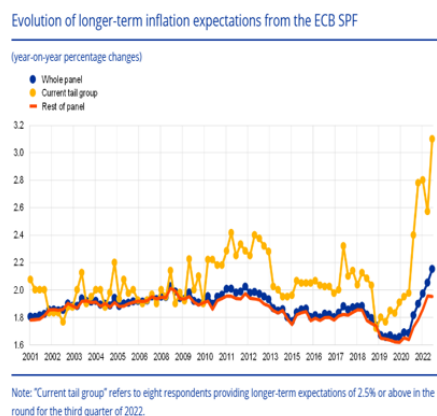


De inflatie bleef de afgelopen maanden stijgen (tot bijna 11% in oktober). Hoewel meer dan de helft van de prijsstijging wordt verklaard door de opgelopen energie- en voedselprijzen, is de onderliggende prijsdruk wel degelijk toegenomen. De kerninflatie bedroeg in oktober 5%. De uiterst ongewone omstandigheden van de voorbije twee jaar (gekenmerkt door verstoringen in de voorraadketens, steunmaatregelen van overheden, oorlog en een verstrakking van de monetaire politiek volgend op een periode van ongekend soepel geldbeleid) maken dat het vandaag moeilijk is om in te schatten hoe het inflatieplaatje zich de volgende maanden en kwartalen verder zal ontwikkelen. Zogenaamde basiseffecten zouden ervoor moeten zorgen dat de piek in de totale inflatie stilaan bereikt is. Maar op korte termijn zal de (onderliggende) inflatiedruk zo goed als zeker oncomfortabel hoog blijven. Daarbij komt nog dat nieuwe prijsschokken de inflatie zelfs verder de hoogte in zouden kunnen duwen.

Met een verwachte inflatie van gemiddeld bijna 7% in 2023 en een verwachte krimp van de economische activiteit bevindt de ECB zich in een weinig benijdenswaardige positie. Eind oktober verhoogde ze de depositorente van 0,75% naar 1,50% en daar zal het zeker niet bij blijven. Wel zal naar alle verwachting het tempo van de renteverhogingen afzwakken. Dit zou logisch zijn gezien de recente economische ontwikkelingen. Dit strookt ook met de communicatie van de ECB die zegt 'aanzienlijke vooruitgang te hebben geboekt bij het terugschroeven van de monetaire beleidsruimte'. Bovendien zei voorzitter Lagarde tijdens dat de Raad van Bestuur bij toekomstige rentebesluiten rekening zal moeten houden met de reeds doorgevoerde verstrakking van het beleid en met het tijdsverloop tussen een strakker monetair beleid en een lagere inflatie. Dit alles wijst erop dat de Bank het tempo van verstrakking vanaf nu zal vertragen: een verhoging met 50 basispunten in december lijkt nu waarschijnlijk. De aanhoudende hoge inflatiecijfers zullen een versoepeling van het

beleid echter verhinderen. Vermoedelijk zal de rente volgend jaar in mei een piek van 3% bereiken om vervolgens op dat niveau voor enige tijd te blijven kamperen. De onzekerheid hierrond is evenwel aanzienlijk. De ECB blijft tot nader order met veel ijver de inflatieverwachtingen van het publiek en financiële markten gadeslaan. Die laatsten schatten de gemiddelde inflatie op langere termijn nu net iets hoger in dan de 2% doelstelling. De instelling zal er alles aan doen om de inflatieverwachtingen ook bij gezinnen en bedrijven te temperen en op een blijvend laag niveau te verankeren.

Monitoring inflation expectations



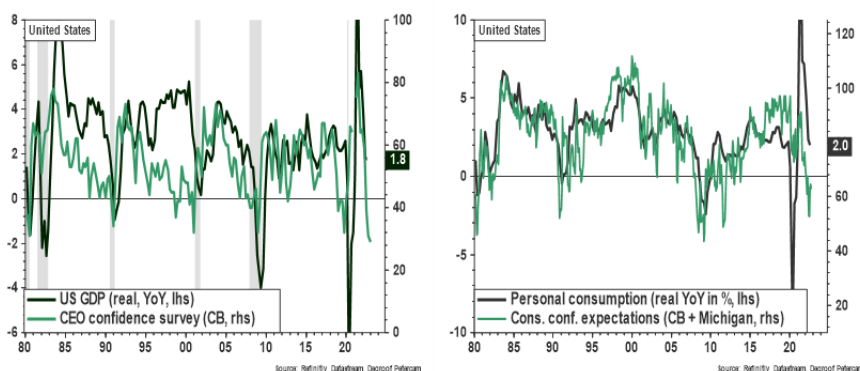
Verenigde Staten: moeilijke evenwichtsoefening voor de Fed die binnenkort zal pauzeren

De vrij sterke stijging van het bbp in het derde kwartaal, na twee opeenvolgende kwartalen van negatieve groei, was eigenlijk niet zo robuust als we de details ontleden. De expansie van 2,6% op jaarbasis was namelijk in grote mate te danken aan de netto-uitvoer. De export groeide sterk terwijl de import afnam na een sterke toename in de eerste jaarhelft naarmate de verstoringen in de voorraadketens verbeterden. Maar met een fors vertragende wereldeconomie en een alsmaar sterkere dollar duurt het waarschijnlijk niet lang vooraleer de export onder druk zal komen. Oplopende financieringskosten wegen intussen op de investeringen. De bedrijfsinvesteringen namen wel opnieuw toe in het derde kwartaal maar dat stond in fel contrast met de zware val in wooninvesteringen. De consumptie hield stand tijdens de zomer en ook de eerste signalen van oktober wijzen op een zekere veerkracht, al is de spaarquote met 3,4% wel opnieuw gezakt tot een zeer laag niveau en is het vertrouwen van gezinnen merkbaar gedaald ten opzichte van een jaar geleden. Veel zal op dit vlak bepaald worden door de evolutie op de arbeidsmarkt.

Hoewel de werkgelegenheids groei vertraagt, zijn er vandaag voorlopig amper tekenen van een significante afkoeling. Maar aangezien de verslechterende wereldeconomie binnenkort zal wegen op

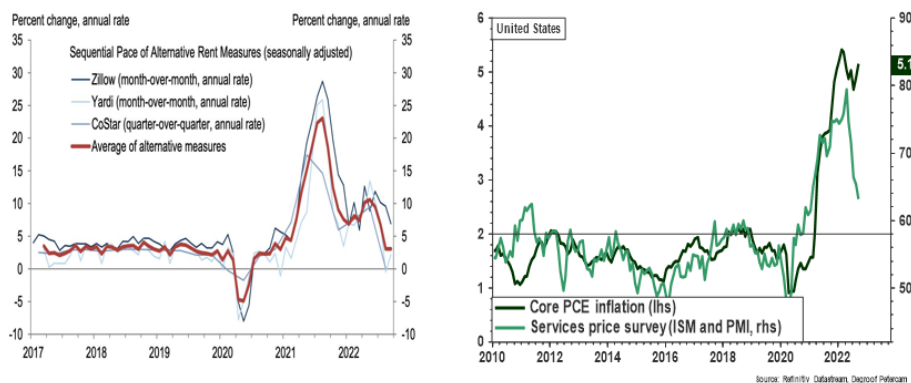
de export en de binnenlandse vraag wordt afgeremd door de stijgende rente en een daling van de huizenprijzen, lijkt het slechts een kwestie van tijd voordat de economische activiteit zal beginnen sputteren. Dat zal waarschijnlijk ook gepaard gaan met banenverlies en een stijging van de werkloosheid. Hoe sterk de Amerikaanse economie zal krimpen blijft voorlopig voer voor speculatie. Veel zal afhangen van hoe de inflatiedynamiek zich doorzet en hoe de Fed daar vervolgens op zal reageren. Voorlopig kunnen we uit een hele reeks vertrouwensindicatoren al vaststellen dat het sentiment bij gezinnen en bedrijven gedaald is tot op niveaus die consistent zijn met een op til zijnde contractie van de economie.

US companies and households strike a cautious tone



Het fors gedaalde vertrouwen kan in belangrijke mate toegeschreven worden aan de hoge inflatie. Ondanks de lichte daling na de piek in juni (9%) naar 8,2% blijft de inflatie veel te hoog. Toch zijn er verschillende elementen die de inflatie in de komende maanden kunnen en allicht zullen afzwakken. Deze omvatten de aanhoudende verbetering van de voorraadketens (zoals blijkt uit kortere levertijden in de industrie), lagere prijzen voor heel wat grondstoffen en productiemiddelen, en een vertraging van de vraag. Voorlopig bleef de kerninflatie in het derde kwartaal echter duidelijk te hoog. Met een stijging van tussen de 4 en 6% op jaarbasis ten opzichte van het tweede kwartaal (afhankelijk van welke maatstaf we analyseren), bevindt de onderliggende inflatiedruk zich op een niveau dat niet verzoenbaar is met de 2%-doelstelling van de Fed. De loonontwikkeling is traditioneel een belangrijke determinant van de kerninflatie. In de VS blijven de loonstijgingen te hoog (5-7% afhankelijk van de indicatoren) in vergelijking met de inflatiedoelstelling van 2%. Deze opwaartse druk op de lonen komt voort uit het tekort aan werknemers als gevolg van de sterke vraag na de covidcrisis. Vandaag zijn er voor elke werkzoekende bijna twee vacatures. Een andere factor die zwaar doorweegt zijn de fors gestegen kosten voor huisvesting die een gewicht hebben van maar liefst 40% in de korf die de kerninflatie meet.

Surveys suggest core inflation should come down



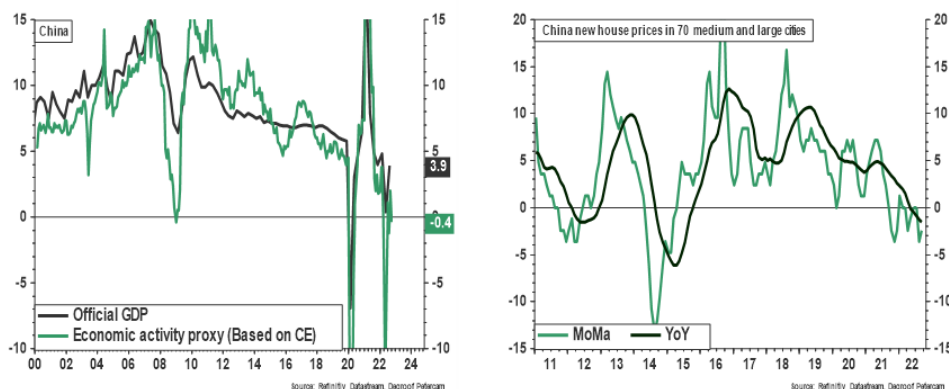
Zowel de prijzen voor huurders als voor huiseigenaars zijn de voorbije twee jaar fors gestegen. Het goede nieuws is dat deze intussen een duidelijk neerwaartse beweging hebben ingezet. Hoewel de manier waarop de kosten voor huisvesting worden verrekend impliceert dat de impact slechts met vertraging doorsijpelt in het kerninflatiecijfer, zou deze factor binnen afzienbare tijd significant moeten doorwegen op de onderliggende inflatiedruk. Ook andere prijsenquêtees suggereren dat de opwaartse prijsdruk meer en meer aan het matigen is. In combinatie met een verdere verzwakking van de economische dynamiek zou dit de Fed moeten toelaten om ergens begin volgend jaar een pauze in te lassen in haar cyclus van renteverhogingen. Tegen dan zal ze de beleidsrente naar alle waarschijnlijkheid hebben verhoogd tot omstreeks 5% (ten opzichte van 0,25 % begin 2022). De Fed blijft vandaag duidelijk maken dat ze uiterst waakzaam blijft voor de inflatieontwikkeling. Het tegendeel zou uiteraard verbazen. Powell benadrukte begin november dat het zeer voorbarig zou zijn om het verstrakkingsbeleid nu al te pauzeren. Dat neemt evenwel niet weg dat de afkoelende economie een piste legt richting een duidelijk afnemende inflatiedruk. Het zou zelfs niet verbazen mocht de Fed de rente opnieuw verlagen tegen het einde van 2023.

China: Xi verstevigt greep in moeilijke context getekend door covid en vastgoedproblemen

De COVID-crisis in China blijft maar aanslepen. Hoewel er dagelijks veel minder besmettingen worden vastgesteld dan op het hoogtepunt van de Omicron-golf, zijn de nieuwe gevallen geografisch wijd verspreid. Lokale lockdowns blijven schering en inslag en het aantal mensen in quarantaine is in oktober verdrievoudigd. Het risico om in quarantaine geplaatst te worden blijft wegen op het vertrouwen van gezinnen dat gezakt is tot het laagste peil in vier decennia. Er lijkt niet meteen veel hoop op fundamentele verbetering zolang zero-COVID in voege blijft. Het officiële BBP-cijfer veerde

in het derde kwartaal weliswaar op en liet een groei optekenen van 3,9% ten opzichte van een jaar eerder. De vraag is echter hoe geloofwaardig dit is. Een alternatieve maatstaf van consultant Capital Economics, die een beroep doet op acht onderliggende indicatoren, suggereert dat de economie niet groeide ten opzichte van een jaar eerder. Dit alles gebeurt tegen de achtergrond van de voortdurende malaise op de vastgoedmarkt. De bezorgdheid leeft nog steeds dat ontwikkelaars voorverkochte woningen niet zullen kunnen opleveren en dat de prijzen zullen blijven dalen. Intussen daalde de huizenverkoop in oktober naar een nieuw dieptepunt.

Economic activity has stalled, housing market in crisis mode



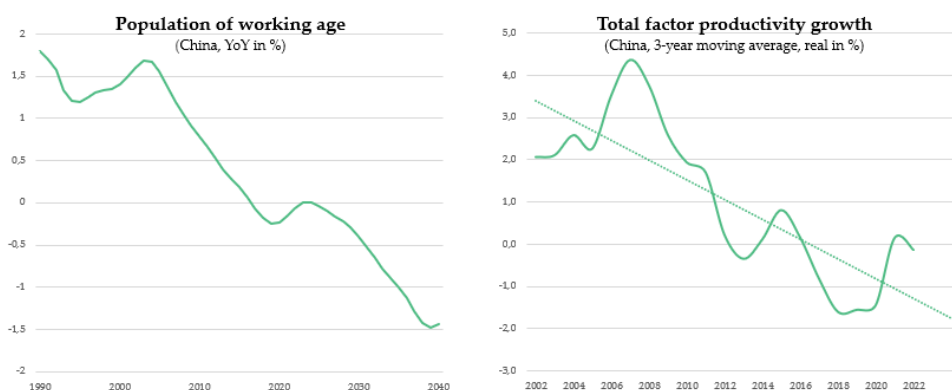
De Chinese vastgoedsector vormt door de liquiditeitsproblemen van projectontwikkelaars niet alleen een belangrijke conjuncturele uitdaging maar ook een structureel probleem. De vastgoedmarkt vertegenwoordigt maar liefst 25% van het Chinese bbp en was de voorbije decennia aantrekkingspool van veel schuldfinanciering. De bevestiging tijdens het 20^{ste} congres van de Communistische Partij dat huisvesting bedoeld is om in te wonen en niet om mee te speculeren, impliceert dat er geen grootschalige ondersteuning moet verwacht worden. Bijgevolg zal het stabiliseren van de markt en het herstellen van het vertrouwen van huizenkopers allicht slechts zeer geleidelijk evolueren.

Op het partijcongres legde president Xi Jinping daarnaast vooral de nadruk op de continuïteit van zijn beleid. In het licht van de economische ontwikkelingen en de toenemende geopolitieke risico's werden evenwel een aantal accenten gelegd. In grote lijnen komen die neer op een verdere verschuiving naar een staatsgeleide economie om enerzijds economisch meer zelfvoorzienend (minder afhankelijk) te worden en anderzijds om een betere herverdeling van inkomen en vermogen te bewerkstelligen. De aanduiding van Xi Jinping voor een derde termijn als partijvoorzitter is geen verrassing nadat vier jaar eerder de limiet op twee ambtstermijnen werd geschrapt. Het comité bestaat nu nog uitsluitend uit vertrouwelingen van Xi en breekt met de hervormingen sinds Deng

Xiaoping die een gezamenlijk leiderschap van verschillende strekkingen binnen de partij verdedigde. De huidige premier Li Keqiang, voorstander van marktgerichte hervormingen en particulier ondernemerschap, zal vervangen worden door Li Qiang die op de officiële partijlijn zit. Liu He, beschouwd als een belangrijke architect achter een groot deel van het recente economische beleid van China, zal vervangen worden door He Lifeng die een meer centraal geleide benadering van het economisch bestuur voorstaat.

Het principe van 'common prosperity' zal prioritair blijven. Gemeenschappelijke welvaart vereist twee componenten: groei om een stijging van het gezinsinkomen te kunnen opleveren en herverdeling om de welvaart tot alle lagen van de bevolking te laten doordringen. Wat betreft het bereiken van een meer gelijke verdeling van inkomen en rijkdom ligt een hervorming van het belastingsysteem binnen de verwachtingen. En de reguleringsgolf die vorig jaar onder andere de technologiesector (te grote concentratie van kapitaal) en het private buitenschoolse onderwijs (risico op ongelijkheid) heeft getroffen, kan ook in andere sectoren een weerslag vinden. Peking wil ook de economische vooruitgang bestendigen. In de periode 2010-2020 verdubbelde de levensstandaard in China. In 2020 werd een nieuwe doelstelling vooropgesteld om een nieuwe verdubbeling tegen 2035 te realiseren. Dat komt neer op een jaarlijkse groeivoet van ruim 4,5%. Hoewel dit ook na het partijcongres nog steeds de doelstelling blijft, wordt dit waarschijnlijk zeer moeilijk haalbaar gezien de dalende beroepsbevolking, de tanende productiviteitsgroei en de oplopende geopolitieke spanningen met de Verenigde Staten. Dat doet vele vragen rijzen over de toekomstige Chinese strategie ten aanzien van Taiwan en de impact op de wereldwijde bevoorrading van hoogwaardige computerchips.

Demographic headwinds and declining productivity growth



Source: Oxford Economics, Conference Board