

Op het vlak van inflatiecijfers haalt België het momenteel met vlag en wimpel van zijn partners in de eurozone. Mits enig cynisme mogen we zelfs stellen dat we hierdoor zelfs de beste leerling van de klas zijn geworden en dit dan nog wat betreft één van de belangrijke beleidsdoelstellingen van de Europese Centrale Bank. De ECB tracht immers al jaren via extreme maatregelen de neerwaartse prijsontwikkeling in de eurozone om te buigen in positieve inflatievooruitzichten, om ergens in de buurt van 2% op jaarbasis te kunnen landen. De meest recente inflatieverwachtingen voor Euroland duiden er momenteel op dat dit objectief binnen afzienbare tijd op gehaald zal worden na een jarenlange verbeterde strijd en bakken vol (vooral Duitse) kritiek over de aanpak.

Grafiek 1: Verwachte Inflatie eurozone (op 1 jaar en op 5 jaar)



Het behalen van dit beleidsobjectief was nochtans cruciaal en het was het inderdaad waard om dergelijke inspanningen te leveren. Op die manier wist de ECB immers hinderlijk uitstelgedrag bij de consument te vermijden en werd aan bedrijven de kans gegeven om hun investeringen in onderzoek en productinnovatie te recupereren. Dit laatste is vooral nuttig om als economisch blok je competitiviteit te bewaren door blijvend kwalitatief hoogstaande en vernieuwende producten aan te bieden op de wereldmarkten.

Niks mis mee, maar voor een goed begrip: Nu deze 2%-norm in zicht komt, is er ook geen reden om het *quantitative easing* proces nodeloos te verlengen tot in 2018. Paniek over een verregaande opstoot van de LT-rente (als gevolg van het abrupte stopzetten van de massale aankopen van Europese obligaties) is evenwel nog niet aan de orde. De LT-rente zal op termijn hoger gaan maar naar alle waarschijnlijkheid tegen een eerder gestaag tempo, net zoals ook de ontwikkeling van de kerninflatie in de eurozone momenteel geen enkele indicatie op enige ontarding inhoudt. Meer nog, enerzijds zullen de massaal aanwezige liquiditeiten op de balansen van de Europese banken en verzekeraars bij een hogere LT-rente vrij snel worden aangewend om obligaties aan te kopen, terwijl anderzijds de inflatieverwachtingen op langere termijn zelfs terug wat lijken af te zwakken. De rentetarieven op overheidsobligaties op lange termijn zijn de laatste dagen dan ook terug wat afgenomen, wat mogelijkterwijze deels ook in verband kan staan met minder ongunstige verkiezingspeilingen in diverse

staten van Euroland.

Grafiek 2: Recente evolutie LT-rente en verwachte inflatie in de eurozone



Op het eerste zicht lijkt België met zijn inflatie van (ongeveer) 3% een bakken van licht in de eurozone door als eerste en enige de doelstelling van de ECB op dit vlak daadwerkelijk te realiseren. Alleen tracht de ECB dit beleidsobjectief te bereiken door hogere inflatie uit te lokken via een toename van de consumptieve vraag en natuurlijk niet op basis van kosteninflatie, zoals momenteel in België, waar aan de stijgende energieprijzen rechtstreekse toegang wordt verleend tot de loonvorming en er zeer snel tweederonde-effecten zullen ontstaan waardoor loonstijgingen op hun beurt inflatie veroorzaken en uiteindelijk de competitiviteit van de economie wordt bedreigd.

Toch is ook hier enige nuancering op zijn plaats en moeten de verschillende inflatie-indices op een coherente wijze worden vergeleken.

Wanneer we ons toespitsen op de *algemene* Belgische en eurozone-ontwikkeling van de consumptieprijzen, dan valt de Belgische (wan)prestatie nog het meeste op met een vol procent verschil over het laatste jaar. Dit mag zomaar niet weggeblazen worden op basis van nog uit te voeren correcties voor energieprijzen en voedsel. Deze bewerkingen zijn weliswaar nuttig om de onderliggende trends waar te nemen, los van de erratische energie- en voedselprijzen, maar de algemene inflatie-index is wel diegene die de gemiddelde consument moet ondergaan aan de kassa van de supermarkt en de spaarder moet aftrekken van de zeer karige rentevergoeding.

Grafiek 3: Algemene inflatie in België en de eurozone



In beide gevallen maak je met de huidige prijsontwikkelingen in België weinig vrienden, vooral niet bij de laatstgenoemde groep. De consument zal echter - voor zover hij of zij een loontrekkende is - een deel van deze prijsstijgingen gecompenseerd zien door de automatische loonindexatie. Vandaar dat we ook niet onmiddellijk voedselrellen in de Belgische steden verwachten (of enige politieke interesse voor dit onderwerp).

Maar in de algemene inflatie-indicatoren valt onmiddellijk een zeer specifieke, typisch Belgische ontwikkeling op, met name dat de prijsindex hier al vanaf het eerste kwartaal van 2015 zijn spurt heeft ingezet, terwijl dit in de eurozone pas vanaf de tweede helft van 2016 wordt vastgesteld. De verklaring hiervoor is snel gevonden: Ook de energieprijzen zetten immers in België hun klim meer dan een jaar vroeger in dan de rest van de eurozone. Vanzelfsprekend zijn een aantal zeer specifieke maatregelen in de Belgische energiemarkt niet vreemd aan deze eigenzinnige beweging.

Grafiek 4: Evolutie van de energieprijzen in België en de eurozone



De meest negatieve impact van een dergelijk gedrag zal zich echter op middellange termijn laten gevoelen en heeft te maken met de combinatie van de zeer typische Belgische gezondheidsindex en de automatische doorrekening hiervan in de lonen van werknemers. Bij de berekening van deze inflatie-index wordt weliswaar (ondermeer) gecorrigeerd voor benzine- en dieselprijzen, maar dat is slechts een beperkt deel van de totale energiefactuur. Op die manier sijpelen niet alleen de tweederonde-effecten van toenemende energieprijzen met enige vertraging door, zoals in de buurlanden maar zal de energieprijzen versneld en ongehinderd zijn weg vinden in de Belgische looninflatie. Dit geldt vanzelfsprekend ook voor neerwaartse bewegingen van de energieprijzen maar een dergelijke context is eerder uitzonderlijk.

Het debat over de voor- en nadelen van de automatische loonindexatie is anderzijds een huis met vele kamers, maar een belangrijk nadeel is alleszins dat in de huidige omstandigheden onze competitieve situatie (nog) meer onder druk komt te staan. De meeste eurozonepartners richten zich immers meer op kerninflatie bij de bepaling van hun loonvorming, zodat energieprijzen hierin veel minder snel zullen doorsijpelen.

Een voordeel van automatische indexatie bestaat dan weer uit haar voorspelbaarheid maar dat gaat nu grotendeels verloren in de context van volatiele energieprijzen waardoor het voor investeerders in de Belgische industrie erg moeilijk wordt om de toekomstige loonkosten accuraat in te schatten.

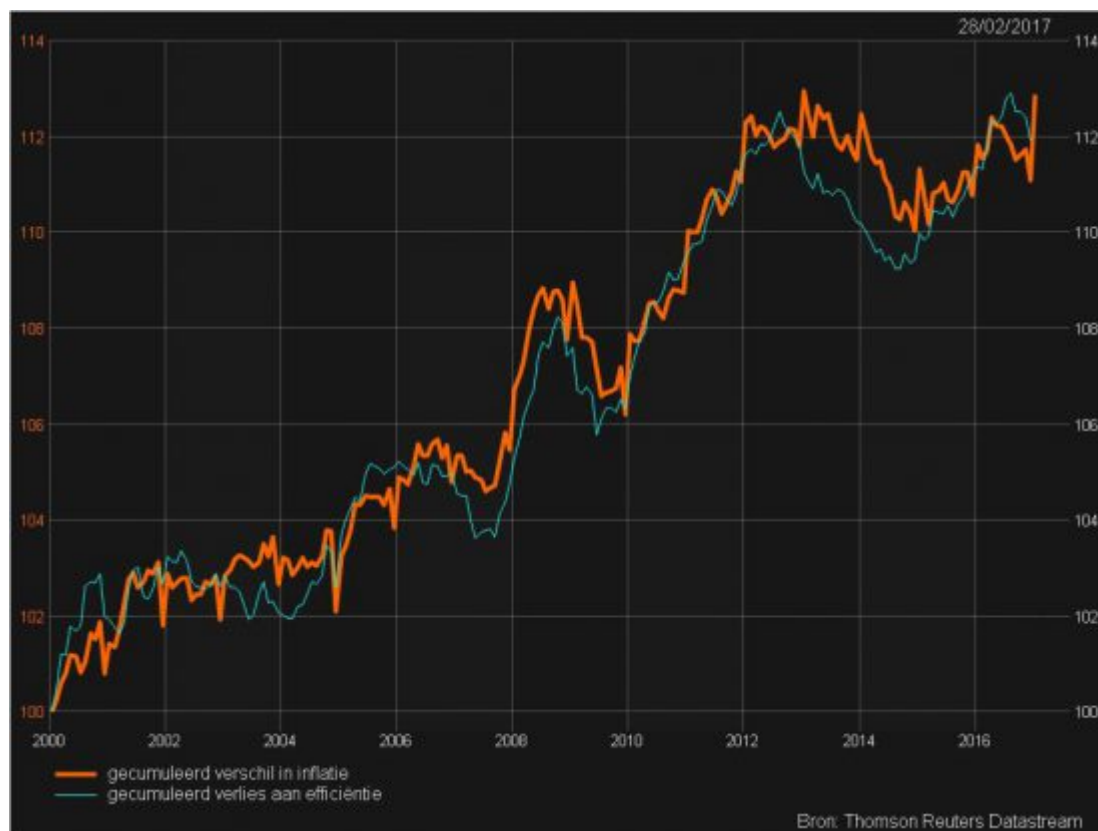
Ook de volgende sombere noot mag hierbij niet ontbreken. In het verleden kon men immers vaststellen dat een beweging van de olieprijs zich slechts met een vertraging van een zestal maanden doorzet in de Belgische inflatie. Dit betekent dat de recente toename van de koers van de zwarte smurrie nog maar op beperkte wijze zijn stempel heeft gedrukt op de Belgische consumptieprijs. Dat belooft ...

Hoe dan ook lijkt ons de manier waarop de gezondheidsindex wordt berekend eerder problematisch dan de automatische verrekening hiervan in de lonen. Vermits er slechts in beperkte mate wordt gecorrigeerd voor de toename van de energiekosten dreigt er immers een onevenwichtige positie te ontstaan waarbij de overheid (inclusief de gemeenten) er

baat bij heeft om deze prijzen naar boven te zien evolueren en zullen werknemersorganisaties hier niet direct een onoverkomelijk nadeel in zien vermits enerzijds het overgrote deel hiervan wordt gecompenseerd door loonstijgingen en hierdoor anderzijds pijnlijke besparingsmaatregelen om 's lands begroting recht te trekken, vermeden worden.

Een begrijpelijke houding die echter onze competitiviteit op middellange termijn stelselmatig ondergraaft. Het gecumuleerde verschil sinds de invoering van de euro tussen de Belgische gezondheidsindex en de Europese kerninflatie bedraagt zo'n 10%. Met Duitsland bedraagt dit verschil al ruim 13%. Wanneer we nu, als maatstaf voor de efficiëntiegraad van onze productie in Europees verband (en dus ook als lakmoestest voor de houdbaarheid van onze tewerkstelling), de ontwikkeling van de reële effectieve wisselkoers van België vergelijken met Duitsland dan valt op dat over deze periode onze competitieve achteruitgang ten opzichte van onze oosterbuur 100% overeenstemt met het gecumuleerde verschil tussen de Belgische gezondheidsinflatie en de Duitse kerninflatie. Eerder dan een politiek gevoelige discussie over het automatisme van de doorrekening van de inflatie, lijkt ons daarom een discussie over de precieze berekening hiervan aangewezen.

Grafiek 5: Efficiëntiegraad Belgische economie in vergelijking met Duitsland



Moest u nu hieruit concluderen dat we er een sombere visie op na houden wat betreft de toekomst van de Belgische beursgenoteerde bedrijven, dan hebt u zich in ons vergist.

Integendeel, de Belgische bedrijven die in een dergelijke context overleefden hebben in het verleden een zeer zware efficiëntietest moeten doorstaan en kunnen vandaar rekenen op een zeer competitieve positionering. Vandaar de positieve ontwikkelingen van de (verwachte) Belgische bedrijfsresultaten.

Grafiek 6: Verwachte evolutie van de bedrijfsresultaten in diverse Europese landen



Intussen draait de rest van de wereld gewoon verder door, met een aantal belangrijke indicatoren in de VS, zoals ISM-industrie op 01-03 en salariscijfers op 03-03. Een zeer sterke lezing van beide indicatoren kan de Fed er alsnog toe bewegen om haar rentebeleid op 15-03 naar boven bij te sturen, al wordt de kans hierop erg laag ingeschat. We verwachten wel een bijzondere krachtige conjunctuuropstoot die af te lezen zal zijn uit de ISM-cijfers maar die zich nog onvoldoende zullen vertalen in inflatie-indicatoren (zoals de groeivoet van salarissen). Ook in China verschijnen kortelings de cijfers uit het Caixinrapport. Wij blikken traditioneel wat vooruit op deze cijfers op basis van de vooruitlopende statistieken over het vrachtvervoer. Zo kunt u meteen morgen al zien of wij er vandaag ver naast zaten ...

Grafiek 7: Caixin-rapport en vrachtvervoer (als voorspellende indicator)

