

1. De crisis in het eurogebied

In 2012 werden de financiële markten gekenmerkt door fluctuerende, maar intense, spanningen, tegen een door de crisis in het eurogebied gedomineerde achtergrond van algemene onzekerheid. In het eurogebied werden de terugkoppelingseffecten tussen de situatie van de financiële sector en die van de staten sterker; ze droegen in hoge mate bij tot een fragmentatie van de financiële markten langs nationale grenzen. De maatregelen van de ECB en van de overheden zorgden vanaf de zomer voor een stabilisering van de financiële markten. De futloosheid van de vraag en van de bedrijvigheid bleef zich evenwel uitbreiden naar de kern van het eurogebied, terwijl de perifere landen hun inspanningen inzake structurele aanpassing voortzetten. Het bbp is in het eurogebied teruggelopen met 0,4% en de werkloosheid heeft in sommige landen een zeer hoog niveau bereikt. Ook op mondiaal vlak is de groei in 2012 vertraagd. Behalve door de crisis in het eurogebied, werd hij aangetast door, onder meer, de onzekerheid met betrekking tot het begrotingsbeleid, die in de Verenigde Staten tot het einde van het verslagjaar aanhield, en door de vertraging in de opkomende economieën.

1.1 Verloop van de crisis in het eurogebied

Tegen een broze macro-economische achtergrond, deinde het sentiment van de financiële markten mee op de maatregelen van de overheden

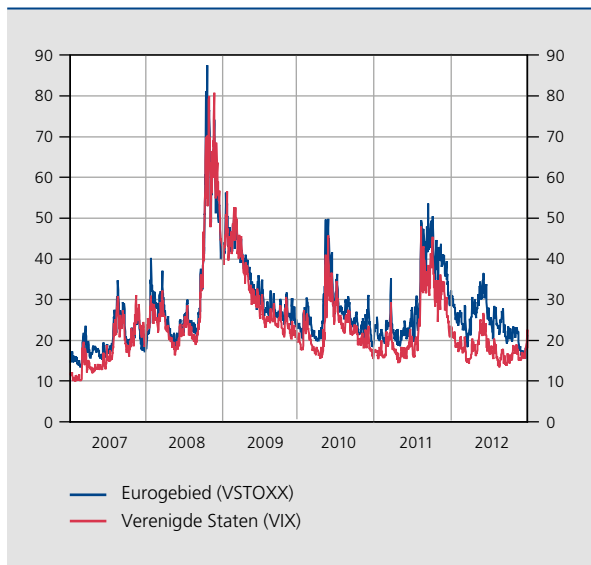
De wereldwijde financiële crisis en de diepe en algemene recessie van 2008-2009 hebben een geheel van macro-economische evenwichtsverstoringen in het eurogebied aan het licht gebracht, zoals de onhoudbare toestand van de overheidsfinanciën, een overmatige toename van de private schuldenlast en het buitengewoon zwakke concurrentievermogen van sommige lidstaten. De crisis en de recessie hebben ook zwakke plekken blootgelegd in het institutionele kader van de Economische en Monetaire Unie (EMU). Het is immers door de ontoereikende toezicht- en coördinatiemechanismen van het economisch beleid dat deze evenwichtsverstoringen zich hebben kunnen ontwikkelen in een aantal landen. Bovendien waren, bij ontstentenis van een mechanisme om de crisis te beheersen, de mogelijkheden van het eurogebied om in te grijpen tegenover de diverse onrusthaarden bijzonder beperkt. Tegen deze achtergrond hebben zich op de

financiële markten besmettingseffecten voorgedaan, die in de hand werden gewerkt door de grote onderlinge verbondenheid welke sedert de oprichting van EMU sterk is toegenomen. Deze effecten troffen vooral de meest kwetsbare partners, en er voltrokken zich schadelijke feedbackeffecten tussen de staten en de banken.

Er zijn sedert het begin van de crisis verscheidene maatregelen getroffen om deze constructiefouten van de EMU te corrigeren. Aanvankelijk waren deze maatregelen vaak ad hoc, specifiek en tijdelijk. Geleidelijk aan werden ze meer algemeen van aard en dienden ze om de Europese *governance* en het institutionele kader van de EMU structureel te versterken. Daarnaast zijn de lidstaten begonnen met aanpassingen en structurele hervormingen, die hen zouden moeten helpen hun fundamentals op termijn opnieuw solide te maken.

Vanuit het oogpunt van de economische actoren, in het algemeen, en van de financiële marktpartijen, in het bijzonder, genereerden de processen van Europese institutionele herschikkingen en nationale structurele hervormingen echter opeenvolgende fases van optimisme en vertwijfeling. Aan de periodes van vertwijfeling lag de bezorgdheid ten grondslag over de daadwerkelijke vastberadenheid van de regeringen om vastbesloten en

GRAFIEK 1 VOLATILITEITSINDEXEN VAN DE AANDELENMARKTEN
(daggegevens)



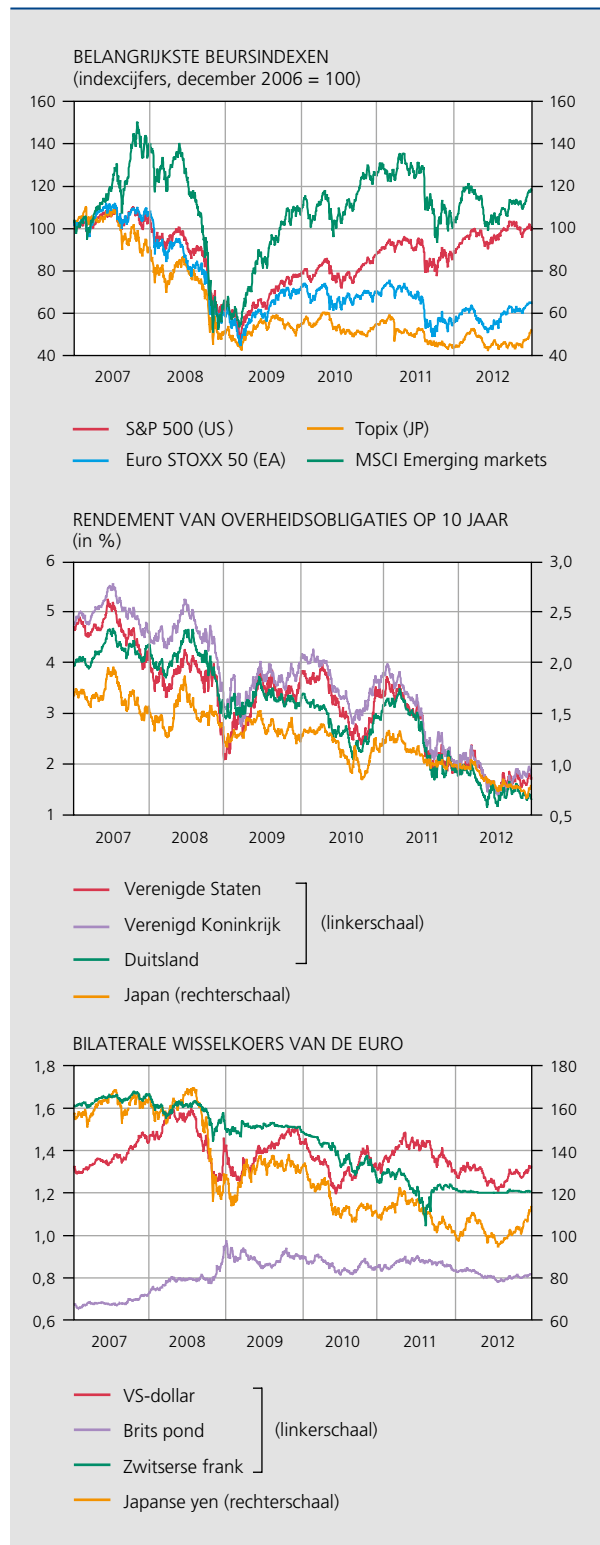
Bron: Thomson Reuters Datastream.

door middel van consensus vooruitgang te boeken in het integratieproces, over de soms onduidelijke aard van de aangekondigde maatregelen, evenals over de risico's die inherent zijn aan de uitvoering ervan zowel op de verschillende nationale niveaus als op het niveau van het eurogebied.

De ontwikkelingen op de financiële markten bleven zich in 2012 afspelen tegen deze achtergrond van onzekerheid, wat nog werd versterkt door de algemene verzwakking van de wereldeconomie. De macro-economische resultaten bleven doorgaans onder de verwachtingen, vooral in het eurogebied, zoals blijkt uit de opeenvolgende neerwaartse herzieningen van de groeivoorzichten. Binnen het eurogebied heeft de conjunctuurvertraging zich langzamerhand algemeen verbreid en werden ook de sterkere economieën getroffen.

In deze sombere en onzekere economische omgeving werd het verloop van de voornaamste financiële indicatoren bepaald door zowel landgebonden factoren als factoren die gemeenschappelijk zijn voor het eurogebied. In het algemeen heerste op de markten niet langer dezelfde grote nervositeit – die bijvoorbeeld wordt gemeten door de volatiliteitsindexen VIX (berekend op basis van de index S&P 500) en VSTOXX (berekend op basis van de index Euro STOXX 50) – als tijdens de zomer van 2011, maar deinde de onrust mee op de golven van de politieke onzekerheden. Er tekenden zich in de loop van 2012 drie fases af: eerst was er een rustige periode, van het begin

GRAFIEK 2 VERLOOP VAN DE INTERNATIONALE FINANCIËLE MARKTEN
(daggegevens)



Bron: Thomson Reuters Datastream.

van het jaar tot medio maart, die werd gevolgd door een periode waarin de spanningen opnieuw opliepen, in de hand gewerkt door de toenemende fragmentatie van de financiële markten van het eurogebied, waarna vanaf het einde van juli 2012 opnieuw een relatieve kalmte over de markten neerdaalde, toen het Eurosysteem en de Raad van de EU nieuwe maatregelen troffen die de band tussen het soeverein risico en het financieel risico wellicht kunnen verbreken.

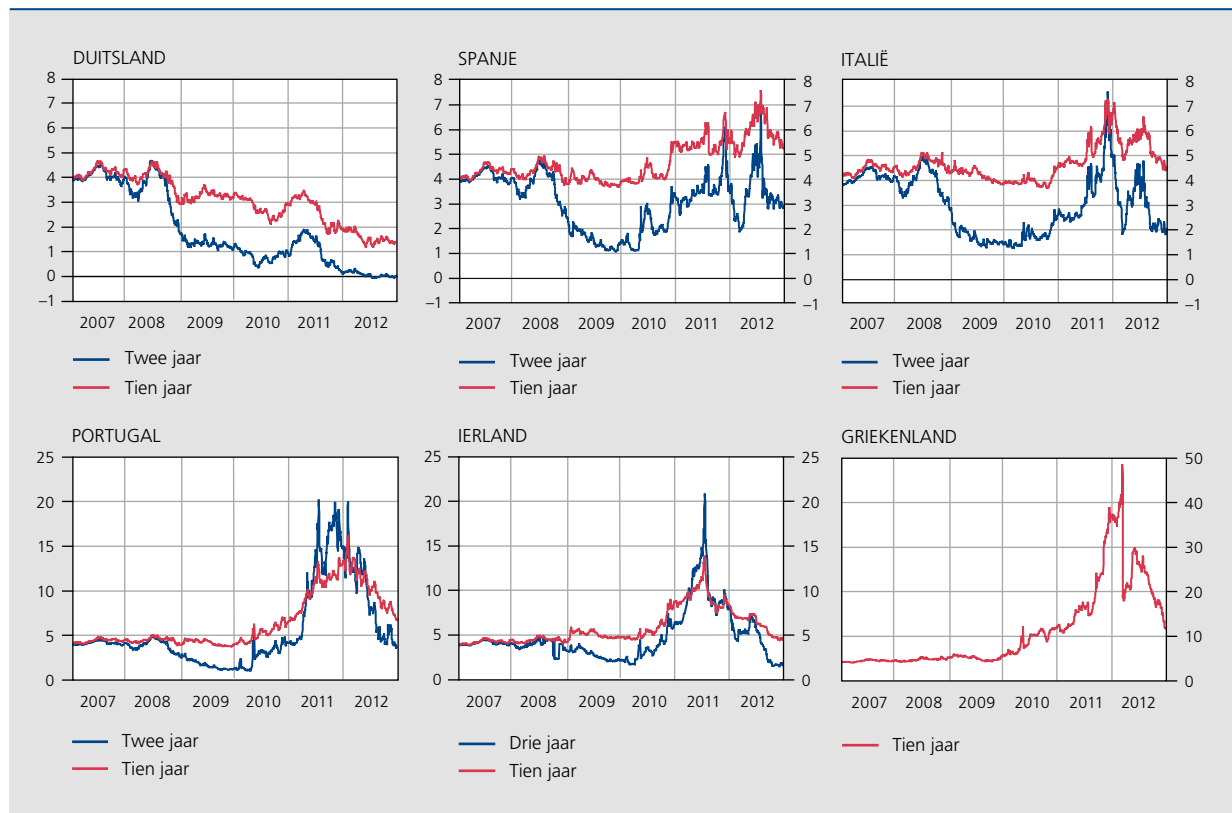
Van het begin van het jaar tot medio maart: kalmte dankzij monetairbeleidsbeslissingen en institutionele hervormingen

Begin 2012 kwamen de verschillende financiële markten enigszins tot bedaren, nadat de overheidsschuldencrisis tijdens de tweede helft van 2011 fors was opgeflakkerd. Deze situatie werd aangewakkerd door een toenemende bezorgdheid over de verslechterende houdbaarheid van de overheidsfinanciën in sommige landen van het eurogebied en over de perceptie dat de regeringen onvoldoende vastberadenheid vertoonden om het hoofd te bieden aan

de crisis. Het herstel van de rust aan het begin van het verslagjaar vloeide voort uit tekenen dat de bedrijvigheid stilaan stabiliseerde en uit het vooruitzicht dat de groei in de loop van het jaar zou opleven, terwijl de overheden een hele reeks maatregelen troffen.

Al met al reageerden de markten immers gunstig op de structurele maatregelen en de maatregelen op begrotingsgebied die sommige lidstaten, met name Spanje en Italië, in de herfst van 2011 hadden getroffen, en op de beslissingen die eind 2011 en begin 2012 op Europees gebied werden genomen. In dit verband heeft het akkoord over een 'begrotingspact' tijdens de Europese top van december 2011 – later opgenomen in het Verdrag inzake stabiliteit, coördinatie en bestuur in de Economische en Monetaire Unie – ten doel de preventieve aspecten van het institutionele kader te versterken, terwijl de nieuwe versie van het Verdrag tot instelling van het Europees stabiliteitsmechanisme (ESM), die op 2 februari 2012 ondertekend werd, het eurogebied voorziet van een doeltreffender instrument om de crisis aan te pakken. Wat het monetair beleid betreft, hebben de twee herfinancieringsoperaties van het Eurosysteem met een looptijd

GRAFIEK 3 OBLIGATIARENDEMENTEN VAN EEN SELECTIE VAN LANDEN UIT HET EUROGEBIED
(daggegevens, in %)



Bron: Thomson Reuters Datastream.

van 3 jaar in december 2011 en februari 2012 – bovenop een aantal niet-conventionele maatregelen in augustus 2011 en twee verlagingen van de beleidsrente aan het einde van het jaar – de risico's op een financieringscrisis van de Europese banksector aanzienlijk verkleind. Op de obligatiemarkten blies deze liquiditeitsinjectie de vraag naar overheidsobligaties van perifere landen, met name Ierland, Italië en Spanje, nieuw leven in, waardoor hun rendementsecants ten opzichte van de obligaties van de kernlanden van het eurogebied afnamen, in het bijzonder ten opzichte van de Duitse Bund. Terzelfder tijd veerden door de opluchting van de markten de voornaamste Europese beursindexen op, zoals de Euro STOXX 50, die tot medio maart een klim van 10 % te zien gaf.

Hoewel de situatie van Portugal en Griekenland in diezelfde periode nog steeds zorgen baarde, bleven de besmettingseffecten van die twee landen beperkt. Eind januari 2012 stond de rente op Portugese overheidspapier op tien jaar op 16,2 %, het hoogste peil sedert de invoering van de euro, aangewakkerd door speculaties over een eventuele herschikking van de Portugese overheidsschuld. Die vrees werd deels weggenomen door de ondertekening van het Verdrag tot instelling van het ESM. In Griekenland werd steeds duidelijker dat de overheidsschuld onhoudbaar was en samen met de onzekerheid over de modaliteiten van een vrijwillige deelname van de private sector aan een schuldomruil heeft dat de rente van de overheidsobligaties de hoogte ingejaagd, tot bijna 50 %. Bij gebrek aan enige significante marktactiviteit moet dit peil echter louter als indicatief worden beschouwd. Een tweede hulpprogramma voor Griekenland, dat in februari werd afgerond, en de geslaagde herschikking van de Griekse schuld, begin maart, vielen in goede aarde, ook al bleven de Griekse rentetarieven bijzonder hoog.

Van medio maart tot eind juli: de vrees dat het eurogebied zou uiteenvallen, voedt de spanningen op de markten

Het relatief optimisme van de eerste maanden van het jaar begon vanaf de lente te tanen, toen er nieuwe vragen rezen over de financiële soliditeit van sommige staten, zodanig dat de vrees ontstond dat het eurogebied zou uiteenvallen, en toen wereldwijd steeds meer tekenen vielen waar te nemen die wezen op een economische vertraging.

Op dat ogenblik werd in diverse landen van het eurogebied de marktperceptie van de solvabiliteit van de nationale bansectoren en de staten veel sterker beïnvloed door de feedbackmechanismen tussen deze beide. Dat verschijnsel tekende zich bijzonder scherp af in Spanje,

waar de aandacht steeds meer toegespitst raakte op de zwakke positie van de spaarbanken, toen die werden geconfronteerd met de gevolgen van toenemende wanbetalingen op hun portefeuille hypothecaire leningen. Door het vooruitzicht dat de Spaanse overheid die banken zou moeten herkapitaliseren, kwamen haar financieringskosten onder opwaartse druk te staan, wat dan weer de houdbaarheid van de Spaanse overheidsfinanciën in het gedrang bracht. Dat was een ontwikkeling die zelf onzekerheid deed ontstaan over de solvabiliteit van de Spaanse banksector, gelet op de blootstelling ervan aan het nationale soevereine risico.

De andere grote zorg die gedurende deze periode de onrust op de financiële markten deed aanhouden, was de politieke onzekerheid in Griekenland. Na de vervroegde parlementsverkiezingen van begin mei mislukten alle pogingen om een regering te vormen, waardoor nieuwe verkiezingen moesten worden uitgeschreven, die plaatsvonden op 17 juni. Dat politieke imbroglie vergrootte de twijfels over de vastberadenheid van Griekenland om zijn verbintenissen tegenover de internationale kapitaalverstrekkers na te komen. Als Griekenland zich niet aan de voorwaarden van het aanpassingsprogramma zou hebben gehouden, had dat inderdaad tot een stopzetting van de financiële bijstand kunnen leiden, waardoor een wanbetaling van Griekenland onvermijdelijk zou zijn geworden. De dreiging van een dergelijk scenario – en ook de meer extreme speculaties over een mogelijke uitstap van Griekenland uit de euro, de zogenaamde Grexit – deed zich heel duidelijk gevoelen op de obligatiemarkten waar, door het besmettingseffect, de differentiatie 'kernperiferie', geïllustreerd door de toename van de rendementsverschillen, nog groter werd. Zo steeg de Griekse rente op tien jaar fors met ongeveer 1 000 basispunten en bedroeg in mei 30 %.

Tegen deze achtergrond vroeg Spanje een financieel hulpprogramma van de Europese faciliteit voor financiële stabiliteit (EFFS) aan, ten belope van € 100 miljard, voor de herstructurering en herkapitalisatie van zijn banken, terwijl de nieuwe Griekse regering het aanpassingsprogramma onderschreef. Op Europees niveau werd op de top van het eurogebied van 29 juni 2012 beslist om een gemeenschappelijk toezichtmechanisme voor banken in het leven te roepen en, in aansluiting daarop, om het ESM de voorwaardelijke mogelijkheid te verlenen banken rechtstreeks te herkapitaliseren. Dit opende perspectieven om structureel een einde te maken aan de feedbackmechanismen tussen de nationale banksectoren en de staten.

Meer in het algemeen duurde de fragmentatie van de financiële markten volgens de landsgrenzen voort, verscherpt door uiteenlopende macro-economische

ontwikkelingen tussen de landen. Op de obligatiemarkten deed de ongerustheid over de solvabiliteit van de overheidsfinanciën en over een eventuele omkeerbaarheid van de euro de rendementsecants in het eurogebied abrupt oplopen tot recordniveaus. Terzelfder tijd vlakten de rendementscurven van de effecten uit perifere landen, met name Spanje en, in mindere mate, Italië, fors af als gevolg van een heel sterke toename van de kortetermijnrente. Na een stijging met bijna 200 basispunten bereikte de Spaanse rente op twee jaar op 24 juli een piek van 6,7%. Omgekeerd, onder invloed van een toegenomen vraag naar vluchtwaarden, daalde de rendementscurve van overheidsobligaties van bepaalde kernlanden van het eurogebied, zoals Duitsland, naar historisch lage niveaus, waarbij de waarden voor de korte termijn zelfs negatief werden. De Europese interbankenmarkt bleef verlamd, wat feitelijk neerkomt op een terugkeer naar de nationale bankstelsels in het eurogebied. Een van de gevolgen van die situatie is dat de transmissie van het gemeenschappelijke monetaire beleid ongelijk verloopt, zoals blijkt uit de sterk uiteenlopende rentetarieven waartegen de ondernemingen en de huishoudens in de landen van het eurogebied zich kunnen financieren.

De veranderende stemming veegde eveneens de winsten weg die de Europese beurzen in het begin van het jaar hadden opgebouwd. Zo moest de Euro STOXX 50 tussen zijn tijdelijke piek in maart en 25 juli meer dan 17% prijsgeven en lieten de referentie-indexen van de Spaanse, Italiaanse of Griekse beurs nog zwaardere verliezen optekenen. Op de wisselmarkten stond de euro eind juli op zijn laagste peil van het jaar ten opzichte van de andere belangrijke internationale munten, die een rol van vluchthaven vervulden in periodes van onrust over het eurogebied.

Vanaf eind juli: de maatregelen van het Eurosysteem en van de EU stabiliseren de markten

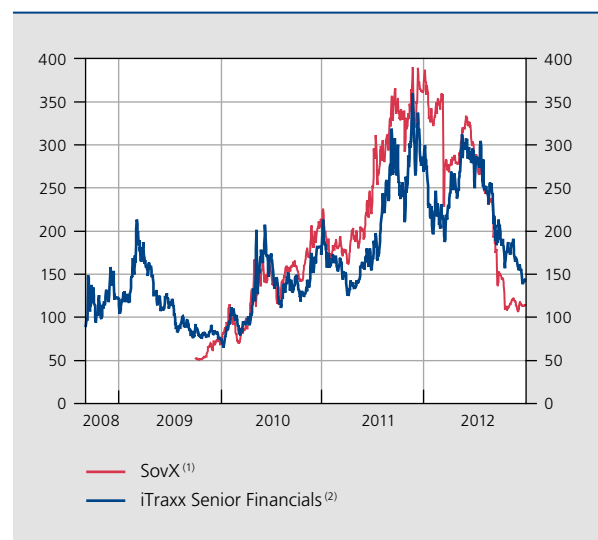
Om aan deze fragmentatie het hoofd te bieden, voerde het Eurosysteem een nieuw instrument in: de *outright* monetaire transacties (OMT). Hoewel die pas begin september formeel nader werden toegelicht, reageerden de markten vanaf eind juli gunstig op dit vooruitzicht, nadat de ECB-voorzitter had verklaard dat de ECB, in het kader van haar mandaat, vastbesloten was al het nodige te doen om de euro te vrijwaren. Dankzij de OMT kan het Eurosysteem ingrijpen op de secundaire markten van de soevereine schuld, mits aan strikte voorwaarden is voldaan (zie deel 2.1). Zo temperen de OMT, in hun uitvoeringsvoorwaarden, het risico op een liquiditeitscrisis bij de effecten van de overheidsschuld, zonder evenwel de

lidstaten ervan te weerhouden de nodige hervormingen uit te voeren om opnieuw op een stabiel groeipad terecht te komen.

Door de vrees van de beleggers voor een mogelijke omkeerbaarheid van de euro af te zwakken en door de in het eurogebied werkzame centrifugale krachten te bedwingen, heeft de invoering van de OMT ook de financiële markten gestabiliseerd, zoals sinds de aankondiging ervan bleek uit de winsten op de Europese beurzen, de reductie van de renteversillen 'centrum-periferie' en de appreciatie van de euro. Nog andere belangrijke beslissingen hebben tot het herstel van de rust bijgedragen, zoals de start van het ESM op 8 oktober 2012 en het akkoord dat de Europese Raad tijdens de top van 18 en 19 oktober sloot over een roadmap met betrekking tot het gemeenschappelijk toezichtmechanisme voor kredietinstellingen, een weerspiegeling van zijn vastberadenheid om voort te gaan met de integratie van de EMU. In december werd een besluit genomen betreffende de wetgeving tot instelling van dat mechanisme. Door de herziening, eind november, van de voorwaarden van het tweede aanpassingsprogramma voor Griekenland, alsook door het herstel van de houdbaarheid van zijn schuld, kon de voorziene betaling van een nieuwe schijf financiële steun worden vrijgemaakt en

GRAFIEK 4 INDEXEN VAN CREDIT DEFAULT SWAPS VOOR DE EUROPESE SOEVEREINE SCHULD EN VOOR DE SENIOR DEBT VAN EUROPESE FINANCIËLE INSTELLINGEN

(daggegevens, basispunten)



Bronnen: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream.

(1) Deze index meet het gemiddelde niveau van de premies op de *credit default swaps* op vijf jaar met betrekking tot de overheidsschuld van negentien West-Europese landen.

(2) Deze index meet het gemiddelde niveau van de premies op de *credit default swaps* op vijf jaar met betrekking tot de *senior debt* van vijftientig grote Europese financiële instellingen.

kon worden vermeden dat de twijfels over zijn financiële draagkracht opnieuw de kop zouden opsteken.

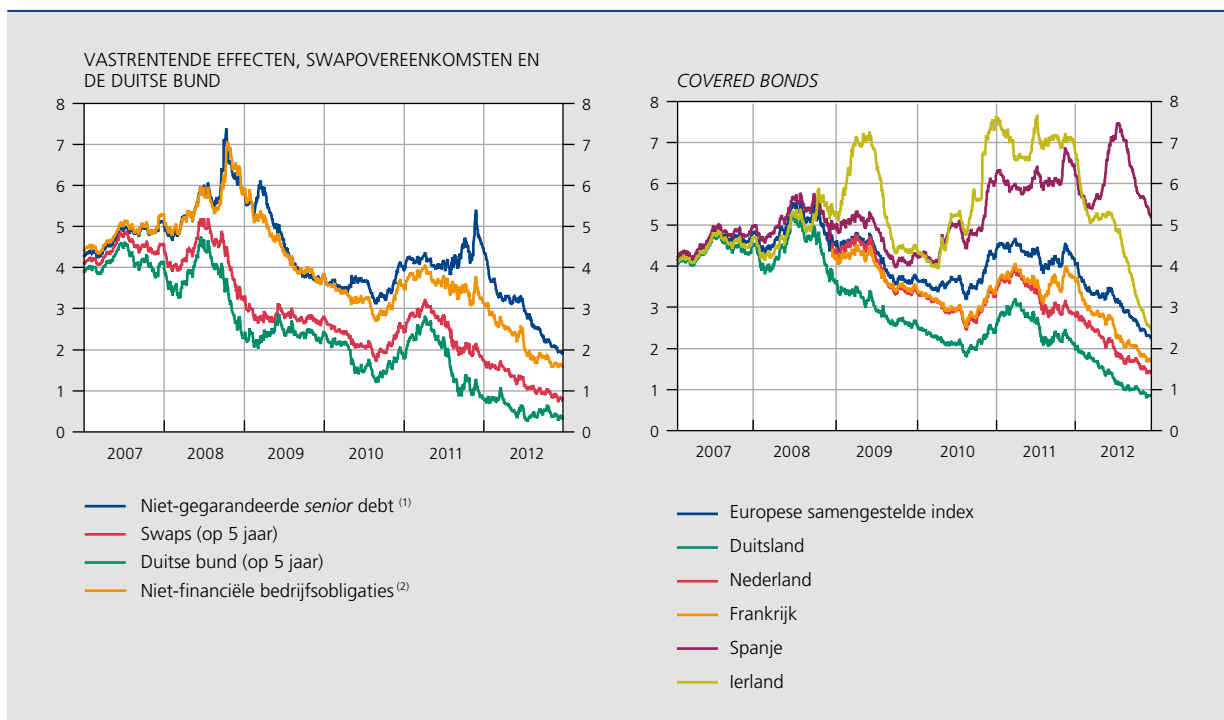
Van buiten Europa kwamen nog andere geruststellende factoren: de Federal Reserve en de Bank of Japan deelden met name de invoering mee van nieuwe kwantitatieve versoepelingsmaatregelen ter ondersteuning van de reële economie. De twijfels omtrent het sluiten van een akkoord teneinde een plotse en abrupte verstraking van het begrotingsbeleid in de Verenigde Staten te vermijden, wakkerden aan het einde van het jaar de nervositeit op de financiële markten weer enigszins aan, maar desondanks sloten de voornaamste internationale beursindexen het jaar met winst af: de S&P 500 en de Euro STOXX 50 lieten stijgingen van 13 à 14 % over het hele jaar optekenen.

De financieringsvoorwaarden van de landen en van de banken gaan hand in hand

De intense correlatie die ook in 2012 werd opgetekend tussen het verloop van de prijs om zich in te dekken tegen

overheidsfalen, afgemeten aan de hand van de soevereine credit default swaps (CDS), en dat van de CDS verbonden aan de senior debt van de Europese financiële instellingen weerspiegelt het belang van de wisselwerkingen tussen beide sectoren. Die vloeien voort uit verscheidene kanalen. In de eerste plaats kan een verhoogd kredietrisico op overheidspapier in hun portefeuille de balans van de banken verzwakken: daardoor verslechtert hun risicoprofiel en kan hun financiering moeilijker en duurder worden. Vervolgens leidt de dalende waarde van overheidspapier tot een vermindering van de kwaliteit en van de beleenbaarheid als onderpand van heel wat van deze instrumenten en dat belemmert de toegang van de banken tot gewaarborgde financiering. Tot slot brengt een verzwakte financiële positie van een overheid ook een inkrimping teweeg van de financieringsvoordelen die de banken genieten ten gevolge van de door deze overheid toegekende impliciete en expliciete staatswaarborgen. De causaliteit kan ook in omgekeerde richting werken: zwakke banken kunnen de waarschijnlijkheid van een overheidsoptreden verhogen en bijgevolg de verwachting van een verslechtering van de schuldpositie van de overheid wekken. Uiteindelijk leidt dit tot de vicieuze cirkel van een waargenomen solvabiliteitsafname van de banken.

GRAFIEK 5 RENDEMENTEN VAN OBLIGATIES, SWAPOVEREENKOMSTEN EN DE DUITSE BUND
(daggegevens, in %)

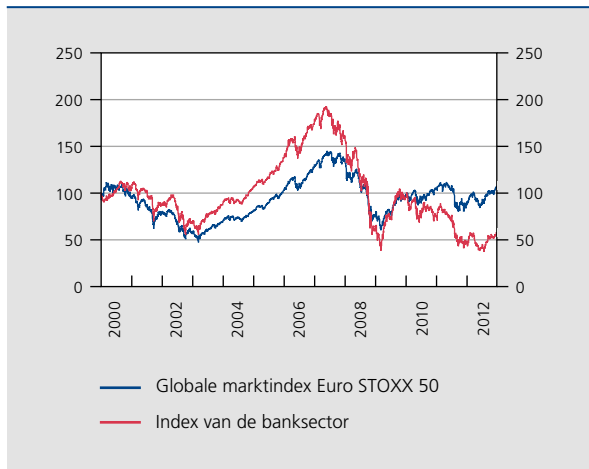


Bronnen: Markit Economics, Thomson Reuters Datastream.

(1) iBoxx euro corporate banks senior index die verwijst naar de niet-gegarandeerde bancaire *senior debt* uitgedrukt in euro.

(2) iBoxx corporate non-financial index die verwijst naar obligaties met een looptijd van 5-7 jaar uitgegeven door niet-financiële vennootschappen.

GRAFIEK 6 EUROPESE BEURSINDEXEN
(daggegevens, 31 december 1999 = 100)



Bron: Thomson Reuters Datastream.

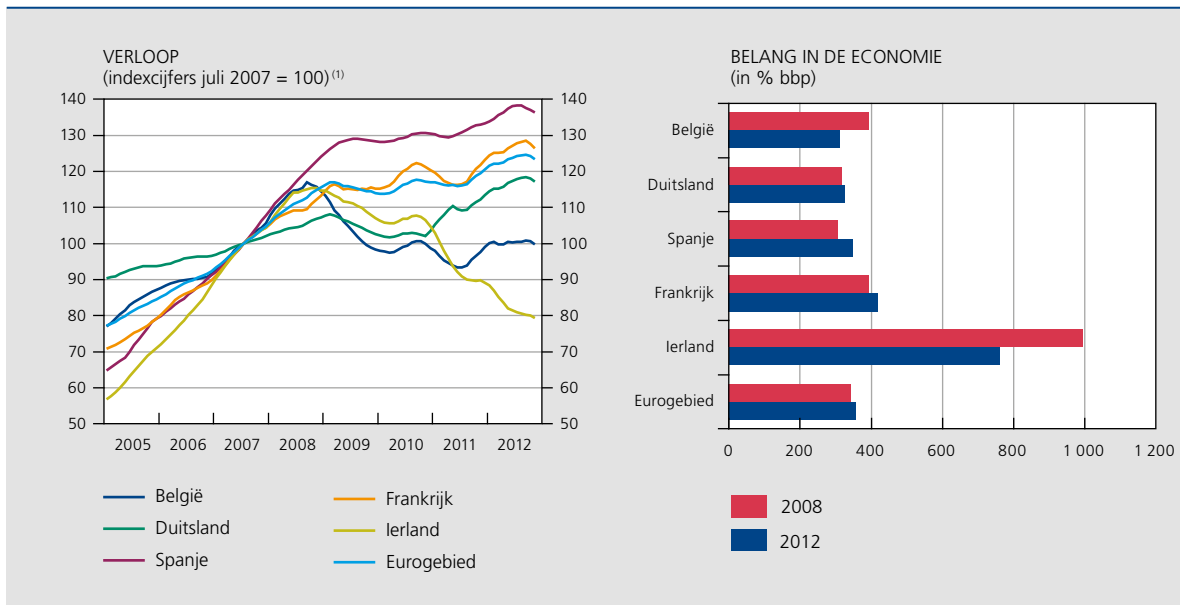
Net als die van de soevereine CDS haalden ook de koersen van de bancaire CDS in de tweede jaarhelft voordeel uit het groeiend marktvertrouwen. De te betalen prijs om zich tegen een falen van banken in te dekken daalde in 2012 met 137 basispunten, wat evenwel aanzienlijk minder is dan de verzekeringspremie voor overheidsfalen, waarvan de prijs evenwel enigszins

vertekend werd door de Griekse schulderschikking in maart.

Dat verminderde kredietrisico leidde tot gunstiger financieringsvoorwaarden voor de banken, zoals trouwens blijkt uit hun antwoorden op de enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening. Zo zijn de gemiddelde kosten van de niet-gegarandeerde in euro luidende *senior* debt van de Europese banken in 2012 meer dan gehalveerd. Deze significante daling was deels te danken aan de afname van de referentierentes, maar ook en vooral aan de duidelijke inkrimping van het ecart ten opzichte van de vijfjarige swaprente of van de rente van de Bund op vijf jaar. Bovendien zagen de banken de meerkosten inzake financiering ten opzichte van de niet-financiële vennootschappen die waren ontstaan na de financiële crisis en die in 2011 fors waren toegenomen, aanzienlijk afnemen. Ook de rendementen van de gedekte obligaties, of *covered bonds*, daalden, zij het over het algemeen genomen echter in mindere mate dan die van de niet-gewaarborgde obligaties. Deze neerwaartse beweging was vrijwel algemeen; alleen in Spanje werd gemiddeld over het jaar een status-quo opgetekend. In de loop van 2012 ging het rendement van de *covered bonds* van de Spaanse banken fors in stijgende lijn tot halverwege het jaar om vervolgens aanzienlijk te verzwakken.

Op de aandelenmarkten stabiliseerden de financieringsvoorwaarden van de financiële instellingen zich na een

GRAFIEK 7 TOTALE BANCAIRE ACTIVA⁽¹⁾
(geconsolideerde gegevens)



Bronnen: EC, Thomson Reuters Datastream, ECB.

(1) Zesmaands voortschrijdend gemiddelde.

drietal baissejaren. Hun resultaten blijven evenwel onder die van de globale marktindex.

Ondanks de verbeterde financieringsvoorwaarden bleef het beroep van de banken uit het eurogebied op de obligatie- en aandelenmarkten gering.

In Europa kwam de omvangvermindering van de balans van de banken in 2012 tot stilstand

De algemene activareductie waartoe vele banken uit het eurogebied in de periode 2009-2011 overgingen, lijkt in tal van lidstaten van het eurogebied ten einde te zijn gekomen.

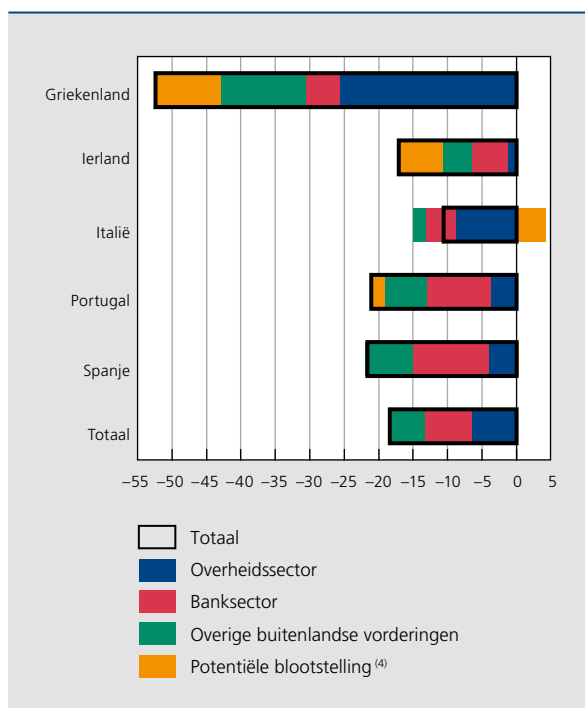
Deze toestand is allicht toe te schrijven aan het succes van de herkapitalisatieplannen die de Europese Bankautoriteit in december 2011 had aanbevolen en die leidden tot een inbreng, grotendeels in de vorm van gereserveerde winsten en in kapitaal geconverteerde hybride instrumenten, van meer dan € 200 miljard aan eigen middelen ten gunste van de Europese banksector. De solvabiliteit van de banksector, waarvan de eind 2011 uitgevoerde stresstests nog duidelijke zwaktes hadden aangetoond, werd tussen december 2011 en september 2012 dus, voornamelijk, verbeterd door een verhoging van zijn eigen middelen en, in mindere mate, door de verdere afbouw van het volume van zijn risicogewogen activa.

Toch blijft het verloop van de totale bancaire activa verschillen vertonen tussen de lidstaten. In Ierland, waar de banksector vóór de crisis duidelijk een buitensporige omvang had aangenomen, duurt de vermindering van de bancaire activa onverminderd voort. In Spanje, daarentegen, waar eveneens een gevoelige bancaire kredietgroei werd opgetekend, is een forse balansvermindering van de banken nog niet op gang gebracht.

Ook werden niet alle bancaire activa in dezelfde mate getroffen door deze politiek van balansaanpassing. Wat dat betreft bleef de kredietverlening aan de ingezetenen niet-financiële sectoren meestal gespaard en werden meer in het bijzonder de risicovolle activa, vaak op niet-ingezetenen tegenpartijen, afgebouwd.

Zo namen de grensoverschrijdende vorderingen van Europese banken op een aantal perifere eurolanden verder af. Tussen december 2010 en september 2012

GRAFIEK 8 VERLOOP VAN DE GRENSOVERSCHRIJDENDE VORDERINGEN VAN EUROPESE BANKEN⁽¹⁾ OP PERIFERE LIDSTATEN VAN HET EUROGEBIED
(verloop in % tussen eind december 2010 en eind september 2012, op geconsolideerde basis)⁽²⁾⁽³⁾



Bron: BIB.

(1) Banken in eigendom van ingezetenen en gevestigd in Duitsland, in Oostenrijk, in België, in Spanje, in Finland, in Frankrijk, in Griekenland, in Ierland, in Italië, in Nederland, in Noorwegen, in Portugal, in het Verenigd Koninkrijk, in Zweden, in Zwitserland en in Turkije.

(2) Totaal verloop in %, ingedeeld in verschillende categorieën van vorderingen.

(3) Gegevens afkomstig van de rapportering van de geconsolideerde internationale bankstatistieken. De activa zijn onderverdeeld naar finaal risico, d.w.z. na risico-overdrachten.

(4) Grensoverschrijdende vorderingen als gevolg van contracten in afgeleide producten, verleende waarborgen en kredietverbintenissen.

liepen ze met ongeveer 18% terug. Vooral ten opzichte van Griekenland zijn ze fors (met ongeveer 52%) verminderd, waarbij voornamelijk de blootstelling aan de overheidssector werd beperkt, meer bepaald door de deelname aan de ruiloperatie van Griekse staatsschulden in maart 2012. In vergelijking met Spanje en Portugal was deze daling bescheidener (iets meer dan 20%), met vooral de tegoeden op de banksector als getroffen activa. Deze heroriëntering van de activiteiten van de banken op hun respectieve binnenlandse markt is een van de wijzen waarop de tendens tot fragmentering van de financiële markten in het eurogebied tot uiting komt. De kenmerken van deze fragmentatie worden toegelicht in kader 1.

Kader 1 – Financiële fragmentatie in het eurogebied

Terwijl de oprichting van de Monetaire Unie er snel voor zorgde dat de rentetarieven binnen het eurogebied convergeerden, maken de ontwikkelingen op de financiële markten momenteel een duidelijke fragmentatiefase langs de nationale grenzen door. Het eurogebied is derhalve effectief opgesplitst tussen de staten van de periferie – die worden geconfronteerd met zware financieringskosten, zowel voor de overheidsschuld als voor de kredietverstrekking aan de private sector – en de staten uit het centrum, die profiteerden van de historisch lage rentetarieven. In dit Kader wordt nader ingegaan op de aaneenschakeling van oorzaken die aan de grondslag van deze situatie liggen, alsook op de gevolgen ervan.

Structurele oorzaak: het ontstaan van macrofinanciële onevenwichtigheden

De financiële fragmentatie in het eurogebied, die vanaf 2011 veel scherper en breder is geworden, ontstond reeds van bij de aanvang van de crisis doordat de financiële actoren volledig anders gingen aankijken tegen de heterogeniteit van de fundamentals van de respectieve economieën in het eurogebied. Tijdens de eerste fase van de EMU hadden de beleggers maar weinig aandacht geschonken aan de verschillende budgettaire, macro-economische of financiële posities. Wel integendeel, de lage rentetarieven en de onderschatting van de landenspecifieke macrofinanciële risico's hebben ertoe bijgedragen dat deze onevenwichtigheden tot stand konden komen.

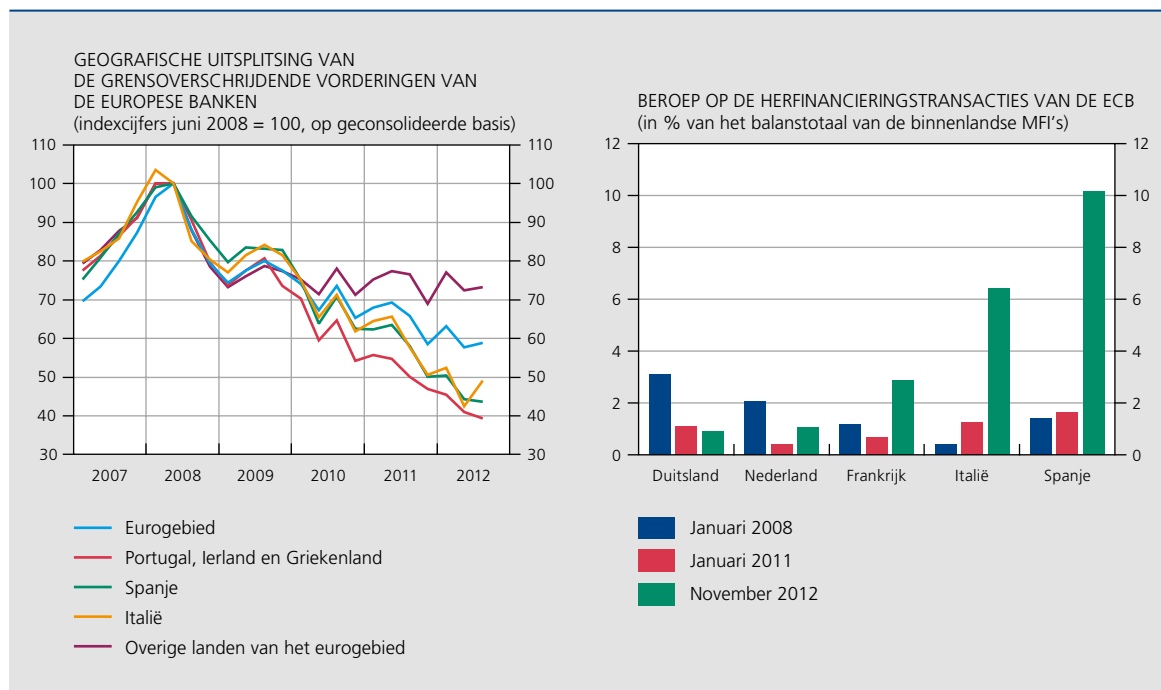
Vanaf 2008, het jaar waarin de financiële crisis in Europa losbarstte, traden mede door het opdrogen van de internationale financiering – in het bijzonder op interbancair niveau – en het niet voorhanden zijn van een geloofwaardig vrijwaringmechanisme op het niveau van het eurogebied de landspecifieke bezorgdheden opnieuw op de voorgrond bij het beoordelen van de risico's. Naargelang het land hebben die bezorgdheden betrekking op een verzwakte financiële sector, een buitensporige schuldenlast, een verlies aan concurrentievermogen, onhoudbare begrotingsposities, een ontoereikend ontwikkelingspotentieel of een combinatie van deze factoren. Doordat de fragmentatie negatieve en elkaar in de hand werkende wisselwerkingen tussen de financiële sector en de overheidssector tweeebrenkt, heeft ze uiteindelijk ook een invloed gehad op de financieringsvoorwaarden van de huishoudens en de niet-financiële vennootschappen in de landen die te kampen hebben met structurele onevenwichtigheden. Terzelfder tijd zijn, bij gebrek aan krachtige maatregelen van de overheden, op de financiële markten besmettingsmechanismen ontstaan tussen landen die onderling soortgelijke zwakheden vertonen.

Fragmentatie van de kredietverlening op internationaal niveau

De herwaardering van de risico's en de afbrokkeling van het vertrouwen in de tegenpartijen, twee uitingen van de financiële crisis, maakten aanvankelijk dat de internationale financieringsstromen opdroogden. Reeds in het derde kwartaal van 2008 liepen, meer bepaald in het eurogebied, de buitenlandse vorderingen van de Europese banken significant en algemeen terug. Vanaf het tweede kwartaal van 2010 deed zich bovendien een duidelijke differentiatie en segmentatie voor, waardoor de stromen naar landen met zware macro-economische onevenwichtigheden, nog meer gingen opdrogen. Teneinde deze situatie te verhelpen, voerde de ECB een reeks niet-conventionele maatregelen uit, die erop gericht waren de banken op lange termijn van liquiditeiten te voorzien, waaronder de in 2011 en 2012 verrichte langerlopende herfinancieringstransacties. Relateert men het bedrag van de aldus verkregen liquiditeiten aan het balanstotaal van de ingezeten banken, dan zijn het de banken uit de perifere landen die het grootste beroep hebben gedaan op de financiering van de ECB, wat wijst op een problematischer toegang van deze banken tot marktfinanciering.



HERORIËTERING VAN DE FINANCIËLE INSTELLINGEN



Bronnen: BIB, NCB.

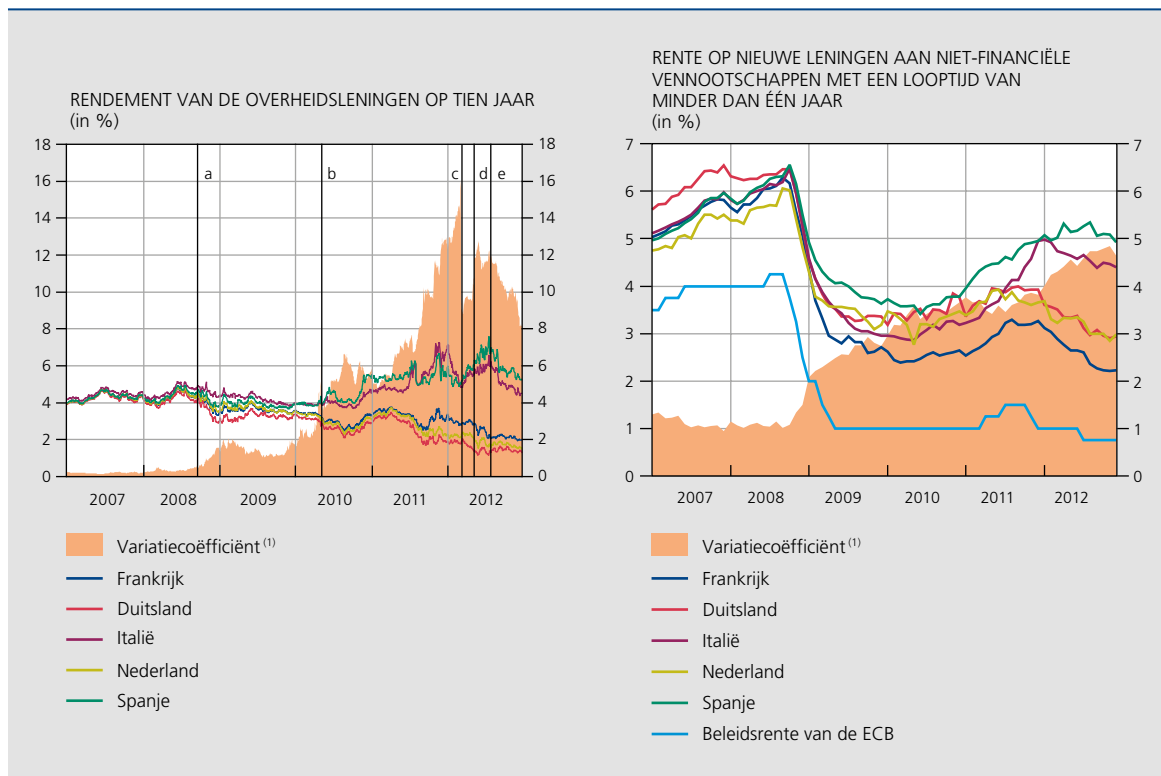
Gevolgen voor de financieringsvoorwaarden van de niet-financiële sector

Aangezien de internationale financiering weggevallen is, hebben de nationale onevenwichtigheden zware gevolgen gehad voor de risicopremies op de overheidsschuld van elk land. De rendementen van de tienjaars overheidsleningen geven in dat opzicht een indicatie: de fragmentatie in het eurogebied kan worden gemeten aan de hand van de variatiecoëfficiënt van de rentetarieven. Een eerste golf van divergenties deed zich voor vanaf september 2008 (lijn a in de onderstaande grafiek), toen de financiële crisis uitbrak. In 2010 en 2011, de crisis was dan vooral een overheidsschuldencrisis geworden (lijn b), kwam in het eurogebied een trendmatige divergentie op gang als reactie op een tweevoudige ontwikkeling: enerzijds de verschuiving van kapitaal naar zeer liquide leningen van staten waarvan de solvabiliteit unaniem werd erkend en, anderzijds, de opwaartse trend van de rendementen voor landen die te kampen hadden met grote onevenwichtigheden. Ondanks het tijdelijk soelaas dat werd geboden door de niet-conventionele maatregelen van de ECB en door de herschikking van de Griekse schuld in maart 2012 (lijn c), kwamen de obligatiemarkten vanaf april 2012 opnieuw onder druk te staan (lijn d). Vanaf eind juli 2012 zette de heterogeniteit een neerwaartse beweging in nadat de president van de ECB ingrijpende maatregelen (lijn e) had aangekondigd die in september 2012 werden geconcretiseerd door de goedkeuring van het OMT-programma.

De divergenties inzake de financieringsvoorwaarden van de financiële instellingen en de overheden hebben zich uitgebreid naar de kredietverleningsvoorwaarden die gelden voor de niet-financiële private sector, onder meer inzake de rentetarieven die worden toegepast op de bancaire kredietverlening. Zo hebben de verlagingen van de basisrentetarieven van de ECB in 2011 en 2012 aanleiding gegeven tot een daling van de rente op de bancaire kredietverlening aan de niet-financiële vennootschappen van een aantal landen uit het centrum, terwijl, omgekeerd, in een aantal andere landen rentestijgingen werden opgetekend. Zo ook vergrootte de heterogeniteit voor de hypothecaire kredieten aan huishoudens. Deze ontwikkelingen wijzen op een verandering in de werking van de transmissiekanalen van het monetair beleid.



HETEROGENITEIT VAN DE RENTETARIEVEN



Bronnen: ECB, Thomson Reuters Datastream.

(1) Een hogere variatiecoëfficiënt duidt op een grotere heterogeniteit tussen alle landen van het eurogebied op een bepaald tijdstip. De variatiecoëfficiënt werd vermenigvuldigd met een factor 10.

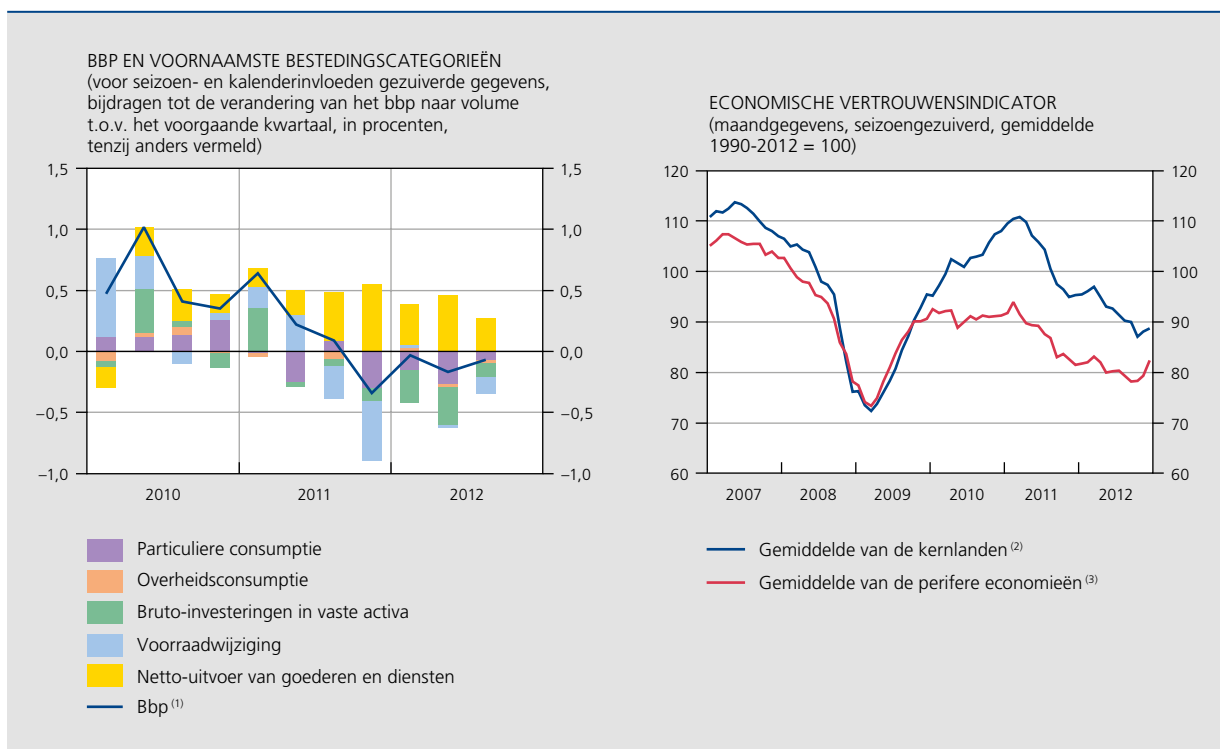
Gelet op het belang van de financiële integratie voor het eurogebied – niet alleen uit het oogpunt van een homogene monetairbeleidstransmissie, maar ook uit dat van een efficiënte spreiding van de risico's en een optimale benutting van het groeipotentieel – zijn recentelijk verschillende initiatieven genomen om op structurele wijze elke nieuwe fragmentatie tegen te gaan. De oprichting van een bankenunie en de maatregelen die zijn genomen op het niveau van het Eurosysteem zijn in dat opzicht belangrijke stappen, die onmiskenbaar bijdragen tot het afwenden van het 'redenominatierisico' (*redenomination risk*) – dat is het risico van een gedwongen conversie van in euro luidende activa in een andere, vermoedelijk zwakkere valuta – en tot het versterken van de EMU.

1.2 De economie in het eurogebied en zijn lidstaten

Algemene zwakte van de bedrijvigheid en de vraag in het eurogebied

Nadat het bbp in het vierde kwartaal van 2011, op het hoogtepunt van de overheidsschuldencrisis, was gekrompen, begon het jaar 2012 in het eurogebied onder een beter gesternte. De relatieve rust op de financiële

markten ging toen immers gepaard met een versteviging van het vertrouwen van ondernemingen en huishoudens en met een stabilisatie van de bedrijvigheid. Dat herstel was echter van korte duur. De bbp-groei werd vanaf het tweede kwartaal opnieuw negatief en bleef dat ook in het derde; die twee kwartalen met een daling van het bbp wezen – volgens de gebruikelijke definitie – op een nieuwe recessie. Die inzinking volgde, na twee jaren van opleving, op de veel ingrijpendere recessie in 2008-2009. In een klimaat van hernieuwde beroering en bezorgdheid over de overheidsschuldencrisis in het eurogebied,



Bron: EC.
 (1) Veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande kwartaal.
 (2) België, Duitsland, Finland, Frankrijk, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk.
 (3) Griekenland, Italië, Portugal, Spanje.

vloiede de matige – maar aanhoudende – verzwakking van de bedrijvigheid zowel voort uit een geleidelijke achteruitgang van de binnenlandse vraag als uit een vertraging van de buitenlandse handel. Die factoren hebben gedurende de laatste maanden van het jaar nog steeds de conjunctuur gedrukt, doordat de afzwakking van de spanningen op de financiële markten ten gevolge van ingrijpende maatregelen van de autoriteiten tot dan toe amper een positieve schok op het vertrouwen van de huishoudens of de ondernemingen had teweeggebracht. Integendeel, het pessimisme leek verder om zich heen te grijpen en verspreidde zich onder meer naar Duitsland. Aldus nam het bbp van het eurogebied over het hele jaar met 0,4 % af, na in 2011 met 1,4 % te zijn gestegen.

Elk van de bestanddelen van de binnenlandse vraag bleef in 2012 lusteloos. De overheidsconsumptie ging licht achteruit (-0,2 %), als gevolg van de inspanningen om de begroting te saneren. Deze inspanningen beïnvloedden, meer in het algemeen, ook de overige posten van de binnenlandse vraag, waaronder de particuliere consumptie. Die laatste, welke met 1 % daalde ten opzichte van 2011, werd afgeremd door verscheidene andere factoren.

Zo werd het reëel beschikbaar inkomen van de huishoudens ook uitgehold door het banenverlies, de matige groei van de lonen en de stijging van de energieprijzen. Voorts werd het consumentenvertrouwen onder meer aangetast door de overheidsschuldencrisis in het eurogebied en door de stijging van de werkloosheid, wat de consumenten ertoe aanzette zich voorzichtiger te gedragen en hun geplande uitgaven voor duurzame consumptiegoederen en investeringen in woningen uit te stellen.

De vertraging van de bedrijvigheid in het eurogebied en de toegenomen onzekerheid drukten eveneens het vertrouwen van de bedrijfsleiders, die hun investeringsplannen neerwaarts bijstelden omdat hun vraagvooruitzichten wegslonken. Daarenboven oefenden de zeer ongunstige kredietvoorwaarden en de noodzaak om de schuldenlast te verlagen in sommige landen van het eurogebied een extra afremmend effect uit. In het eurogebied als geheel zijn de bruto-investeringen in vaste activa in 2012 dan ook met 3,5 % gedaald. Bovendien spoorde de verslechtering van de groeivoorzichten sinds de zomer van 2011 de bedrijven aan tot een inkrimping van hun voorraadpeil.

Enkel het buitenlandse goederen- en dienstenverkeer bleef in 2012 de groei schragen, ten belope van 1,3 procentpunt, waardoor een medio 2010 begonnen tendens werd voortgezet. De verzwakking van de mondiale economische bedrijvigheid en bijgevolg van de buitenlandse vraag heeft het groeitempo van de uitvoer weliswaar sterk doen afnemen ten opzichte van de twee voorgaande jaren, maar de uitvoer profiteerde nog steeds van het positieve effect op het concurrentievermogen van de depreciatie van de reële effectieve wisselkoers van de euro sinds 2011. Tegelijkertijd liep de invoer terug omdat hij werd afgeremd door een ondermaatse binnenlandse vraag.

Alle landen van het eurogebied hebben in 2012 de effecten van de conjunctuurverslechtering gevoeld, maar die deed zich voor met een uiteenlopende intensiteit, waarbij de door diepgaande macro-economische onevenwichtigheden verzwakte landen zwaarder werden getroffen. Terwijl die landen onontbeerlijke correcties aanbrachten, die aanzienlijke inspanningen vergden inzake

begrotingsconsolidatie, vermindering van de schuldgraad van de private sector, versteviging van het concurrentievermogen en reallocatie tussen de verschillende bedrijfstakken van de economie, hadden ze te kampen met de instorting van hun binnenlandse vraag, tegen de achtergrond van een sterke toename van de werkloosheid. Omdat ze bovendien werden geconfronteerd met minder gunstige financieringsvoorwaarden, belandden die economieën opnieuw in een recessie. Zo werd de bbp-groei in 2012 opnieuw ruimschoots negatief in Spanje, Italië en Cyprus, terwijl de bedrijvigheid krachtig verder daalde in Portugal en, meer nog, in Griekenland. Ierland vormde een uitzondering, aangezien de bedrijvigheid, hoewel ze er vertraagde, positief bleef. De landen zonder belangrijke macro-economische evenwichtsverstoringen, die reeds hadden kunnen profiteren van de tijdelijke opleving na de recessie van 2008-2009 hielden dan weer beter stand, zonder echter hun elan te kunnen handhaven. In Duitsland en Oostenrijk verzwakte de bbp-groei in 2012, maar bleef hij positief. Frankrijk en Finland lieten een bijna-stagnatie optekenen, terwijl de bedrijvigheid licht terugliep in België en Nederland. De gevolgen van de overheidsschuldencrisis, die aanvankelijk beperkt bleven tot een gering aantal landen, sloegen dus over op de economieën die tot dusver blij hadden gegeven van een grotere veerkracht.

De arbeidsmarktsituatie in het eurogebied is in 2012 gestaag verslechterd, omdat ze scherper dan in het begin van de financiële crisis reageerde op de achteruitgang van de bedrijvigheid en de toename van de onzekerheid. Tijdens de recessie van 2008-2009 verliep de aanpassing op de arbeidsmarkt veeleer via een vermindering van het aantal gewerkte uren per werknemer dan via een inkrimping van het aantal banen. Sindsdien is de economische context sterk veranderd. Het gebrek aan budgettaire speelruimte beperkte voor de overheid de mogelijkheden om nieuwe steunmaatregelen uit te voeren, zoals het stimuleren van arbeidsduurvermindering dat tijdens de grote recessie had bijgedragen tot het behoud van de werkgelegenheid in het eurogebied, terwijl de absorptiereserves van de ondernemingen fors waren aangetast, bij ontstentenis van een krachtig en langdurig herstel in de afgelopen jaren. Zo hebben de vertraging van de economische bedrijvigheid in 2012 en de sombere vooruitzichten op middellange termijn de ondernemingen in de meeste landen ertoe aangezet hun personeelsbestand terug te schroeven in plaats van opnieuw de arbeidsduur te verkorten. De werkgelegenheid in het eurogebied is dan ook met 0,8% gekrompen ten opzichte van 2011, terwijl de werkloosheid verder is gestegen tot 11,7% in december, het hoogste peil sinds 1999. In de landen van het eurogebied bleef het verloop van de werkgelegenheid en de werkloosheid zeer sterk uiteenlopend. De grootste

TABEL 1 BBP EN ARBEIDSMARKT IN DE LANDE
VAN HET EUROGEBIED IN 2012⁽¹⁾

(gegevens naar volume, veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

	Bbp	Werk- gelegenheid in personen	Werkloos- heidsgraad ⁽²⁾
Duitsland	0,8	1,1	5,5
Frankrijk	0,2	-0,1	10,2
Italië	-2,3	-1,3	10,6
Spanje	-1,4	-4,5	25,1
Nederland	-0,3	-0,2	5,4
België	-0,2	0,2	7,4
Oostenrijk	0,8	1,1	4,5
Griekenland	-6,0	-7,9	23,6
Finland	0,1	0,3	7,9
Portugal	-3,0	-4,0	15,5
Ierland	0,4	-1,2	14,8
Slowakije	2,6	0,3	13,5
Luxemburg	0,4	1,9	5,4
Slovenië	-2,3	-1,6	8,5
Cyprus	-2,3	-4,0	12,1
Estland	2,5	1,8	10,5
Malta	1,0	0,9	6,3
Eurogebied	-0,4	-0,8	11,3

Bronnen: EC, NBB.

(1) De landen van het eurogebied zijn gerangschikt volgens de grootte van hun bbp in 2012.

(2) Verhouding in % tussen het aantal werklozen en de beroepsbevolking.

dalingen van de werkgelegenheid en stijgingen van de werkloosheid deden zich voor in Griekenland, Spanje, Portugal en Cyprus. Ze weerspiegelen de bovenvermelde aanpassingen van de macro-economische onevenwichtigheden, die in 2012 werden voortgezet. Naast een vrij sterke afname van hun bedrijvigheid kregen die landen immers af te rekenen met de noodzaak om middelen van de sectoren die afgestemd waren op de binnenlandse vraag, onder meer de bouwrijverheid in Spanje, over te hevelen naar de exportgerichte sectoren. Bovendien zijn de verschillen in werkloosheidsgraad tussen de lidstaten sinds 2011 toegenomen. Zo werden in december de laagste werkloosheidsgraden opgetekend in Oostenrijk (4,3%), Luxemburg en Duitsland (beide 5,3%), alsook in Nederland (5,8%), en de hoogste in Spanje (26,1%) en Griekenland (26,8% in oktober 2012). In de laatstgenoemde landen bedroeg de jongerenwerkloosheid meer dan 50%.

Voortzetting van de structurele aanpassingsmaatregelen

Ondanks het niet erg gunstige economisch klimaat in het eurogebied als geheel, zetten de landen die te lijden hadden onder de meest ingrijpende macro-economische evenwichtsverstoringen, hun structurele aanpassingen in 2012 voort. Die inspanningen worden begeleid door programma's die de nationale overheden met het IMF, de EC en de ECB ('de trojka') sloten en die de voorwaarden voor de hun toegekende financiële noodhulp bepalen – wat het geval was in Ierland, Griekenland en Portugal – of worden gedreven door spanningen op de financiële markten die onhoudbaar zouden worden indien ze aanhielden, zoals met name in Spanje en Italië. Hoewel ze de binnenlandse vraag en de arbeidsmarkt op korte termijn kunnen drukken, zijn die aanpassingen noodzakelijk om voor het groeipotentieel een structurele en duurzame grondslag te leggen.

De evenwichtsverstoringen die de economische en financiële crisis van 2008-2009 aan het licht bracht en waardoor deze laatste in sommige omstandigheden nog werd verergerd, vergden aanpassingen van uiteenlopende aard. De herstructurering van de financiële sector, die in het voorgaande punt reeds summier werd toegelicht voor het eurogebied als geheel, zal voor België uitgebreider worden beschreven in hoofdstuk 3. Naast dat aspect hebben de noodzakelijke aanpassingen, naargelang van het geval, betrekking op de consolidatie van de overheidsbegroting, de vermindering van de schuldenlast van de niet-financiële vennootschappen en de huishoudens, samen met de stabilisatie van de vastgoedmarkt, en meer in het algemeen op de versteviging van het concurrentievermogen en op

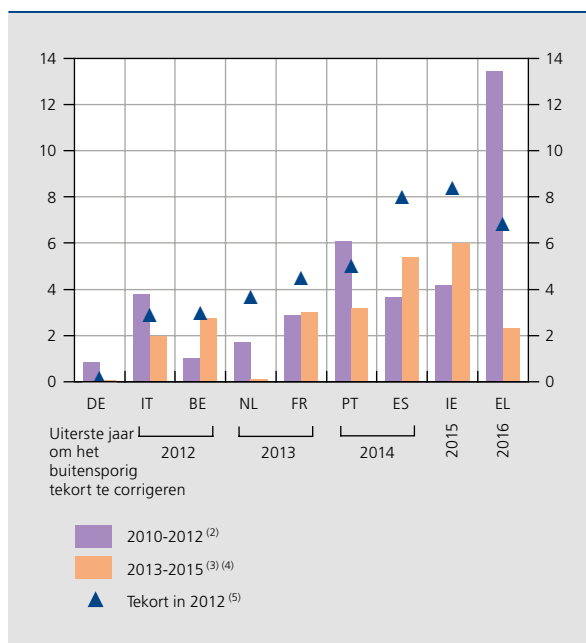
het wegwerken van grote en aanhoudende tekorten in het saldo van de lopende rekening van de economie.

Overheidsfinanciën

In een ongunstig conjunctuurklimaat leidden discretionaire structurele maatregelen ten belope van 1,3 procentpunt bbp tot een nieuwe forse daling van het overheids-tekort in het eurogebied. Volgens de herfstprognoses van de EC van 2012 liep dit tekort terug van 4,1% bbp in 2011 tot 3,3% in 2012. Over het geheel genomen werd het tekort minder snel dan in 2011 verlaagd, maar sommige landen, waar de situatie van de overheidsfinanciën zeer kwetsbaar was en die door de markten onder druk werden gezet, hebben hun inspanningen opgevoerd. Verscheidene regeringen – zoals die in Italië, Spanje, Portugal en Griekenland – moesten in de loop van het jaar zelfs additionele maatregelen nemen om hun doelstellingen na te streven ondanks de economische vertraging.

GRAFIEK 10 BEGROTINGSCONSOLIDATIE: PEIL VAN HET TEKORT IN 2012, SEDERT 2010 GELEVERDE INSPANNINGEN EN VOLGENS DE BEGROTINGSDOELSTELLINGEN GEPLANDE INSPANNINGEN

(veranderingen van het structureel primair saldo⁽¹⁾; in procentpunt bbp, tenzij anders vermeld)



Bron: EC.

- (1) Het structureel primair saldo stemt overeen met het saldo op de overheidsrekening, exclusief rente-uitgaven en gezuiverd voor conjunctuurinvloeden en tijdelijke maatregelen.
- (2) Berekend op basis van de herfstprognoses van de EC van 2012.
- (3) Berekend op basis van de nationale hervormings- en stabiliteitsprogramma's voor 2012 of van de herzieningen van de doelstelling voor het tekort door de Ecofin-Raad (voor Spanje, Portugal en Griekenland).
- (4) 2016 voor Griekenland. Tussen 2013 en 2016 wordt het primair saldo enkel gezuiverd voor conjunctuurinvloeden.
- (5) Nominiaal tekort in % bbp.

De Ecofin-Raad heeft deze doelstellingen trouwens in de loop van het jaar versoepeld voor de drie laatstgenoemde landen. Desondanks zouden de begrotingstekorten, volgens dezelfde prognoses van de EC, in sommige landen nog altijd aanzienlijk zijn: in 2012 waren ze het hoogst, uitgedrukt in procenten bbp, in Ierland (8,4%), Spanje (8%), Griekenland (6,8%) en Portugal (5%), alsook in Cyprus (5,3%). Omgekeerd, haalden zeven landen van het eurogebied een tekort van 3% bbp of minder, namelijk Duitsland, Estland, Finland, Luxemburg, Malta, Italië en België, waarbij de eerste vijf aan het einde van het jaar niet of niet meer aan een procedure bij buitensporige tekorten (EDP) onderworpen waren. Wat Duitsland en Malta betreft, besloot de Ecofin-Raad in de loop van 2012 om die procedure op te heffen.

De schuldratio van de overheid nam toe van 88,1% bbp eind 2011 tot 92,9% bbp eind 2012, dat is een grotere stijging dan een jaar eerder, ondanks de vermindering van het tekort. Die versnelling houdt niet alleen verband met het 'sneeuwbaaleffect' – waarbij de groei van het nominaal bbp lager wordt dan de impliciete rente op de overheidsschuld – maar ook met de overheidsmaatregelen ter ondersteuning van de financiële sector en met de bijstand die aan sommige landen van het eurogebied werd verleend in het kader van de Europese steunmechanismen. Ingevolge de in de nationale rekeningen gebruikte conventies moeten deze lasten doorgaans niet in het tekort worden geboekt, maar ze verhogen niettemin de schuld.

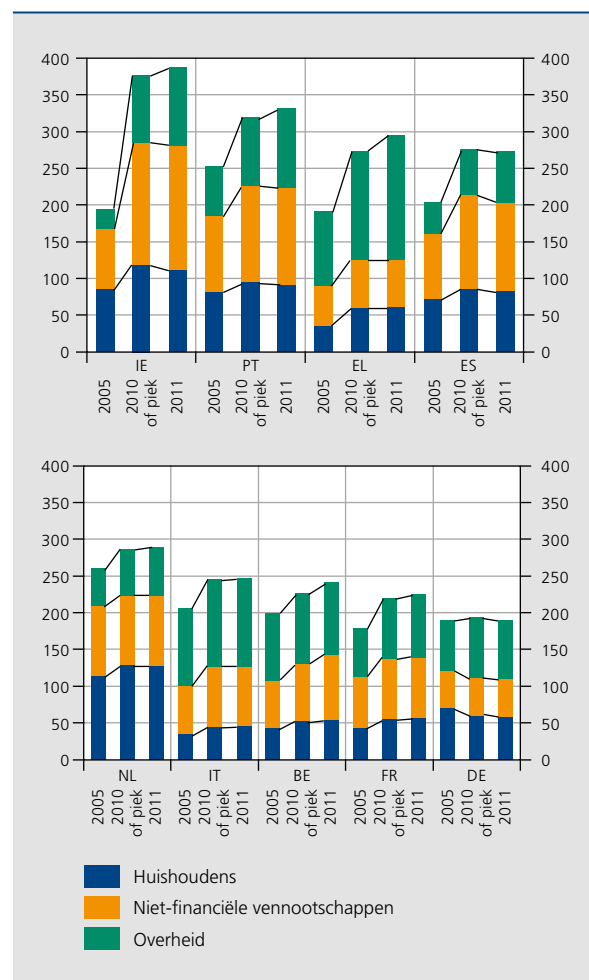
Geen enkele lidstaat van het eurogebied is erin geslaagd in 2012 de overheidsschuld af te bouwen. De landen met een aanpassingsprogramma hebben echter, net als andere kwetsbare landen, al sinds 2010 aanzienlijke pogingen ondernomen om hun begrotingstekort in te krimpen, en zulks ondanks een ongunstig economisch klimaat. Aldus werden de tekorten, ongerekend rentelasten, conjuncturele componenten en uitzonderlijke tijdelijke maatregelen, tussen 2010 en 2012 het sterkst vermindert in Griekenland, Portugal, Ierland en Spanje, namelijk met 13 procentpunt bbp in Griekenland en met 4 tot 6 procentpunt in de drie overige landen. In die economieën blijven evenwel nog belangrijke inspanningen nodig om de in de nationale stabiliteitsprogramma's vastgelegde begrotingsdoelstellingen te verwezenlijken.

Private schuld en vastgoedmarkten

In verscheidene Europese landen brachten de economische en financiële crisis van 2008-2009 en het uiteenspatten van de vastgoedzeepbel, die in diverse gevallen daarmee gepaard ging, een buitensporige schuldenlast van huishoudens en niet-financiële vennootschappen aan het licht. Die schuld was in het voorgaande decennium

gegroeid, in overeenstemming met de vastgoedprijzen die terzelfder tijd snel waren gestegen. Op geconsolideerde basis gemeten – dat wil zeggen ongerekend de wederzijdse financiële tegoeden en verplichtingen in dezelfde sector – had de schuldratio in procenten bbp van de private sector medio 2010 een plafond van 144% bereikt. Vervolgens zette een bescheiden daling in, aangezien de schuldgraad in het derde kwartaal van 2012 was teruggelopen tot 141%. Net als de schuldaccumulatie in de private sector aanving vóór die bij de overheid, waar de schuld zich pas de laatste vijf jaar ophoopte, zette de kentering er ook eerder in. Zo ontstond dus een proces van schuldverschuiving tussen de sectoren, aangezien de overheidsfinanciën de weerslag ondervonden van de recessieve effecten van de inspanningen om de schuldgraad in de private sector te verlagen.

GRAFIEK 11 SCHULD VAN DE NIET-FINANCIËLE PRIVATE SECTOR EN DE OVERHEID⁽¹⁾⁽²⁾
(jaargegevens, in % bbp)



Bron: EC.
(1) Geconsolideerd concept.
(2) De afgebeelde landen zijn gerangschikt op basis van hun totale schuld in 2011.

Het schuldpeil van de niet-financiële private sector loopt sterk uiteen van het ene land tot het andere. De schuldgraad ligt veel hoger dan het gemiddelde van het eurogebied in met name Ierland, Nederland – gelet op de specifieke kenmerken van de hypotheekmarkt in die economie – Portugal en Spanje. Daartegenover vertonen andere landen, zoals Duitsland, Italië en Griekenland, de laagste schuldgraden van de private sector in het eurogebied. De schuldaanpassing in de private sector van de diverse landen bleef tot nu toe doorgaans zeer beperkt. Voor de huishoudens werden eind 2011 aanzienlijke correcties ten opzichte van de hoogtepunten opgetekend in Ierland en Spanje, terwijl voor de ondernemingen belangrijke correcties te zien waren in Griekenland en Spanje.

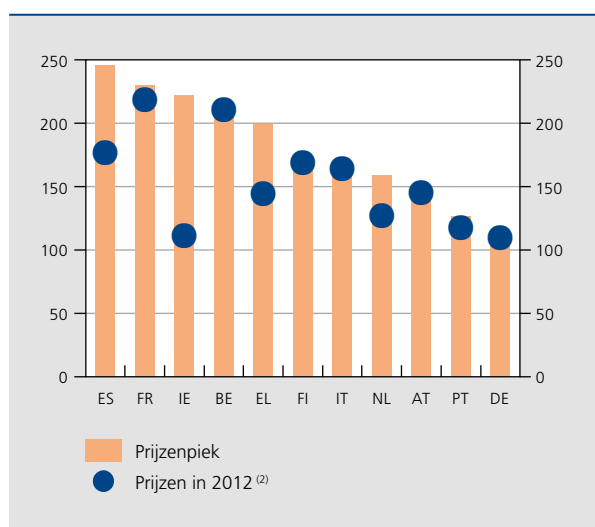
Die ontwikkelingen bevestigen de lessen uit het verleden, waaruit blijkt dat het terugschroeven van de schuld, met name in de private sector, doorgaans zeer langzaam verloopt. De snelheid van de schuldfbouw zou afhangen van de diverse gehanteerde middelen, zoals een stijging van het sparen of de mogelijkheden tot kwijtschelding van schulden. Terwijl die mogelijkheden in de Verenigde Staten algemeen voorkomen, zijn ze relatief beperkt in de meeste Europese landen, met name voor de huishoudens, die in tal van landen er juridisch strikter toe gebonden zijn hun financiële verplichtingen na te komen. Net als voor de overheidsschuld, moet ook rekening worden gehouden met het zogeheten noemereffect, aangezien de daling van het nominaal bbp tijdens een recessie tot een aangroei van de schuldratio leidt.

Tegelijkertijd zijn de grote discrepanties tussen de woningprijzen en hun fundamentals, die zich vóór de crisis in een aantal landen van het eurogebied hadden opgebouwd, tijdens het verslagjaar blijven afnemen. Ten opzichte van het hoogste niveau dat in ieder land werd opgetekend, was de totale correctie van de vastgoedprijzen tot het tweede kwartaal van 2012 het grootst in Ierland, gevolgd door Spanje. In Spanje bedroeg de totale correctie 28 %, waardoor de gemiddelde prijzen tot hun niveau van begin 2004 terugliepen. In Ierland was de daling nog sterker (zowat terug 50 % ten opzichte van de piek); daar daalden de prijzen terug tot het niveau van eind 2000. Wat de overige landen van het eurogebied betreft, zijn de prijzen ook blijven afnemen in Griekenland en Nederland, alsook, in veel mindere mate, in Portugal, Frankrijk en Italië. In Duitsland, daarentegen, dat zich sedert de hereniging in een atypische situatie bevindt ten opzichte van zijn Europese buurlanden, hield de opwaartse tendens van de prijzen die eind 2009 was begonnen, aan.

Externe onevenwichtigheden

Van 2003 tot 2007 waren de verschillen tussen de lidstaten van het eurogebied in de saldi op de lopende rekeningen van de betalingsbalans sterk opgelopen. Voor de landen waarvan de toestand het meest was verslechterd, vloeide dit zowel voort uit een gebrek aan concurrentievermogen op de buitenlandse markten als uit de hierboven beschreven interne macro-economische evenwichtsverstoringen. Het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans van een land is immers gelijk aan het verschil tussen sparen en investeren van de private sector en de overheid samen. Een overbesteding, die het sparen drukt of de investeringen doet toenemen, of, integendeel, een onderbesteding op het niveau van de gehele economie, zullen bijgevolg tot uiting komen in een tekort, respectievelijk een overschot, op de lopende rekening. In de drie programmalanden (Griekenland, Ierland en Portugal), alsook in Spanje, waren de lopende tekorten tot 2007 aanzienlijk. In 2008 deed zich echter een kentering voor en sedertdien zijn die tekorten fel verminderd en in het geval van Ierland zelfs opnieuw overgegaan in een overschot. In Frankrijk en Italië was het saldo op de lopende rekening in verhouding tot het bbp sedert de eeuwwisseling eveneens erop achteruitgegaan, zonder evenwel het tekort van de vier eerstgenoemde landen te bereiken. Anders dan in deze vier landen is het saldo er daarna echter verder verslechterd, hoewel in Italië tijdens het verslagjaar een verbetering merkbaar was. Parallel met de daling van het tekort in de drie programmalanden en in Spanje, lieten de landen met een lopend overschot een afname ervan optekenen, die echter over het geheel genomen geringer en kortstondiger was. Zo is het overschot van Duitsland – het land dat in absolute termen

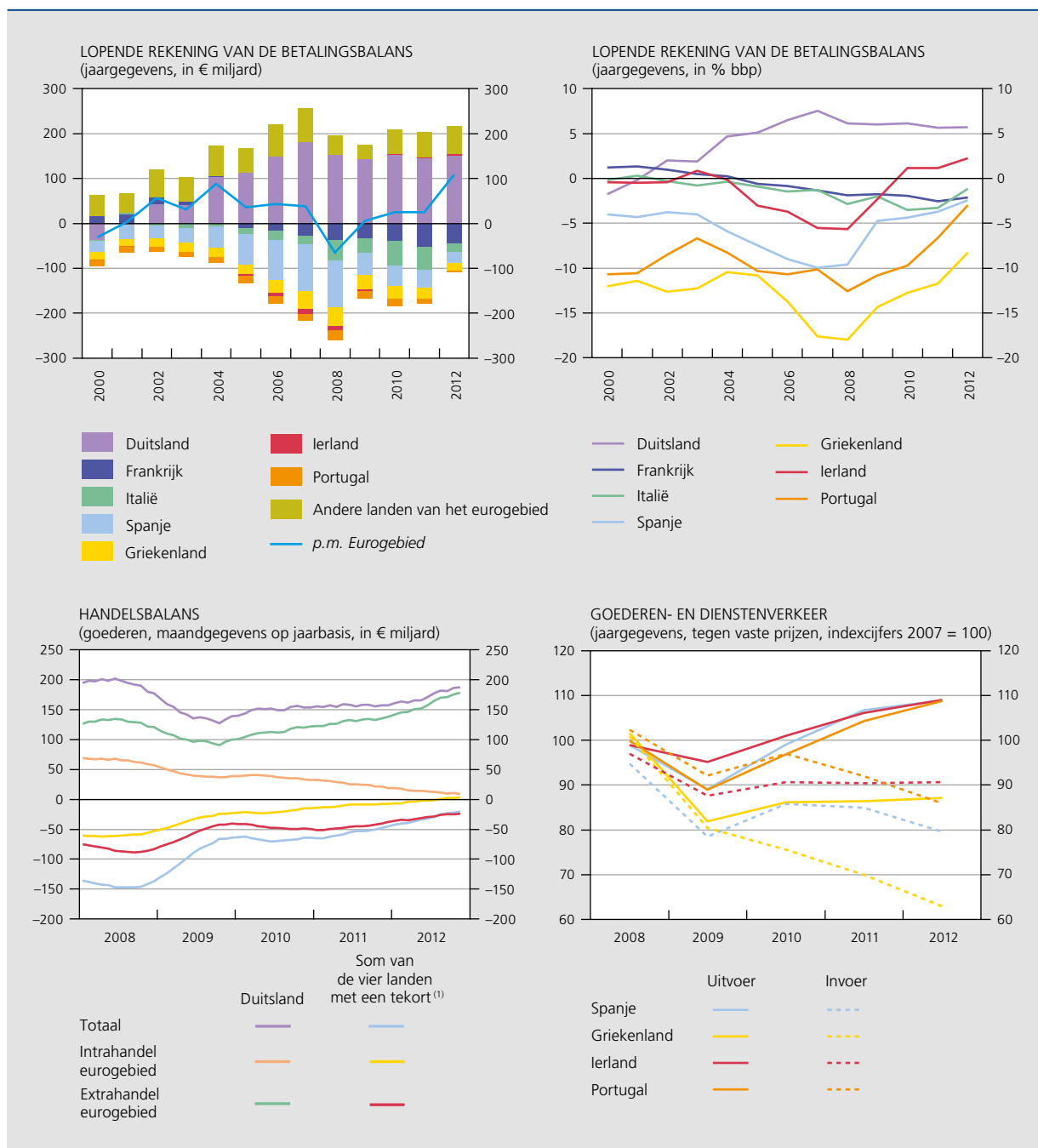
GRAFIEK 12 WONINGPRIJZEN IN HET EUROGEBIED⁽¹⁾
(indexcijfers 1ste kwartaal 2000 = 100)



Bronnen: OESO, ECB.

(1) De landen zijn gerangschikt volgens de stijging van de vastgoedprijzen tot de respectieve piek in elk van hen.

(2) Tweede of derde kwartaal van 2012, naargelang van het land.



Bron: EC.
 (1) Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje.

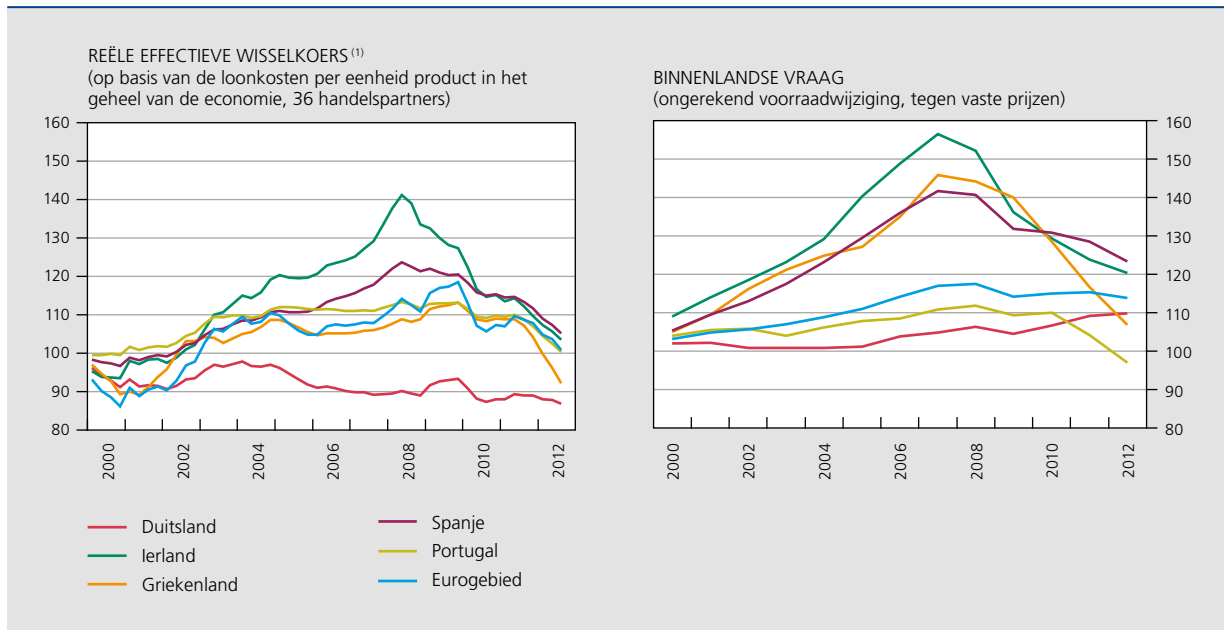
veruit het grootste surplus van het eurogebied realiseert – in 2010 opnieuw enigszins toegenomen, alvorens zich op een hoog niveau te stabiliseren.

Volgens de uitsplitsing van de gegevens over de internationale handel in goederen, weerspiegelt de afname van de saldi van de handelsbalansen in de drie programalanden en Spanje sedert 2008 in belangrijke mate

de wijzigingen in het handelsverkeer met andere landen van het eurogebied, de zogenoemde intrahandel. Zo resulteert de vermindering van het handelstekort in die vier landen voor zowat de helft uit een kleiner deficiet tegenover hun handelspartners van het eurogebied. De wijziging in de intrahandel was meer uitgesproken in Spanje en Portugal, terwijl in Ierland de handelsbalans zich toch vooral ten opzichte van de landen buiten het eurogebied

GRAFIEK 14 CONCURRENTIEVERMOGEN EN BINNENLANDSE VRAAG IN ENKELE LIDSTATEN VAN HET EUROGEBIED

(indexcijfers 1999 = 100)



Bron: EC.

(1) Een appreciatie van de reële effectieve wisselkoers weerspiegelt een verslechtering van het concurrentievermogen.

herstelde. Wat de landen met een overschot betreft, blijkt dat het Duitse handelsoverschot aanvankelijk eveneens daalde, zowel tegenover de lidstaten van het eurogebied als ten opzichte van derde landen. Vanaf 2010 werd evenwel een divergerend verloop opgetekend: terwijl het door de intrahandel gegenereerde overschot onafgebroken is gekrompen, begon het overschot voortvloeiend uit de handel met de landen buiten het eurogebied opnieuw te stijgen. Het is dus dankzij de toename van het surplus tegenover de rest van de wereld dat het Duitse overschot hoog bleef.

Uit de ontleding van het handelsverkeer naar uitvoer en invoer blijkt dat de verbetering van de saldi in Spanje, Portugal en Ierland in ruime mate toe te schrijven is aan een herstel van de uitvoer, terwijl de invoer vanaf 2010 stagneerde of zelfs terugliep. In Griekenland was het uitvoerherstel evenwel minder markant dan in de drie andere landen, maar tegelijkertijd kromp de invoer er sterker, wat grotendeels de verbetering van het tekort in dat land verklaart.

Die veranderingen in de handelsstromen met het buitenland zijn deels te danken aan de op het gebied van het concurrentievermogen geboekte vooruitgang. De indicatoren van de reële effectieve wisselkoers, die gebaseerd zijn op de loonkosten per eenheid product, geven aan dat in Ierland en Spanje vanaf medio 2008 een belangrijke

correctie aan de gang is. In Portugal kwam de correctie pas later en geleidelijker tot uiting, maar tijdens de afgelopen kwartalen verliep ze duidelijk sneller. In Griekenland echter was het concurrentievermogen tot eind 2009 eerst nog verder verslechterd en deed zich pas daarna een omslag voor, in het bijzonder vanaf medio 2011 toen de inhaalbeweging een belangrijker wending nam. Het invoerverloop hangt ook samen met de afname van de binnenlandse vraag tegen de achtergrond van de noodzaak tot schuldafbouw door de overheid en de private sector van 2008 tot 2012. Tijdens die periode is de binnenlandse vraag het scherpst gedaald in Griekenland. In Portugal hield ze iets langer stand maar gedurende de afgelopen twee jaren is ze eveneens sterk gekrompen.

De verbetering van de resultaten van stroomvariabelen, zoals het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans, geeft aan dat een terugkeer naar een evenwichtiger werking van de economie aan de gang is, met name in de drie programmalanden en in Spanje. Dat evenwichtsherstel is deels toe te schrijven aan de structurele verbeteringen van het concurrentievermogen of van de overheidsfinanciën. De inertie van de voorraadvariabelen, zoals de overheidsschuld en de schuld van de niet-financiële private sector, toont evenwel aan dat het om een proces van lange adem gaat, gelet op de omvang van de onevenwichtigheden die in het verleden werden opgebouwd.

1.3 Mondiale context

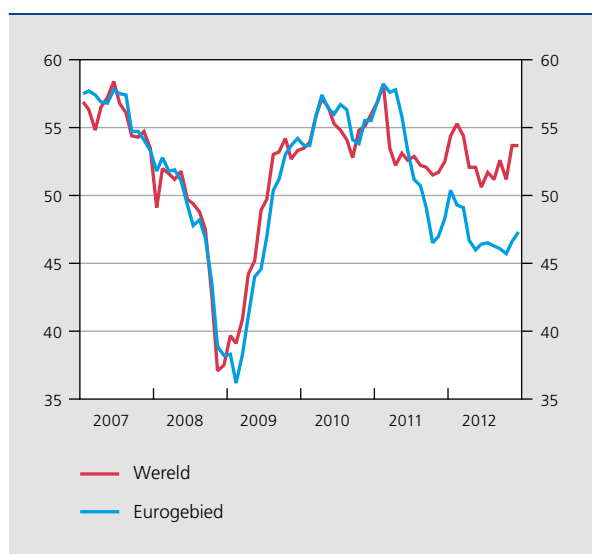
Vertraging van de wereldeconomie, deels als gevolg van de crisis in het eurogebied

In 2012 speelde de crisis in het eurogebied een rol van betekenis voor de wereldeconomie; het effect ervan was in de hele wereld voelbaar via diverse kanalen. Zo zette de zwakke vraag uit het eurogebied een domper op de uitvoerdynamiek van de voornaamste handelspartners en woog de aan de eurocrisis gerelateerde onzekerheid ook elders op de risicoappetijt op de financiële markten, alsook op het vertrouwen van de huishoudens en de ondernemingen. De groei van de bedrijvigheid buiten het eurogebied werd echter eveneens afgeremd door verscheidene landspecifieke factoren, zoals de onzekerheid omtrent het begrotingsbeleid in de Verenigde Staten en Japan of de weerslag van de beleidsverkrapping van 2011 in de opkomende landen.

Bovendien bleef, ook buiten het eurogebied, de voortgezette correctie van een aantal macro-economische onevenwichtigheden wegen op de vraag en op de bedrijvigheid. Hierbij speelde de gelijktijdige schuldafbouw in de private en de overheidssector in een groot aantal geavanceerde landen een overwegende rol. De huishoudens bouwden immers hun schulden af om hun financiële positie te versterken in het licht van een onzekere toekomst.

GRAFIEK 15 ONDERNEMERSVERTROUWEN

(spreidingsindex, seizoengezuiverde gegevens, PMI van de output in de verwerkende nijverheid en de dienstensector, maandgegevens)



Bron: Markit Economics.

Ze handhaafden bijgevolg een hoge spaarquote en matigden hun bestedingen. De banken, van hun kant, versterkten ook hun financiële positie verder, wat in sommige landen niet zonder gevolgen bleef voor de kredietverlening aan de private sector. Ten slotte zetten heel wat landen hun begrotingsconsolidatie voort. Aangezien die sanering in de meeste geavanceerde economieën op hetzelfde ogenblik plaatsvond, waren de vraagcomponenten die de negatieve gevolgen ervan voor de bedrijvigheid konden compenseren, wereldwijd weinig werkzaam.

Al met al verzwakte de mondiale bbb-groei in 2012 verder tot een matig niveau van 3,2%. In de geavanceerde landen liep hij gemiddeld terug tot 1,3%, een vertraging die vrij algemeen was. De Verenigde Staten en Japan waren opvallende uitzonderingen. Verscheidene economieën belandden zelfs terug in een recessie. Het verlies aan vaart van de wereldeconomie in 2012 spaarde evenmin de opkomende landen. De groei van de bedrijvigheid werd er immers geleidelijk afgeremd door de verslechtering van de externe economische situatie, maar in sommige gevallen ook door binnenlandse factoren. Hoewel die landen als geheel in termen van groei het peloton bleven aanvoeren, werden sommige economieën, onder meer de grondstoffenexporterende landen, door de vertraging harder getroffen. Meer nog dan de economische bedrijvigheid, boette de internationale handel tijdens het verslagjaar aan vaart in; het groeitempo ervan liep scherp terug van 5,9 tot 2,8%. De grondstoffenprijzen, van hun kant, waren gedurende het verslagjaar zeer volatiel en daalden met gemiddeld 2,8% in dollar tegen de achtergrond van een mondiale vertraging. De prijzen van de industriële grondstoffen – die conjunctuurgevoeliger zijn – lieten de sterkste daling optekenen grondstoffen, namelijk met 15,9%, terwijl de prijzen voor voedingsgrondstoffen en energetische grondstoffen met respectievelijk 5 en 0,4% afnamen, ondanks een forse maar tijdelijke prijsstijging tijdens de zomermaanden als gevolg van de onzekerheid omtrent het aanbod.

In de **Verenigde Staten** hield het geleidelijk herstel dat in 2009 begon aan; in 2012 liet het bbb een groei van 2,3% optekenen. De versnelling in vergelijking met 2011 was deels toe te schrijven aan een aanzienlijk overloopeffect als gevolg van de sterke toename van de bedrijvigheid aan het einde van dat jaar. Tijdens 2012 bleef de expansie matig; over de eerste negen maanden werd een gemiddelde kwartaalgroei van 0,5% opgetekend. De groei van de bedrijvigheid werd gedragen door de binnenlandse vraag en vooral door de consumptieve bestedingen van de huishoudens en de bedrijfsinvesteringen. De investeringen in woningen leverden eveneens voor het eerst sinds 2005 een positieve bijdrage. In vergelijking met de voorgaande cycli bleef die bijdrage echter beperkt, wat kan worden

TABEL 2

BBP IN DE VOORNAAMSTE ECONOMIEËN⁽¹⁾

(veranderingspercentages naar volume t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

	2010	2011	2012	p.m. 2011, aandeel van het mondiale bbp ⁽¹⁾	p.m. 2012, bijdrage tot de groei van het mondiale bbp ⁽¹⁾
Geavanceerde landen	3,0	1,6	1,3	51,1	0,7
waarvan:					
Verenigde Staten	2,4	1,8	2,3	19,1	0,4
Japan	4,7	-0,6	2,0	5,6	0,1
Eurogebied	2,0	1,4	-0,4	14,3	-0,1
Verenigd Koninkrijk	1,8	0,9	-0,3	2,9	0,0
Opkomende landen	7,4	6,3	5,1	48,9	2,5
waarvan:					
Centraal- en Oost-Europa	4,6	5,3	1,8	3,5	0,1
Opkomende landen van Azië	9,5	8,0	6,6	25,0	1,7
waarvan:					
China	10,4	9,3	7,8	14,3	1,1
Latijns-Amerika en Caraïben	6,2	4,5	3,0	8,7	0,3
Wereld	5,1	3,9	3,2	100,0	3,2
Wereld ongerekend eurogebied	5,6	4,3	3,8	85,7	3,3
p.m. Wereldhandel ⁽²⁾	12,6	5,9	2,8		

Bronnen: EC, IMF.

(1) Voor de regio's volgens de definities van het IMF en berekend op basis van de koopkrachtpariteiten.

(2) Gemiddelde van de in- en uitvoer van goederen en diensten.

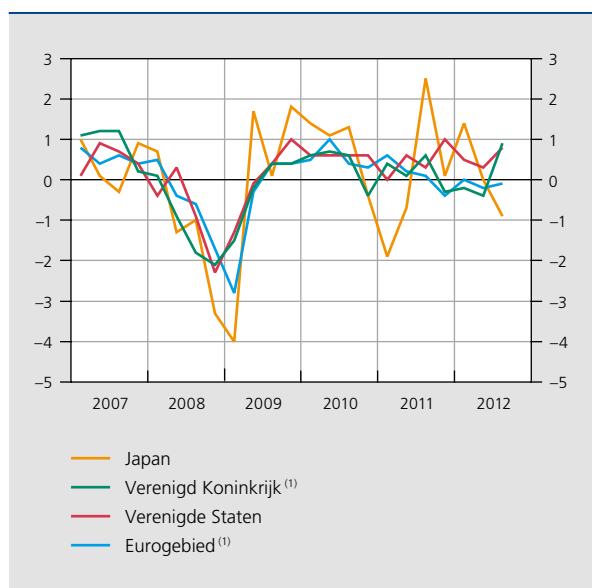
toegeschreven aan de nog steeds voorzichtige houding van tal van financiële instellingen inzake de verstrekking van nieuwe hypothecaire kredieten, de hoge onzekerheid over de economische vooruitzichten en het nog steeds groot aantal in beslag genomen woningen en hypothecaire leningen met een grote betalingsachterstand. De groei werd nog steeds geschaagd door een zeer accommoderend monetair beleid, dat in de loop van het jaar nog werd versoepeld. Het begrotingsbeleid woog daarentegen op de groei, niet enkel door de beperking van de overheidsuitgaven, maar ook door de onzekerheid inzake de *fiscal cliff*. Het betreft de aanzienlijke begrotingsverkrapping die conform de wetgeving begin 2013 automatisch in werking diende te treden, als gevolg van een verhoging van diverse belastingen in combinatie met een vermindering van de overheidsuitgaven, indien de regering Obama en het Congres geen akkoord bereikten. Op basis van de cijfers van het Congressional Budget Office, een onafhankelijk orgaan, heeft de ECB de omvang van de *fiscal cliff* voor het kalenderjaar 2013 op nagenoeg \$ 700 miljard (4,1% bbp) geraamd. Uiteindelijk werd op nieuwjaarsdag een deelakkoord goedgekeurd. Het

bestond vooral in een verlenging, voor het leeuwendeel van de bevolking, van de in 2001 en 2003 ingevoerde lagere tarieven voor de inkomstenbelasting. Al met al zou de omvang van de *fiscal cliff* dankzij dat akkoord met ongeveer twee derde worden verminderd. De deadline om een overeenkomst te bereiken over de vermindering van een aantal overheidsuitgaven werd met twee maanden verlengd tot 1 maart 2013. Wat de Amerikaanse arbeidsmarkt betreft, werd slechts een geleidelijk herstel opgetekend, zodat de toestand ervan precair bleef, met een hoge werkloosheidsgraad en een groot aantal langdurig werklozen.

Na een licht herstel tijdens de twee voorgaande jaren, liet het **Verenigd Koninkrijk** in 2012 een negatieve groei van 0,3% optekenen. Die eind 2011 begonnen terugval hield gedurende de hele eerste helft van 2012 aan. In het derde kwartaal vertoonde de economie echter een forse groei, geschaagd door enkele eenmalige factoren, waaronder de verhoogde bedrijvigheid gegenereerd door de Olympische Spelen in Londen. De tijdens het verslagjaar opgetekende negatieve groei resulteerde, enerzijds, uit

GRAFIEK 16 KWARTAALPROFIEL VAN HET BBP IN DE BELANGRIJKSTE GEAVANCEERDE ECONOMIEËN

(seizoengezuiverde gegevens, veranderingspercentages van het bbp naar volume t.o.v. het voorgaande kwartaal)



Bronnen: EC, BEA, ESRI.

(1) Ook voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

een sterk negatieve bijdrage van de netto-uitvoer, als gevolg van de stabilisatie van de uitvoer en de toename van de invoer, en, anderzijds, uit een zeer gematigde groei van de binnenlandse vraag die grotendeels toe te schrijven was aan de zwakke finale consumptieve bestedingen van de huishoudens. Dat is het gevolg van de matige stijging van het reële beschikbare inkomen van de huishoudens, met name door de voortgezette begrotingsconsolidatie en de hoge inflatie in de eerste helft van het jaar, alsook van hun gestage schuldaufbouw. Bovendien werd de groei van de binnenlandse vraag eveneens afgeremd door de aanzienlijk negatieve bijdrage van de voorraadvorming en de scherpe daling van de overheidsinvesteringen.

In **Japan** groeide de economie in 2012 met 2,0%, na in 2011 een daling met 0,6% te hebben vertoond, een verloop dat nauw samenhangt met de wederopbouw na de aardbeving en de tsunami waardoor het land in maart 2011 werd getroffen. Na een verder herstel in het eerste kwartaal van het verslagjaar, kromp de bedrijvigheid echter opnieuw als gevolg van de vertraging van de buitenlandse vraag en een minder dynamische binnenlandse vraag, met name wegens de uitdoving van de overheidssubsidies voor de aankoop van auto's en de tragere toename van de hersteluitgaven. De groei van de economische bedrijvigheid werd gedurende het verslagjaar vooral geschaagd door de investeringen en

de consumptieve bestedingen. De netto-uitvoer leverde een zeer negatieve bijdrage aan de groei wegens de zeer geringe toename van de uitvoer, een gevolg van de sterke yen en de minder snelle groei van de buitenlandse vraag, in combinatie met een sterke toename van de invoer, vooral van energetische grondstoffen

In **China** hield de sinds 2010 aan de gang zijnde vertraging van de groei aan in 2012. Het groeitempo van het bbp liep op jaarbasis terug tot 7,8%, dat is het laagste niveau sinds 1999. Aan het einde van het jaar werden niettemin tekenen van herstel zichtbaar. Die vertraging is vooral toe te schrijven aan een minder sterke toename van de uitvoer, maar ook aan de vertraging van de binnenlandse vraag, met name van de investeringen als gevolg van het in 2010 en 2011 gevoerde restrictief beleid, dat immers beoogde de effecten van de na de financiële crisis van 2008 genomen belangrijke relancemaatregelen te corrigeren. Hoewel die maatregelen China in staat hadden gesteld zich te vrijwaren tegen de wereldwijde economische crisis, creëerden ze tegelijkertijd risico's van oververhitting en brachten gevaren met zich voor de financiële stabiliteit, met name gerelateerd aan de vastgoedsector.

In de **Centraal- en Oost-Europese** lidstaten van de EU waren de effecten van de vertraging in het eurogebied in 2012 bijzonder voelbaar. Ze verspreidden zich via diverse kanalen, nog versterkt door de geografische nabijheid. Enerzijds werden de exportsectoren van die landen getroffen; anderzijds namen de uit het eurogebied afkomstige kapitaalstromen af.

Monetair beleid en begrotingsbeleid enigszins versoepeld

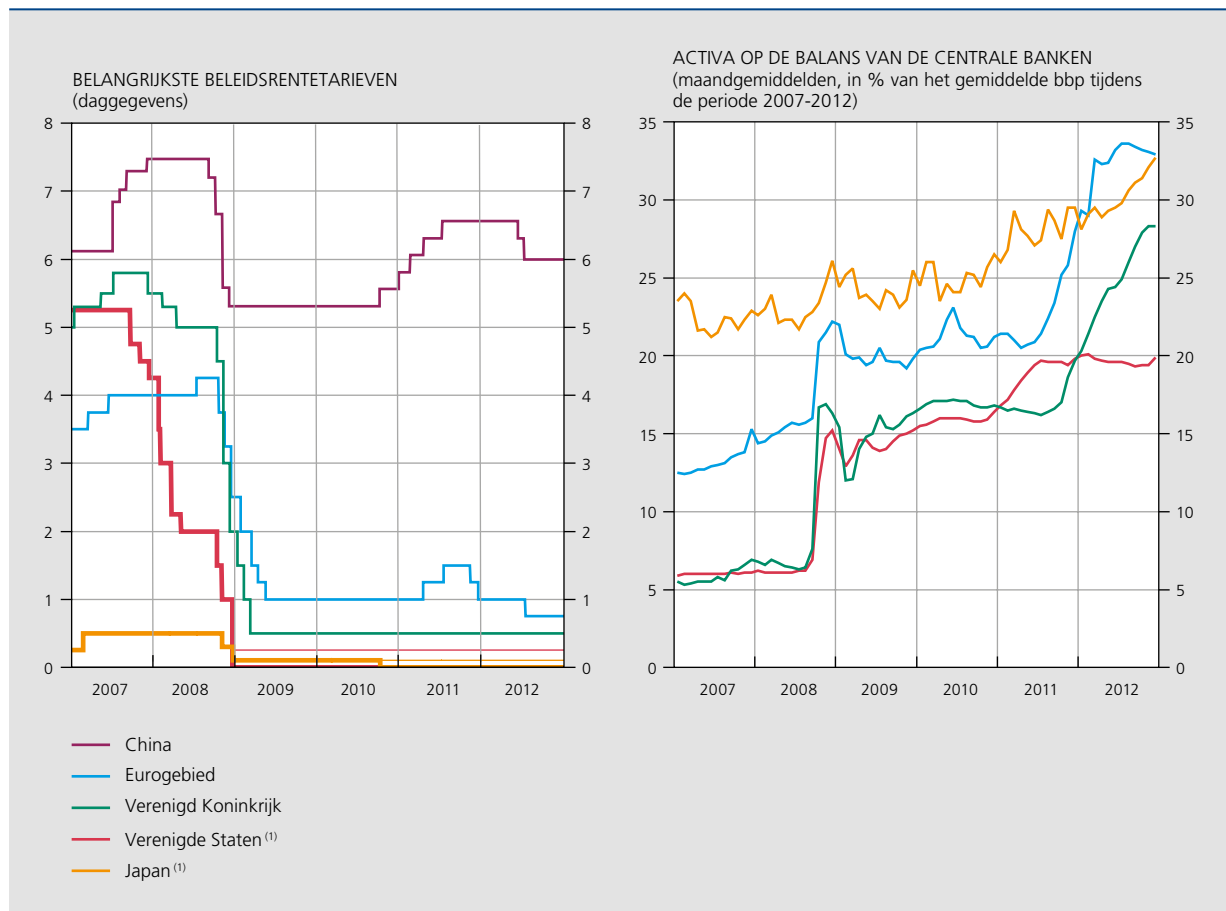
Naarmate de verzwakking van de bedrijvigheid en van de vraag duidelijk tot uiting kwam, werd de macro-economische beleidskoers wereldwijd meer accommoderend. De mate waarin de monetaire en budgettaire beleidskoers versoepeld werd varieerde, afhankelijk van de beleidsruimte waarover de verschillende economieën beschikten.

In de geavanceerde landen zette de versoepeling van het monetair beleid zich door, vooral dankzij bijkomende, niet-conventionele maatregelen. Buiten het eurogebied beoogden die maatregelen vooral de economische bedrijvigheid te ondersteunen, in het bijzonder door middel van nieuwe, belangrijke aankopen van effecten. In de Verenigde Staten besloot het Federal Open Market Committee (FOMC) eerst, na zijn vergadering van juni, het programma om de gemiddelde looptijd van de portefeuille aan overheidsleningen van de Federal Reserve te verhogen, het zogenaamde 'Operatie Twist'-programma,

te verlengen tot het einde van het jaar. Bovendien kondigde het FOMC, na zijn vergadering van september, een nieuw programma aan. Dat programma voorziet in aanvullende maandelijkse aankopen van door hypotheken gedekte effecten van federale agentschappen ten belope van \$ 40 miljard. In december, ten slotte, kondigde het FOMC aanvullende maandelijkse aankopen van langlopende overheidseffecten ten belope van \$ 45 miljard aan vanaf januari 2013. De Bank of Japan, van haar kant, bracht de omvang van haar programma voor de aankoop van effecten in vijf stappen op een totaal van 101 000 miljard yen, dat is 21,3% van het bbp. Ten slotte breidde de Bank of England, van haar kant, haar programma voor de aankoop van activa in twee stappen uit tot £ 375 miljard pond, dat is 24,2% van het bbp. De niet-conventionele maatregelen namen ook de vorm aan van programma's ter ondersteuning van de kredietverlening aan de private sector. Zo lanceerde de Bank of England, in overleg met de Schatkist, een Funding for

Lending scheme: dat programma biedt aan de financiële instellingen een financiering tegen gunstige voorwaarden aan voor een maximale duur van vier jaar om hun kredietverlening aan de huishoudens en aan de niet-financiële vennootschappen in het Verenigd Koninkrijk te stimuleren. In Japan vergrootte de centrale bank de omvang van haar programma ter stimulering van de kredietverlening aan de ondernemingen door de financiële instellingen en breidde het uit tot leningen in Amerikaanse dollar. Als gevolg van die maatregelen is de balans van de belangrijkste centrale banken nog toegenomen. Een andere belangrijke vorm van niet-conventionele interventie bestond erin dat de centrale banken hun communicatiestrategie aanpasten. Zo deed de Federal Reserve een beroep op een strategie van *forward guidance*, door een indicatie te geven ten aanzien van het toekomstige verloop van haar basisrentetarief teneinde de renteverwachtingen te verankeren: de periode tijdens welke het basisrentetarief op zijn huidige, zeer lage niveau zou blijven, werd in de

GRAFIEK 17 BELEIDSRENTETARIEVEN EN ACTIVA OP DE BALANS VAN DE BELANGRIJKSTE CENTRALE BANKEN



Bronnen: IMF, Bank of England, Bank of Japan, People's Bank of China, Federal Reserve, ECB.

(1) Voor de beleidsrentetarieven wordt de lijn gesplitst als de centrale bank zich een band tot doel heeft gesteld; het plafond van die band wordt daarbij aangeduid door een fijnere lijn in dezelfde kleur.

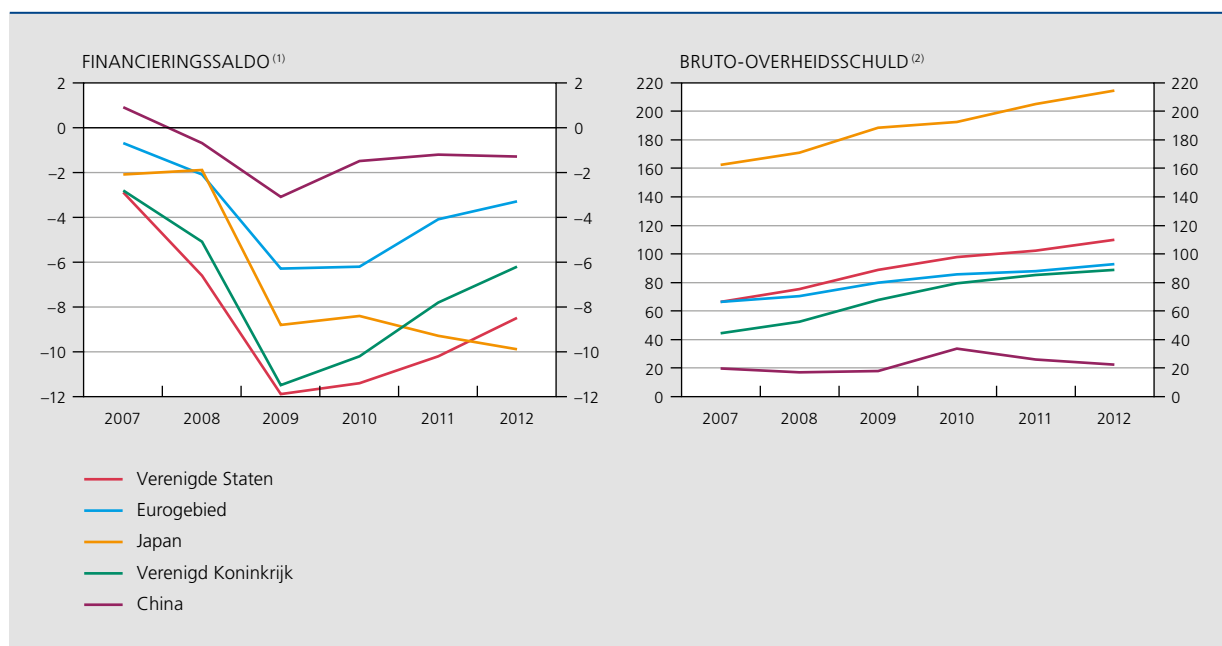
loop van het jaar in twee stappen verlengd tot minstens medio 2015. Na zijn vergadering van december wijzigde het FOMC zijn strategie van *forward guidance*, door de periode gedurende welke het basisrentetarief op het sinds vier jaar vigerende zeer lage niveau zou blijven, te koppelen aan het verloop van de werkloosheidsgraad en de inflatie. Het heeft de *forward guidance* ook toegepast op zijn aankoopbeleid van effecten, door zich ertoe te verbinden door hypotheek gedekte effecten van federale agentschappen en langlopende overheidseffecten aan te kopen, en zulks zolang de situatie op de arbeidsmarkt niet substantieel verbeterd is.

De meeste centrale banken van de opkomende landen hebben eveneens hun beleid versoepeld of hebben de geplande verkrapping ervan uitgesteld. In China heeft de centrale bank, tegen de achtergrond van een afnemende inflatoire druk, in twee stappen de rente op leningen op één jaar verlaagd tot 6% en de rente op deposito's op één jaar tot 3%. Voorts heeft ze ook haar liquiditeitsbeleid aangepast door de ondergrens van de kredietrentetarieven alsook de ratio van de reserveverplichtingen te verlagen. Tegen de achtergrond van een slabakkende bedrijvigheid en gelet op de doorgaans beperkte budgettaire beleidsruimte, hebben ook verscheidene centrale

banken van de Centraal- en Oost-Europese landen hun monetair beleid versoepeld.

Net als in 2011 was het begrotingsbeleid van de geavanceerde landen veeleer gericht op de verdere gezondmaking van de overheidsfinanciën. De begrotingstekorten zijn verder afgenomen in 2012, met als opvallende uitzondering Japan, waar de overheidsrekeningen voor het tweede jaar op rij de gevolgen ondergingen van de inspanningen tot wederopbouw als gevolg van de tsunami van maart 2011 alsook van meer algemene stimuleringsmaatregelen. In de Verenigde Staten nam het begrotingsdeficit verder af, hoewel het nog een vrij hoog niveau bereikte. Het toekomstige verloop van de Amerikaanse overheidsfinanciën en de potentiële weerslag ervan op de conjunctuur werden gedurende het hele jaar zeer nauwlettend in de gaten gehouden, in afwachting van een oplossing voor de zogenaamde *fiscal cliff*, die uiteindelijk pas aan het einde van het jaar werd gevonden en dan nog deels op voorlopige basis. Bovendien moeten de autoriteiten van de Verenigde Staten nog steeds een geloofwaardig plan goedkeuren dat de houdbaarheid van de Amerikaanse overheidsfinanciën op middellange termijn waarborgt. In het Verenigd Koninkrijk maakte de regering verder werk van het plan voor begrotingsconsolidatie op

GRAFIEK 18 FINANCIERINGSSALDO EN OVERHEIDSSCHULD IN DE VOORNAAMSTE ECONOMIEËN
(in % bbp)



Bronnen: EC, IMF, OESO.

(1) Voor het eurogebied en het Verenigd Koninkrijk, overeenkomstig de regels die werden vastgesteld voor de procedure bij buitensporige overheidstekorten (EDP), met inbegrip van de nettorentewinsten van bepaalde financiële transacties, zoals swaps.

(2) Voor het eurogebied en het Verenigd Koninkrijk gaat het om de geconsolideerde brutoschuld, dat wil zeggen na aftrek van de schulden met als tegenpost activa binnen de overheidssector zelf.

middellange termijn dat ze in 2010 had voorgesteld, ondanks de conjuncturele vertraging.

In de opkomende landen is de toestand van de overheidsfinanciën over het algemeen gunstiger, maar de in 2010 ingezette begrotingsconsolidatie werd onderbroken als gevolg van de onverwachte verzwakking van de groei. De situatie vertoont evenwel verschillen tussen de belangrijkste landen. In China, waar het begrotingstekort nagenoeg stabiel is gebleven, namelijk 1,3% bbp in 2012, tegen 1,2% in 2011, heeft de regering de financiering van nieuwe investeringsmaatregelen ten behoeve van infrastructuurprojecten aangekondigd.