



1. Internationale economie

- 1.1 Minder verstoringen in de toeleveringsketens maar hogere en volatiele prijzen voor energie en grondstoffen 45
Kader 1 – Luiden geopolitieke spanningen een tijdperk van deglobalisering in?
- 1.2 Een wereldwijde opflakking van de inflatie die krachtiger en hardnekkiger was dan verwacht 53
- 1.3 Wereldeconomie start euforisch, maar verliest aan kracht 56
- 1.4 De centrale banken grepen bijna overal drastisch in en dat leidde tot strakkere financiële voorwaarden 61
- 1.5 Overheden staan voor een moeilijke evenwichtsoefening 68

1.1 Minder verstoringen in de toeleveringsketens maar hogere en volatiele prijzen voor energie en grondstoffen

Na een nieuwe opflakking in het begin van het jaar, verdween de COVID-19-pandemie geleidelijk naar de achtergrond – met China als belangrijkste uitzondering. De omikronvariant van het coronavirus was verantwoordelijk voor een grote maar kortstondige piek in besmettingen in de winter van 2021-2022. Mede dankzij de hoge vaccinatiegraad in Europa en de VS, bleven de gevolgen van de besmettingsgolf voor de algemene gezondheidssituatie – en bij uitbreiding de economie – er relatief mild, hoewel de afwezigheid wegens ziekte op de werkvloer gevoelig steeg. Op de meeste plaatsen werden de overblijvende mobiliteitsbeperkingen na de passage van omikron gradueel versoepeld en uiteindelijk opgeheven. China bleef initieel echter vasthouden aan haar nultolerantiebeleid tegenover het virus: lokale infectieclusters werden steevast beantwoord met grootschalige testcampagnes en strikte quarantainemaatregelen. Belangrijke Chinese metropolen werden daardoor, soms wekenlang, grotendeels afgesneden van de buitenwereld. De herhaalde lockdowns drukten de economische activiteit in China en gaven aanleiding tot wijdverspreide sociale onrust en protest. Dat deed de Chinese autoriteiten beslissen om het nultolerantiebeleid begin december te lossen, ondanks een nieuw recordaantal besmettingen.

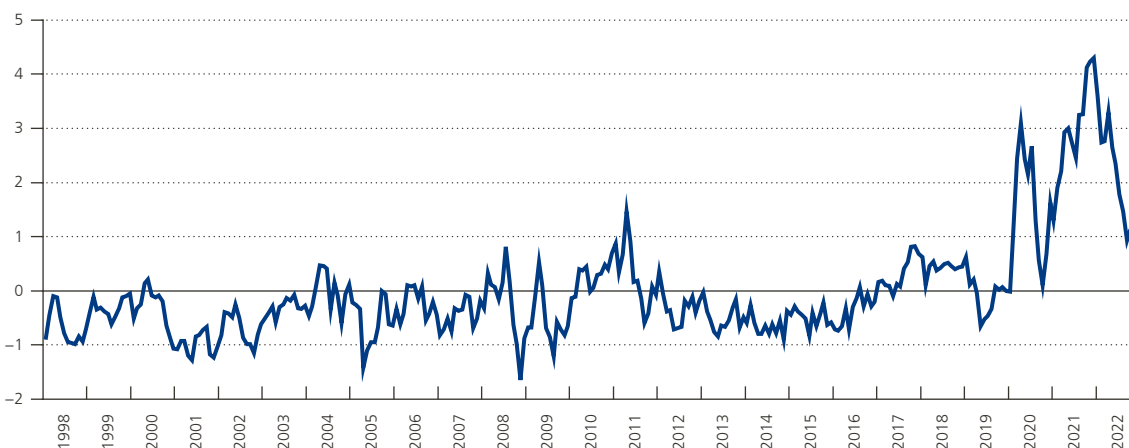
De druk op internationale toeleveringsketens nam af, maar bleef gedurende het grootste deel van het jaar hoog, onder andere door nieuwe aanbodschokken. Eind 2021 bereikten de verstoringen in de wereldwijde toeleveringsketens, onder meer zichtbaar in de vorm van oplopende leveringstermijnen en tarieven voor maritiem

transport, hun absolute hoogtepunt. Naast de sneller dan verwachte heropleving van de vraag naar (duurzame) consumptiegoederen lagen allereerste bottlenecks in het aanbod aan de basis hiervan, zoals een gebrek aan primaire grondstoffen, intermediaire inputs (bijvoorbeeld halfgeleiders) en geschikt personeel, of onvoldoende investeringen in de uitbreiding van haveninfrastructuur de voorbije jaren. Zulke mismatches in vraag en aanbod speelden een belangrijke rol in de oplopende inflatie in 2021. Tijdens de eerste maanden van 2022 raakten de hevig verstoorde toeleveringsketens geleidelijk aan ontward, totdat de lockdowns van verschillende Chinese steden en de Russische inval in Oekraïne de druk weer deden oplopen. China's periodiek opgelegde mobiliteitsbeperkingen in havensteden en andere economische hubs leidden tot ernstige productieverstoringen en logistieke belemmeringen die zich tot ver buiten China lieten voelen. Op hun beurt schudden de Russische agressie in Oekraïne en de daaraan verbonden sancties sommige waardeketens zoals die van de auto-industrie grondig dooreen, omdat verschillende grondstoffen en onderdelen niet langer vanuit Oekraïne (bijvoorbeeld elektrische kabelbomen) of Rusland (bijvoorbeeld nikkel en palladium, gebruikt in autobatterijen en -katalysatoren) konden worden ingevoerd. Over heel het jaar beschouwd, nam de druk op de meeste toeleveringsketens sterk af, hoewel hij een stuk hoger bleef dan vóór de pandemie. Die drukvermindering was slechts deels toe te schrijven aan aanpassingen in de logistieke infrastructuur en aan minder ingrijpende Chinese lockdowns. Ook de wereldwijde groeivertraging speelde ongetwijfeld een rol (zie verder).

Grafiek 1.1

De internationale toeleveringsketens werden ontward, maar ondervonden tijdens het jaar nog steeds druk

(samengestelde index¹, in standaardafwijkingen van de gemiddelde waarde over 1998-2022)



Bron: Federal Reserve Bank of New York.

¹ De Global Supply Chain Pressure Index combineert transportkosten (in de maritieme vracht en luchtvracht) met componenten van de PMI-indicatoren (leveringstijden, achterstallen en voorraadopbouw) voor het eurogebied, het VK, de VS, Japan, China, Zuid-Korea en Taiwan. De PMI-componenten zijn gezuiverd van vraageffecten.

De Russische inval in Oekraïne op 24 februari luidde het begin in van een nieuwe zware crisis, met verregaande humanitaire, geopolitieke en economische gevolgen.

Het militaire conflict had in de eerste plaats een verwoestende humanitaire impact: tot dusver vielen er vele duizenden burger-slachtoffers, vluchtten miljoenen Oekraïners naar het buitenland of naar andere delen van het thuisland, en ontwrichtte de materiële schade aan huizen, ziekenhuizen, scholen, wegen, nutsvoorzieningen en andere civiele infrastructuur het maatschappelijk leven. De inval zette bovendien de bestaande geopolitieke spanningen verder op scherp. Als reactie kondigden de EU en haar bondgenoten verschillende sanctierondes af, voortbouwend op de maatregelen die reeds sinds de Russische annexatie van de Krim in 2014 van kracht waren. De toegang van Russische banken tot Westerse financiële markten en diensten werd beperkt, de deviezenreserves van de Russische centrale bank werden bevroren en restricties op de uitvoer van militaire, hoogtechnologische en andere kritieke goederen en diensten naar Rusland werden stelselmatig uitgebreid. Ook de Europese invoer van Russische grondstoffen, met inbegrip van hout, ijzer, staal, cement, steenkool en overzeese ruwe olie, werd gaandeweg aan banden gelegd en de G7 voerde een prijsplafond in voor Russische olie die naar de rest

van de wereld wordt verscheept. Rusland ondernam vergeldingsacties voor de sancties, in het bijzonder een reeks opeenvolgende beperkingen in de uitvoer van gas via pijpleidingen naar Europa.



Luiden geopolitieke spanningen een tijdperk van deglobalisering in?*

Reeds vóór de pandemie en de Russische agressie in Oekraïne was er sprake van ‘slowbalisation’.

Vanaf ongeveer 1990 tot aan de globale financiële crisis van 2008 nam het belang van de mondiale waardeketens – waarbij de meerdere stadia waarin goederen worden geproduceerd in verschillende landen plaatsvinden – zeer snel toe. Na die periode van ‘hyperglobalisering’ is het aandeel van de mondiale waardeketens in de internationale handel gestagneerd. Factoren die de internationale fragmentering van de productie ondersteunden, zoals de revoluties in ICT en de transportsector, het ontsluiten van grote arbeidsreserves uit Oost-Europa, China en India, en de multilaterale handelsliberalisering, hebben immers aan kracht ingeboet. Ook sommige grote handelsnaties, in het bijzonder de VS en China, hebben hun focus meer naar eigen land verlegd en het aandeel binnenlands gecreëerde toegevoegde waarde in de uitvoer opgekrikt. Toch blijven de mondiale waardeketens een belangrijk gegeven voor de economische activiteit en werkgelegenheid, zeker in kleinere, internationaal sterk geïntegreerde economieën zoals België, dat voor zijn uitvoer zeer afhankelijk blijft van toegevoegde waarde die elders geproduceerd wordt. Grondstofproducenten zoals Rusland spelen voornamelijk een grote rol aan het begin van de waardeketens. Wanneer hun uitvoer verstoord of verhinderd wordt, kan dat verder stroomafwaarts in verschillende ketens grote problemen veroorzaken.

De mondiale waardeketens toonden zich relatief veerkrachtig tijdens de recente schokken, maar de toenemende geopolitieke spanningen kunnen verschuivingen met zich meebrengen.

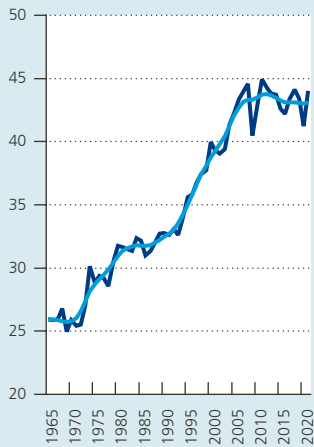
Toen de COVID-19-pandemie uitbrak, vertoonde de handel in goederen binnen industrieën die sterk afhankelijk zijn van mondiale waardeketens een grotere initiële daling dan de handel in andere industrieën, maar hij kende nadien ook een scherper herstel. Abstractie makend van langdurigere verstoringen in sommige sectoren, bijvoorbeeld de automobielsector, leken de mondiale productie- en toeleveringsnetwerken zich over het algemeen relatief goed aan te passen aan de asynchrone lockdowns. De druk op de waardeketens bleef echter hoog, ook in 2022, door nieuwe schokken als gevolg van het Chinese nultolerantiebeleid tegenover het coronavirus en de Russische invasie in Oekraïne. Uit recente bevragingen blijkt dat multinationale bedrijven de veerkracht van hun toeleveringsketens proberen te vergroten in reactie op zulke schokken. Voorlopig hebben bedrijven echter eerder geopteerd voor veranderingen in voorraadbeheer en diversificatie van hun leveranciers dan voor verregaande near- of reshoringstrategieën, waarbij activiteiten of leveranciers die naar het buitenland zijn uitbesteed, dichterbij of terug naar het thuisland worden gehaald. Wel lijken westerse bedrijven die in Rusland actief zijn maatregelen te nemen om hun blootstelling in te perken: ze trekken zich volledig terug, schorten hun activiteiten tijdelijk op of krimpen die in, of stellen verdere investeringen in Rusland uit. Ook met betrekking tot de toegenomen geopolitieke spanningen tussen de VS en China op het gebied van halfgeleiders en afgeleide technologieën, zijn er verschillende voorbeelden te vinden van bedrijven die hun activiteiten in China en/of relaties met Chinese leveranciers herbekijken. Wat de langeretermijneffecten van dit alles zullen zijn voor de (re)organisatie van de mondiale waardeketens valt nog te bezien. Hoewel een verdoorgedreven deglobalisering momenteel weinig waarschijnlijk lijkt, zullen de internationale handel en waardeketens in de komende jaren onder invloed van geopolitieke overwegingen ongetwijfeld gepaard gaan met een zorgvuldiger risicobeheer en misschien ook met meer regionalisme en ‘friendshoring’.

* Gebaseerd op Buysse K. en D. Essers (2022), ‘Are we entering an era of deglobalisation?’, NBB, *Economic Review*.



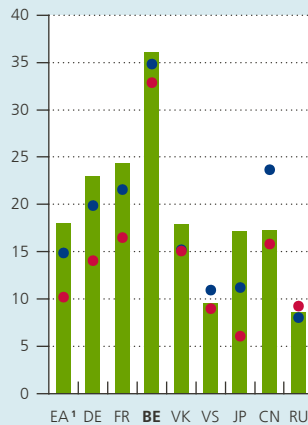
Het belang van mondiale waardeketens is gestagneerd, maar blijft een belangrijk gegeven in de wereldeconomie

Handel gerelateerd aan mondiale waardeketens
(in % van de totale handel)



— Jaarlijkse cijfers
— Trend

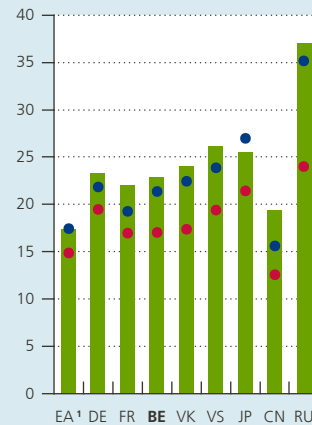
Achterwaartse integratie in mondiale waardeketens
(%, aandeel van buitenlandse toegevoegde waarde in eigen bruto-uitvoer)



● 1995 ● 2005

■ 2018

Voorwaartse integratie in mondiale waardeketens
(%, binnenlandse toegevoegde waarde in buitenlandse uitvoer in verhouding tot eigen bruto-uitvoer)



Bronnen: ECB, OESO, WIOD.

1 Voor de aggregaten van het eurogebied wordt de toegevoegde waarde die tussen de lidstaten wordt verhandeld als binnenlands beschouwd.

Ook in Europa is men zich steeds meer bewust van de verschillende afwegingen die de internationale economische integratie met zich meebrengt. Gealarmeerd door, onder andere, het gebrek aan voldoende medisch materiaal aan het begin van de pandemie, het tekort aan chips voor de automobielsector tijdens het economisch herstel en de recent onderbroken toevoer van Russisch pijplijngas, is er vanuit de Europese overheden en instellingen een grotere beleidsaandacht ontstaan voor nationale veiligheid en strategische industrieën. Kostenefficiëntie en lagere consumentenprijzen moeten daarbij worden afgewogen tegenover bevoorradingszekerheid. En het nadeel van blootstelling aan diverse buitenlandse vraag- en aanbodschokken die de internationale handel en integratie van ondernemingen impliceert, moet worden afgewogen tegenover de voordelen van de diversifiëringmogelijkheden en de bescherming tegen lokale schokken die zulke integratie biedt. De EU heeft van haar kant een agenda voor 'open strategische autonomie' (OSA) gelanceerd, met als basisgedachte de capaciteit te ontwikkelen om autonoom te kunnen handelen waar en wanneer ze dat noodzakelijk vindt en verder, waar mogelijk, met internationale partners samen te werken. De Europese OSA-agenda behelst verscheidende regelgevende, structurele en budgettaire initiatieven, onder meer het in kaart brengen van afhankelijkheden en risico's in de waardeketens van kritieke goederen en diensten, een gemeenschappelijk raamwerk voor de screening van buitenlandse directe investeringen, een Europees industrieel beleid, een herzien handelsbeleid en een Europese chipwet.

De Russische inval in Oekraïne gaf aanleiding tot enorme prijsschokken en volatiliteit op de energiemarkt en andere grondstoffenmarkten. In Europa was de impact op de gasmarkt van ongeziene omvang. Al in 2021 botste de sneller dan verwachte heropleving van de vraag op een ontoereikend aanbod van energie en andere grondstoffen, met sterke prijsstijgingen als gevolg. De Europese gasprijs werd toen al gestuwd door onder meer de geplande afbouw van de Nederlandse gaswinning en herstelwerken aan gasinstallaties in het VK en Noorwegen. In 2022 leidde de Russische inval in Oekraïne ertoe dat de gasprijs nieuwe records brak – met in augustus pieken van meer dan 300 euro per megawattuur, of meer dan het twintigvoudige van het niveau in pre-coronajaar 2019 – en ongeziene volatiliteit vertoonde. Met de Russische invasie ontstond er grote onzekerheid over de continuïteit van de gastoevoer naar Europa. Midden juni schroefde Gazprom de gastoevoer naar Duitsland via Nord Stream 1 terug tot 40% van de capaciteit en eind augustus werd dit kanaal volledig afgesloten, voor onbepaalde duur. Daardoor vielen de ingevoerde

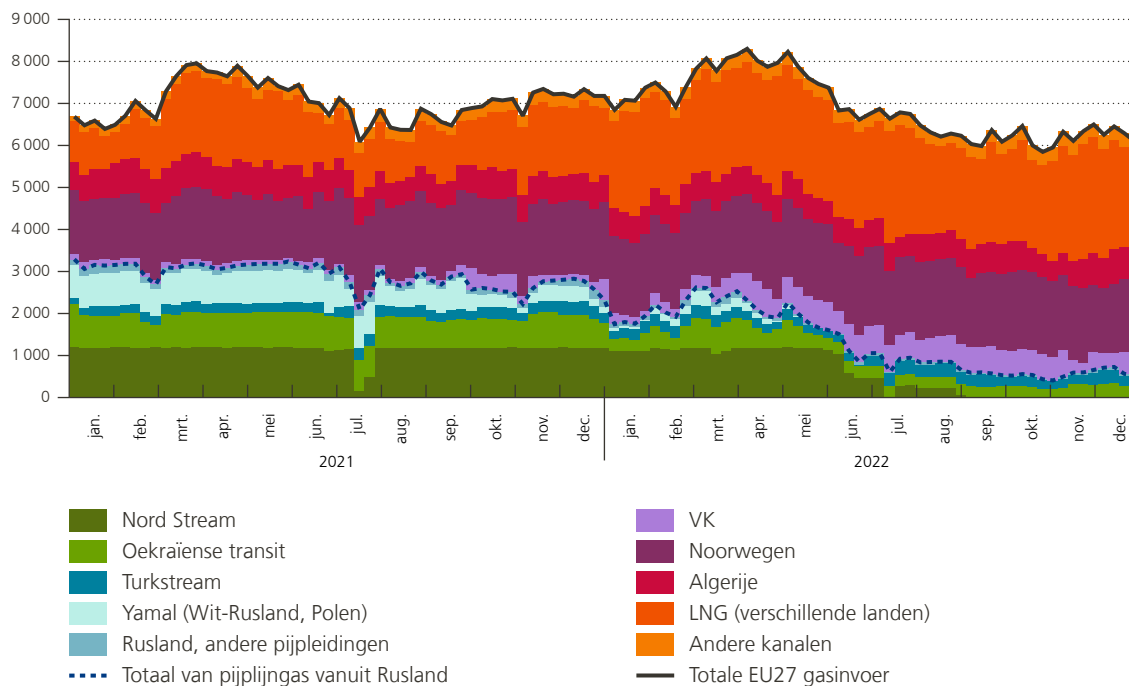
volumes pijplijngas vanuit Rusland tegen het jaareinde terug tot ongeveer een zesde van de hoeveelheid die gebruikelijk was vóór de inval. Naast de effectieve vermindering in Russische gasleveringen, speelde ook de stormloop om de Europese gasvoorraden op tijd voor de winter op peil te krijgen mee in de enorme gasprijsstijgingen. Toen bleek dat de wintervoorraden sneller dan verwacht aangevuld raakten, doken de gasprijzen flink lager, hoewel ze nog steeds ver boven hun niveau van de vorige jaren bleven. Prijzen voor levering in de komende jaren bleven eveneens fors boven hun vroegere niveaus.

De hoge Europese gasprijzen hadden belangrijke overloopeffecten op de markten van andere energiegrondstoffen en de elektriciteitsprijzen. De verminderde aanvoer van Russisch pijplijngas werd door Europa deels gecompenseerd door meer LNG dan gewoonlijk te importeren, vooral vanuit de VS, Qatar en Nigeria. Ook werd er meer niet-Russische olie en steenkool ingevoerd. Die toegenomen vraag had als effect dat ook in de rest van de wereld de meeste LNG-, olie- en steenkoolprijzen de hoogte

Grafiek 1.2

De Europese invoer van Russisch pijplijngas werd stapsgewijs afgebouwd

(in miljoen kubieke meter per week)



Bronnen: Bruegel, ENTSOG.

in schoten. Het prijsverschil tussen de benchmarks voor in Europa verhandeld gas (TTF) en Amerikaans gas (Henry Hub) werd echter nog groter dan in 2021. Die opmerkelijke prijsdivergentie weerspiegelt een blijvende fragmentatie van de mondiale gasmarkt. Die is het resultaat van logistieke beperkingen aan beide kanten van de Atlantische Oceaan: de VS kan onvoldoende Amerikaans gas vloeibaar maken en naar Europa verschepen om de extra vraag op te vangen, terwijl de capaciteit van de hervergassingsinstallaties voor LNG in Europa ook beperkt is. Bovendien kon door een brand bij een belangrijke LNG-terminal in Texas vanaf juni heel wat Amerikaans gas niet worden uitgevoerd. De Aziatische benchmark voor LNG-cargoprijzen (Japan-Korea Marker) volgde daarentegen de Europese gasprijsbenchmark, gezien het toegenomen gewicht van Europa in de globale vraag naar LNG en de zwakkere Aziatische (vooral Chinese) vraag. De recordprijzen voor gas duwden bovendien de Europese elektriciteitsprijzen mee de hoogte in. Er waren immers meestal relatief dure gascentrales nodig om aan de Europese elektriciteitsvraag te kunnen voldoen, te meer omdat de alternatieve, goedkopere vormen van elektriciteitsproductie in Europa met verschillende problemen te kampen hadden. Frankrijk

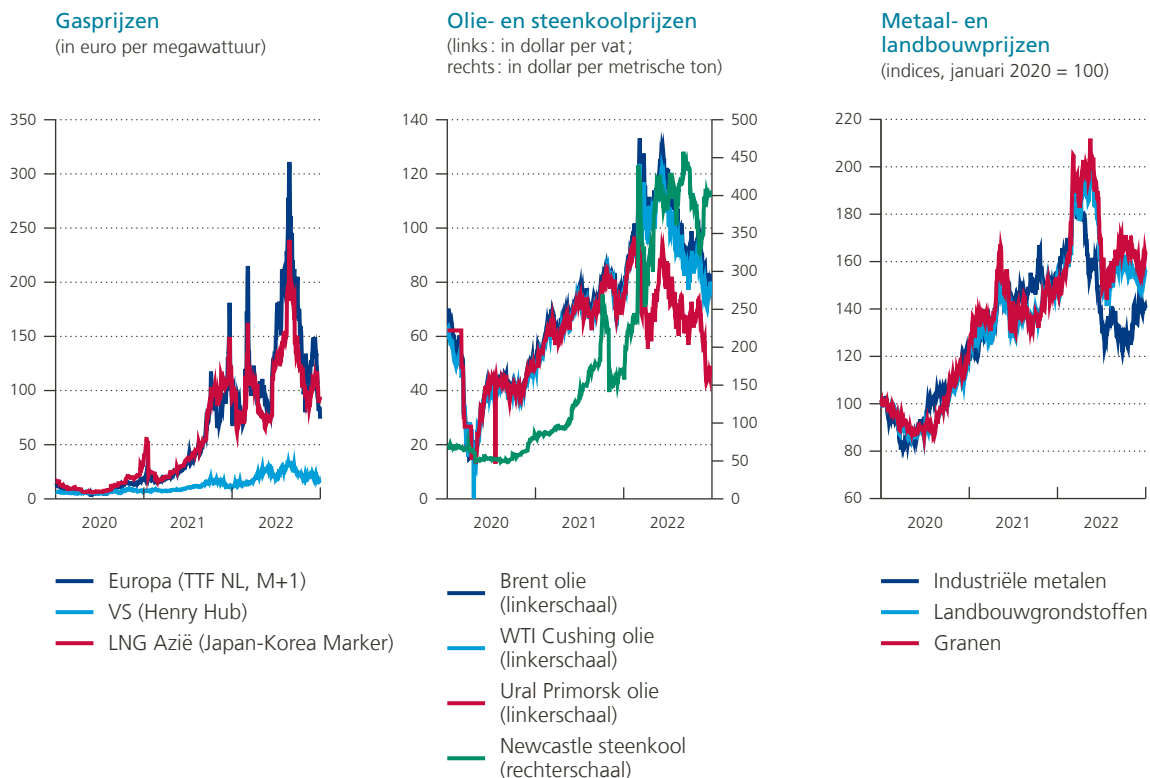
moest noodgedwongen een groot aantal van zijn nucleaire centrales tijdelijk sluiten, terwijl de extreme droogte tijdens de zomermaanden nadelig was voor de elektriciteitsopwekking door waterkracht, voor de koeling van thermische centrales en voor de Duitse steenkoolcentrales die door de lage waterstand van de Rijn moeilijker bevoorrad konden worden. De Europese capaciteit van wind- en zonnekracht was onvoldoende om de verminderde energieproductie uit andere bronnen te compenseren.

Ook de internationale voedselprijzen en industriële metaalprices vertoonden nieuwe pieken door de Russische agressie in Oekraïne. Al geruime tijd vóór de Russische invasie waren de wereldwijde grondstofprijzen aan een remonte bezig, vanuit een coronadip. De inval zorgde voor ernstige verstoringen in de voedselproductie en -toevoer vanuit Oekraïne en Rusland, met name van granen zoals tarwe, gerst en maïs en van plantaardige oliën. Een Russische blokkade van Oekraïense havens aan de Zwarte Zee zorgde er aanvankelijk voor dat miljoenen tonnen graan die het jaar voordien geoogst waren niet naar hun eindbestemming verscheept konden worden. Dit trof vooral de voedselzekerheid



Grafiek 1.3

Energieprijzen en andere grondstoffenprijzen ondergingen uitzonderlijk grote schokken



Bronnen: Bloomberg, Goldman Sachs, Refinitiv, S&P.

in opkomende en lage-inkomenslanden in Afrika en Centraal-Azië. Tijdelijke exportverboden en -controles in andere economieën en de hogere meststofprijzen (op hun beurt een gevolg van de hogere energieprijzen en beperkingen op de Russische en Wit-Russische uitvoer) maakten de problemen nog nijpender. Pas in de zomermaanden van 2022 daalden de voedselprijzen significant, mede dankzij een Russisch-Oekraïens akkoord over de herneming van de graanuitvoer via de Zwarte Zee en door goede graanoogsten elders ter wereld. De prijzen van industriële metalen zoals koper, aluminium en nikkel piekten vroeg in het jaar door bezorgdheden over mogelijke tekorten door de oorlog en Russische sancties, maar ze werden later gedrukt door de dalende vraag, vooral vanuit China.

Hoewel er zeker een aantal historische parallellen te trekken vallen, verschilt de huidige energiecrisis toch op verschillende vlakken van de crisissen van de jaren '70. In 2022 stegen de

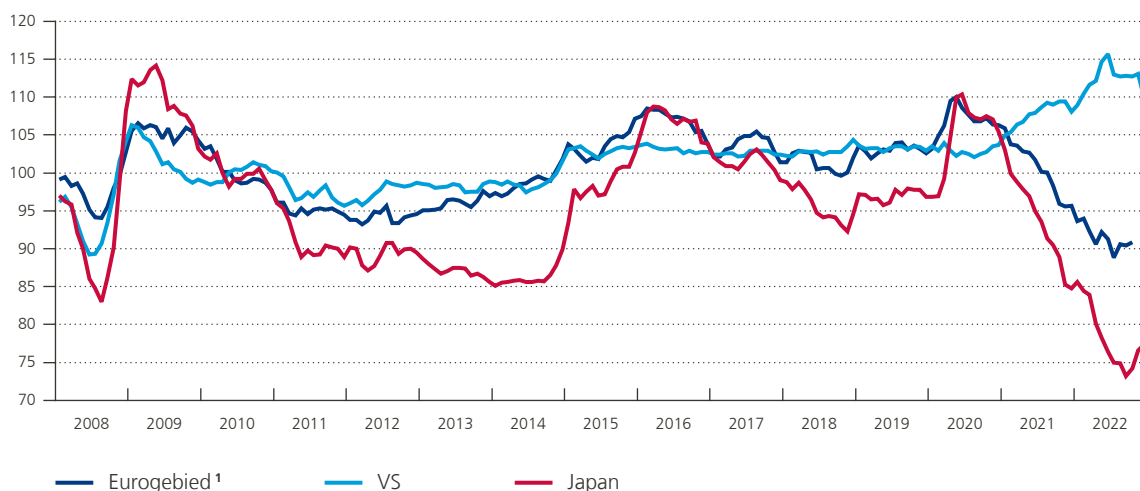
gecombineerde energie-uitgaven (olie, gas, steenkool en elektriciteit) van de geavanceerde economieën in verhouding tot hun bbp tot een niveau dat enkel in de nasleep van de twee mondiale oliecrisissen eerder gezien werd. Vergeleken met die vroegere crisissen, zijn de recente prijsstijgingen groter en langduriger en hebben ze een bredere basis, waarin de hausse in de gas- en elektriciteitsprijzen veel zwaarder doorweegt. Een ander verschil is dat de energie-intensiteit (de hoeveelheid verbruikte energie per eenheid van de reële output) in de geavanceerde economieën anno 2022 ongeveer de helft lager ligt dan in de jaren '70. Bovendien is de energiemix sterk gewijzigd over die periode, met vooral een sterk verminderde afhankelijkheid van olie en steenkool.

De energiecrisis heeft een zeer heterogene macro-economische impact gehad op de voornaamste economische blokken. Als belangrijke netto-invoerder van energie, en in het bijzonder van duur Russisch pijplijngas en vloeibaar gas, ervaarde

Grafiek 1.4

De ruilvoeten verslechterden aanzienlijk in het eurogebied en Japan, terwijl de VS als netto-uitvoerder van energie van een ruilvoetverbetering profiteerde

(verhouding tussen de uitvoer- en invoerprijzen, indices, 2010 = 100)



Bronnen: Bank of Japan, BLS, Eurostat, Refinitiv.

¹ Voor het eurogebied wordt enkel de handel met niet-lidstaten beschouwd.

het eurogebied een historisch grote ruilvoetverslechtering die begon in 2021 en die zich bleef doorzetten in 2022. In de eurolanden verslechterde de balans op de lopende rekening dan ook aanzienlijk, zelfs al temperden de hoge prijzen het verbruik. Het groter tekort op de energiehandelsbalans was daarbij de doorslaggevende factor. Zelfs het typerende grote Duitse surplus op de lopende rekening smolt bijna volledig weg tijdens de zomermaanden. In een aantal Zuid-Europese lidstaten werd de impact van de energiecrisis op de lopende rekening deels verzacht door het post-coronaherstel in toerisme. In Japan droeg de

stevige depreciatie van de yen bij tot een spectaculaire ruilvoetverslechtering. Daartegenover stond de VS dat dankzij zijn positie als netto-uitvoerder van zowel gas als olie een grote ruilvoetverbetering genoot, vooral in de eerste helft van 2022. De Amerikaanse lopende rekening bleef echter structureel sterk negatief door de zeer dynamische binnenlandse vraag en de rol van de dollar als 's werelds belangrijkste internationale reservemunt. In de opkomende landen was het beeld meer gemengd, met grote verschillen tussen netto-invoerders van energie en andere grondstoffen en netto-uitvoerders.

1.2 Een wereldwijde opflakking van de inflatie die krachtiger en hardnekkiger was dan verwacht

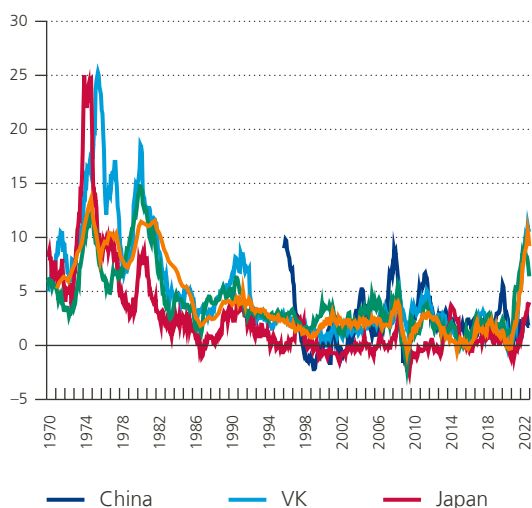
In de grote geavanceerde economieën trok de inflatie verder aan en bereikte die – met uitzondering van China – het hoogste niveau in de voorbije vier decennia. De opeenvolgende schokken leidden in 2021 tot een terugkeer van de inflatie en een verdere toename in 2022. De maandelijkse inflatiecijfers overtroffen bijna elke keer de verwachtingen. De hardnekkigheid van deze schokken heeft

er ook in belangrijke mate toe bijgedragen dat de inflatie langer dan verwacht zo hoog bleef. Een andere reden hiervoor was de gestage verbreding van de inflatoire druk naar meer categorieën van goederen en diensten. In september vertoonde meer dan 50 % van de items in de korf van de consumptieprijsindex prijsstijgingen op jaarbasis van meer dan 6 % in de VS, het VK en het eurogebied. Dit wijst erop dat

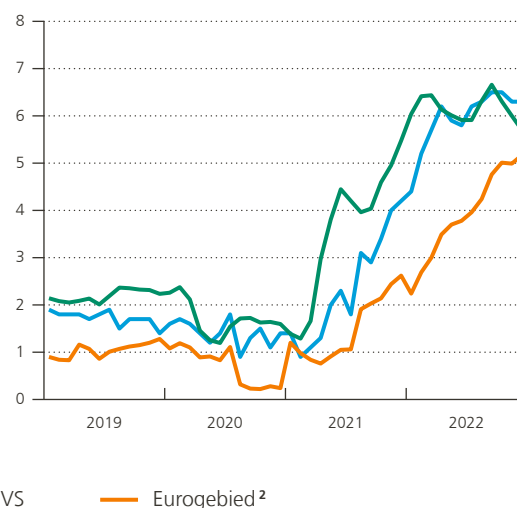
Grafiek 1.5

De totale en onderliggende consumptieprijsinflatie¹ trokken in 2022 overal verder aan

Inflatie op hoogste peil sinds olieschokken jaren '70
(maandelijkse cijfers, jaar-op-jaar groei, in %)



Onderliggende inflatie overal ver boven de 2 %-inflatiedoelstelling
(maandelijkse cijfers, jaar-op-jaar groei, in %)



Bronnen: BIS, BLS, ECB, ONS.

1 Onderliggende inflatie: CPI zonder voedsel en energie in de VS, zonder energie, voedsel, alcoholische dranken en tabak in het VK en het eurogebied.

2 Inflatiecijfers eurogebied gebaseerd op kwartaalcijfers berekend door ECB tot en met 1990K4, daarna BIS-maandcijfers.

bedrijven de hogere productiekosten (grondstoffen, intermediaire inputs, arbeid) in toenemende mate doorrekenden in hun prijzen. Naar het einde van het jaar brachten de daling van de energie- en voedselprijzen en de afname van de verstoringen van de aanbodketens enig soelaas, waardoor de inflatie bijna overal begon terug te lopen.

De inflatie in de VS was meer vraaggedreven, maar in het eurogebied, het VK en Japan was ze meer het gevolg van de energieprijsschok. In de VS nam de onderliggende inflatie veel vroeger toe dan in het eurogebied en leverde ze er ook een grotere bijdrage aan de CPI-inflatie. De particuliere vraag in de VS had, meer dan in de andere economieën, een stevige boost gekregen van de genereuze steunpakketten uitgevaardigd door de overheid tussen maart 2020 en maart 2021. Dit uitte zich bij de gedeeltelijke heropening van de economie in 2021 in een krachtige toename van de vraag naar duurzame consumptiegoederen die stuitte op een trage aanpassing van het aanbod, met scherpe prijsstijgingen als gevolg. Toen in 2022 de beperkende sanitaire maatregelen verder werden opgeheven, leidde dat tot een sterke vraag

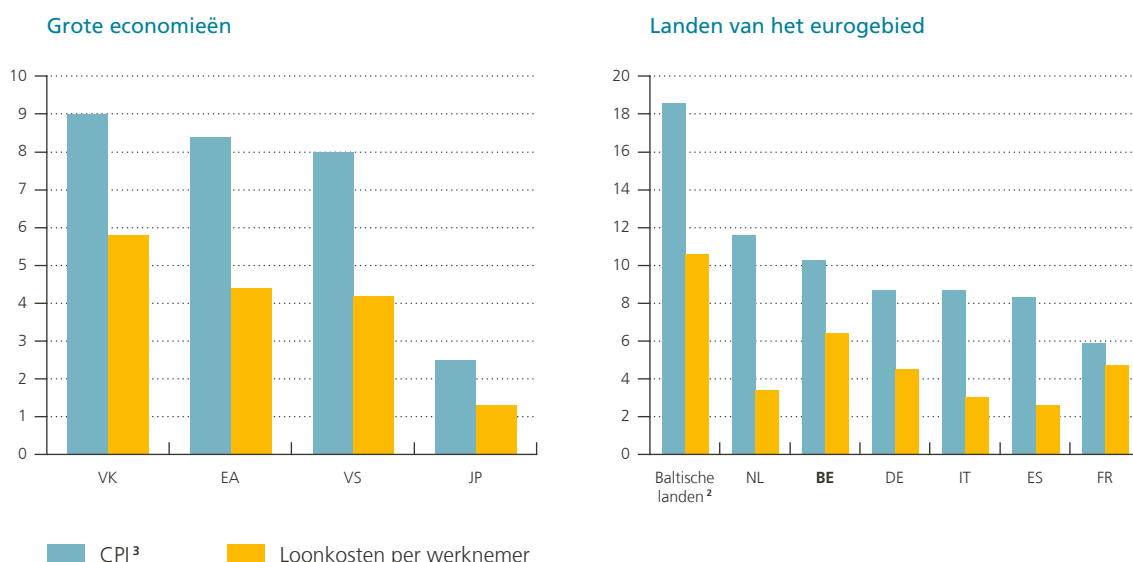
naar (contactintensieve) diensten en ook daar tot prijsstijgingen wegens een tekort aan werknemers. Zoals verder toegelicht, manifesteerden de krapte op de arbeidsmarkt en de hiermee gepaard gaande hogere lonen zich ook vroeger en acuter in de VS dan in het eurogebied. De aanbodschok op de energiemarkten daarentegen, en meer bepaald op de gasmarkt, was in het eurogebied en het VK veel groter dan in de VS. Hierdoor werd de energiecomponent er in eerste instantie de belangrijkste drijvende kracht achter de inflatie, hoewel de hogere prijzen van energie (en andere inputs en arbeid) er geleidelijk aan ook doorgerekend werden in de prijzen van andere goederen en diensten. De energieprijsschok lag ook aan de basis van de terugkeer van de inflatie in Japan, met waarden die voor de eerste keer in vele decennia de drempel van 2% aanzienlijk overschreden. Ten slotte heeft de sterke depreciatie van de euro, het pond en de yen tegenover de dollar geleid tot een nog sterkere stijging van de invoerprijzen in deze economieën, terwijl deze in de VS vanaf juli daalden.

Het inflatieritme in de individuele landen van het eurogebied was sterk uiteenlopend, met

Grafiek 1.6

Heterogeniteit tussen landen wat betreft inflatie en toename in arbeidskosten¹

(jaargemiddelde, veranderingpercentage in %)



Bronnen: BLS, EC, Eurostat, OESO, ONS, Statistics Bureau of Japan.

1 Ramingen voor 2022: EC (herfst) voor eurogebied en lidstaten, OESO (Economic Outlook 2022/2) voor andere landen.

2 Gewogen gemiddelde voor Estland, Letland en Litouwen, gewichten op basis van nominaal bbp 2021.

3 CPI voor de VS, het VK en Japan, HICP voor het eurogebied en de landen die er deel van uitmaken.

jaarlijkse waarden van net geen 6 % in Frankrijk tot gemiddeld 18,5 % in de drie Baltische landen.

Verschillende factoren liggen aan de basis van deze heterogeniteit. Het gewicht van voeding en energie in de consumptiekorf varieert van land tot land naargelang de bestedingspatronen. De prijsstijgingen voor elektriciteit liepen eveneens sterk uiteen als gevolg van landspecifieke verschillen in de energiemix, de structuur van de energiecontracten, de marktpositie van de lokale energieproducenten en de reeds bestaande en nieuwe overheidsmaatregelen (zie deel 1.5 voor meer details). Wat deze laatste betreft, hebben een aantal nationale overheden geopteerd voor prijsplafonds en btw-/accijnzenverlagingen om de impact van de schok op gezinnen en bedrijven te beperken. Deze landspecifieke karakteristieken zijn ook bepalend voor de snelheid waarmee en de mate waarin hogere energieprijzen doorgerekend worden aan de eindgebruiker. De zeer hoge inflatie in de Baltische landen weerspiegelt bijvoorbeeld een combinatie van een hoog gewicht van voeding en energie in de consumptiekorf en een sterke afhankelijkheid van olie en (Russisch) gas. Aan de andere kant

van het spectrum, met name in Frankrijk, zouden het plafond op de elektriciteitsprijs en de gereguleerde gasprijs naar schatting bijgedragen hebben tot een vermindering van de inflatie met 3 procentpunten, terwijl de afhankelijkheid van olie en gas er veel kleiner is.

De nominale loongroei bleef in de verschillende landen achter bij de inflatie, wat resulteerde in een neerwaartse druk op de koopkracht.

Heterogeniteit in inflatie tussen landen weerspiegelde zich ook in de nominale loongroei, wat in lijn is met de verwachtingen, aangezien nominale lonen gewoonlijk de prijsontwikkelingen volgen met enige vertraging. Aldus tekenden de Baltische landen gemiddeld ook de hoogste loongroei op. Heterogeniteit in de loondynamiek tussen landen kan ook gedeeltelijk worden verklaard door onderlinge verschillen in arbeidsmarktkrapte, arbeidsmarktinstellingen en sectorale compositie van de werkgelegenheid. Een systeem van automatische loonindexering zoals in België zorgt dan weer voor een snellere transmissie van prijsstijgingen naar loonstijgingen.

1.3 Wereldeconomie start euforisch, maar verliest aan kracht

Het krachtige herstel van 2021 werd aanvanke-lijk voortgezet, maar nieuwe schokken leidden in 2022 tot een sterke terugval van de mondiale groei tot 3,4%. De volledige hervatting van het gewone maatschappelijk leven na de winter zorgde voor een sterke opflakking van de vraag naar contactintensieve diensten. De spaartegoeden die tijdens de pandemie wegens gebrek aan consumptiemogelijkheden gedwongen opgebouwd werden, ondersteunden ook de bestedingen. De stijgende en

aanhoudende inflatie leidde echter in toenemende mate tot koopkrachtverlies bij gezinnen en hogere kosten voor bedrijven naarmate het jaar vorderde. Meer bepaald dwongen de scherpe prijsstijgingen voor basisbehoeften zoals voeding, brandstoffen en elektriciteit de lagere inkomensgroepen om minder noodzakelijke consumptie uit te stellen. De ondersteunende maatregelen vanwege de overheid in sommige landen compenseerden de hogere energiekosten voor gezinnen en bedrijven slechts gedeeltelijk.

Tabel 1.1

Bbp in de voornaamste economieën

(veranderingspercentages naar volume t.o.v. het voorgaande jaar)

	2020	2021	2022	p.m. Bijdrage tot de mondiale groei 2022	p.m. Aandeel in het mondiale bbp ¹ 2021
Geavanceerde economieën	-4,4	5,4	2,7	1,1	42,0
waarvan:					
Verenigde Staten	-3,4	5,9	2,0	0,3	15,7
Japan	-4,6	2,1	1,4	0,1	4,1
Eurogebied	-6,3	5,2	3,4	0,4	12,0
Verenigd Koninkrijk	-9,3	7,6	4,1	0,1	2,3
Opkomende economieën	-1,9	6,7	3,9	2,3	58,0
waarvan:					
China	2,2	8,4	3,0	0,6	18,6
India ²	-6,6	8,7	6,8	0,5	7,0
Rusland	-2,7	4,7	-2,2	-0,1	3,1
Brazilië	-3,9	5,0	3,1	0,1	2,3
Wereld	-3,0	6,2	3,4	3,4	100,0
<i>p.m. Wereldhandel</i>	-7,8	10,4	5,4		

Bronnen: ECB, IMF.

1 Volgens de definitie van het IMF en berekend op basis van koopkrachtpariteiten (versie 2017).

2 Voor India worden de groeicijfers gepresenteerd voor het fiscaal jaar, dat begint in K2 van het lopende jaar.



De toegenomen onzekerheid als gevolg van de geopolitieke spanningen en de stijgende financieringskosten, vermits centrale banken als reactie op de galopperende inflatie hun beleidskoers verstrakten, hebben bedrijven wereldwijd ertoe aangezet om hun investeringsplannen neerwaarts bij te stellen. Al deze factoren droegen ook bij tot een gestage afbrokkeling van het vertrouwen van consumenten en bedrijven. De ontwikkelingen in de handel volgden deze in de wereldeconomie, en tegen het einde van het jaar werden nagenoeg alle landen geconfronteerd met een zwakke uitvoervraag. Het jaar eindigde in de meeste landen met zwakke economische groei in het vierde kwartaal.

De groeiverschillen tussen de grote regio's en landen in het afgelopen jaar zijn in belangrijke mate toe te schrijven aan de heterogene blootstelling aan bovenstaande factoren. In opkomende landen vertegenwoordigt voeding een groter deel van het gezinsbudget dan in de geavanceerde landen, waardoor zij kwetsbaarder waren voor de aanbodproblemen voor specifieke gewassen zoals tarwe en maïs. De groei in de meeste Aziatische landen bleef daarentegen redelijk overeind omdat die landen vooral rijst consumeren waarvan de prijzen veel minder stegen, vaak gebruikmaken van gereguleerde energieprijzen en subsidies voor brandstoffen

en weinig afhankelijk zijn van de Russische economie. Het tegenovergestelde geldt voor de opkomende landen van Oost- en Centraal-Europa door hun geografische ligging nabij het conflictgebied en de daarmee gepaard gaande kwetsbaarheden inzake handel, energievoorziening en vluchtelingenstromen. Aan de andere kant van het spectrum hadden de uitvoerders van grondstoffen in de eerste jaarhelft de wind in de zeilen, maar zij werden daarna geconfronteerd met een talmende wereldvraag. Uitvoerders van gas profiteerden in het bijzonder van de zoektocht vanuit Europa naar nieuwe gasleveranciers.

De Russische economie kromp en het financieel systeem kwam zwaar onder druk als gevolg van de sancties die het Westen oplegde, maar een complete meltdown kon worden vermeden. De Russische centrale bank greep immers snel in met de invoering van kapitaalcontroles en een sterke stijging van de beleidsrente voor een korte periode om de roebel te ondersteunen. De kleinere gasleveringen aan Europa werden deels gecompenseerd door de hoge gasprijzen. Daarnaast waren niet-sanctionerende landen, zoals Turkije, India en China, bereid om meer Russische olie te kopen. De binnenlandse vraag kreeg daarentegen wel stevige klappen, en de productiestructuur evolueerde naar een oorlogseconomie.

De Chinese economie verzwakte aanzienlijk als gevolg van het zerocovidbeleid en de verdere afkoeling van de vastgoedsector. De Chinese overheid bleef hardnekkig vasthouden aan haar nultolerantiebeleid ten aanzien van het virus. Herhaaldelijke lockdowns ondermijnden het consumentenvertrouwen en de consumptie alsook het ondernemersvertrouwen en de bedrijfsinvesteringen. Dit werd gedeeltelijk gecompenseerd door nieuwe infrastructuurinvesteringen. Daarnaast nam het aantal vastgoedbedrijven met financiële problemen verder toe, waardoor de vertragingen in de oplevering snel opliepen. Dit veroorzaakte grote ongerustheid bij bestaande kopers over hun aanbesteding, en schrikte nieuwe kopers af. Bijgevolg daalde het aantal nieuwe bouwverzoeken met bijna 40% tijdens de eerste drie kwartalen en stagneerden de vastgoedprijzen. Om een verdere neerwaartse spiraal te voorkomen, hebben de financiële autoriteiten de kredietvoorwaarden voor hypothecaire leningen en leningen aan vastgoedbedrijven tijdelijk versoepeld.

In de geavanceerde landen startte de afkoeling vroeger in de VS dan elders, wat resulteerde in een lage economische groei. De Amerikaanse economie kromp lichtjes in de eerste jaarhelft maar veerde terug op in het derde kwartaal om tegen het einde van het jaar weer te verzwakken. De tegenvallende groei in de eerste zes maanden van het jaar was toe te schrijven aan een afbouw van de voorraden en een stijgende invoer van duurzame consumptiegoederen tegen de achtergrond van een nog steeds robuuste consumptie. De directe impact van de Russische inval in Oekraïne op de Amerikaanse economie bleef beperkt, aangezien de VS zelf een netto-uitvoerder van gas en tarwe is. De aanhoudend hoge inflatie en daarmee gepaard gaande snelle verstrakking van het monetaire beleid zorgden voor een geleidelijke afkoeling van de vraag, waarbij de interestgevoelige componenten, zoals investeringen in woningen, het meest getroffen werden.

Het eurogebied en het VK zijn het meest blootgesteld aan de negatieve gevolgen van de Russische agressie in Oekraïne wegens de geografische nabijheid en de afhankelijkheid van ingevoerde fossiele grondstoffen. Desondanks overtrof de groei in het eurogebied in de eerste jaarhelft de verwachtingen. De vraag naar contactintensieve diensten kende een krachtige heropleving nadat de laatste beperkende maatregelen aan het begin van de lente werden opgeheven en ze

was een belangrijke motor van de groei tot na de zomer. De geaccumuleerde spaargelden in de coronajaren hielpen om het door de prijsstijgingen veroorzaakte koopkrachtverlies gedeeltelijk op te vangen. Bedrijfsinvesteringen, invoer en uitvoer waren eveneens veerkrachtig in de eerste helft van het jaar. Hoewel het koopkrachtverlies van de gezinnen gemiddeld genomen beperkt bleef dankzij de steunmaatregelen van de lidstaten aan gezinnen en bedrijven, wogen de stijgende inflatie, toenemende onzekerheid, een afbrokkelend vertrouwen en een zwakkere wereldvraag in de tweede jaarhelft op de verschillende componenten van de groei. Dit leidde tot een scherpe vertraging tegen het jaareinde.

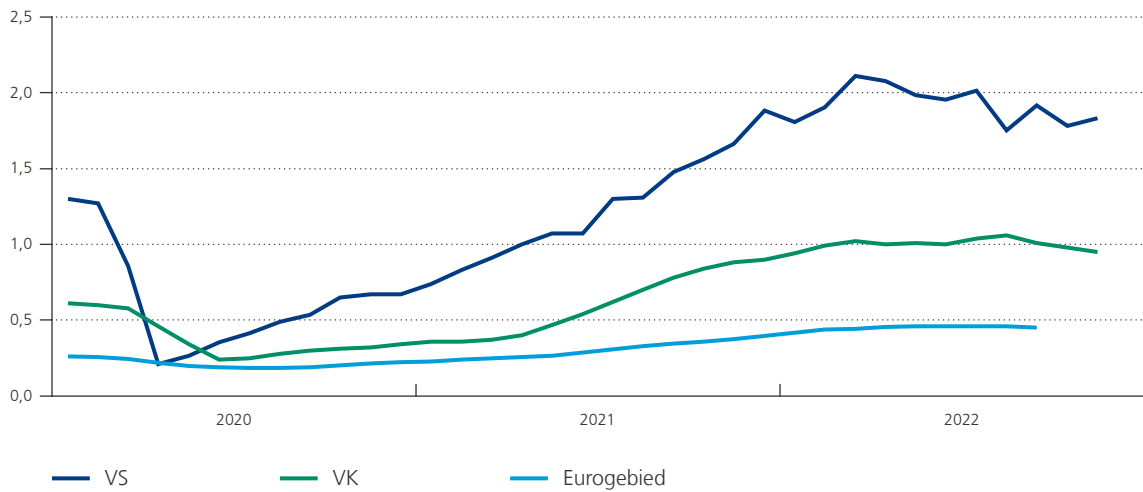
De economische ontwikkelingen in het VK waren gelijkaardig aan deze in het eurogebied. Het krachtige groeimomentum van 2021 zette zich nog voort in het eerste kwartaal van 2022, maar daarna vertraagde de economische activiteit snel en daalde ze in de tweede helft van het jaar ondanks de ondersteunende maatregelen van de overheid. Naast de globale factoren, kwam daar nog een regeringscrisis in de zomer bij die het vertrouwen in instellingen deed afbrokkelen. Door de opeenvolgende schokken heeft de Britse economie zich in 2022 niet volledig weten te herstellen van de coronacrisis.

Een krappe arbeidsmarkt in de geavanceerde landen ondersteunde de consumptie, maar belemmerde een opschaling van het aanbod, vooral in de arbeidsintensieve diensten. Ondanks de groeivertraging hield de werkgelegenheid in de VS, het VK en het eurogebied zeer goed stand en werkloosheidscijfers bereikten hun laagste niveau in jaren. Het forse herstel na de coronacrisis ging gepaard met toenemende druk op de arbeidsmarkt. Dit komt omdat het aantal vacatures bij de heropening van de economie sterk toenam, terwijl de impact van de pandemie op de werkloosheid beperkt was gebleven. In het eurogebied en het VK werd de schok opgevangen door gebruik te maken van het stelsel van tijdelijke werkloosheid en in de VS was de impact slechts tijdelijk van aard doordat werklozen snel weer werden aangeworven. Lang niet alle werknemers zijn terug aan de slag gegaan na de pandemie: momenteel ligt de werkgelegenheidsgraad in de VS en het VK nog iets lager dan vóór de pandemie. Dit zou te wijten zijn aan een ontmoedigingseffect onder de 55-plussers, waarvan er velen op pensioen vertrokken zijn, en aan meer inactiviteit wegens gezondheidsredenen. In het eurogebied is de

Grafiek 1.7

Arbeidsmarkten waren in 2022 veel krappere dan net vóór de uitbraak van de pandemie

(ratio aantal vacatures/aantal werklozen)



Bronnen: BLS, Eurostat, ONS.

werkgelegenheidsgraad daarentegen lichtjes gestegen in dezelfde periode en zijn er nu meer 55-plussers aan de slag. Deze positieve ontwikkelingen hebben het koopkrachtverlies van gezinnen vanwege de inflatie helpen beperken.

De opeenvolgende schokken hebben de groeiverschillen tussen de lidstaten van het eurogebied in 2022 vergroot. Enerzijds was het einde van de acute fase van de pandemie een opsteker voor de landen die sterk afhankelijk van het toerisme. De terugkeer naar een zomer zonder beperkingen vertaalde zich in een sterke vraag naar contactintensieve diensten in het tweede en derde kwartaal, met in het bijzonder een krachtige heropleving van toerisme en recreatie. Mede hierdoor tekenden de landen in de zuidelijke periferie van het eurogebied een hogere groei op dan de lidstaten in de kern en in het noordoosten. Ook de relatief belangrijke uitgaven onder het RRF (de herstel- en veerkrachtfaciliteit) droegen hieraan bij. Anderzijds hadden lidstaten met een belangrijke industriële basis in 2022 dubbele pech wegens de aanhoudende vertragingen in de toeleveringsketens en de veel hogere productiekosten. Zoals eerder opgemerkt, bleef de druk op de toeleveringsketens nog een geruime tijd zeer hoog door herhaaldelijke sluitingen in delen van China en de invasie van Rusland in Oekraïne. Dit zorgde voor problemen

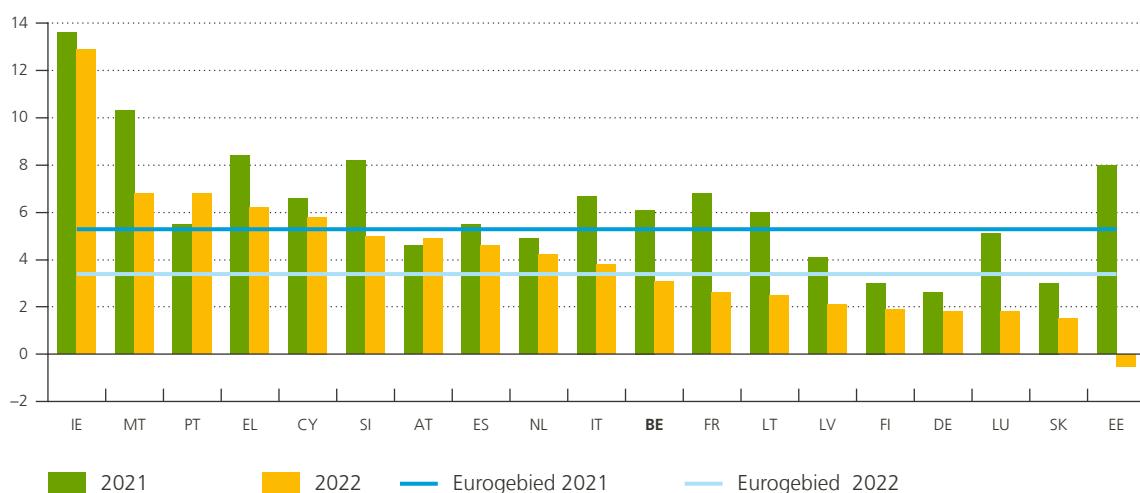


bij de meest geïntegreerde bedrijven in de globale waardeketens. Vanaf de zomer kwamen de meest energie-intensieve sectoren, zoals de chemie en de productie van metalen en mineralen, zwaar onder

Grafiek 1.8

Nieuwe schokken vergrootten de groeiverschillen tussen de lidstaten van het eurogebied

(jaar-op-jaar groei van het bbp in volume, in %)



Bronnen: ECB, NBB.

druk te staan door de veel hogere energiekosten. Met uitzondering van deze energie-intensieve sectoren, hield de industriële productie globaal genomen vrij goed stand. Veel bedrijven slaagden er immers in om energiebesparende ingrepen te realiseren.

Een sterke afhankelijkheid van Russisch gas leidde tot extra kwetsbaarheid in een aantal lidstaten. Tussen de lidstaten bestaan er belangrijke verschillen in afhankelijkheid van de verscheidene energiebronnen en in beschikbaarheid van alternatieven. Hoewel de Europese energiemarkten deels geïntegreerd zijn, deden capaciteitsbeperkingen en andere bottlenecks op de gas- en elektriciteitsnetwerken groothandelsprijsverschillen ontstaan. Vooral Duitsland, Italië, Centraal- en Oost-Europa en de Baltische staten kwamen onder druk door het relatief grote belang van Russisch gas in hun energiemix. In die landen staan bedrijven die gebruikmaken van gas in hun productie voor enorme uitdagingen.

De schok van de Russische inval in Oekraïne en de daaraan gekoppelde sancties tegen Rusland hadden ten slotte ook een heterogene impact op de lidstaten via de handel. Als gevolg van de sancties en de daarmee gepaard gaande internationale betalingsproblemen, werd de handel met Rusland ernstig verstoord, terwijl ook de handel met Oekraïne moeilijker werd door de oorlog. Hoewel Rusland en Oekraïne voor de meeste lidstaten geen belangrijke handelspartners zijn, zijn ze dat wel voor de Baltische landen en Cyprus wat diensten betreft. De grotere aandacht voor de gevolgen van geopolitieke spanningen heeft ook een andere kwetsbaarheid blootgelegd, namelijk de grote afhankelijkheid van de handel met China, vooral voor Duitsland, waar 7,5 % van de totale uitvoer voor de Chinese markt bestemd is.

1.4 De centrale banken grepen bijna overall drastisch in en dat leidde tot strakkere financiële voorwaarden

Na meer dan tien jaar accommoderend monetair beleid hebben de centrale banken overall ter wereld een versneld normaliseringsproces ingezet nu de inflatie hoger is en langer aanhoudt dan verwacht. Sinds 2007 hebben de centrale banken wereldwijd buitengewone maatregelen genomen om de economische gevolgen van de verscheidene crisissen (de globale financiële crisis, de overheidsschuldencrisis in Europa en de COVID-19-pandemie) te verzachten, waardoor niet alleen de beleidsrentes tot een niveau dicht bij de effectieve ondergrens waren gedaald, maar ook hun balanstotalen sterk waren toegenomen. Een zeer sterk herstel na de COVID-19-crisis, met tekenen van oververhitting in sommige economieën, alsook aanbodschokken hebben de centrale banken met de hoogste inflatiecijfers sinds decennia geconfronteerd. De snelheid, kracht en hardnekkigheid van de inflatie hebben de centrale banken en de markten verrast. Aangezien de invloed van het snelle herstel na de COVID-19-crisis en de aanbodschokken aanvankelijk als tijdelijk werden ingeschat, hebben de centrale banken immers niet onmiddellijk gereageerd. Toen echter duidelijk werd dat de aanzienlijke prijsstijging hardnekkig en wijdverbreid was, hebben de centrale banken van zowel de geavanceerde als opkomende landen het normaliseringsproces van hun monetaire beleid versneld om tweede-ronde-effecten en een ontankering van de inflatieverwachtingen te vermijden die tot een zichzelf vervullende dynamiek zouden kunnen leiden. Dat proces verloopt dus relatief synchroon.

De normalisering verloopt in een verschillend tempo naargelang de regio. De verschillen tussen de landen op het vlak van oorsprong, kracht en hardnekkigheid van de inflatie impliceerden een uiteenlopend begin en tempo van dat proces.

De exogene schokken die de wereldeconomie troffen – zoals de Russische inval in Oekraïne, de golven van de COVID-19-pandemie en de knelpunten in de bevoorrading – beïnvloedden in verschillende mate de grote blokken en hun economische vooruitzichten. In een dergelijke context hebben meerdere centrale banken gekozen voor een benadering per vergadering, gebaseerd op data.

De Bank of England heeft een historische stap gezet door eerder aangekochte obligaties terug te verkopen. Nadat de Bank of England in maart 2022 was gestopt met het herbeleggen van de volledige opbrengst van vervallen effecten in haar bezit, is ze in november 2022 begonnen met het verkopen van effecten. Ze werd daarmee de eerste centrale bank van de economieën van de G7 die de omvang van haar balans actief vermindert. Door de krappe arbeidsmarkt en de zware opwaartse druk op de kosten en de binnenlandse prijzen, deelde ze in juli 2022 haar intentie mee om vanaf oktober 2022 met verkopen te beginnen. Als gevolg van de bekendmaking van de minibegroting en de daaropvolgende sterke volatiliteit op de markt van de overheidsobligaties, was ze echter genoodzaakt haar project met een maand uit te stellen. De beleidsrente werd dan weer meermaals verhoogd vanaf december 2021, met sprongen van 25 en 50 basispunten, waardoor de rente steeg van 0,25 tot 3,5 % in december 2022.

De Amerikaanse Federal Reserve stopt met kwantitatieve versoepeling. In het licht van de gunstige ontwikkeling van de Amerikaanse werkgelegenheid en de aanzienlijke stijging van de inflatie, begon de Federal Reserve haar activa-aankopen in november 2021 af te bouwen, om deze in maart 2022

volledig stop te zetten. Vanaf juni 2022 verminderde de Amerikaanse centrale bank ook de omvang van haar balans door niet meer alle vervallen schatkistobligaties en *agency mortgage-backed securities* te herbeleggen. Tegelijkertijd verhoogde de Federal Reserve in maart 2022 voor het eerst haar beleidsrente, om dat daarna meermaals te herhalen met sprongen van 50 of 75 basispunten, waardoor de marge van de *Federal funds*-richtrente steeg tot 4,25-4,5% in december 2022. Deze verhogingen met 75 basispunten zijn de grootste sinds 1994.

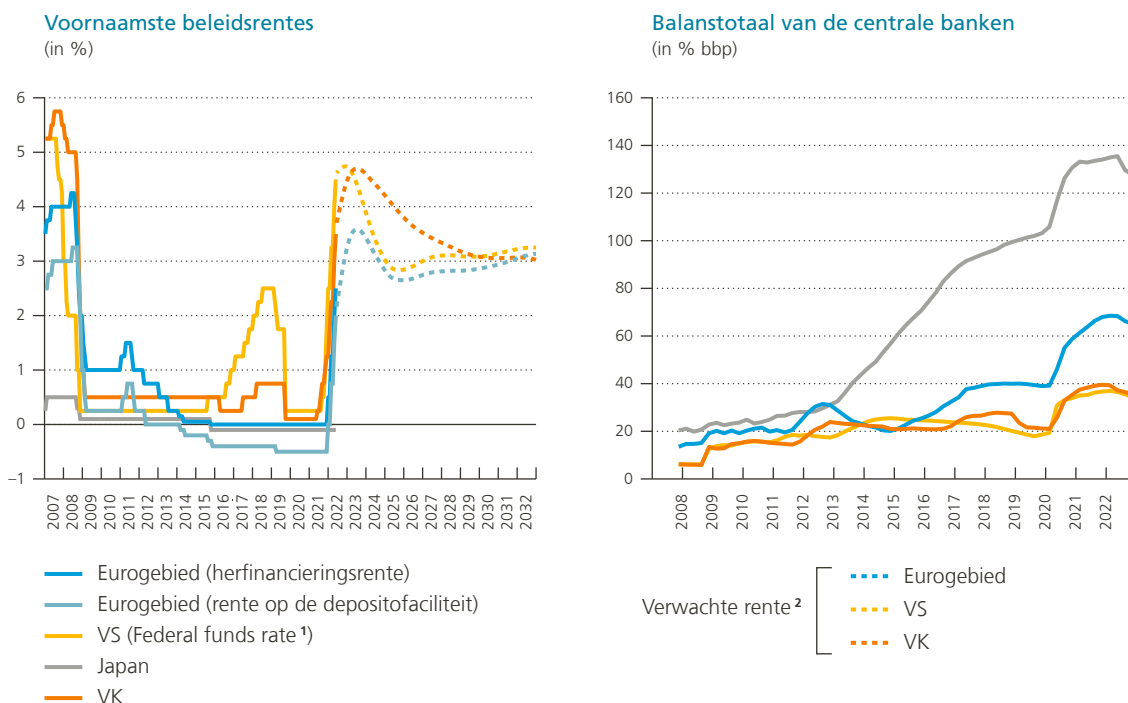
Het normaliseringsproces van de ECB kwam later op gang. In het eurogebied heeft de ECB in december 2021 het startsein voor haar normaliseringsproces gegeven met de beslissing om de aankopen in het kader van het pandemie-noodaankoopprogramma (PEPP) eind maart 2022 te beëindigen. Hoewel de ECB ook had besloten de aankopen onder het APP tijdelijk te verhogen om een zachte

landing na de stopzetting van het PEPP te verzekeren, heeft de nieuwe forse toename van de inflatie in de loop van 2022 de ECB ertoe aangezet om deze overgangperiode in te korten en om de aankopen vanaf 1 juli 2022 te stoppen. In december kondigde de ECB aan dat ze de omvang van haar balans vanaf maart 2023 zal verminderen door niet alle vervallende effecten te herbeleggen. Deze afname zal tot eind juni gemiddeld € 15 miljard per maand bedragen. De ECB begon haar basisrentetarieven in juli 2022 te verhogen, dat was later dan de andere centrale banken. Sindsdien waren er meermaals verhogingen, waardoor in december 2022 de rente op de depositofaciliteit tot 2% steeg en de rente op de basisherfinancieringstransacties tot 2,5% (zie hoofdstuk 2 voor meer details).

De Bank of Japan bleef een zeer accommoderend monetair beleid voeren. Aangezien de toename van de feitelijke inflatie en de kerninflatie

Grafiek 1.9

Na meer dan tien jaar accommoderend monetair beleid hebben de centrale banken overal ter wereld een versneld normaliseringsproces ingezet als gevolg van een inflatie die hoger is en langer aanhoudt dan verwacht



Bronnen: Bank of England, ECB, Eurostat, OESO.

1 Bovengrens van de streefmarge.

2 Renteverwachtingen van eind december.

relatief beperkter was dan elders, besloot de Bank of Japan haar negatieve rente van 0,1 % op de deposito's en de aankopen van Japanse overheidsobligaties te behouden om het tienjaars rendement ervan op maximaal 0,25 % te begrenzen. Eind december verraste ze echter de markten door haar strakke controle op de rendementen van de Japanse overheidsobligaties met looptijd van tien jaar te versoepelen 'om de werking van de markt te verbeteren', maar tegelijk wilde ze 'accommoderende financiële voorwaarden' blijven waarborgen. De Bank of Japan duldt nu een schommeling van het tienjaars rendement tussen -0,5 en +0,5 %.

Ook de opkomende landen dienden hun monetaire beleid te verkrappen om de inflatoire druk af te remmen, met uitzondering van met name China, Turkije en Rusland.

De Braziliaanse centrale bank en de Mexicaanse centrale bank waren een van de eersten die in maart 2021 met monetaire verkrapping begonnen. Ze zijn daar in 2022 mee verdergegaan door hun beleidsrentes verschillende keren te verhogen. De Braziliaanse centrale bank besloot echter om deze renteverhogingen in september 2022 te beëindigen aangezien het was gelukt om de inflatie binnen een relevante tijdshorizon dicht bij haar doelstelling te brengen. De Chinese centrale bank besloot in augustus 2022 daarentegen verrassend om verschillende van haar beleidsrentes te verlagen om de economie, die door de gezondheidsbeperkingen en een vastgoedcrisis werd getroffen, te doen heropleven. Bovendien werd in november 2022 de ratio van de reserveverplichtingen voor de tweede keer dat jaar verlaagd om de kredietverlening te vergemakkelijken. De Turkse centrale bank heeft onder druk van de Turkse overheid haar beleidsrentes sinds augustus 2022 vier keer verlaagd omdat de overheid zo meende de groei, de werkgelegenheid en de uitvoer ondanks een inflatiepercentage van twee cijfers te bevorderen. In november 2022 kondigde de Raad van Bestuur van de Turkse centrale bank echter aan dat ze had besloten de cyclus van beleidsrenteverlagingen stop te zetten. Na een noodverhoging in de nasleep van de Russische inval in Oekraïne en het opleggen van westerse sancties, kon de centrale bank in Rusland de rente meermaals opnieuw verlagen, en die beslissing rechtvaardigen op basis van de afgenomen risico's voor de financiële stabiliteit.

De normalisering van het monetaire beleid in de grootste economische blokken deed de rentes op overheidspapier fors stijgen, na jaren

van erg lage rentes. Het optrekken van de beleidsrentes door de centrale banken van de geavanceerde economieën, alsook de verwachting van een verder oplopende inflatie en, bijgevolg, toekomstige beleidsrenteverhogingen, vertaalden zich tijdens het jaar in snel stijgende rentes op overheidsobligaties. Ondanks de duidelijke opwaartse trend waren de obligatierentes zeer volatiel, meer nog dan tijdens de piek van de coronapandemie. Dat weerspiegelt de grote onzekerheid over de evolutie van de inflatie, de groeiverwachtingen en de implicaties voor het monetaire beleid. Tussen maart en juni vond er een eerste steile renteklim plaats, aangezien men verwachtte dat centrale banken hun strijd tegen de snel oplopende inflatie fors zouden moeten opdrijven. In juli was er een kortstondige ontspanning op de obligatiemarkten, gedreven door een toenemende recessievrees en de verwachting dat de monetaire-beleidscyclus in de geavanceerde economieën eerder zou keren. Toen onder meer de Federal Reserve en de ECB hun vastberadenheid benadrukten om aan hun prijsstabiliteitsmandaat te voldoen, hervatten de rentes hun klim. In de laatste maanden van het jaar werd de volatiliteit van de obligatierentes verder versterkt door een verslechtering van de liquiditeit in de markten. In het eurogebied namen de rentever verschillen tussen de



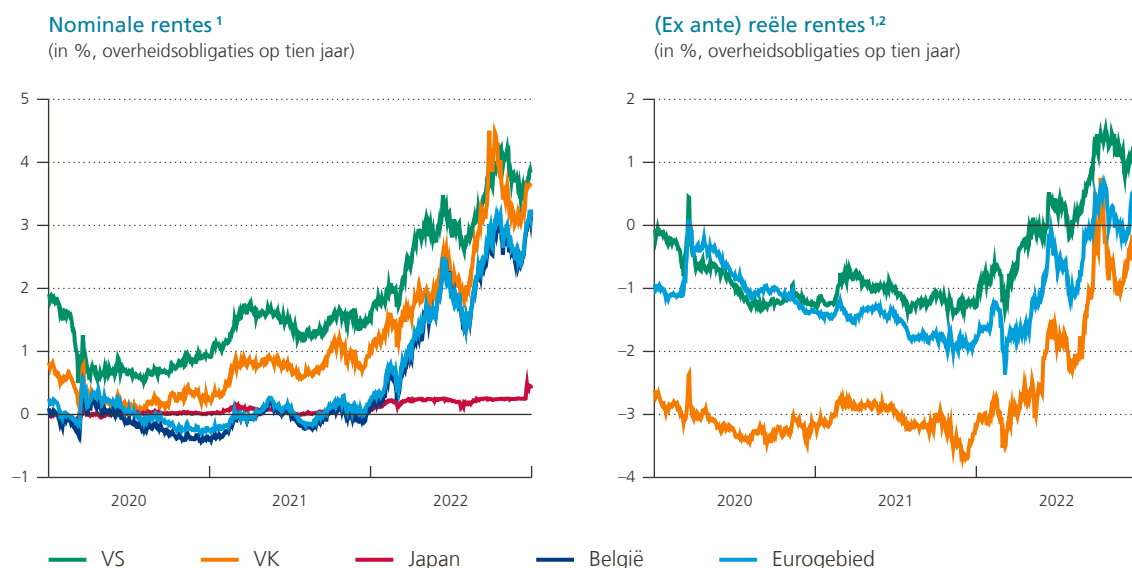
zuidelijke lidstaten en Duitsland vanaf april opnieuw toe, maar het gebruik van de voorziene flexibiliteit bij de herinvestering van het overheidspapier van verschillende landen dat werd aangekocht onder het PEPP en de aankondiging van het nieuwe transmissiebeschermingsinstrument (TPI) in juli hielpen om een wanordelijke verbreding van zulke rentespreads te voorkomen. Aangezien inflatieverwachtingen op de langere termijn vanaf eind maart relatief constant bleven, vertaalden de nominale rentestijgingen zich ook in hogere (in de VS en het eurogebied opnieuw positieve) ex ante reële rentes. In tegenstelling tot de andere geavanceerde economieën en in lijn met het beleid van rentecurvebeheersing, bleef de stijging van de obligatierentes in Japan zeer beperkt. Enkel toen de Bank of Japan eind december de toelaatbare marge voor rendementsschommelingen op langetermijnoverheidsobligaties vergrootte, maakten de obligatierentes een forse sprong.

De stijgende overheidsrentes in de geavanceerde economieën en een algemene toename in risicoaversie zetten de financieringskosten voor de overheden van de opkomende landen en

voor bedrijven en gezinnen onder druk. Naast het effect van hogere risicovrije rentes, zagen de opkomende landen de risicopremies op hun externe, in dollar uitgegeven overheidsobligaties na een detente in 2021 opnieuw toenemen in de richting van de niveaus die tijdens de verkoopspeik van de pandemie in maart 2020 werden waargenomen. Die stijging in financieringskosten werd vrijwel volledig gedreven door de meer kwetsbare economieën. Een systemische crisis bleef tot dusver echter uit en slechts een handvol overheden van kleinere economieën bleef in gebreke of ging over tot een herschikking van hun buitenlandse schulden. Ook de nominale rentes op in lokale valuta uitgegeven overheidsobligaties van de opkomende landen namen toe, maar vaak in mindere mate dan de lokale inflatie. De divergentie in monetair beleid tussen de VS en China, alsook de sterk appreciërende dollar, gaven aanleiding tot een grote uitstroom van kapitaal van niet-ingezetenen uit de Chinese obligatiemarkt tot en met november. De rentes op bedrijfsobligaties waren een ander slachtoffer van de monetaire verstrakking en de grotere risicoaversie. Vooral kleinere bedrijven, waarvoor het doorgaans moeilijker is om de hogere

Grafiek 1.10

De normalisering van het monetaire beleid dwarde de rentes op overheidspapier fors omhoog



Bronnen: Eurostat, Refinitiv.

1 Het aggregaat voor het eurogebied is het bbp-gewogen gemiddelde.

2 Nominale tienjaarsrente minus verwachte inflatie afgeleid van swapcontracten die gedurende een periode van tien jaar het inflatierisico dekken.

productiekosten door te rekenen aan de consument, en bedrijven met lagere kredietbeoordelingen kwamen in het vizier. Tenslotte zijn ook de hypothecaire rentevoeten in de geavanceerde landen sterk gestegen, met name van 1,3% in december 2021 naar 2,9% in november 2022 in het eurogebied, terwijl ze in diezelfde maand een niveau van meer dan 7% bereikten in de VS.

Tegen een achtergrond van stijgende interestvoeten werden ook de overheidsobligatiemarkten in de geavanceerde landen opnieuw gevoelig voor de risico's verbonden aan een snelle schuldopbouw. Getuige hiervan was de reactie van de financiële markten op de bekendmaking van een 'mini-budget' door de nieuwe Britse regering in september. De combinatie van een energieprijsgarantie voor gezinnen en bedrijven en nieuwe stimulerende maatregelen zonder een duidelijk fiscaal plan op middellange termijn, wekte bij investeerders de indruk dat de budgettaire discipline zoek was. Aldus pasten financiële markten hun inflatie- en rentevoetverwachtingen opwaarts aan met een neerwaartse herwaardering van financiële activa als gevolg. Het Britse pond deprecieerde en bereikte bijna de pariteit met de Amerikaanse dollar. Het rendement op

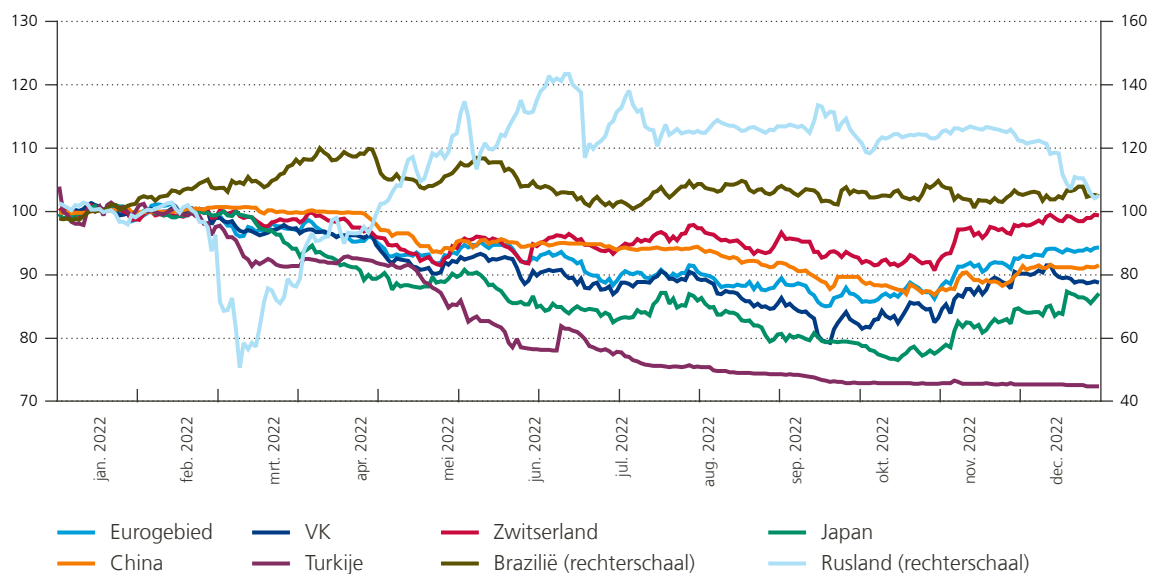
langetermijnoverheidsobligaties kende zo'n scherpe stijging dat pensioenfondsen de waarde van hun onderpand zagen slinken en uit liquiditeitsnood genoodzaakt werden om deze beleggingen massaal te verkopen. Om de markten te stabiliseren, kondigde de Bank of England vervolgens aan dat ze gericht lange overheidsobligaties zou opkopen. Deze mededeling bewerkstelligde het herstel van het pond en een geleidelijke afname van de risicopremie op langetermijnoverheidsobligaties. Een aantal aangekondigde maatregelen werden teruggedraaid, een nieuwe Britse premier trad aan en een nieuw en meer geloofwaardig budgettaire plan werd midden november bekendgemaakt. Dit alles deed de perceptie van een hoger risico verbonden aan Brits overheidspapier uiteindelijk verdwijnen.

De valutamarkten werden gekenmerkt door een historisch sterke dollar en grote wisselkoersschommelingen. De Amerikaanse dollar apprecieerde stevig ten opzichte van vrijwel alle andere valuta tussen april en november en bereikte in nominale termen zijn hoogste peil in twee decennia. Anders dan gebruikelijk waren het de valuta van de geavanceerde en niet van de opkomende landen die vaak het meeste terrein moesten prijsgeven

Grafiek 1.11

Vrijwel alle valuta verloren terrein tegenover de Amerikaanse dollar

(bilaterale wisselkoersen ten opzichte van de dollar, indices, januari 2022 = 100)



Bron: Refinitiv.

tegenover de dollar. Zulke wisselkoersbewegingen werden grotendeels verklaard door de relatief snelle (verwachte en gerealiseerde) verstrakking van het monetaire beleid in de VS en de renteversillen die zo ontstonden met andere landen, door de enorme energieprijsschokken, die de invoerlanden van energie pijn deden en de VS (en andere energie-uitvoerders) ten goede kwamen, en door lagere groeivoorzichten in het geval van de EU en het VK. Tijdens het jaar heerste er buitengewoon grote volatiliteit op de valutamarkten. Hoewel vooral de forse depreciaties van de Japanse yen en het Britse pond in het oog sprongen, verloor de euro ook stevig waarde ten opzichte van de dollar en noteerde hij eind 2022 nog steeds 7 % lager dan aan het begin van het jaar. Enkele energie-uitvoerende Latijns-Amerikaanse landen, waaronder Brazilië en Mexico, die reeds in 2021 proactief hun beleidsrentes waren beginnen op te trekken, zagen daarentegen hun wisselkoers appreciëren tegenover de dollar. Ook de Russische roebel apprecieerde, heel fel zelfs, na een steile depreciatie volgend op de Russische invasie in Oekraïne. Die ommekeer was te wijten aan de initieel zeer scherpe beleidsrente- verhoging van de Russische centrale bank, meerdere

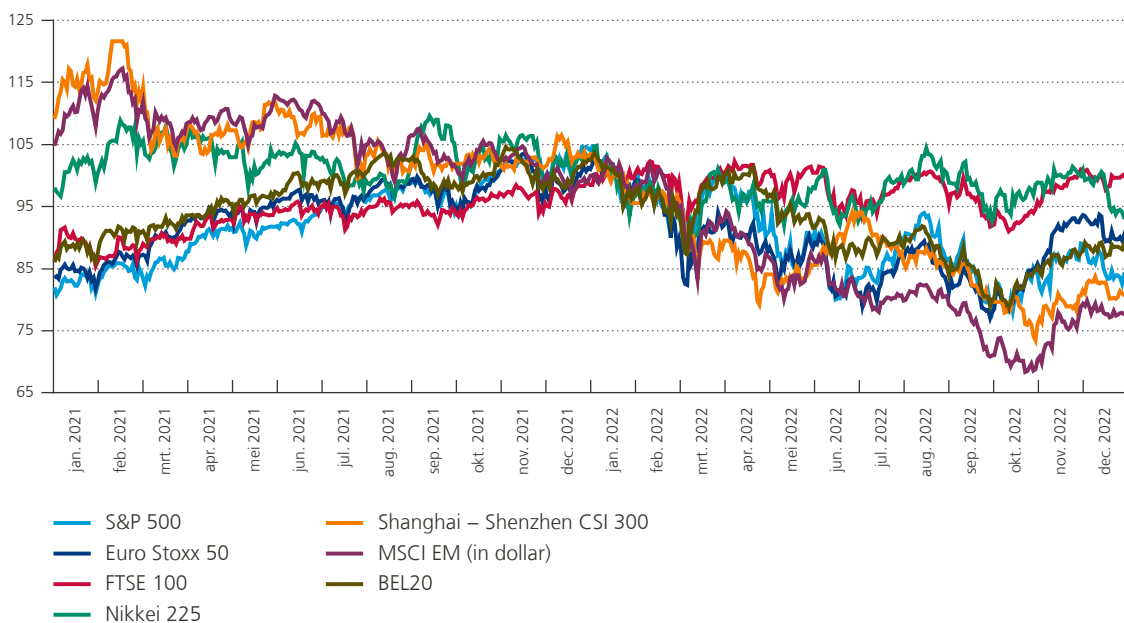
wisselkoersinterventies, de aanzienlijke opbrengsten uit de uitvoer van energie en andere grondstoffen die bleven binnenstromen en de door de sancties beperkte invoer. De jarenlange depreciatietrend van de Turkse lira zette zich voort in 2022, tegen een achtergrond van nieuwe renteverlagingen door de Turkse centrale bank.

De hogere rentes, toegenomen risicoaversie en zwakkere groeivoorzichten wogen zwaar op de aandelenmarkten. 2022 was algemeen beschouwd een slecht beursjaar. De belangrijkste Amerikaanse en Europese beurzen zagen hun sterke resultaten van 2021 grotendeels tenietgedaan, ondanks een inhaalbeweging naar het einde van het jaar toe. De hogere rentes drukten de huidige waarde van de verwachte toekomstige cashflows van bedrijven, die al leden onder de neerwaartse bijstelling van de economische groeiprognoses op de middellange termijn. De Britse en Japanse aandelenmarkten, die vorig jaar een matig postcoronaherstel kenden, bleven daarentegen rond hun niveau van eind 2021 fluctueren, althans in lokale valuta uitgedrukt. In de meeste opkomende landen kreunden de aandelenmarkten onder de grotere risicoaversie en, in het bijzonder in

Grafiek 1.12

De aandelenmarkten presteerden zwak in 2022

(prijsindices, januari 2022 = 100)



Bron: Refinitiv.



China, lagere groeivoorzichten. De voornaamste uitzonderingen betroffen hier enkele grondstofuitvoerende landen en Turkije, waar aandelen de lokale investeerders bescherming boden tegen de torenhoge inflatie. Op sectorniveau waren het vooral de meer risicovolle aandelen van vastgoed- en technologiebedrijven die de grootste verliezen lieten optekenen, terwijl de beurskoersen van energieproducenten profiteerden van de hogere energieprijzen.

Ook voor de van nature meer volatiele cryptomarkten was het een bijzonder woelig jaar.

In mei stortte één van de populairste stablecoins, Terra, in als gevolg van een beleggersrun en in november legde de cryptobeurs FTX de boeken neer, waarna er een strafrechtelijk onderzoek opgestart werd. Beide gebeurtenissen joegen grote schokgolven door de cryptowereld. De bitcoin verloor in 2022 ongeveer 60% van zijn waarde tegenover de dollar.

1.5 Overheden staan voor een moeilijke evenwichtsoefening

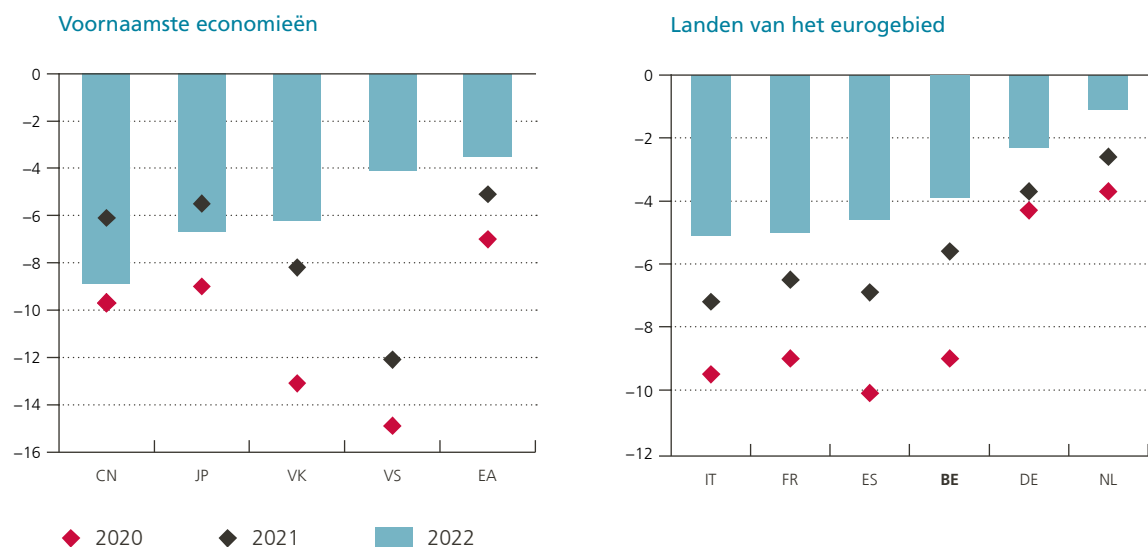
Nadat de overheidstekorten in 2020 aanzienlijk stegen als gevolg van de pandemie, hebben ze in de meeste geavanceerde landen in 2022 de verbetering voortgezet die in 2021 was begonnen. In 2021 was die verbetering het resultaat van het aantrekken van de economie en het mechanische effect van een bijna volledig herstel ten opzichte van het dieptepunt van 2020, dat werd veroorzaakt door het stilvallen van de activiteit in meerdere bedrijfstakken tijdens de lockdowns. Voorts konden de steunmaatregelen als gevolg van de COVID-19-pandemie reeds gedeeltelijk of volledig worden afgebouwd afhankelijk van de bedrijfstak. In 2022 steeg het bbp naar volume verder in de meeste economieën, was de arbeidsmarkt veerkrachtig en konden de

overblijvende COVID-19-maatregelen in de meeste landen worden opgeheven. De daling van het begrotingstekort was het spectaculairst in landen zoals de Verenigde Staten, die tijdens de pandemie gebruik maakten van genereuze discretionaire maatregelen bij gebrek aan automatische stabilisatoren, en aanzienlijke herstelplannen opstelden. Er moet ook worden opgemerkt dat voor nieuwe initiatieven zoals de *Chips and Science Act* en de *Inflation Reduction Act* de investeringen over een periode van tien jaar zijn gespreid. In Europa was de daling van het tekort beperkt, onder meer door de Russische inval in Oekraïne en de maatregelen die zijn genomen om de gevolgen van de inflatie voor de huishoudens en ondernemingen te beperken.

Grafiek 1.13

In de meeste landen is het overheidstekort verder afgenomen

(in % bbp)



Bronnen: ECB (december) voor het eurogebied, EC (herfst) voor de landen van het eurogebied, IMF (oktober) voor China, INR-NBB voor België, OESO (december) voor de andere geavanceerde landen.

In Japan en China zijn de tekorten in 2022 weer toegenomen. In Japan kon de overheid de (steun) maatregelen in verband met de COVID-19-pandemie pas vanaf het tweede kwartaal versoepelen en vervolgens heeft ze net als andere landen getracht het inkomensverlies van de huishoudens en ondernemingen als gevolg van de energieschok te beperken. De Chinese overheid verhoogde dan weer de investeringen in infrastructuur, met name op lokaal niveau en bij de overheidsbedrijven. Het veelvuldig testen op COVID-19 als onderdeel van het nultolerantiebeleid ten opzichte van de pandemie heeft de Chinese overheidsfinanciën ook belast.

In het eurogebied bleven de financieringsbehoeften van de overheden echter uitermate groot in de landen met een schuld die hoger ligt dan het bbp. In Frankrijk, Italië, Spanje en België lag het tekort in 2022 namelijk in een interval gaande van ongeveer 4 tot 6 % bbp, dat is bijna één procentpunt boven de referentiewaarde van 3 % die is vastgelegd in het Protocol dat aan het Verdrag van Maastricht is gehecht. Een dergelijk tekort, dat normaal als buitensporig zou worden beschouwd, werd echter geduld in het Europese governancekader omdat de algemene ontsnappingsclausule uit het Stabiliteits- en groeipact nog steeds van kracht was en in 2023 nog steeds van kracht zal zijn. In Duitsland en zeker in Nederland zijn de tekorten vanaf 2022 weer tot ruim onder 3 % bbp gedaald.

De tekorten hadden verder kunnen afnemen als Rusland Oekraïne niet was binnengevallen en als de inflatie niet was teruggekeerd. Meer in het bijzonder werden de overheidsfinanciën van de Europese landen negatief beïnvloed door de directe kosten verbonden aan de oorlog, de steunmaatregelen die de huishoudens en ondernemingen helpen het hoofd te bieden aan de energie- en de inflatieschok, de toename van de investeringen in het kader van het Europese Next Generation EU-herstelplan (gedeelte leningen en investeringen met eigen vermogen) en de verzwarening van de rentelasten. Voor het eurogebied zijn de rentelasten voor het eerst sinds 2012 gestegen – met 0,1 procentpunt bbp. In Frankrijk en Italië zijn ze met 0,4 procentpunt toegenomen. Die trendomkering was ook uitgesproken voor de impliciete rente op de overheidsschuld. Die stijging is niettemin beperkter dan de toename van de rente op de effectenmarkten omdat slechts een klein deel van de leningen ieder jaar wordt geherfinancierd, aangezien de overheden hebben geprobeerd de looptijd van hun schuld te verlengen.

De directe steun voor de oorlog heeft een beperkte impact op de begroting van de West-Europese landen, maar de impact is groter voor Oost-Europese landen en voor Duitsland, die meer militaire en humanitaire steun hebben verleend en tijdelijke bescherming hebben geboden aan een groter deel van de vier miljoen Oekraïners die het conflict zijn ontvlucht.

De steunmaatregelen voor de huishoudens en ondernemingen als reactie op de energieschok waren daarentegen aanzienlijk in de Europese landen. Hoewel internationaal vergelijken moeilijk is, waren de steunmaatregelen in het eurogebied uitgebreider (ongeveer 1,2 % bbp voor 2022) dan in de andere voornaamste economieën omdat de schok er groter was.

Er werd een brede waaier aan maatregelen van uiteenlopende aard genomen. In de EU maakten deze maatregelen deel uit van de aanbevelingen van de Europese Commissie, terwijl het instrumentarium in de loop der maanden werd ontwikkeld. Vanaf 2022 gaf Frankrijk de voorkeur aan een directe prijsinterventie met een prijsplafond voor gas en elektriciteit. De aanzienlijke begrotingskosten van deze maatregel werden gecompenseerd door de belasting op de overwinsten van de elektriciteitsproducenten die andere bronnen dan gas gebruiken, in het bijzonder kernenergie en hernieuwbare energie. In Frankrijk leverde deze belasting in 2022 meer inkomsten op dan in de andere grootste economieën van het eurogebied. De verlagingen van de indirecte belastingen ondersteunden de huishoudens en/of ondernemingen in belangrijke mate in alle landen, zij het in mindere mate in Duitsland. In 2023 zou Duitsland vooral tijdelijke overdrachten verstrekken aan de huishoudens en ondernemingen voor hun energieverbruik. In Spanje bestonden de voornaamste maatregelen in 2022 uit een korting van 20 eurocent per liter brandstof aan de pomp en de opschorting van een belasting van 7 % op de elektriciteitsproductie.

In het eurogebied wogen de maatregelen vanaf 2022 het zwaarst op de Italiaanse overheidsfinanciën. Hoewel dat verrassend kan zijn omdat het land weinig begrotingsmarge heeft, wordt het verklaard door de sterke afhankelijkheid van (Russisch) gas en de vervroegde parlementsverkiezingen die in september werden gehouden. Naast de verlaging van de indirecte belastingen gaf Italië de voorkeur

Tabel 1.2

De regeringen van het eurogebied namen verscheidene soorten steunmaatregelen in verband met de energieschok¹

	BE		DE		ES		FR		NL		IT	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
1. Directe prijsinterventie							■	■				
2. Indirecte belastingen	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
3. Belastingen op / subsidies voor energieproducten of -productie		■	■	■	■	■	■	■		■	■	■
4. Sociale tarieven	■	■			■							
5. Tijdelijke overdrachten aan gezinnen	■	■	■	■					■			
6. Sociale overdrachten aan gezinnen	■	■	■	■			■		■	■	■	
7. Steun voor energiebesparing									■	■		
8. Overdrachten aan ondernemingen voor hun energieverbruik		■	■	■	■					■	■	■
9. Belastingen op of gebruik van uitzonderlijke winsten	■	■					■	■	■			■
Nul	■ wit											
Lage ontvangsten (tussen 0 en 0,25)	■ lichtgroen											
Hogere ontvangsten (tussen 0,25 en 0,5)	■ groen											
Hoge ontvangsten (meer dan 0,5)	■ donkergroen											
Lage kosten (tussen 0 en 0,25)	■ lichtoranje											
Hogere kosten (tussen 0,25 en 0,5)	■ oranje											
Hoge kosten (meer dan 0,5)	■ rood											

Bron: EC (herfst).

1 Maatregelen die voor 31 oktober 2022 zijn genomen, in % bbp.

aan sociale overdrachten aan de huishoudens, vooral gepensioneerden, en aan belastingkredieten voor de ondernemingen die gas en elektriciteit verbruiken.

De maatregelen die de prijssignalen verstoren, domineerden door hun omvang de inkomensmaatregelen. Volgens de typologie van de EC hebben de prijsmaatregelen een rechtstreekse invloed op de marginale kosten van het energieverbruik van de gezinnen en/of ondernemingen. Ze verstoren dus het prijssignaal en verkleinen de stimulans om het energieverbruik te beperken of de energie-efficiëntie te verhogen. Toch waren ze in de EU goed voor ongeveer twee derde van de toegekende overheidsbudgetten. Op korte termijn vertragen deze maatregelen het tempo van de inflatie, maar doordat ze de vraag stimuleren, zouden ze de inflatie op middellange termijn persistenter kunnen maken en bijgevolg de taak van het monetaire beleid bemoeilijken.

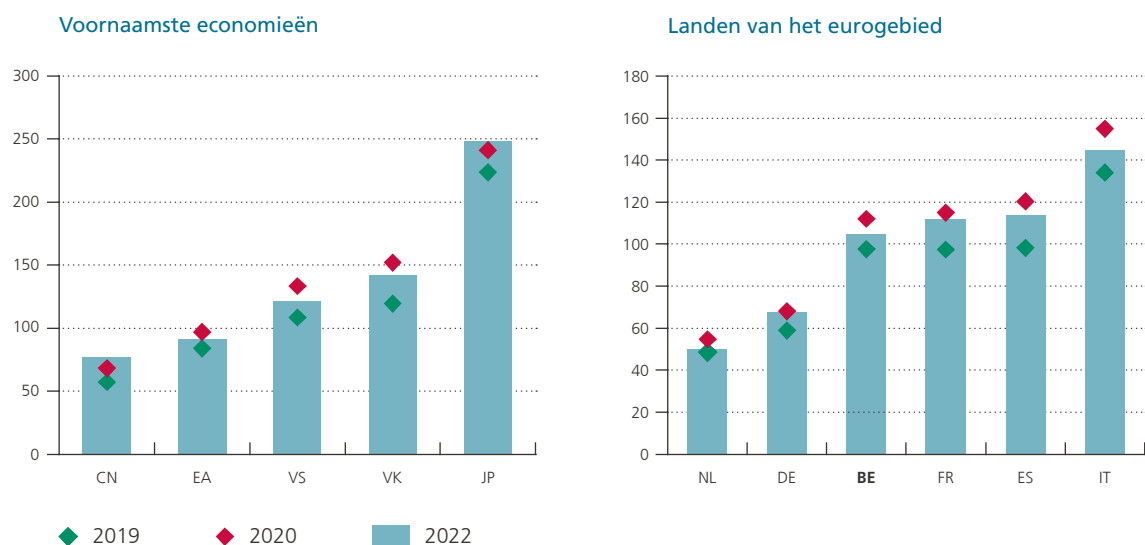
In 2022 bedroegen de maatregelen die niet waren gericht op de zwaarst door de energie- en inflatieschok getroffen huishoudens en ondernemingen bovendien meer dan 70% van de totale kosten voor de overheidsfinanciën. Het betreft met name verlagingen van de indirecte belastingen, btw en accijnzen, op brandstoffen, elektriciteit of gas.

Hoewel de overheidsschuld in de meeste landen in 2021 begon terug te lopen, bleef ze in 2022 toch hoger dan vóór de pandemie. De pandemie deed in 2020 immers de schuldgraad van de overheden stijgen onder impuls van de olopemde tekorten, de exogene factoren die de schuld verhoogden zonder het financieringssaldo te beïnvloeden en de sterke afname van het bbp. In 2021 zorgde de terugkeer naar een normalere activiteit, dankzij een omgekeerd noemereffect, voor een eerste daling van

Grafiek 1.14

De overheidsschuld is sinds 2020 in de meeste landen teruggelopen, maar ze bleef hoger dan vóór de pandemie

(in % bbp)



Bronnen: ECB (december) voor het volledige eurogebied, EC (herfst) voor de landen van het eurogebied, IMF (oktober) voor China, INR-NBB voor België, OESO (december) voor de andere geavanceerde landen.

de schuldgraad, deze werd ook gefaciliteerd door een terugloop van de (primaire) tekorten. In 2022 bleef de schuldgraad dalen, voornamelijk dankzij een hoge nominale bbp-groei, waarbij de lagere reële groei voor de EU/het eurogebied werd gecompenseerd door een snellere stijging van de binnenlandse inflatie, zoals weergegeven door de bbp-deflator. Voor

het eurogebied faciliteerde ook de vermindering van de primaire tekorten de afname van de schuld.

In tegenstelling tot het verloop in de andere voornaamste economieën steeg de overheidsschuldgraad in China en Japan, hoofdzakelijk door de groeiende begrotingstekorten.