

Verklarende factoren voor de groeivertraging in de opkomende economieën

K. Buysse
E. Vincent

Inleiding

Het afgelopen decennium lieten de opkomende markteconomieën een indrukwekkende groei optekenen. Daardoor is hun aandeel in het mondiale bbp (uitgedrukt in koopkrachtpariteiten) toegenomen van 32 % in 2000 tot 44 % in 2014, terwijl dat van de geavanceerde economieën tijdens dezelfde periode terugliep van 59 % tot 46 %. Tegelijkertijd is de eenzijdige beïnvloeding door de geavanceerde economieën geleidelijk afgenomen, wat erop wijst dat de onderlinge afhankelijkheid tussen de opkomende landen en de geavanceerde economieën steeds meer in twee richtingen werkt (Buelens, 2013). De grote verliezen van medio augustus op de aandelenmarkten van de geavanceerde economieën, als gevolg van twijfels over de sterkte van de Chinese economie, zijn een andere aanwijzing voor de verandering van die onderlinge afhankelijkheid.

De laatste jaren is de groei in de opkomende landen gemiddeld genomen echter aanzienlijk afgenomen en de verwachting is dat hij ook in de toekomst zwak blijft. Hoewel conjuncturele factoren – zoals de krappe externe financiële condities en de geringe mondiale vraag – een rol spelen in dit proces, lijkt de vertraging ten dele een lagere potentiële groei te weerspiegelen en is ze dus duurzamer van aard. Aangezien de opkomende landen nu een groter gedeelte van de mondiale economie vertegenwoordigen, zal een langduriger vertraging ernstiger gevolgen hebben dan in het verleden. Hier en

daar wordt geopperd dat ze zelfs zou kunnen leiden tot een zogenoemde 'nieuwe middelmatigheid', een periode van gematigde groei voor de wereldeconomie.

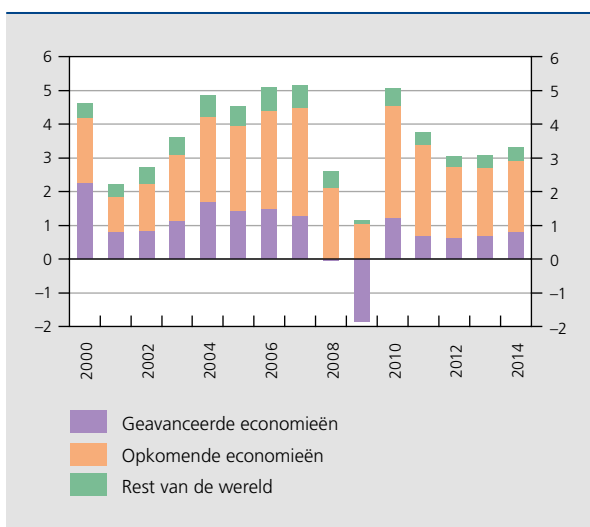
Dit artikel belicht verschillende structurele factoren die een verklaring kunnen bieden voor de gelijktijdige vertraging van de opkomende landen, alsook voor de meer gematigde groeivoorzichten. Deze factoren zijn niet voor alle regio's identiek, maar verlopen wel synchroon. Na een beknopt overzicht van een aantal gestileerde feiten over de voorbije groeieresultaten van de opkomende landen en de effecten daarvan op de rest van de wereld, start het artikel met een paragraaf over de herbalancering van de groei in China, de grootste en snelst groeiende opkomende markteconomie tijdens de afgelopen decennia. De geleidelijke vertraging van de indrukwekkende Chinese groei sinds 2011 oefent reeds een aanzienlijk effect uit, zowel op de andere opkomende landen als op de geavanceerde economieën. De recente daling van de grondstoffenprijzen is bijvoorbeeld ten dele toe te schrijven aan de ontwikkelingen in China, dat een van 's werelds grootste verbruikers van metalen en olie geworden is. In de volgende sectie wordt aandacht besteed aan de gevolgen van de excessieve schuldbouw door de private sector van de Centraal- en Oost-Europese landen in de aanloop naar de crisis. Niettegenstaande de specifieke kenmerken van de op- en neergang van de kredietcyclus in deze regio, zouden opkomende markteconomieën in andere regio's, die de afgelopen jaren verder schulden hebben opgebouwd, in de toekomst met soortgelijke problemen kunnen worden geconfronteerd. De daaropvolgende sectie bestudeert de tendensen in de mondiale waardeketens. Er lijkt een einde te zijn gekomen aan de verlenging van deze ketens, wat heeft bijgedragen tot een vertraging van de groei

van het handelsverkeer ten opzichte van die van het bbp. Vervolgens worden in het artikel twee factoren belicht die meer op middellange termijn een rol zullen spelen, namelijk de middeninkomensval – een langdurige periode van lage groei na een periode van hoge groei, hoofdzakelijk toe te schrijven aan een vertraging van de productiviteitsstijging – en het geleidelijk verdwijnen van het demografisch dividend in sommige opkomende markteconomieën. De laatste paragraaf bevat de conclusies.

1. Enkele gestileerde feiten

Als gevolg van de indrukwekkende groei van de opkomende landen tijdens het afgelopen decennium, is hun aandeel in de mondiale economie sinds 2000 met meer dan 10 procentpunt toegenomen. Meerdere jaren op rij hebben ze eveneens de grootste bijdrage geleverd aan de mondiale groei (zie grafiek 1). Op de piekmomenten van hun indrukwekkend groeitraject in 2007 en 2010, beliep de bijdrage van de opkomende landen aan de mondiale groei ruwweg 3,3 procentpunt, of 2 procentpunt meer dan die van de geavanceerde economieën. Vooral in de nasleep van de crisis konden de opkomende landen veel betere resultaten voorleggen dan de geavanceerde economieën. De Chinese overheid startte met een budgetair en monetair stimuleringsprogramma op ongekende schaal, dat ook een impuls gaf aan de grondstoffenprijzen. In combinatie met een soepel macro-economisch beleid in veel andere opkomende economieën en overvloedige mondiale liquiditeit, leidde dit tot een spectaculair herstel

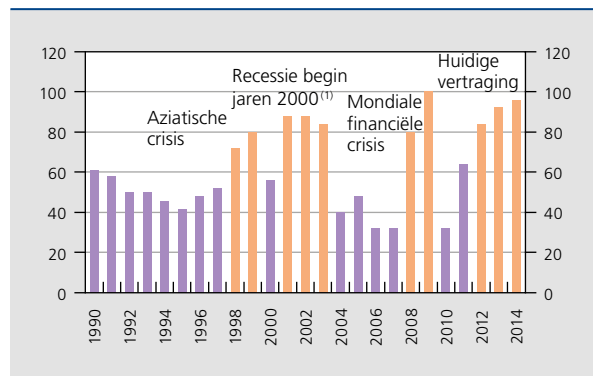
GRAFIEK 1 BIJDRAGE VAN DE OPKOMENDE ECONOMIEËN TOT DE MONDIALE GROEI (in procentpunt)



Bron: IMF.

GRAFIEK 2 GELIJKTIJDIGE VERTRAGING IN DE OPKOMENDE ECONOMIEËN

(% van de opkomende economieën met een vertraging van de reële bbp-groei)



Bron: IMF Spillover report (2014).

De oranje staafjes geven aan dat meer dan 70% van de landen uit het staal werden geconfronteerd met een groeivertraging.

(1) Omvat de dotcomzeepbel, de aanslagen van 11 september en de crisissen in Argentinië, Brazilië en Turkije.

van de groei in de opkomende landen. Deze snelle heropleving na de financiële crisis leidde tot de al te optimistische zienswijze dat de opkomende landen zich 'loskoppelden' ⁽¹⁾ van de geavanceerde economieën.

Sinds 2011 is de bedrijvigheid in de opkomende landen echter geleidelijk vertraagd. Het keerpunt is blijkbaar het besluit van de Chinese overheid geweest om haar stimuleringsprogramma terug te schroeven, als reactie op signalen over ontluikende kwetsbaarheden, op een ogenblik dat de vraag zich in de ontwikkelde economieën nog niet had hersteld. Anders dan in voorgaande periodes, lijkt deze vertraging dus niet te zijn uitgelokt door een of meer specifieke crisisgebeurtenissen, zoals de Aziatische crisis in 1998, de dotcomcrisis in 2001 of de mondiale financiële crisis in 2007. Bovendien wordt de huidige vertraging gekenmerkt door een geleidelijk en zeer synchroon verloop, aangezien ze bijna alle opkomende landen op hetzelfde ogenblik treft (zie grafiek 2). Daar structurele factoren een rol spelen naast meer conjunctuurgebonden elementen, zal de groei naar verwachting lager blijven op middellange termijn. Die verwachtingen gaan gepaard met neerwaartse bijstellingen van de ramingen voor de potentiële groei. Zo heeft het IMF (2015d) bijvoorbeeld geraamd dat de potentiële groei in de zes belangrijkste opkomende economieën (Brazilië, China, India, Rusland, Turkije en Mexico) is teruggelopen van gemiddeld 7,5% in 2006-2007 tot 5,5% in 2013-2014.

(1) Zie bijvoorbeeld 'Resilience in emerging market and developing economies: will it last?', IMF, *World Economic Outlook* 2012, hoofdstuk 4 en 'Uncoupling Asia: Myth and reality', Asian Development Bank (2007), Asian Development Outlook.

Gelet op het toenemende aandeel van de opkomende landen in de mondiale economie tijdens het voorbije decennium, zou een aanhoudende vertraging van de groei in de opkomende markteconomieën aanzienlijke gevolgen kunnen hebben voor de rest van de wereld. Indien de groeivertraging zich alleen in enkele meer kwetsbare opkomende landen zou voordoen, zouden de gevolgen voor de mondiale groei wellicht beperkt blijven. Een meer algemene vertraging, zoals we die nu meemaken, heeft waarschijnlijk echter een grotere impact.

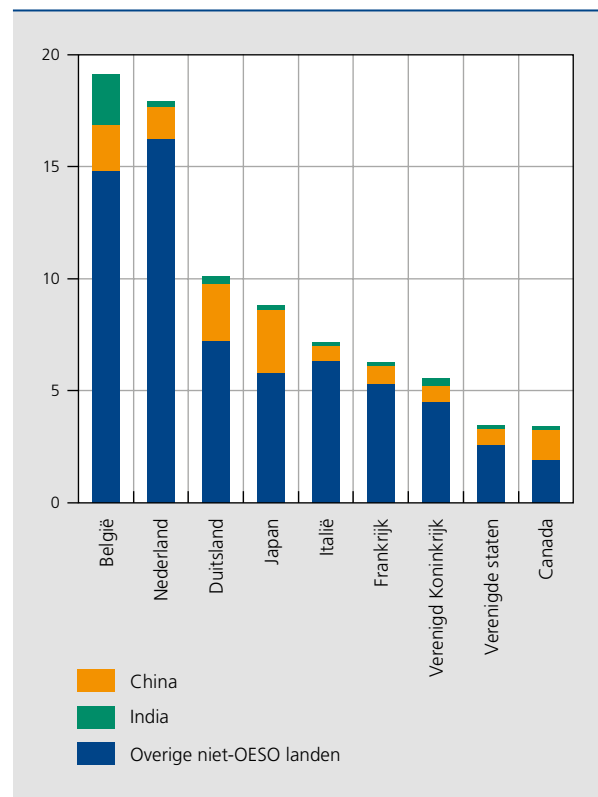
Zowel het IMF als de OESO heeft onderzocht welk effect een bepaalde vertraging in de opkomende landen zou uitoefenen op de geavanceerde landen. Volgens een analyse van het IMF van 2014 zou een groeischok van 1% in de opkomende landen de groei in de geavanceerde economieën drukken met 0,2 procentpunt over een jaar. Een onderzoek van de OESO (2014) wees uit dat een vertraging van de groei in landen buiten de OESO met 2 procentpunt de groei in de landen met hoge inkomens (i.e. een selectie van OESO-landen) negatief zou beïnvloeden naar rata van gemiddeld zowat 2/3 procentpunt.

De ontwikkelingen in China, een van de belangrijkste groeimotoren van de opkomende landen tijdens het afgelopen decennium, hebben een zeer grote invloed, zowel op de opkomende als op de geavanceerde economieën. De effecten van de herbalancering van de Chinese economie naar tragere, maar duurzamere groei, zijn immers al merkbaar, en ze komen zowel tot uiting in de groei van de belangrijkste handelspartners van het land, als in de grondstoffenmarkten.

Een vertraging van de opkomende landen heeft een effect op de andere economieën via verschillende kanalen. Als gevolg van de toegenomen handelsintegratie is dit een eerste belangrijk kanaal van beïnvloeding. De huidige zwakte van de mondiale handel is in belangrijke mate het resultaat van de vertraging in de opkomende landen, met inbegrip van de afnemende vraag vanuit China. Volgens een analyse van de OESO vertegenwoordigt de bruto-uitvoer naar afzonderlijke opkomende landen voor de meeste rijke landen minder dan 2% bbp. De bruto-uitvoer naar de niet-OESO-economieën als geheel maakt bijna 20% van het bbp uit voor een aantal open rijke economieën, zoals België en Nederland, en 7-10% voor industriële uitvoerders als Duitsland, Italië en Japan.

Ten tweede kunnen de opkomende landen, die ondertussen de grootste verbruikers van grondstoffen zijn, een aanzienlijke invloed hebben op de grondstoffenprijzen. De huidige vertraging in de opkomende landen ligt gedeeltelijk ten grondslag aan de scherpe daling van de grondstoffenprijzen sinds medio 2014, met uiteenlopende effecten

GRAFIEK 3 HANDELSBLOOTSTELLING VAN EEN SELECTIE VAN OESO-LANDEN AAN NIET-OESO-LANDEN
(bruto-uitvoer in % bbp, 2013)



Bron: OESO.

op importeurs en exporteurs. Overloopeffecten via het financiële kanaal blijven beperkt hoewel de financiële onrust in de opkomende landen via vertrouwenseffecten ook de risico-aversie van de beleggers in de landen met hoge inkomens kan aanwakkeren en er zo de activaprijzen kan drukken.

2. Een nieuw groeimodel in China

Sinds 2011 is de groei in China afgenomen. In deze paragraaf worden de factoren achter deze ontwikkeling en de overloopeffecten naar andere economieën onderzocht.

Door de indrukwekkende economische ontwikkeling tijdens de voorbije drie decennia, is China uitgegroeid tot de op een na grootste economie, na de Verenigde Staten. Gedurende nagenoeg 30 jaar beliep de groei, geschraagd door de uitvoer en de investeringen in de industrie, tot voor kort zowat 10% per jaar. Met de tijd zijn de twijfels over de houdbaarheid van dit op producenten berustende en exportgeoriënteerde groeimodel echter toegenomen, naarmate steeds grotere economische

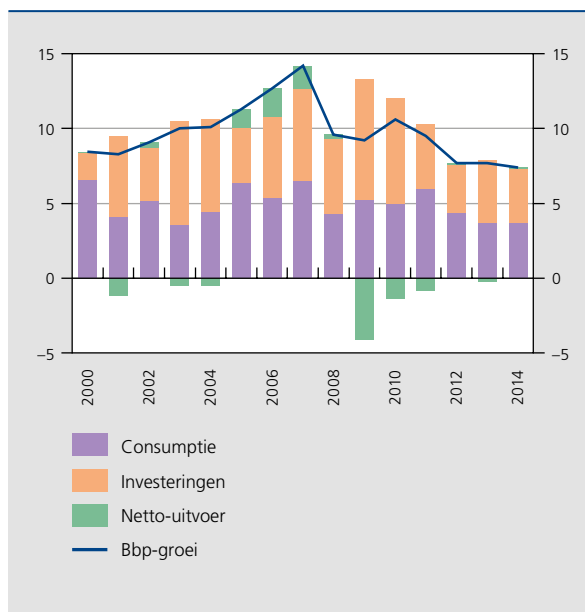
onevenwichtigheden ontstonden, die de beperkingen van deze groeistrategie blootlegden. Deze beperkingen omvatten een zeer groot aandeel van steeds minder doeltreffende investeringen in het bbp ten nadele van de consumptie, de afhankelijkheid van overheidsbedrijven met een te kleine private sector, een naar verhouding onderontwikkelde dienstensector (vooral de sociale diensten, gezondheidszorg, financiële en zakelijke dienstverlening), een streng gecontroleerde financiële sector, toenemende inkomensongelijkheid, een energie-intensieve economische structuur en stijgende druk op de natuurlijke hulpbronnen.

Ondanks groeiende twijfels werd de op investeringen berustende strategie doorgezet en zelfs versterkt via een grootschalig budgettaire en monetair stimuleringsprogramma in de nasleep van de mondiale financiële crisis, teneinde een sterke groeivertraging als gevolg van de ineenstorting van de exportmarkten te vermijden. De stimulusmaatregelen werden ten uitvoer gelegd door de lokale overheid en de banksector, die grotendeels in handen is van de overheid. Dit leidde tot een snelle groei van de investeringen, voornamelijk in infrastructuur en vastgoed, onder impuls van een sterke kredietgroei. De daaropvolgende jaren werd het programma teruggeschroefd, aangezien het had geleid tot een zeepbel in de vastgoedmarkt, de opbouw van schulden bij de lagere overheid en de bedrijven en het plotse ontstaan van een grotendeels ongecontroleerde schaduwbanksector. Dit versterkte de onevenwichtigheden en kwetsbaarheden die gepaard gingen met het oude groeimodel.

Tegen de achtergrond van die ontwikkelingen zijn de belangrijkste Chinese regeringsfunctionarissen en internationale instellingen het erover eens geworden dat de transitie naar een gematigder, maar meer evenwichtige groei noodzakelijk is. Met die doelstelling voor ogen heeft het derde partijplenum⁽¹⁾ in China een uitgebreide hervormingsblauwdruk voor een nieuw groeimodel goedgekeurd. In dit model worden de dienstensectoren, innovatieve ondernemingen, infrastructuurontwikkeling en de groene economie de belangrijkste groeimotoren. De noodzakelijke reallocatie van middelen zal worden bereikt door een toegenomen beroep op de markten, met inbegrip van meer marktgestuurde prijsvorming, het wegwerken van toegangsbelemmeringen in veel sectoren en gelijkere concurrentievoorwaarden voor marktdeelnemers buiten de overheidssector. Er zal ook ruim aandacht worden besteed aan de verbetering van de sociale zekerheid

(1) Het derde plenum is de derde plenaire vergadering van het Centraal Comité van de Communistische Partij in een cyclus van vijf jaar, aangezien de leden van het Centraal Comité voor een termijn van vijf jaar worden aangesteld. Deze vergadering is belangrijk omdat de nieuwe leiders hun blauwdruk voor de economische en politieke hervormingen voor de komende vijf jaar voorstellen.

GRAFIEK 4 UITSPLITSING VAN DE BBP-GROEI
(in procentpunt, tenzij anders vermeld)



Bron: CEIC.

als middel ter bevordering van de consumptie en het behoud van de sociale vrede.

De voorlopige balans van de vooruitgang met betrekking tot de herbalancering van de economie is gemengd. De economische groei vertraagt sinds 2011, hoofdzakelijk als gevolg van een geringere toename van de investeringen, terwijl de groei van de consumptie min of meer stabiel blijft. Zowat 80% van de totale investeringen is terug te voeren op drie grote sectoren: de vastgoedsector (1/4), investeringen in infrastructuur (1/4) en de verwerkende industrie (1/3). In elk van deze gebieden zijn er tekenen van vertraging, als gevolg van beleidsmaatregelen ter bestrijding van de kwetsbaarheden, namelijk overcapaciteit in verschillende industriële sectoren (vooral de zware industrie) en in sommige segmenten van de huizenmarkt. Door het aanhoudende urbanisatieproces in China zal de vraag naar investeringen in huisvesting en infrastructuur echter krachtig blijven.

In vergelijking met andere opkomende landen berust de vraag in China in zeer hoge mate op de investeringen, en veel minder op de particuliere consumptie. Tussen 2008 en 2014 beliep het aandeel van de investeringen in het bbp in China gemiddeld 45%, tegen iets meer dan 30% in India en Indonesië, en veel minder hoge waarden rond 20% in de andere belangrijke opkomende economieën. Het cijfer voor China is echter enigszins vertekend, aangezien dit het enige land was waar het aandeel van

de investeringen tijdens de beschouwde periode toenam, als gevolg van de eerder vermelde reactie van de overheid op de mondiale financiële crisis. Tijdens dezelfde periode beliep het aandeel van de particuliere consumptie in het bbp gemiddeld slechts 36 % in China, tegen 50 % of meer in de andere opkomende economieën. Dat is onder meer toe te schrijven aan de hoge spaarquote van de huishoudens in China, die gedurende deze periode stabiel bleef op ongeveer 25 %. Dit weerspiegelt de tekortkomingen van het sociale vangnet, alsook het demografisch dividend (zie punt 7). Een andere verklarende factor voor het lage aandeel van de consumptie in het bbp is het geringe aandeel van de huishoudens in het nationaal inkomen. Strakke kapitaalcontroles zorgen ervoor dat deze spaarmiddelen worden afgeleid naar investeringen. De maatregelen die werden genomen ter ondersteuning van de consumptie, in de vorm van hogere minimumlonen en de gestage uitbreiding van het sociale vangnet, werken slechts geleidelijk door in de consumptie.

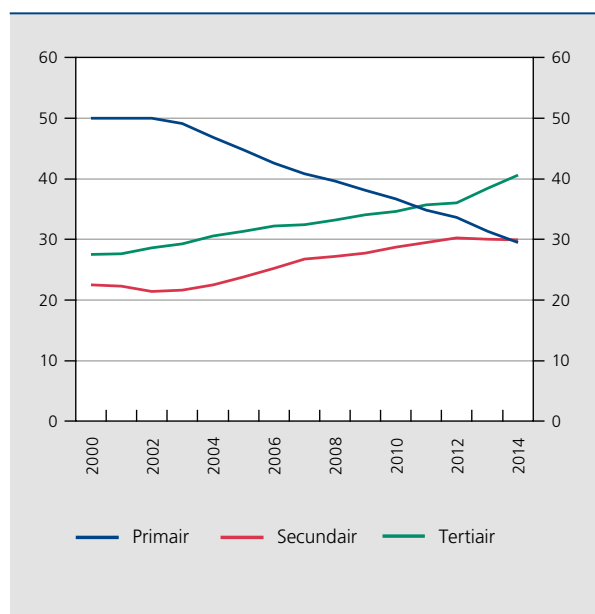
Ook het verloop van het werkgelegenheidsaandeel in de primaire, de secundaire en de tertiaire sector is een indicator voor de herbalancering. Zoals verwacht is het werkgelegenheidsaandeel van de landbouw in gestaag tempo teruggelopen, zowel ten voordele van de verwerkende nijverheid als van de dienstverlenende sectoren. Een werkgelegenheidsaandeel voor de diensten van ongeveer 40 % in 2014 is evenwel laag naar internationale normen, aangezien het 50 % of meer belooft in veel

opkomende economieën en 75 % of meer in de geavanceerde economieën. Een factor die gedurende lange tijd de ontwikkeling van de dienstensector heeft afgeremd, is de ondergewaardeerde wisselkoers van de renminbi (Dorrucci e.a., 2013), die de specialisatie van het land in laagtechnologische, op goedkope arbeid berustende industrietakken versterkt, en bijgevolg ook bijdraagt tot het geringe aandeel van de huishoudens in het nationaal inkomen en de daarmee verband houdende zwakke consumptie. De afgelopen jaren is de reële effectieve wisselkoers van de Chinese munt echter sterk geapprecieerd, wat het IMF in zijn recentste Article IV ertoe deed besluiten dat de renminbi niet langer ondergewaardeerd is. Tegelijkertijd wordt eveneens een verschuiving opgetekend in de exportstructuur, in de richting van meer complexe uitvoerproducten en beter betaalde jobs. Andere factoren die de ontwikkeling van de dienstensector afremmen, zijn toetredingsbelemmeringen en de reeds vermelde zwakke consumptie. Het werkgelegenheidsaandeel van de primaire sector belooft momenteel 30 %, waaruit kan worden opgemaakt dat er nog ruimte is voor een verschuiving van plattelandsarbeid naar de meer productieve dienstsectoren.

Een succesvolle herbalancering van de Chinese economie wordt als belangrijk beschouwd voor het waarborgen van een krachtige productiviteitsgroei op middellange termijn. De verschuiving van de resterende arbeidsreserves van de landbouw naar de dienstensector, en van de laagtechnologische export naar uitvoer met een hogere toegevoegde waarde zal de productiviteitsgroei ondersteunen. Deze verschuivingen dienen gepaard te gaan met een duurzame transitie van overheid naar markt en met een liberalisering van de financiële markt, ontwikkelingen die op hun beurt een efficiëntere toewijzing van middelen moeten stimuleren. Indien de herbalancering uitblijft, valt te verwachten dat de productiviteitsstijging gedrukt wordt door een in toenemende mate verkeerde toewijzing van de middelen, terwijl de hoge investeringsquotes de groei steeds minder zullen stimuleren. Dit zal eveneens leiden tot grotere kwetsbaarheden, die het risico op een harde landing vergroten. De zeer hoge investeringsquote in China impliceert evenwel dat een herbalancering naar een op de consumptie berustende groei gepaard zal gaan met een groeivertraging, vooral op korte termijn, aangezien het aantrekken van consumptiegroei geleidelijker zal verlopen. De stimulans voor een krachtiger groei van de consumptie zal moeten komen van een uitbreiding van het sociale vangnet, het wegwerken van discriminerende praktijken tegen binnenlandse migranten (die 1/3 van de totale werkgelegenheid uitmaken) en een sterkere nominale loongroei.

De vertraging van de Chinese economie door de afnemende investeringen beïnvloedt de mondiale economie

GRAFIEK 5 WERKGELEGENHEIDSAANDEEL PER SECTOR
(in % van de totale werkgelegenheid)



Bron: CEIC.

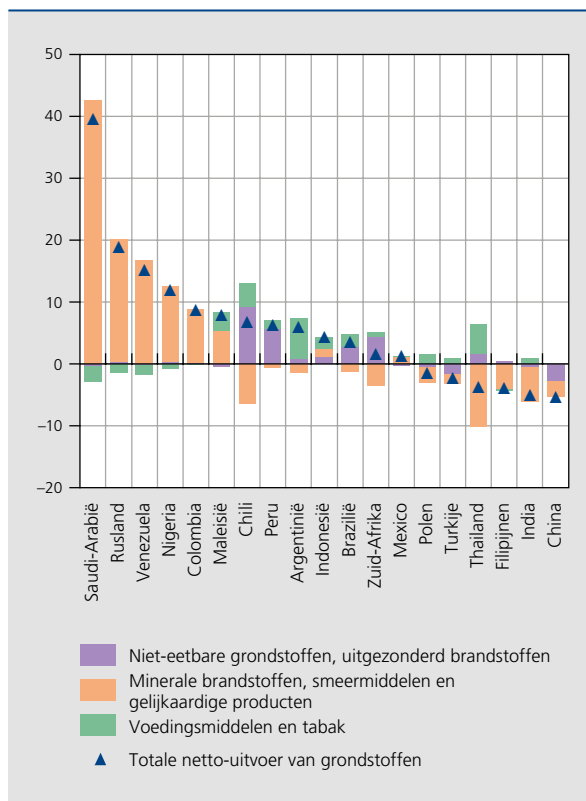
in veel ruimere mate dan alleen via de directe bijdrage tot de wereldgroei. Meer in het bijzonder heeft de daling van de investeringen in de zware industrietakken en de bouwnijverheid bijgedragen tot het einde van de supercyclus van de grondstoffen, zoals in het volgende punt wordt toegelicht. China vertegenwoordigt momenteel meer dan 60 % van de mondiale invoer van mangaan, aluminium en ijzererts (OESO, 2015), hoewel de vraag naar dat laatste product enigszins op peil wordt gehouden door nieuwe projecten voor de aanleg van spoorwegen. Voor koper loopt het Chinese invoeraandeel op tot 40 %. Neerwaartse aanpassingen in de zware industrie beïnvloeden ook de vraag naar energie (olie en steenkool), aangezien deze industrietakken doorgaans erg energie-intensief zijn. Het hoeft niet te verbazen dat de grootste blootstellingen ten aanzien van China worden ingenomen door de grondstoffenexporteurs, zoals Nieuw-Zeeland, Australië, Brazilië, Chili, Zuid-Afrika en Indonesië. Ook een aantal Aziatische landen, zoals Vietnam, Thailand, Taiwan en Korea, zijn sterk blootgesteld, door hun uitvoer van consumptiegoederen naar China.

3. Het einde van de grondstoffenhausse

De scherpe daling van de grondstoffenprijzen die in de tweede helft van vorig jaar op gang kwam tegen de achtergrond van de vertraging van de Chinese economie, is een belangrijke factor in de economische omgeving voor veel opkomende landen. Terwijl de lagere grondstoffenprijzen een stimulans vormen voor de economie van landen die grondstoffen importeren, zijn de groei-vooruitzichten voor uitvoerders van grondstoffen neerwaarts bijgesteld. Zo heeft het IMF tussen oktober 2014 en april 2015 zijn groeivooruitzichten voor 2015 met gemiddeld 1,7 procentpunt teruggeschroefd voor de opkomende landen die sterk afhankelijk zijn van de grondstoffenuitvoer (zie de landen in grafiek 6). Hoewel er ook aanzienlijke dalingen werden opgetekend in de prijzen van voedingsmiddelen en industriële grondstoffen, liepen de olieprijsen het sterkst terug, namelijk met meer dan 55 % sedert juli 2014. Voedingsmiddelen en industriële grondstoffen werden beiden ongeveer 25 % goedkoper tijdens dezelfde periode. In het vervolg van deze paragraaf wordt nader ingegaan op de effecten van de dalende olieprijsen.

De scherpe daling van de olieprijsen heeft een rechtstreekse impact op de groei in de olie-exporterende landen, aangezien deze laatste geconfronteerd worden met een negatieve ruilvoetschok. Grafiek 6 illustreert dat de olie-uitvoer in veel opkomende markteconomieën een significant aandeel van het bbp vertegenwoordigt. In de

GRAFIEK 6 NETTO-UITVOER VAN GRONDSTOFFEN IN EEN SELECTIE VAN OPKOMENDE LANDEN
(netto-uitvoer in verhouding tot het bbp van 2014, in %)



Bronnen: UN Comtrade, IMF.

landen waarin de inkomsten uit de olie-uitvoer nagenoeg volledig toekomen aan de overheid, zoals bijvoorbeeld in het Midden-Oosten, zijn de gevolgen ook op budgettaire vlak voelbaar. De afnemende inkomsten uit de uitvoer en voor de begroting werken op hun beurt door in de investeringen. Netto-importeurs van olie zien hun ruilvoet daarentegen verbeteren. De gunstige effecten van de goedkopere olie op de huishoudens en de bedrijven in deze landen variëren evenwel met de mate van doorwerking in de prijzen. In veel opkomende landen beperken administratieve controles op de energieprijzen immers de transmissie naar de eindgebruikers en derhalve de positieve effecten op de vraag. Naarmate de lagere olieprijsen doorwerken in de binnenlandse prijzen zullen de huishoudens hun beschikbaar inkomen zien toenemen, terwijl de kosten voor de bedrijven afnemen, wat hun winsten en investeringen opdrijft.

Zowel aanbod- als vraagfactoren hebben een rol gespeeld in de daling van de olieprijsen. De mondiale vraag naar olie is in aanzienlijke mate teruggelopen wegens de geringere vraag vanuit de belangrijkste opkomende economieën.

Aan de andere kant is het aanbod de afgelopen jaren gestaag toegenomen als gevolg van de stijging van de productie van niet-conventionele olie in de Verenigde Staten, het besluit van de OPEC van november 2014 om de productie niet dienovereenkomstig te verlagen en het sneller dan verwachte herstel van de olieproductie in landen als Irak en Libië.

Hoewel de vooruitzichten voor de prijzen van olie en andere grondstoffen inherent zeer onzeker zijn, zal een aanzienlijk gedeelte van de recente prijsdaling naar verwachting een ruime duurzame component hebben. Enerzijds drukt de recente relatieve zwakte van de opkomende landen de vraag naar grondstoffen, en zal ze dat wellicht blijven doen, terwijl de vraag zich in vele delen van de wereld langzaam zal herstellen naarmate de mondiale economische bedrijvigheid opnieuw opleeft. De historische stijging van de grondstoffenprijzen in de jaren 2000 was immers grotendeels toe te schrijven aan de aanzienlijke stijging van de vraag vanuit snel groeiende opkomende landen, in het bijzonder vanuit China. Hoewel de olieproductie naar verwachting zal dalen als gevolg van teruglopende investeringen, zal die aanpassing anderzijds enige tijd in

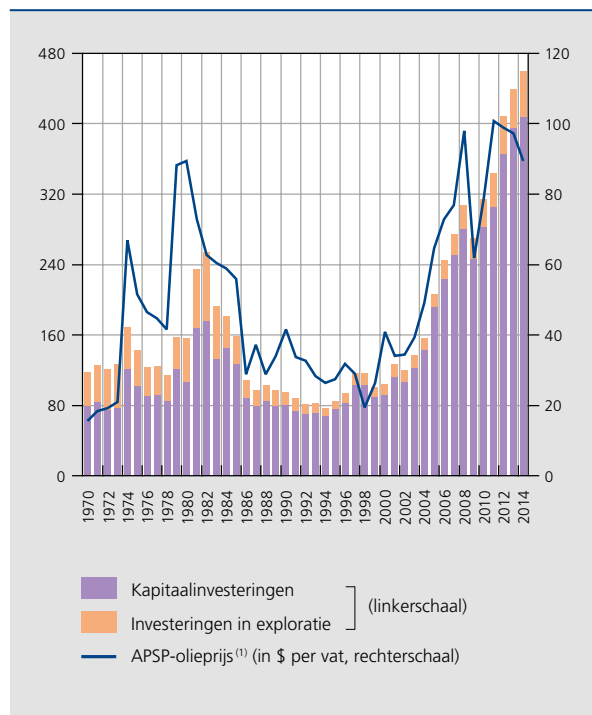
beslag nemen, gelet op de grote bestaande capaciteit. Het Internationaal Energieagentschap verwacht dan ook dat er gedurende 2016 een overschot op de oliemarkt zal blijven bestaan. De olieprijsen zullen met andere woorden wellicht opnieuw toenemen, maar slechts geleidelijk.

Terwijl de lagere olieprijsen de groei in de olie-exporterende landen reeds negatief beïnvloeden, treft een daling van de olieprijsen gedurende een langere periode ook de investeringen in de olie-exploratie en ontwikkeling, en heeft ze als dusdanig voor de olie-exporteurs ook gevolgen voor de potentiële productie en de groeivoorzichten op langere termijn. Historisch gezien bestaat er een sterke correlatie tussen het verloop van de olieprijsen en de mondiale investeringen in olie, zoals blijkt uit grafiek 7. De investeringen in olie worden immers al aangepast aan een omgeving van lagere olieprijsen; grote oliebedrijven schroeven naar verluidt hun investeringsprojecten terug. Dit bevestigt de ramingen van het IMF (2015d) op basis van historische gegevens, die aangeven dat het effect van lagere olieprijsen op de investeringen gemiddeld binnen het jaar merkbaar wordt.

De volatiliteit van de olieprijs is eveneens toegenomen, als gevolg van onzekere factoren die de prijzen zowel op- als neerwaarts kunnen beïnvloeden. De onzekerheid houdt onder meer verband met toegenomen geopolitieke spanningen in landen als Irak en Libië, de mogelijke effecten van het nucleair akkoord met Iran, de productiestrategie van de OPEC, de toekomstige energie-efficiëntie en de vervanging van olie door andere energiebronnen. Grotere onzekerheid over het toekomstig verloop van de olieprijsen kan de groei van de investeringen in de oliesector verder terugdringen en zou zelfs een rem kunnen zetten op de stijging van de investeringen in niet-oliesectoren die intensief gebruik maken van olie. Het effect van de onzekerheid wordt versterkt door de grotendeels onomkeerbare aard van de investeringen, in het bijzonder in de conventionele oliesector (IMF, 2015d).

In de olie-exporterende landen waarin de olie-inkomsten grotendeels toekomen aan de overheid, zijn de budgettaire gevolgen aanzienlijk, wat de regeringen ertoe aanzet te snoeien in de uitgaven. De aanzienlijke buffers die werden opgebouwd tijdens de jaren van de hausse zouden de overheden in veel olie-exporterende landen in staat moeten stellen scherpe dalingen van de investeringen te vermijden en zo het effect op de groei op langere termijn te beperken. Landen die geen toereikende buffers ter beschikking hebben zullen de uitgaven sneller moeten aanpassen. Meer in het bijzonder zijn de break-evenprijzen voor olie significant toegenomen in de olie-exporterende landen waarin de overheidsontvangsten gebruikt werden voor de betaling van grote uitgavenstijgingen toen de

GRAFIEK 7 MONDIALE INVESTERINGEN IN OLIE EN OLIEPRIJZEN
(in miljarden constante VS-dollars (2010), tenzij anders vermeld)



Bronnen: IMF April 2015 World Economic Outlook.

(1) APSP: average petroleum spot price; gemiddelde van UK Brent, Dubai en West Texas Intermediate, gelijk gewogen.

olieprijzen hoog waren en in stijgende lijn gingen. Voor die landen kan de huidige daling van de olieprijs een aanzet zijn om de noodzakelijke hervormingen ten uitvoer te leggen. Teneinde hun weerstandsvermogen tegen schokken te vergroten, zouden de landen die sterk afhankelijk zijn van de uitvoer van olie of andere grondstoffen meer bepaald baat hebben bij structurele hervormingen om hun inkomstengrondslag te diversifiëren naar andere, stabielere inkomstenbronnen. Om het effect van een daling van de olieprijs op hun economieën te beperken, zouden deze landen er met name goed aan doen de sectorale samenstelling van de groei te diversifiëren en te investeren in groeibevorderende activiteiten, zoals onderwijs, gezondheid en infrastructuur.

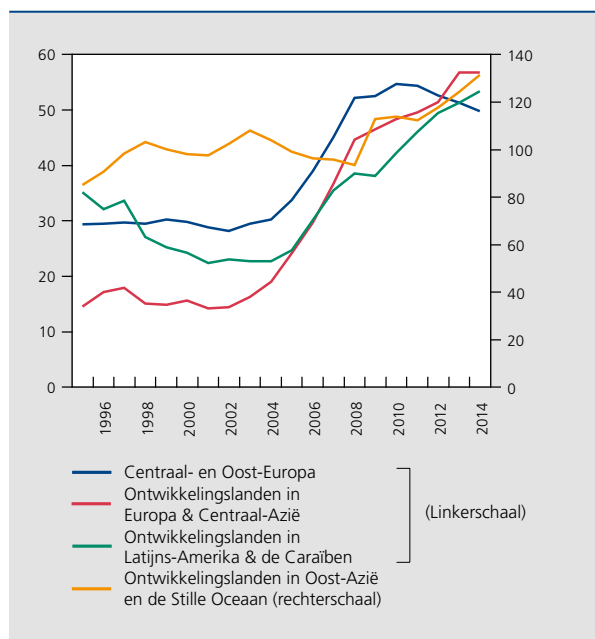
4. Leverage

Leverage is een andere factor die de groei in de opkomende economieën beïnvloedt. In de periode vóór de crisis was krediet wereldwijd sterk toegenomen, ook in tal van opkomende economieën (zie grafiek 8). Terwijl de financiële crisis de kredietgroei tijdelijk afremde, bleef deze laatste nadien in tal van regio's aantrekken, vooral in Azië. De kapitaalstromen naar de opkomende landen werden in feite geschaagd door een langdurige periode van lage rentetarieven in de nasleep van de crisis en door

de zoektocht van beleggers naar rendement, waardoor de financieringskosten terugliepen.

Toch vertoont de toename van krediet aan de private sector in Centraal- en Oost-Europa sedert de crisis niet de robuuste opwaartse tendens van tevoren. Terwijl de kredietverlening in deze regio in de jaren 2000 opmerkelijk was toegenomen – in hoge mate onder impuls van grensoverschrijdende leningen van West-Europese banken –, zorgde de financiële crisis voor een plotselinge stopzetting van de externe financiering en ging de binnenlandse kredietgroei scherp vertragen ten opzichte van zijn peilniveaus van vóór de crisis. In combinatie met hogere risicopremies maakten dalende inkomens en teruglopende activaprijzen, in het bijzonder het uiteenspatten van de vastgoedzeepbel, een zware particuliere schuld onhoudbaar. In verscheidene landen werd de excessieve schuldenlast bovendien nog verergerd door een depreciatie van de wisselkoers, aangezien de leningen aan bedrijven en huishoudens overwegend in vreemde valuta luiden. De huishoudens en de bedrijven schroefden hun kredietnemingen terug in een poging hun balansen te saneren. Aangezien de kredietverstrekking tot stilstand kwam, kelderden de investeringen over de hele regio en sedertdien blijven ze futloos (zie grafiek 9). Terwijl deze ontwikkelingen de regio in een diepe recessie hebben doen belanden, heeft het feit dat de investeringen niet opveren, vooral dan de productieve bedrijfsinvesteringen, ook een impact op de groeivoorzichten van de regio op langere termijn.

GRAFIEK 8 BINNENLANDSE KREDIETVERSTREKKING AAN DE PRIVATE SECTOR
(in % bbp)

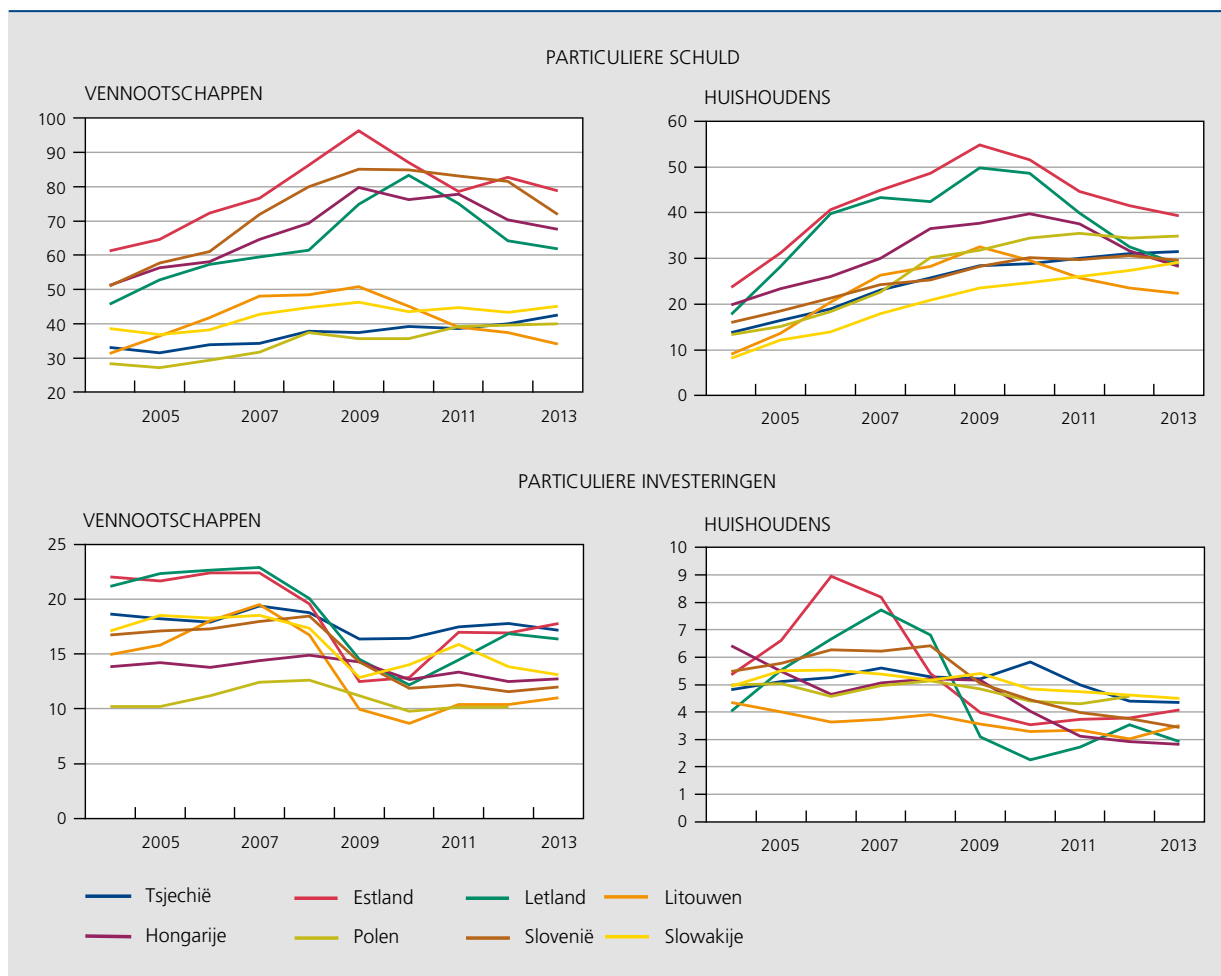


Bron: Wereldbank.

Er bestaan echter grote verschillen tussen de landen van deze regio. Algemeen beschouwd, is de schuld sedert de crisis het sterkst gereduceerd in de landen waar in de periode vóór de crisis de leverage het sterkst opliep, bijvoorbeeld in de Baltische staten of Hongarije. Terwijl de Baltische staten sedert het begin van de crisis ook hun investeringen het scherpst hebben zien teruglopen, waren het zij die de eerste tekenen vertoonden van herstellende investeringen in vaste activa. In dat opzicht voeren sommigen aan dat de Baltische staten zich sneller konden aanpassen vanwege hun flexibeler instellingen en hun intense handels- en financiële betrekkingen met landen die minder zwaar door de crisis waren getroffen, zoals de noordse landen (IMF, 2015b). In de meeste andere landen uit de regio blijven de investeringen futloos.

Het geleidelijk herstel van deze regio in de nasleep van de crisis verliep grotendeels kredietloos, met zowel aan de vraag- als aan de aanbodzijde beperkende factoren die de kredietgroei afremden. De vertraging in de kredietvraag en de investeringen is deels een natuurlijk gevolg van de algemene verzwakking van de totale vraag in de economie na de crisis. Toch getuigt het kredietloos herstel ook van meer structurele problemen waarmee de regio wordt geconfronteerd, zo zal immers de excessieve

GRAFIEK 9 SCHULD EN INVESTERINGEN VAN DE PRIVATE SECTOR IN EEN AANTAL CENTRAAL- EN OOSTEUROPESE LANDEN
(in % bbp)



Bron: Eurostat.

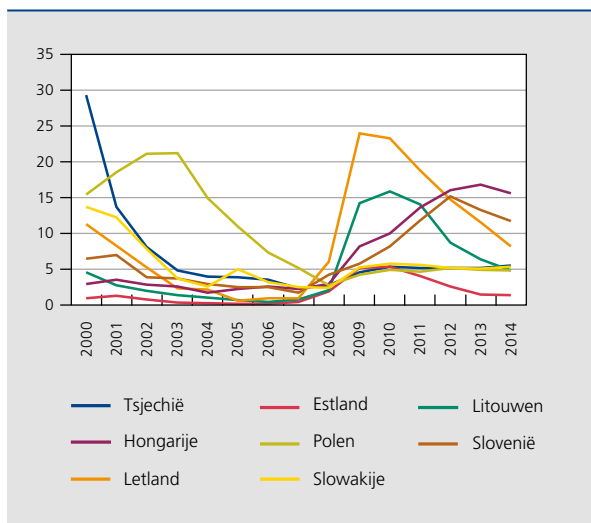
schuldoopbouw van de private sector tevens zowel de vraag naar krediet als de investeringen nog enige tijd blijven drukken. Banken van hun kant verstrekken geen krediet. De verslechtering van het extern financieringsklimaat⁽¹⁾, maar ook de slechte portefeuillekwaliteit – in sommige landen hebben de banken nog steeds een groot aantal problemleningen op hun balansen (zie grafiek 10) – en de povere winstgevendheid zorgen ervoor dat de banken hun kredietverstrekking niet echt kunnen en willen hervatten.

Het feit dat structurele factoren een rol spelen in het afremmen van de investeringen, bemoeilijkt de

beleidsvoering. De versoepeling van de monetaire voorwaarden, bijvoorbeeld, zal niet noodzakelijk aanleiding geven tot meer kredietnemingen aangezien de huishoudens en de bedrijven gefocust zijn op deleveraging en de banken te kampen hebben met diverse beperkingen. De regio zou baat hebben bij afschrijvingen van problemleningen en bij maatregelen die het insolventiekader efficiënter maken. Op dit ogenblik wordt de insolventiewetgeving voor bedrijven in tal van Centraal- en Oost-Europese landen als zwak beschouwd, terwijl insolventieregelingen voor particulieren soms niet voorhanden zijn (World Bank Doing Business, 2014). Aangezien in tal van Centraal- en Oost-Europese landen het aantal insolventies na de crisis fors is opgelopen, zijn verscheidene landen inmiddels wel begonnen met het hervormen of verfijnen van hun insolventieregelgeving. In sommige van de zwaarst getroffen landen intervenueerde de overheid ook rechtstreeks om de problemen in verband met het hoge schuldniveau van de

(1) Bij het 'Vienna initiative', dat in januari 2009 werd gelanceerd, waren alle relevante overheids- en private stakeholders betrokken van in de EU gevestigde grensoverschrijdende banken die actief zijn in opkomend Europa teneinde een forum aan te reiken voor besluitvorming en coördinatie. Bedoeling was het helpen voorkomen van een massale en plotselinge deleveraging door grensoverschrijdende bankgroepen in opkomend Europa.

GRAFIEK 10 PROBLEMLENINGEN VAN DE BANKEN TEN OPZICHTE VAN DE TOTALE BRUTOLENINGEN (in %)



Bron: Wereldbank.

private sector aan te pakken. Hongarije is in dat opzicht wellicht een van de duidelijkste voorbeelden. Om het aantal in vreemde valuta luidende leningen aan huishoudens terug te dringen, heeft de Hongaarse regering wetgeving goedgekeurd (met ingang van 1 februari 2015) krachtens welke alle in vreemde valuta luidende hypotheekleningen – goed voor bijna 70% van de portefeuille retailkredieten – omgezet werden in leningen in Hongaarse forint. De regering had reeds eerder verscheidene ondersteuningsprogramma's gelanceerd om de problemen van de in vreemde valuta luidende leningen aan te pakken, maar die programma's bereikten in onvoldoende mate de meest kwetsbare debiteuren en verhoogden in aanzienlijke mate de moral hazard.

Er zij tot slot aan herinnerd dat de uitdaging van de deleveraging bemoeilijkt wordt door andere problemen waarmee de opkomende landen meer algemeen worden geconfronteerd. Om te beginnen, zijn de balansen van de overheidssector, de bancaire sector en de niet-financiële private sector van de opkomende landen het afgelopen decennium sterker geïntegreerd, wat het probleem en de omvang van de deleveraging vergroot. In dat opzicht merkt het IMF op dat het grootschalig herstel van de bedrijfsbalansen de inspanningen van de huishoudens inzake deleveraging compliceert, met negatieve feedbackeffecten op de bedrijven. Wanneer de bedrijven hun investeringen verlagen en werknemers ontslaan, drukken ze het inkomen van de huishoudens, waardoor de schuldpositie van de huishoudens verder verzwakt. Dit remt de consumptie af, wat op zijn beurt de balansen

van de bedrijven verzwakt. Indien zowel de bedrijven als de huishoudens een hoog schuldniveau hebben, zoals in Centraal- en Oost-Europa, is de situatie zelfs nog pijnlijker. Zoals in hoofdstuk 7 van dit artikel wordt aangetoond, kan voorts ook een ongunstige demografische tendens de groei vertragen, waardoor het nog moeilijker wordt om aan de negatieve schulddynamiek te ontsnappen. Ten slotte bestaat het risico van een vicieuze cirkel tussen excessieve schuldenlast en schuldafbouw: excessieve schuldopbouw impliceert tragere groei, wat deleveraging moeilijker maakt en zijn weerslag vindt in een constant trage groei. Structurele hervormingen zijn van cruciaal belang om uit deze vicieuze cirkel te ontsnappen.

Ondanks de specifieke kenmerken van de op- en neergang van de kredietcyclus in Centraal- en Oost-Europa, zouden ook opkomende economieën in andere regio's zich voor soortgelijke uitdagingen geplaatst kunnen zien. Verkrappende externe financieringsvoorwaarden en een tragere binnenlandse groei zouden kwetsbaarheden aan het licht kunnen brengen die werden opgebouwd in de opkomende landen waar de schuld de afgelopen jaren is blijven oplopen. Zoals blijkt uit grafiek 8 hebben andere opkomende regio's, in het bijzonder Azië, na de financiële crisis de kredietverlening constant zien toenemen, voor een deel als gevolg van de opleving van de kapitaalinvloed in de periode 2010-2012. De grootste opkomende markteconomieën (Brazilië, China, India en Rusland) blijken echter het laatste stadium van de kredietcyclus te hebben bereikt; dat stadium wordt gekenmerkt door een afnemende activakwaliteit, een toegenomen leverage en activaprijzen die hun hoogtepunt hebben bereikt (IMF, 2014c).

5. Mondiale waardeketens

Sommigen voeren aan dat een van de factoren die bijdragen aan de groeivertraging in de opkomende economieën het veranderend patroon van de mondiale waardeketens (MWK) is. Het begrip 'mondiale waardeketens' verwijst naar de uitsplitsing van de productie van goederen en diensten in onderling met elkaar verbonden productiestadia die gespreid zijn over verschillende entiteiten en in toenemende mate over de internationale grenzen heen teneinde de verschillen in comparatieve voordelen tussen de landen te optimaliseren. De sedert het einde van de jaren tachtig opgetekende snelle groei en complexiteit van de internationale MWK werd vergemakkelijkt door technologische ontwikkelingen, dalende transportkosten en de afbouw van de handelsbelemmeringen.

Als een land deelneemt aan de MWK kan het zich specialiseren in productietaken en onderdelen van goederen

en diensten in plaats van in afgewerkte producten. Deze meer verfijnde specialisatie in productietaken maakt dat de productiviteitseffecten in exportbedrijven en sectoren sterker zijn dan bij de specialisatie in afgewerkte producten. Deelname aan de MWK biedt lage- en middeninkomenslanden bovendien de mogelijkheid de stap te zetten naar industrieën met een hoger technologiegehalte dankzij hun specialisatie in laaggeschoolde taken zoals assemblage en aldus profijt te trekken van schaalvoordelen via de handel alsook van een grotere diversifiëring.

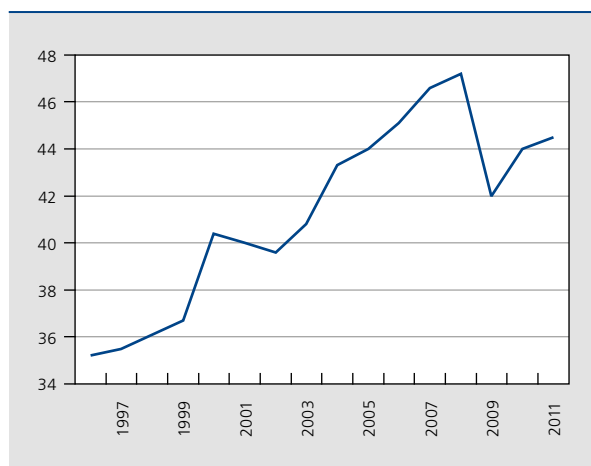
Tussen de regio's en de landen bestaan er grote verschillen wat de mate betreft waarin zij aan de MWK deelnemen. Die verschillen hebben in hoge mate betrekking op structurele kenmerken. In een empirische studie over de ontwikkelingslanden zijn Kowalski e.a. (2015) tot de bevinding gekomen dat de volgende factoren bepalend zijn voor deelname aan de MWK: (1) de marktomvang; (2) het ontwikkelingsniveau, (3) de industriële structuur (een ruimer aandeel van de verwerkende nijverheid is een troef), en (4) de locatie aangezien de MWK georganiseerd worden rond grote verwerkende centra zodat het loont zich zo dicht mogelijk in de buurt te bevinden van de belangrijkste verwerkende centra in Noord-Amerika, Europa en Azië. Dientengevolge hadden Zuidoost-Azië, opkomend Europa en Mexico er het meest baat bij zich te integreren in de MWK die georganiseerd zijn rond de centrale centra van respectievelijk China, Duitsland en Noord-Amerika. Bovendien kunnen ook het handelsbeleid en andere beleidsaspecten een belangrijke rol spelen, in het bijzonder lage invoertarieven (zowel binnenlands als op de uitvoermarkten), het sluiten van regionale

handelsakkoorden, openstelling voor inwaartse buitenlandse directe investeringen, logistiek potentieel en de kwaliteit van de infrastructuur en de instellingen.

De ontwikkeling van de MWK heeft de groei van de handel de afgelopen twintig jaar een zetje gegeven. De toenemende internationale fragmentatie van de productie heeft geresulteerd in een uitbreiding van de heen-en-weerhandel in componenten en onderdelen voor verwerking en wederuitvoer, wat de wereldhandel in de periode vóór de crisis elastischer maakte t.a.v. het bbp vanwege het verschil in maatstaf. De handel wordt gewoonlijk immers in brutotermen gemeten, terwijl het bbp gemeten wordt in termen van toegevoegde waarde. De brutohandel groeide ook sneller dan zijn toegevoegde waarde-equivalent, waarbij de 'dubbelrekening' van de bij de productie voor de export gebruikte ingevoerde inputs wordt weggefilterd. De kloof tussen de 'bruto'- en de 'toegevoegde waarde'-metingen van de handel zou het niveau van de geoutsourcete inputs in de totale wereldhandel moeten weergeven; ze kan derhalve worden gebruikt als een proxy voor het meten van de MWK-gerelateerde component van de handel (Borin en Mancini, 2015; Constantinesu, Mattoo en Ruta, 2015). Grafiek 11 toont het verloop van de ratio tussen de MWK-gerelateerde handel en de brutohandel: een stijging die overeenstemt met een expansie van de internationale MWK en omgekeerd.

Het aandeel van de MWK-handel in de totale handel groeide van 36% in 1996 tot 47% in 2008, met een tijdelijke lichte ommekeer tijdens de crisisjaren 2001 en 2002. Tijdens de wereldwijde financiële crisis kromp dat aandeel plots, wat erop wees dat de internationale aanbodketens als gevolg van de crisis werden onderbroken. De MWK-gerelateerde handel heeft tot dusver nog niet opnieuw zijn waarde van vóór de crisis bereikt. Dat is één van de aanwijzingen dat het proces van de internationale productiefragmentatie vertraagd of omgeslagen kan zijn. Verder bewijs wordt geleverd door de elasticiteit van de handel. Diverse internationale organisaties hebben immers opgemerkt dat die elasticiteit sedert de wereldwijde financiële crisis afgenomen is. Op basis van kwartaalgegevens heeft de ECB (2015) de verhouding tussen de groei van de internationale handel en de mondiale bbp-groei op 2,2 geraamd voor de periode 1995K2 tot 2007K4, en op 1,1 voor de periode 2011K3 tot 2014K3. Evenzo hebben Borin en Mancini (2015) de gemiddelde elasticiteit van de wereldhandel berekend op basis van jaargegevens voor de periodes 1996-2000, 2001-2005 en 2006-2011; hun resultaten waren respectievelijk 2,06, 1,45 en 1,13. Vervolgens werd de elasticiteit in elke periode uitgesplitst in, enerzijds, een component betreffende de bijdrage van de MWK aan de handel en, anderzijds,

GRAFIEK 11 AANDEEL VAN DE MWK-GERELATEERDE HANDEL IN DE WERELDHANDEL (in %)



Bron: Borin en Mancini (2015) op basis van de TiVA (Trade in value added)-gegevensbank van de OESO-WHO.

een restcomponent. Bleek dat de elasticiteit van de MWK-gerelateerde handel in de drie opeenvolgende periodes afgenomen was van 0,45 tot 0,33 en verder tot 0,04. Dhyne en Duprez (2015), ten slotte, hebben de lengte van de productieketens gemeten voor België, de geavanceerde economieën en de opkomende economieën afzonderlijk. De afgelopen jaren zouden de productieketens verkort zijn, wat vooral een impact had op de opkomende economieën.

De afvlakkende expansie van de MWK zou deels te maken kunnen hebben met de veranderende patronen in de Chinese handel. China's opkomst als belangrijk exportland is spectaculair: zijn marktaandeel bij de uitvoer is vergroot van 2 % in 1990 tot 13 % in 2013. China werd snel de assemblagelijns van de Aziatische waardeketen, waarbij het componenten en diensten invoerde uit Japan, Korea, Taiwan, Thailand, Maleisië en, meer recentelijk, Vietnam en Cambodja. De ingevoerde componenten bevatten op hun beurt in derde landen geproduceerde toegevoegde waarde. Maar in de loop van de jaren 2000 slaagde China erin zijn export op een hoger peil te brengen en verwierf het een steeds groter aandeel van de toegevoegde waarde in de MWK, zoals bleek uit het slinkende aandeel van de invoer van componenten en onderdelen in China's uitvoer van handelswaar van zijn hoogtepunt van 60 % medio jaren negentig tot zijn huidig niveau van ongeveer 35 % (Constantinescu, Mattoo en Ruta, 2015). China's veranderende handelsspecialisatie biedt zowel opportuniteiten als uitdagingen. Het feit dat China geleidelijk minder arbeidsintensieve goederen produceert, bijvoorbeeld kleding, heeft reeds kansen gecreëerd voor de Aziatische lage-inkomenslanden (bijvoorbeeld Bangladesh, Vietnam, Cambodja). Zijn invoervervangende strategieën beperken echter ook de opportuniteiten voor andere middeninkomenslanden met soortgelijke specialisaties.

Indien in sommige opkomende economieën de expansie van de MWK-integratie gepaard gaat met betere resultaten inzake productiviteit, zal die stimulus voor de productiviteit, algemeen beschouwd, wellicht verdwijnen naarmate de MWK stagneren, in het bijzonder in de opkomende economieën die zich weliswaar met succes in de waardeketens hebben geïntegreerd, maar die het moeilijker hebben om in die waardeketen vooruit te komen.

6. De middeninkomensval

De vertraging die op dit ogenblik in tal van opkomende landen merkbaar is, is in feite een in de economische geschiedenis terugkerend verschijnsel. De internationale ervaring over een langere periode leert immers dat het vrij gebruikelijk is dat opkomende en ontwikkelingslanden,

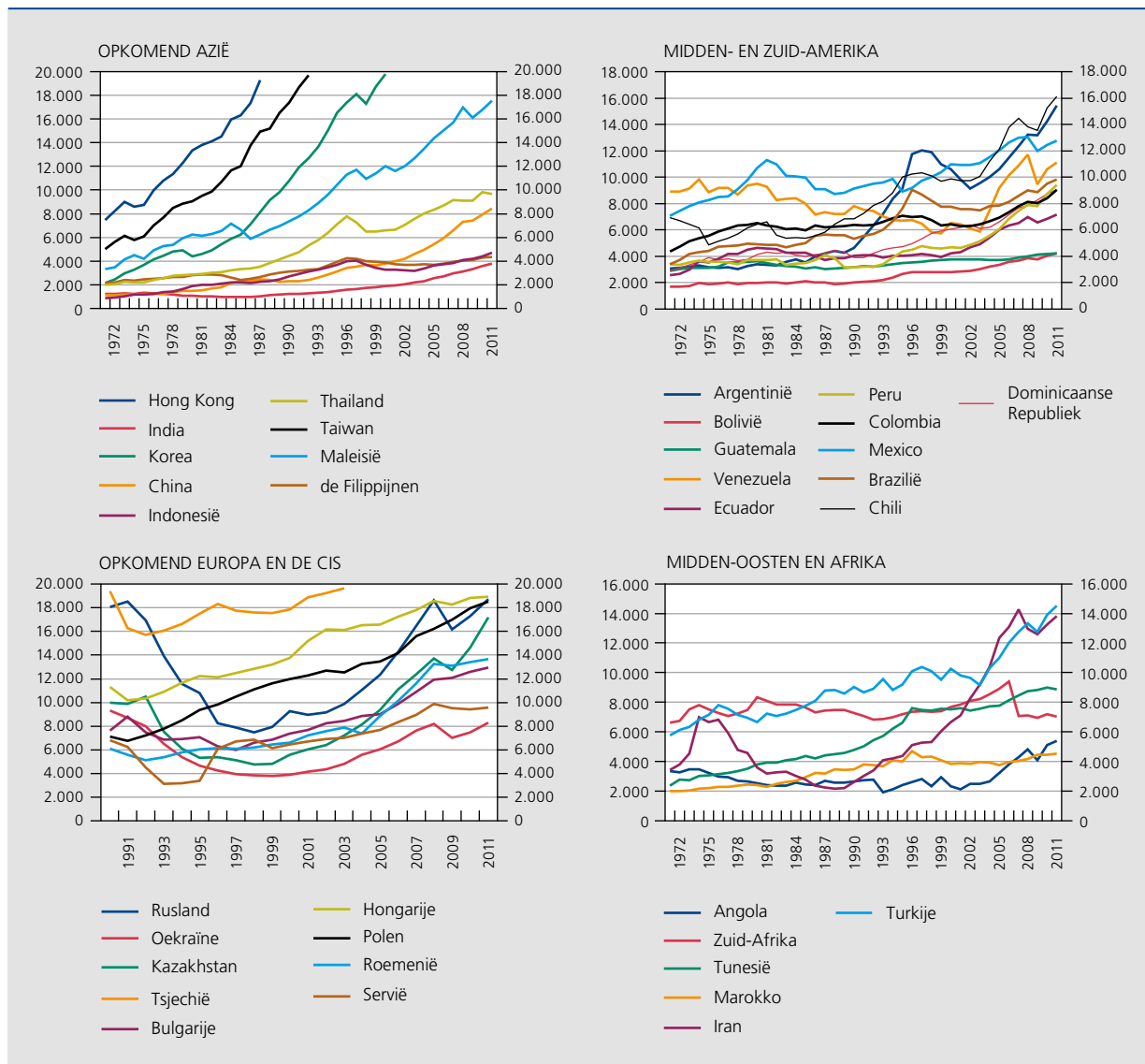
na verscheidene jaren van robuuste groei, gedurende lange tijd een trage groei laten optekenen. Dit verschijnsel kan zich voordoen op verschillende inkomensniveaus per hoofd van de bevolking, maar het komt het vaakst voor in de middeninkomenslanden (in Aiyar e.a. (2013) gedefinieerd als de landen met een in koopkrachtpariteiten uitgedrukt inkomen per hoofd van de bevolking van \$ 2 000-\$ 15 000). Die landen slagen er bijgevolg niet in gedurende een voldoende lange periode hun inkomen per hoofd van de bevolking onafgebroken te verbeteren opdat ze zouden kunnen toetreden tot de selecte club van hoge-inkomenslanden. In plaats daarvan stagneert of daalt hun inkomensniveau per hoofd van de bevolking, waardoor ze gedurende een lange periode in de middeninkomensgroep blijven vastzitten. Naar dit verschijnsel wordt gewoonlijk gerefereerd als de middeninkomensval.

Groeivertragingen in de middeninkomenslanden worden vaak geassocieerd met een verzwakkende of zelfs negatieve productiviteitsgroei (OESO 2014, Ferranini, Zweglich en Hummels 2012). Tijdens de overgang van een lage-inkomens- naar een middeninkomenseconomie wordt de productiviteit in feite gestimuleerd door een verschuiving van de arbeid van lagere naar hogere productiviteitssectoren (bijvoorbeeld van de landbouw naar de verwerkende nijverheid of de diensten, van het platteland naar de stedelijke gebieden). Die verschuiving blijft in de middeninkomenslanden een belangrijke factor zolang de arbeidsreserves blijven bestaan (bijvoorbeeld in India en Indonesië). Tijdens die beginfase trekken de ontwikkelingslanden tevens profijt van de lage arbeidskosten die een door buitenlandse investeringen gestuurde ontwikkeling van de exportindustrieën op gang brengen en tevens zorgen voor een snelle kapitaalvorming en voor technologieoverdrachten. Maar op een bepaald ogenblik gaan die stuwende krachten verzwakken en wordt arbeid duurder, wat impliceert dat steeds meer moet worden gefocust op productiviteitswinsten binnen de sectoren, winsten die het resultaat zijn van verschuivingen naar een productie met een hogere toegevoegde waarde via innovatie en industriële upgrading. Heel wat landen vinden dit veel moeilijker te verwezenlijken, wat verklaart waarom ze in de middeninkomensval blijven steken.

Grafiek 12 toont de ervaring van verscheidene grote opkomende economieën in alle hoeken van de wereld tijdens de periode 1971-2011 (1990-2011 voor opkomend Europa en de CIS). De landen die deel uitmaken van het staal zijn landen met een bevolking van ten minste 10 miljoen in 2011 (7,5 miljoen voor opkomend Europa), die voor ten minste een gedeelte van de beschouwde periode een in koopkrachtpariteiten uitgedrukt reëel bbp per hoofd van de bevolking hadden tussen \$ 2 000 en \$ 15 000.

GRAFIEK 12 HISTORISCHE GEGEVENS M.B.T. DE MIDDENINKOMENSVAL

(reële bbp per hoofd van de bevolking in koopkrachtpariteit⁽¹⁾, 2005 \$, aaneengeschakeld)



Bronnen: Penn World Tables 8.1, eigen berekeningen.

(1) Koopkrachtpariteit wordt gewoonlijk gebruikt om de levensstandaard in diverse landen te vergelijken. De koopkrachtpariteit wordt samengesteld door het International Comparisons Program (ICP). Om te zorgen voor de vergelijkbaarheid in de tijd, wordt gekozen voor een maatstaf van het reële bbp (uitgavenbenadering), waarbij prijzen worden gehanteerd die in de loop van de tijd constant zijn en in alle landen gelden. Bij de berekeningen wordt gebruik gemaakt van de reële bbp-reeks uit de nationale rekeningen en de ICP-maatstaven van verscheidene jaren (2005 is het meest recente referentiejaar).

Zoals uit de grafiek blijkt, zijn enkele landen na 1971 overgegaan van de middeninkomenscategorie naar de hoge-inkomenscategorie. Dat was het geval voor de eerste golf van Aziatische tijgers (Taiwan, Korea en Hong Kong), alsook Tsjechië, en meer recentelijk Hongarije, Polen en Maleisië. Het succes van de Oost-Europese landen kan worden toegeschreven aan de toetreding tot de EU, die reële convergentie in de hand werkte via een krachtige productiviteitsgroei. De landen uit Midden- en Zuid-Amerika, het Midden-Oosten en Afrika, daarentegen, alsook de late starters uit Oost-Europa en de CIS

lieten geringere verbeteringen van hun levensstandaard optekenen en bleven in de middeninkomenscategorie.

Qua resultaten zijn de opkomende landen in Azië een heterogene groep. Misschien op Maleisië na, evenaarde de tweede golf van Aziatische tijgers (Thailand, de Filippijnen, Indonesië) niet de successen van de eerste golf. Korea, Taiwan, Thailand en Maleisië konden allen terugvallen op multinationale ondernemingen om hun exportindustrieën te ontwikkelen en bij te dragen aan de toenemende complexiteit van hun export via de overdracht van technologie,

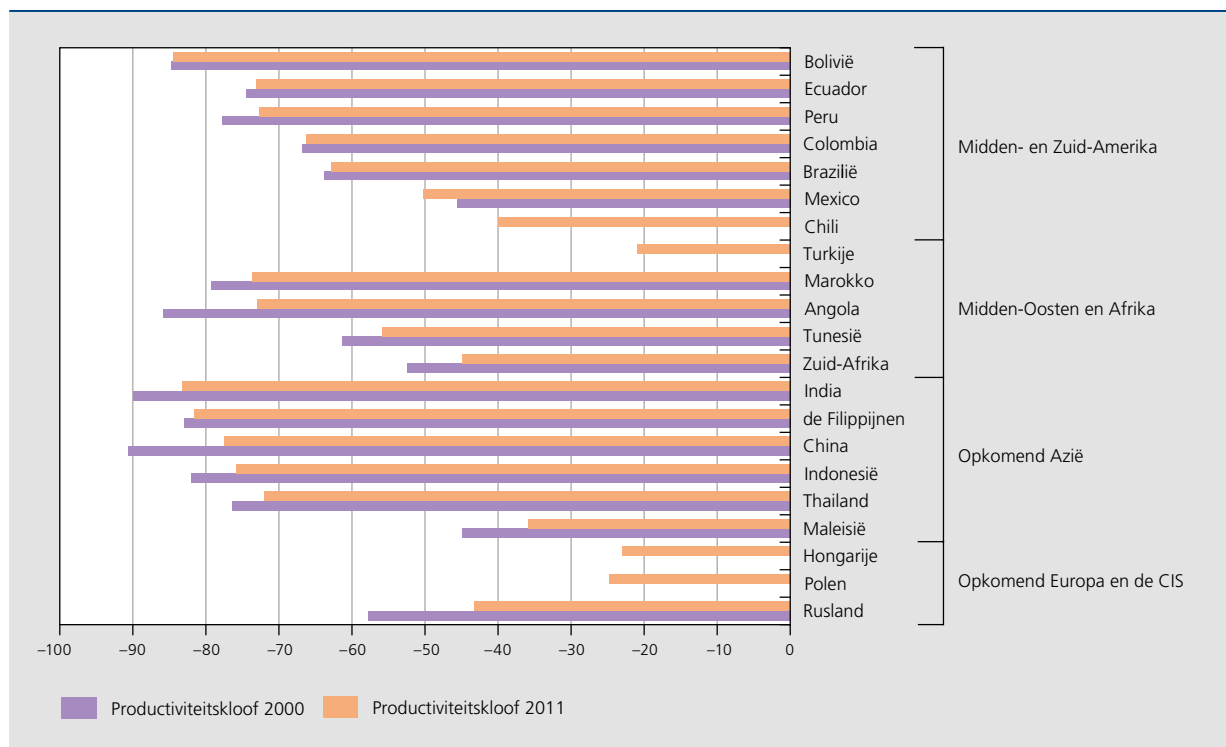
maar Korea en Taiwan hadden meer succes bij het opzetten van lokale technologiebedrijven die een instrumentele rol speelden bij de binnenlandse verspreiding van technologieën (Cherif en Hasanov, 2015). De resultaten van China waren indrukwekkend en waren vergelijkbaar met de eerdere Aziatische succesverhalen, maar het blijft nog steeds een middeninkomensland. Zoals in het tweede punt werd aangegeven, biedt een succesvolle herbalanceren van de Chinese economie de beste vooruitzichten voor een krachtige productiviteitsgroei op de middellange termijn, die noodzakelijk (hoewel misschien niet toereikend) lijkt om de middeninkomensval te vermijden. India is de jongste nieuwkomer in de middeninkomensgroep en zijn start is niet zo spectaculair als die van China.

Opkomend Europa en de CIS-landen volgen een soortgelijk groeipad dat kenmerkend is voor landen die in 1990 een bigbangovergang maakten van een centrale plan economie naar een markteconomie. Dat veroorzaakte een onmiddellijke daling van de levensstandaard in de beginjaren van de economische herstructurering, die geleidelijk weer herwonnen werd toen de groei weer aantrok. Die landen profiteerden ook in verschillende mate van een productiviteitshausse gerelateerd aan hun integratie in het wereldhandelssysteem, het sluiten van onproductieve

overheidsbedrijven, het overnemen van Westerse technologieën en de liberalisering van de financiële markten. Dat laatste leidde echter tot excessen, zoals weerspiegeld werd in de Russische crisis van 1998 en meer recentelijk in het uiteenspatten van de kredietcyclus in sommige van die landen (zie punt 4).

Ten slotte dient ook te worden aangestipt dat vele landen uit het staal grote olie- en grondstoffenexporteurs zijn. Dat is het geval voor alle landen in Midden- en Zuid-Amerika en in de CIS, alsook voor Indonesië, Maleisië, Zuid-Afrika, Angola en Iran. De in het laatste decennium opgetekende verbeteringen van de levensstandaard houden verband met de hausse van de olie- en grondstoffenprijzen, die nu afgelopen is. De ervaring lijkt erop te wijzen dat die landen een groter risico lopen om in de middeninkomensval terecht te komen. Bij sterke stijgingen van de grondstoffenprijzen worden in die landen loonsverhogingen opgetekend, een expansie van de sector van de niet-verhandelbare goederen en diensten, een sterke uitvoergroei, maar ook een vermindering van het niveau van hun exportdiversificatie. Aan het einde van de hausse, kunnen ze niet langer concurreren met lage-inkomenslanden als gevolg van hun hogere lonen, en evenmin kunnen ze concurreren met hoge-inkomenslanden omdat

GRAFIEK 13 ARBEIDSPRODUCTIVITEITSKLOOF VAN OPKOMENDE ECONOMIEËN T.O.V. HET OESO-GEMIDDELDE
(procentuele kloof t.o.v. het OESO-gemiddelde inzake bbp per werkende, in koopkrachtpariteit, constant 2011 international \$)



Bronnen: OESO, eigen berekeningen.

ze niet overgeschakeld zijn op producten met een hogere waarde. Bovendien zijn die landen veel minder geïntegreerd in mondiale waardeketens dan sommige van de niet op natuurlijke hulpbronnen steunende opkomende economieën.

De inkomenskloof per hoofd van de bevolking tussen opkomende en geavanceerde economieën kan worden opgesplitst in twee componenten: een kloof als gevolg van verschillen in de benutting van arbeid en een andere component die de verschillen in arbeidsproductiviteitsniveau weerspiegelt, de zogeheten productiviteitskloof. De OESO (2014) kwam tot de bevinding dat de periode van sterke groei in de jaren 2000, die resulteerde in enige convergentie inzake het bbp-niveau per hoofd van de bevolking met de lidstaten van de OESO, deels te maken had met verbeteringen inzake de benutting van arbeid (zoals afgemeten aan het aantal werkenden ten opzichte van de totale bevolking), samen met het herstel na de instabiliteit en de crises van de jaren negentig. Er werd veel minder bereikt inzake het dichten van de ruime productiviteitskloof ten opzichte van de OESO-landen, zoals blijkt uit grafiek 13. Indien het tussen 2000 en 2011 opgetekende tempo inzake productiviteitsgroei geëxtrapoleerd wordt naar de toekomst, wordt convergentie met geavanceerde economieën voor vele opkomende landen waarschijnlijk een langdurig proces.

Empirische studies werpen enig licht op de belangrijke determinanten van productiviteitsgroei en reële convergentie. Eichengreen, Park en Shin (2013) tonen aan dat landen waarin een groot aandeel van de bevolking secundair en tertiair onderwijs genoten heeft alsook landen die gekenmerkt worden door een hoog percentage aan hoogtechnologische uitvoer, minder gevaar lopen groei-vertragingen te ondergaan bij een levensstandaard rond het middeninkomensniveau. Bovendien komen ze tot de bevinding dat landen met een grote vergrijzingsdruk, hoge investeringsquotes (die kunnen leiden tot een laag toekomstig kapitaalrendement) en ondergewaardeerde reële wisselkoersen (die een rem zijn om hoger op de technologieladder te klimmen) meer kans lopen om verstrikt te raken in de middeninkomensval. Bulman, Eden en Nguyen (2012) komen tot soortgelijke conclusies en tonen aan dat landen die ontkomen aan de modale-inkomensval een snelle structurele overgang van landbouw naar industrie ondergingen, een hogere graad van menselijk kapitaal en innovatie te zien gaven, alsmede een grotere uitvoergerichtheid en macro-economische stabiliteit. Ook het creëren van technologieën door binnenlandse bedrijven is belangrijk (Cherif en Hasanov, 2015). Een en ander impliceert dat aanhoudende snelle groei in opkomende economieën een proactief beleid zal vergen dat grondige structurele hervormingen stimuleert en nieuwe

sectoren doet ontluiken (Rodrik, 2011). De overheid kan daarbij helpen door het creëren van een gunstige omgeving met sleutelementen zoals macro-economische, politieke en sociale stabiliteit, het opvoeren van de uitgaven voor R&D, passende overheidsinvesteringen in infrastructuur en menselijk kapitaal, een goed werkende markt en een gunstig ondernemingsklimaat, maar kan op zichzelf alleen niet het wondermiddel aanreiken.

7. Demografische factoren

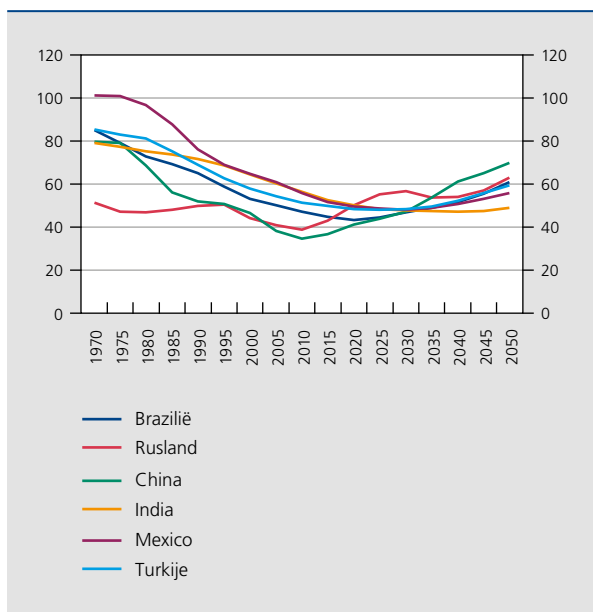
De overgang van een lage-inkomenseconomie naar een middeninkomenseconomie, waar de groei gestimuleerd wordt door arbeid te verschuiven van sectoren met een lagere naar sectoren met een hogere productiviteit, gaat vaak gepaard met demografische veranderingen waarbij vruchtbaarheidscijfers dalen en de gemiddelde levensduur toeneemt. Voordat minder omvangrijke bevolkingscohorten op arbeidsleeftijd komen, bieden er zich demografische kansen aan waarbij de beroepsbevolking blijft stijgen en de afhankelijkheidsgraad afneemt. Meer arbeidsinput kan de groei verder opvoeren. Dat verschijnsel wordt het 'demografisch dividend' genoemd. De omvang ervan hangt af van het vermogen van een economie om de additionele arbeidskrachten te integreren en productief in te zetten.

Een geringere afhankelijkheidsgraad kan ook bijdragen aan de groei via het spaarkanaal: in de mate dat werkenden sparen en niet-actieven niet, verhoogt zulks de spaarquote van de huishoudens. Meer besparingen zullen tot uiting komen in een lagere kapitaalkost, waardoor de investeringen wellicht worden aangezwengeld en daardoor de groeibevorderende effecten van de demografische wijzigingen worden versterkt. Een andere positieve impact zou kunnen uitgaan van de verminderde druk op de overheidsuitgaven voor niet-actieven, maar dit effect zal geringer zijn in opkomende landen met kleine sociale vangnetten.

De in grafiek 14 opgenomen voornaamste opkomende economieën hebben de laatste decennia geprofiteerd van een dalende afhankelijkheidsgraad. China is er een vrij spectaculair voorbeeld van en dit weerspiegelt de tenuitvoerlegging van het éénkindbeleid bovenop de natuurlijke factoren. Er dient ook te worden aangestipt dat het demografisch dividend een voorname factor was bij de opkomst van de Aziatische tijgers. Terwijl vele opkomende landen nog enige tijd na 2015 profijt zullen kunnen trekken van dergelijk dividend, zullen Rusland (en de volledige regio van de CIS en opkomend Europa) en China gaandeweg af te rekenen krijgen met de uitdagingen van de vergrijzing. In China zal de beroepsbevolking

GRAFIEK 14 DEMOGRAFISCH VERLOOP IN EEN AANTAL OPKOMENDE ECONOMIEËN

(totale afhankelijkheidsgraad, vooruitzichten in een mediaan scenario)



Bron: UN World Population Prospects 2015 update.

naar verwachting na 2015 dalen en rond 2020 zou een tekort aan arbeidskrachten optreden. India, daarentegen, zou nog twee decennia lang kunnen blijven profiteren van een aanhoudend demografisch dividend.

Zoals in het voorgaande punt werd aangegeven, bleek uit empirisch onderzoek dat economische vertragingen vaker voorkomen in landen met een hoge afhankelijkheidsgraad (van ouderen). De vergrijzing beïnvloedt de omvang van de beroepsbevolking door de effectieve pensioneringen, maar ook via de participatiegraad van ouderen (55-64 jaar), die kleiner is dan die voor personen uit de leeftijdscategorie van 25 tot 54 jaar. Aangezien het aantal gepensioneerden vervangen wordt door een geringer aantal nieuwkomers, dreigt het gevaar van een tekort aan arbeidskrachten, dat de lonen zal doen stijgen. Het is dan ook des te noodzakelijker de productiviteitsgroei in landen met een vergrijzende bevolking duurzaam aan te zwengelen via een overgang naar economische sectoren met een hoger technologiegehalte en door middel van innovatie. Dit onderstreept de noodzaak voor China om zijn economie succesvol te herbalanceren, zo niet wordt het oud vóór het rijk is.

Conclusie

Aangezien het aandeel van de opkomende economieën in de wereldeconomie in 2014 nagenoeg even groot was als dat van de geavanceerde economieën en gezien de toenemende wederzijdse onderlinge afhankelijkheid van beide, heeft de breed gespreide groeivertraging in de opkomende economieën al een significante impact op de wereldeconomie via handelstromen, grondstoffenprijzen, de financiële markten en vertrouwenseffecten. In dit artikel werden een aantal structurele factoren die aan die vertraging hebben bijgedragen belicht. Een belangrijke ontwikkeling is de vastberadenheid van China om over te gaan op een gematigder en evenwichtiger groeipad, aangezien toenemende onevenwichtigheden en kwetsbaarheden de grenzen van drie decennia zeer snelle groei hebben aangetoond. Die koerswijziging van China heeft al negatieve doorwerkingseffecten gesorteerd op handelspartners en grondstoffenexporterende landen. Dat komt bovenop de tweede verklarende factor, namelijk de scherpe daling van vele grondstoffenprijzen inclusief olie als gevolg van de wisselwerking tussen een zwakke mondiale vraag en de grote bestaande capaciteit, die de producerende landen onder druk zet om te snoeien in investeringen en uitgavenprogramma's. Tegelijkertijd hebben een aantal landen uit Midden- en Oost-Europa het moeilijk om te herstellen van het uiteenspaten van de door de krediet aangedreven conjuncturele zeepbel na de mondiale financiële crisis, die direct naar de regio was overgeslagen via de dominante West-Europese banken. Ten slotte lijkt de ontwikkeling van mondiale waardeketens, een factor die bijdroeg aan de opmars van een aantal opkomende landen, met name China, Oost-Azië, Oost-Europa en Mexico, tot stilstand te zijn gekomen of zelfs te zijn gekeerd.

De vrij structurele aard van de bovenstaande factoren kan ook verklaren waarom de groeivertraging van de opkomende landen naar verwachting een tijd zal duren. De herbalancering van de Chinese economie is een permanent gegeven, de lagere olie- en grondstoffenprijzen zullen zeer waarschijnlijk een grote duurzame component bevatten en deleveraging vergt tijd. Bovendien werd in dit artikel aangetoond dat het niet ongewoon is dat opkomende landen een lange periode van lage groei laten optekenen na een langdurige periode van krachtige groei. Die zogeheten middeninkomensval is meestal het gevolg van het niet kunnen handhaven van een aanhoudend hoge productiviteitsgroei nadat het gemakkelijke gedeelte van het convergentieproces via sectorale verschuivingen tot stand is gebracht en wanneer de productiviteitsgroei sterker afhankelijk wordt van de aanwending van nieuwe technologieën en innovatie. Het gevaar om vast komen te zitten in de middeninkomensval zal de komende jaren

worden verscherpt door de snelle vergrijzing in China en de landen van de CIS en Midden- en Oost-Europa.

Vooruitblikkend zal de kracht van de motor van de opkomende landen naar verwachting afnemen. Het voorspellen van groeitendensen op langere termijn is echter omgeven met heel wat onzekerheid. Het is mogelijk dat de overgang naar een evenwichtiger groeimodel in China niet altijd een effen en voorspelbaar pad zal volgen, zoals blijkt uit de gebeurtenissen van de afgelopen zomermaanden, en deiningen kan veroorzaken in de rest van de wereld. En terwijl Midden- en Oost-Europa nog steeds herstelt van zijn debt overhang, blijven andere opkomende landen schijnbaar achter in de cyclus en accumuleren nog steeds sneller schulden dan billijk lijkt

volgens hun groeieresultaten. Daardoor zijn ze minder goed bestand tegen externe schokken. Tegen de achtergrond van een gematigder groeipotentieel en toenemende kwetsbaarheden, lijken de macro-economische fundamentals van de opkomende landen niet meer zo solide als onmiddellijk na de mondiale financiële crisis. Dat heeft bijgedragen tot de recente wijziging in het marktsentiment, zoals bleek uit de recente onrust op de financiële markten en de vertragende kapitaalstromen naar de opkomende economieën. De fundamentals zullen moeten worden verstevigd en andere hervormingen zullen moeten worden versneld teneinde niet in de middeninkomensval terecht te komen en niet terug te keren naar de volatiele periodes uit de jaren tachtig en negentig.

Bibliografie

Aiyar S., R. Duval, D. Puy, Y. Wu en L. Zhang (2013), *Growth slowdowns and the middle-income trap*, IMF Working Paper, WP/13/71, March.

Borin A. en M. Mancini (2015), *Follow the value added: Bilateral gross export accounting*, Banca d'Italia, Working Papers 1026, July.

Buelens C. (2013), "Losgekoppeld en veerkrachtig? De veranderende rol van opkomende economiën in een onderling verbonden wereld.", NBB, *Economisch Tijdschrift*, 23–40, September.

Bulman D., M. Eden en H. Nguyen (2014), *Transitioning from low-income growth to high-income growth: is there a middle income trap?*, World Bank group, Policy Research Working Paper 7104, November.

Cherif R. en F. Hasanov (2015), *The leap of the tiger: How Malaysia can escape the middle-income trap*, IMF Working Paper, WP/15/131, June.

Constantinescu C., A. Mattoo en M. Ruta (2015), *The global trade slowdown: Cyclical or structural?*, IMF Working Paper, WP/15/6, January.

Dhyne E. en C. Duprez (2015), "Heeft de crisis het DNA van de Belgische economie gewijzigd?", NBB, *Economic Review*, September.

Di Stefano E. en D. Marconi (2015), *Assessing potential growth in emerging countries after the global financial crisis*, Banca d'Italia, occasional paper 256, January.

Dorrucci E., G. Pula en D. Santabàrbara (2013), *China's economic growth and rebalancing*, ECB, Occasional Paper 142, February.

Duprez C. (2014), "Creating export value. An analysis of Belgium", NBB, *Economic Review*, 25–39, September.

EBCI (2012), *Working group on NPLs in Central, Eastern and South-eastern Europe*, Vienna Initiative, March.

EBCI (2014), *Credit guarantee schemes for SME lending in Central, Eastern and South-Eastern Europe*, report by the Vienna Initiative Working Group on Credit Guarantee Schemes, November.

ECB (2015), "Understanding the weakness in world trade", *Economic Bulletin Issue 3*, 1–10.

Eichengreen B, D. Park en K. Shin (2013), *Growth slowdowns redux: New evidence on the middle-income trap*, NBER Working Paper 18673, January.

Ferrarini B., J. E. Zveglich en D. Hummels, (2014), "Asia in global value chains", *Asian Development Outlook 2014 update*, 35–80.

Gauvin L. en C. Rebillard (2015), *Towards recoupling? Assessing the global impact of a Chinese hard landing through trade and commodity price channels*, Banque de France, Document de Travail 562.

Husain A., R. Arezki, P. Breuer, V. Haksar, T. Helbling, P. Medas, M. Sommer en IMF Staff team (2015), *Global implications of lower oil prices*, IMF staff discussion note, SDN/15/15, July.

IMF (2014a), *Regional economic issues, Central, Eastern, and Southeastern Europe*, April.

IMF (2014b), IMF: *Spillover report*, June.

IMF (2014c), *Global financial stability report*, April.

IMF (2015a), *Regional economic outlook update, Middle East and Central Asia, learning to live with cheaper oil amid weaker demand*, January.

IMF (2015b), *Regional economic issues, Central, Eastern, and Southeastern Europe*, May.

IMF (2015c), *People's republic of China: staff report for the 2015 article IV consultation*, July.

IMF (2015d), *World economic outlook*, April.

International Energy Agency (2015), *Oil market report*, August.

Kowalski P., J. Lopez-Gonzalez, A. Ragoussis en C. Ugarte (2015), *Participation of developing countries in global value chains: Implication for trade and trade-related policies*, OECD Trade Policy Papers 179.

Liu Y. en C. B. Rosenberg (2013), *Dealing with private debt distress in the wake of the European financial crisis: A review of the economics and legal toolbox*, IMF Working Paper, WP/13/44, February.

OESO (2014), *Perspectives on global development 2014: Boosting productivity to meet the middle-income challenge*.

OESO (2015), *Economic surveys China*, March.

Ollivaud P., E. Rusticelli en C. Schwellnus (2014), *Would a growth slowdown in emerging markets spill over to high-income countries?: A quantitative assessment*, OECD Economics Department, Working Paper 1110.

Rodrik D. (2011), *The future of economic convergence*, NBER Working Paper 17400, August.

Zhuang J., P. Vandenberg en Y. Huang (2012), *Growing beyond the low-cost advantage: How the People's Republic of China can avoid the middle-income trap*, Asia Development Bank, October.