

1. Wereldeconomie

De groei van de wereldeconomie werd in de loop van 2011 matiger: hij wordt op 3,8 % geraamd, tegen 5 % in 2010. Hij werd afgeremd door onder meer de nieuwe stijging van de grondstoffenprijzen, door de verkrapping van het budgettaire en monetair beleid in de opkomende landen die ten prooi vielen aan een versnelling van de inflatie, door het persistent gebrek aan evenwicht op de vastgoed- en arbeidsmarkten van sommige geavanceerde economieën en door de soevereine schuldencrisis in het eurogebied. In de meeste landen werden, soms onder druk van de financiële markten, budgettaire consolidatiemaatregelen genomen. De centrale banken namen nogmaals hun toevlucht tot niet-conventionele maatregelen om de financiering van de economie veilig te stellen.

1.1 Economische bedrijvigheid

Overzicht

Het elan dat de opleving van de internationale economische bedrijvigheid twee jaar lang had ondersteund, verslakte in 2011 tegen de achtergrond van tijdelijke schokken en financiële spanningen. Zo werd vanaf het voorjaar wereldwijd een sterke en algemene vertraging van de economische bedrijvigheid en de internationale handel opgetekend. De achteruitgang bleek sterker dan wat van een normalisering na een periode van aanmerkelijk herstel mocht worden verwacht. De groeimatiging had initieel te maken met tijdelijke factoren: de stijging van de grondstoffenprijzen drukte de koopkracht van de huishoudens; de aardbeving, de tsunami en de kernramp waardoor Japan in maart werd getroffen, ontwrichtten niet alleen de productie in het land zelf maar ook elders, vooral in Azië en in de Verenigde Staten. De automobielnijverheid en de elektronische industrie ondervonden er de impact van de verstoorde mondiale bevoorradingsketens. De vertraging werd vervolgens versterkt door de oplopende spanningen op de financiële markten en door de afbrokkeling van het vertrouwen van consumenten en bedrijfsleiders.

Tijdens de zomer rees immers de twijfel of de politieke gezagdragers in verschillende landen de problemen in verband met de houdbaarheid van de overheidsschuld

zouden kunnen oplossen. De crisis in de private financiële sector, die de grote recessie van 2008-2009 had veroorzaakt, bracht dus uiteindelijk een overheidsschuldencrisis teweeg. Het heftige debat over de verhoging van het plafond van de overheidsschuld in de Verenigde Staten, de discussies over de invoering van reddingsmechanismen voor de landen van het eurogebied die te kampen hebben met financieringsproblemen – met name over de betrokkenheid van de private sector bij een herstructurering van de Griekse overheidsschuld – en de opgelopen achterstand bij de uitvoering van het Griekse aanpassingsprogramma versterkten het algemene gevoel van onzekerheid. Het epicentrum van die spanningen bevond zich op de markten voor overheidsobligaties van de lidstaten van het eurogebied, en een toenemend aantal onder hen zag de rendementsverschillen ten opzichte van de rente op Duitse Bunds opnieuw en snel toenemen. Ook de financiële instellingen, vooral in het eurogebied, werden door deze ontwikkelingen zwaar getroffen aangezien ze omvangrijke portefeuilles overheidseffecten aanhouden. De crisis belandde aldus in een nieuwe fase waarin de ongerustheid over de houdbaarheid van de overheidsschuld en de vrees over de soliditeit van de financiële instellingen nauw met elkaar verweven raakten, zodat heel wat van die instellingen moeilijkheden ondervonden om zich op de interbancaire markten te financieren.

Bovenop het effect dat deze spanningen uitoefenden op de financieringsvoorwaarden en op het vertrouwen

TABEL 1 BBP IN DE VOORNAAMSTE ECONOMIEËN

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

	2009	2010	2011	<i>p.m.</i> 2010, aandeel van het mondiale bbp ⁽¹⁾	<i>p.m.</i> 2011, bijdrage tot de groei van het mondiale bbp ⁽¹⁾
Verenigde Staten	-3,5	3,0	1,7	19,9	0,3
Japan	-6,3	4,1	-0,3	5,9	0,0
Eurogebied ⁽²⁾	-4,2	1,8	1,6	14,7	0,2
Denemarken, Verenigd Koninkrijk en Zweden ..	-4,6	2,3	1,4	3,9	0,1
Andere lidstaten van de EU ⁽³⁾	-3,6	2,1	3,0	1,6	0,0
Andere geavanceerde landen van de OESO ⁽⁴⁾ ...	-1,1	2,3	1,6	3,6	0,1
China	9,2	10,4	9,3	13,7	1,3
India	7,0	9,9	7,7	5,5	0,4
Andere opkomende landen van Azië ⁽⁵⁾	0,2	7,8	4,8	7,2	0,3
Latijns-Amerika ⁽⁶⁾	-1,8	6,4	4,7	8,1	0,4
Voornaamste olie-exporterende landen ⁽⁷⁾	-2,2	4,0	4,4	7,4	0,3
Wereld ⁽¹⁾	-1,2	5,0	3,8	100,0	3,8
<i>p.m. Wereldhandel</i> ⁽⁸⁾	-10,7	12,6	6,7		

Bronnen: EC, IMF, OESO.

(1) Berekend op basis van de koopkrachtpariteiten.

(2) Met uitzondering van Cyprus en Malta.

(3) Bulgarije, Cyprus, Hongarije, Letland, Litouwen, Malta, Polen, Roemenië en Tsjechië.

(4) Australië, Canada, IJsland, Nieuw-Zeeland en Zwitserland.

(5) Filippijnen, Hongkong, Indonesië, Maleisië, Singapore, Taiwan, Thailand en Zuid-Korea.

(6) Met uitzondering van Venezuela.

(7) Het betreft de olie-exporterende landen die over de periode 2008-2010 een overschot van meer dan \$ 40 miljard op hun lopende rekening optekenden. Die landen zijn Algerije, Iran, Koeweit, Nigeria, Noorwegen, Qatar, Rusland, Saoedi-Arabië, Venezuela en de Verenigde Arabische Emiraten.

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

van de economische subjecten en bovenop het wegval- len van de positieve invloed die in 2010 uitging van de voorraadaanvulling, werd de opleving in de geavan- ceerde economieën afgeremd door het uitdoven van de impuls die uitging van de budgettaire stimuli, door de soms onder druk van de financiële markten versnelde inspanningen om de overheidsfinanciën te saneren en door de hardnekkige evenwichtsverstoringen op de vastgoed- en de arbeidsmarkt, in het bijzonder in de Verenigde Staten.

Tegen die achtergrond vervaagden in sommige landen de aan het begin van het jaar nog duidelijke tekenen van een meer zichzelf onderhoudende en sterker door de binnenlandse componenten gestuurde groei, en van een verbetering op de arbeidsmarkt. Zo kwam het herstel in het eurogebied in het najaar van 2011 tot stilstand. In Japan, daarentegen, werd de bedrijvigheid in de tweede jaarhelft gestimuleerd door een inhaalbeweging van de consumptie en door inspanningen tot wederopbouw.

Hoewel de opkomende economieën nog altijd zeer dynamisch bleken, ging hun bbp ten opzichte van de voorgaande jaren trager groeien vanwege, onder meer, de verzwakking van de buitenlandse vraag en de verdere inspanningen van de overheid om het risico op oververhit- ting te verkleinen.

Voornaamste economieën van buiten het eurogebied

In de **Verenigde Staten** duurde het in 2009 ingezette economisch herstel voort, hoewel veel trager dan in 2010. Dat kwam door de minder krachtige binnenlandse vraag. De toename van deze laatste werd nog onder- steund door het zeer accommoderende beleid van de Amerikaanse centrale bank. Ze werd daarentegen niet langer geschraagd door het begrotingsbeleid. De groei, die over het hele jaar 1,7 % in reële termen bedroeg, werd vooral gedragen door de consumptieve bestedingen van

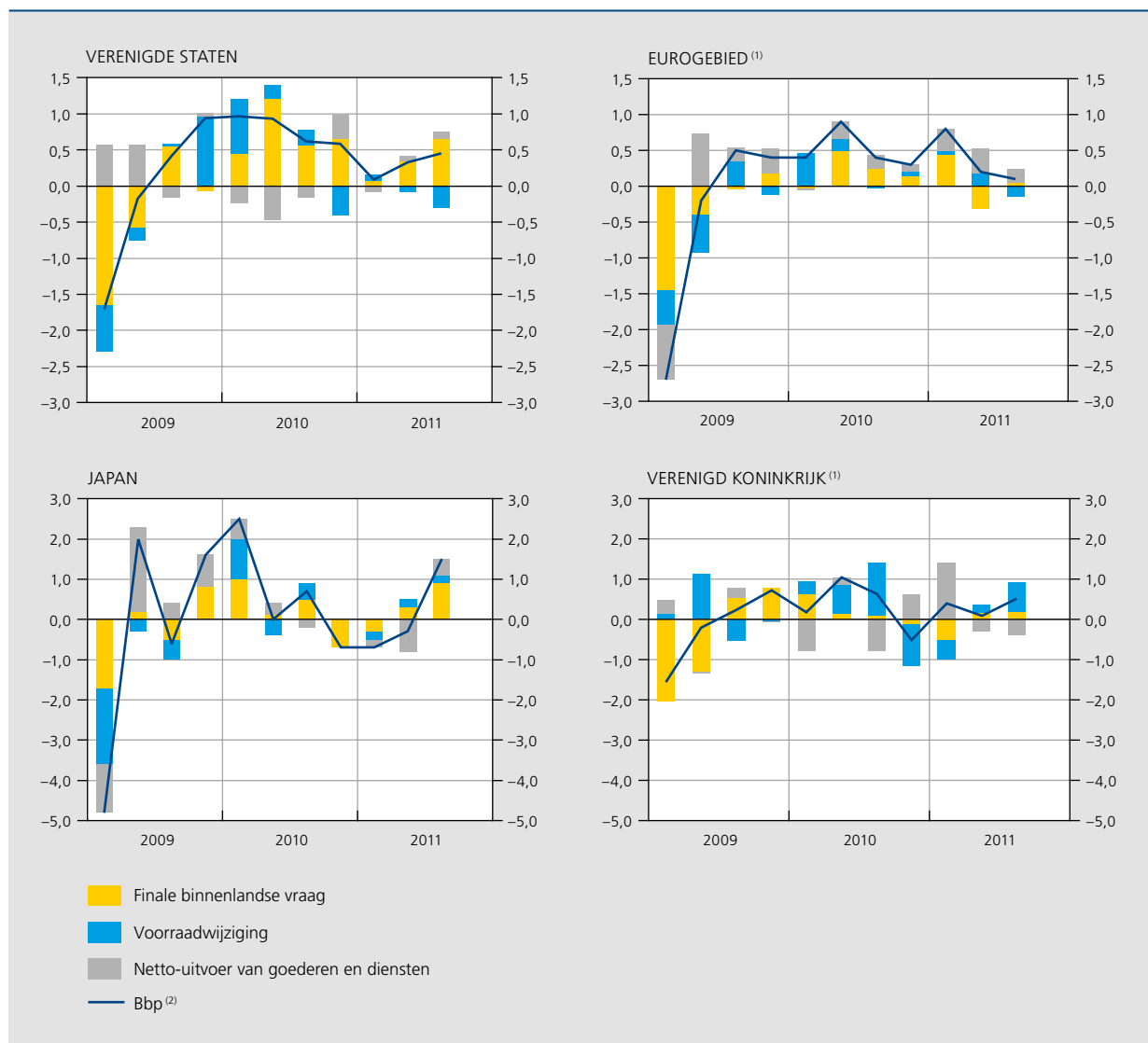
de huishoudens, door de bedrijfsinvesteringen en, in mindere mate, door de netto-uitvoer; de voorraadwijziging, de investeringen in woningen en de overheidsuitgaven leverden daarentegen een negatieve bijdrage tot de groei.

De bbp-groei op kwartaalbasis liep terug van 0,6% in de tweede helft van 2010 tot gemiddeld 0,2% in de eerste helft van 2011. Deze vertraging was toe te schrijven aan de tijdelijke negatieve weerslag van de stijging van de grondstoffenprijzen en van de ramp in Japan, alsook aan de verlaging van de overheidsuitgaven. Omdat de

twee eerstgenoemde factoren ondertussen verdwenen waren, versnelde de groei tijdens het derde kwartaal tot 0,5%. Pas dan overschreed het bbp zijn niveau van vóór de recessie, dat was meer dan twee jaar nadat aan deze laatste in het tweede kwartaal van 2009 een einde was gekomen. Een en ander wees zowel op de omvang van de recessie als op het relatief zwakke herstel. Het overheidsbeleid sorteerde in 2011 steeds minder effect en de overgang naar een meer autonome groei verliep niet vlot omdat de traditionele motoren van een herstel, namelijk de consumptieve bestedingen van de particulieren en

GRAFIEK 1 KWARTAALPROFIEL VAN HET BBP EN VAN DE VOORNAAMSTE BESTEDINGSCATEGORIEËN IN DE BELANGRIJKSTE GEAVANCEERDE ECONOMIEËN

(seizoengezuiverde gegevens; bijdrage tot de verandering van het bbp naar volume t.o.v. het voorgaande kwartaal, in procentpunt, tenzij anders vermeld)



Bronnen: EC, BEA, ESRI, ONS.

(1) Ook voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

(2) Veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande kwartaal.

de investeringen in woningen, nog door verschillende factoren werden belemmerd, bijvoorbeeld de verdere spaarinspanning van de huishoudens om hun nettovermogen weer op te bouwen, de voorzichtigere houding van de financiële instellingen bij hun kredietverlening en de problemen op de vastgoed- en de arbeidsmarkt. Bovenal bleef de langdurige werkloosheid op een historisch hoog peil.

De consumptieve bestedingen van de particulieren groeiden dus met een bescheiden 2,3% als gevolg van, onder meer, de geringe toename van de reële beschikbare inkomens, die niet konden steunen op een aanzienlijke verbetering van de werkgelegenheid en die werden uitgehold door de prijsstijgingen voor energie en levensmiddelen. De onzekere economische vooruitzichten en de volatiliteit op de financiële markten zetten bovendien een rem op de daling van de spaarquote van de particulieren; zij liep terug van 5,3 tot 4,6% van hun beschikbaar inkomen, maar bleef een flink eind boven haar niveau van vóór de crisis.

De investeringen in woningen van de particulieren liepen in 2011 voor het zesde jaar op rij terug, ditmaal met 2,1%. Deze nieuwe daling was toe te schrijven aan de nog ruime voorraad te koop aangeboden of in beslag genomen woningen, de nog steeds voorzichtige houding van tal van financiële instellingen tegenover hypothecaire kredieten en het vooruitzicht van een verdere daling van de woningprijzen. De bedrijfsinvesteringen, vooral de uitgaven voor uitrusting en software, stegen in 2011 daarentegen met 8,4%, dankzij de solide financiële toestand van de vennootschappen en de gunstige financieringsvoorwaarden. De overheidsinvesteringen werden dan weer fors teruggeschroefd, namelijk met 6,4%, terwijl de overheidsconsumptie met 1% terugliep.

Na een aanzienlijke teruggang in de eerste helft van 2011 begon de economische bedrijvigheid in **Japan** opnieuw te groeien. Over het jaar als geheel nam het reële bbp evenwel met 0,3% af, terwijl het in 2010 met 4,1% was gestegen. De achteruitgang in de eerste helft van het jaar was hoofdzakelijk toe te schrijven aan de tsunami van 11 maart, die de streek van Tohoku deels verwoestte en een kernramp en elektriciteitsstekort veroorzaakte. Daardoor werd de productieketen danig verstoord, vooral in de automobielenijverheid en de elektronische industrie, twee bedrijfstakken die goed zijn voor 35% van de Japanse uitvoer. In de eerste helft van het jaar daalde de industriële productie zodoende met 4% en de uitvoer met 3%. Tijdens de eerste fase van de opleving was de export echter wel de stuwende kracht geweest achter de groei. Na het herstel van de productieketen was de forse expansie van de uitvoer in het derde kwartaal van 2011

een van de factoren die ervoor zorgden dat de bedrijvigheid aantrok.

Als gevolg van de tsunami nam de consumptie van de huishoudens in het eerste kwartaal af. In maart kelderde de detailhandel vanwege een vrijwillige beperking van de consumptie (*jishuku*) aan de vraagzijde en tekorten aan de aanbodzijde. Tijdens het daaropvolgende kwartaal stagneerde de particuliere consumptie nagenoeg, alvorens ze in het derde kwartaal de op één na belangrijkste bijdrage tot de bbp-groei leverde omdat het consumentenvertrouwen weer het peil van vóór de tsunami had bereikt en werd versterkt door een geleidelijke verbetering van de situatie op de arbeidsmarkt. Gemiddeld op jaarbasis liep deze uitgavencategorie in 2011 echter met 0,2% terug.

De investeringen in vastgoed gingen in de tweede helft van het jaar weer omhoog. Ze waren hoofdzakelijk bestemd voor de wederopbouw en veerden in 2011 met 6% op. De overheidsinvesteringen droegen nog niet tot de groei bij, maar er werden bepaalde budgetten voor wederopbouw goedgekeurd. De overheidsconsumptie steeg met 2,3%.

Het **Verenigd Koninkrijk** tekende een zwakke groei van de economische bedrijvigheid op: het reële bbp nam in 2011 met 0,9% toe. De binnenlandse vraag liep terug, terwijl de netto-uitvoer een bijdrage van 1,5% tot de groei leverde.

De consumptie van de huishoudens verminderde met 0,9% aangezien hun vertrouwen verzwakte en tevens hun reële beschikbaar inkomen daalde. Behalve de stijging van de energieprijzen, was de lopende begrotingsconsolidatie er de belangrijkste oorzaak van dat hun koopkracht werd uitgehold. Die consolidatie impliceerde een verhoging van de directe belastingen, een toename van de btw-tarieven en een inkrimping van de werkgelegenheid in de overheidssector. De werkloosheidsgraad bereikte in de loop van het jaar het hoogste peil sinds vijftien jaar. De huishoudens konden evenmin rekenen op een herwaardering van hun activa, aangezien de in 2010 opgetekende verbetering op de woningmarkt tot stilstand kwam. Dit zette hen ertoe aan een historisch gezien hoge spaarquote te handhaven, namelijk 6,8% van hun beschikbaar inkomen, om hun vermogenspositie te herstellen en hun overmatige brutoschuldenlast verder weg te werken.

Aangezien de toestand op de woningmarkt onbevredigend bleef, zakten de investeringen in woningen verder in. De bedrijfsinvesteringen namen slechts licht toe en bevonden zich nog ver onder hun peil van vóór

de crisis. De bedrijven bleven sommige projecten uitstellen, ondanks een aanzienlijk financieringsvermogen en een uitzonderlijk accommoderend monetair beleid. De redenen hiervoor waren onder meer een lage bezettingsgraad van de productiecapaciteit, matige vraagvooruitzichten, zowel op binnenlands vlak als bij de uitvoer, en een beperkte toegang van sommige bedrijven tot bankkrediet.

De netto-uitvoer van goederen en diensten bleek in 2011 de stuwende kracht achter de groei, voor een deel vanwege de stagnerende invoer. De herbalancing van de Britse economie ten voordele van de aan buitenlandse concurrentie blootgestelde bedrijfstakken verloopt niettemin relatief traag, ofschoon de effectieve wisselkoers van het Britse pond sedert het begin van de financiële crisis in 2007 met circa 25 % is gedeficiëerd. Hoewel de trendmatige verslechtering van de handelsbalans sindsdien tot stilstand is gekomen, heeft er zich evenmin een duidelijke kentering voorgedaan. Dit verloop kan echter ook voor een deel worden verklaard door de crisis van de overheidsfinanciën in het eurogebied en door de verslechtering van de mondiale externe omgeving.

In China bleef de groei krachtig, maar de in 2010 begonnen groeivertraging zette zich tijdens heel het verslagjaar voort. Gemiddeld op jaarbasis vertraagde de stijging van het bbp naar volume van 10,4% in 2010 tot 9,3% in 2011.

De consumptie van de huishoudens bleef stevig groeien wegens de toename van de werkgelegenheid en van de reële lonen. Net als de voorgaande jaren bleken de bruto-investeringen in vaste activa echter de belangrijkste motor van de expansie. Terwijl de verdere intrekking van belangrijke maatregelen ter ondersteuning van de bedrijvigheid een negatieve invloed had op de overheidsinvesteringen, bleven de particuliere investeringen sterk toenemen dankzij, in het bijzonder, de woningbouw. De herhaalde renteverhogingen en de verscherping van de voorwaarden verbonden aan het verlenen van vastgoedkrediet hadden uiteindelijk evenwel een matigende invloed op de bedrijvigheid en op de stijging van de woningprijzen.

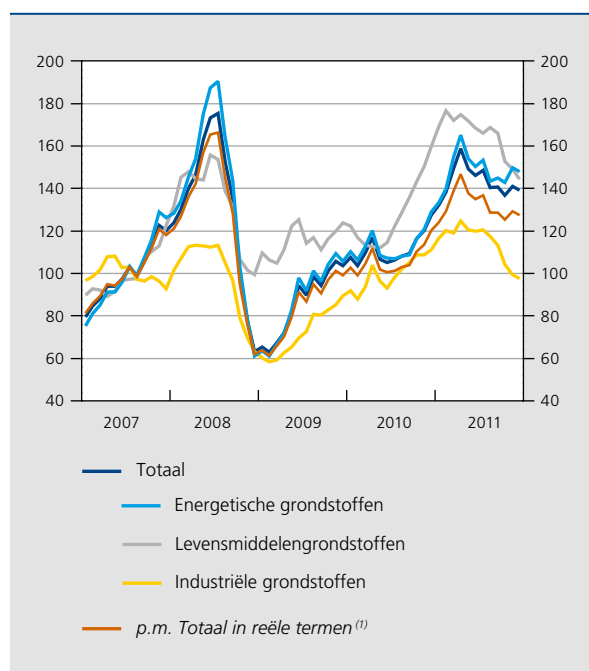
De productie vertraagde ook doordat de buitenlandse vraag vertraagde. Terwijl de uitvoer naar de buurlanden snel bleef toenemen, bracht de duidelijke verzwakking van de vraag vanuit de geavanceerde economieën, in het bijzonder uit de EU, de uitvoergroei aan het einde van het jaar zo goed als tot staan. Zo groeide de uitvoer op jaarbasis met gemiddeld slechts 10%, tegen 28% in 2010.

1.2 Grondstoffen en internationaal handelsverkeer

Grondstoffen

Het verloop van de grondstoffenprijzen werd in 2011 gekenmerkt door twee duidelijk onderscheiden periodes. Tijdens de eerste vier maanden van het jaar werd de stijgende tendens die begin 2009 inzette, bestendigd onder impuls van de zich verder herstellende wereldeconomie, de onrust in Noord-Afrika en het Midden-Oosten, en de verzwakking van de VS-dollar. Hierdoor bereikten de prijzen voor een aantal grondstoffen nieuwe recordniveaus. Vanaf mei begonnen die prijzen te dalen als gevolg van de vertraging van de economische groei – waarbij vooral de afkoeling van de Chinese economie bepalend was voor de grondstoffenmarkten – en de versombering van de economische vooruitzichten. Daarnaast werden ze ook gedrukt door de toegenomen risicoaversie. De daling bleef al met al beperkt, waardoor de in VS-dollar uitgedrukte prijzen van basisproducten volgens de HWWI-index aan het einde van het jaar nog 9,2% hoger lagen dan eind 2010. In 2011 steeg de index op jaarbasis met gemiddeld 28,6%.

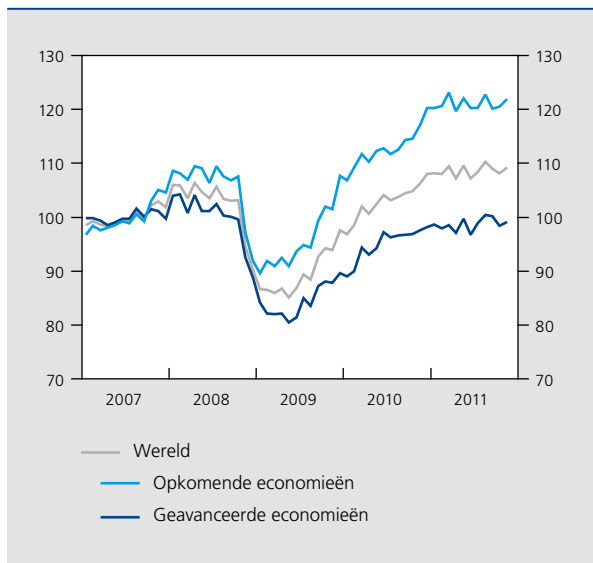
GRAFIEK 2 PRIJZEN VAN BASISPRODUCTEN
(maandgegevens, VS-dollar, indexcijfers 2007 = 100)



Bron: HWWI.
(1) Gedeficiëerd aan de hand van de consumptieprijsindex van de Verenigde Staten.

GRAFIEK 3 INTERNATIONAAL GOEDERENVERKEER

(seizoengezuiverde maandgegevens, gemiddelde van de uitvoer- en de invoervolumes, indexcijfers 2007 = 100)



Bron: CPB.

Hoewel de toename van de grondstoffenrijzen vrijwel algemeen was, waren er aanzienlijke verschillen tussen de belangrijkste productcategorieën.

Gemiddeld beschouwd, waren het de energetische grondstoffen die het sterkst in prijs stegen, namelijk met 31,4%. De noteringen van ruwe aardolie van het Brent-type klommen met 38,3%. Tijdens de eerste vier maanden van het jaar schoten deze prijzen, die begin mei een piek van \$ 125,6 per vat bereikten, omhoog onder impuls van een stevige vraag in combinatie met onzekerheid over het aanbod als gevolg van, met name, de gebeurtenissen in Noord-Afrika en het Midden-Oosten. De verslechtering van het economisch klimaat, de vrijgave van strategische oliereserves door de lidstaten van het IEA, de verhoging van de olieproductie door Saoedi-Arabië en, tot slot, het optrekken van het productieplafond van de OPEC drongen de prijs gedurende de rest van het jaar terug, tot ongeveer \$ 108 eind december, wat nog steeds 15,1% meer was dan aan het einde van 2010. Ook de andere belangrijke energetische grondstoffen, zoals aardgas en steenkool, werden in 2011 duurder, zij het in mindere mate dan aardolie.

De prijzen van de levensmiddelengrondstoffen liepen met gemiddeld 29,2% op. Tijdens de eerste maanden van het jaar stegen ze fors door de stevige vraag in combinatie met de onzekerheid die de slechte weersomstandigheden in het zuidelijk halfrond teweegbrachten voor het aanbod. Hierdoor braken de prijzen in februari nieuwe historische records. Vanaf maart daalden ze opnieuw dankzij betere

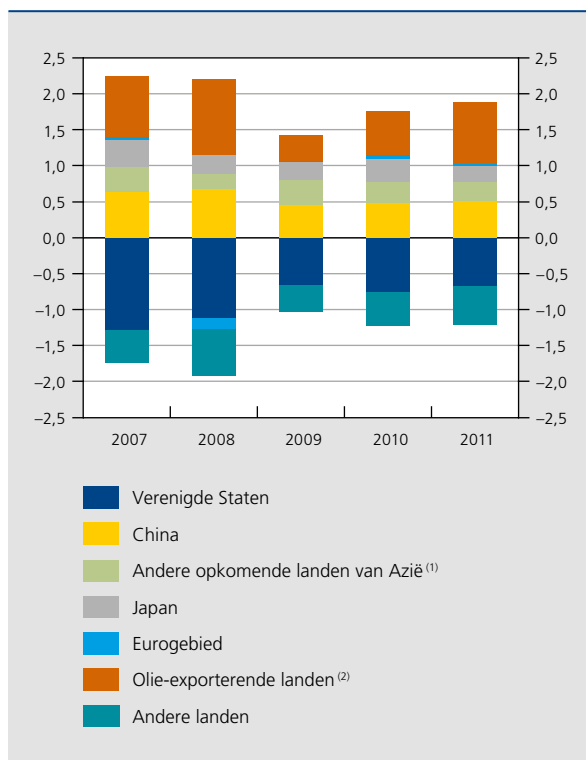
oogstvooruitzichten, en aan het einde van het jaar lagen zij 9,8% lager dan eind 2010.

De prijzen van de industriële grondstoffen namen, over het hele jaar beschouwd, met 14,4% toe. Aan het begin van het jaar kwamen ze boven hun piek van 2008 uit, waarna ze in de lente duidelijker dan voor de andere productcategorieën begonnen te dalen, aangezien ze conjunctuurgevoeliger zijn. Aan het einde van het jaar lagen de prijzen 12% lager dan eind 2010.

De goudprijs, die niet in de HWWI-index is opgenomen, steeg met gemiddeld 28,2%. Dit was grotendeels het gevolg van de aantrekkende vraag naar goud als veilige belegging in een periode van onzekerheid, de verdere verzwakking van de VS-dollar tijdens de eerste helft van het jaar en de goudaankopen door verschillende centrale banken. Begin september bereikte de goudprijs een ongekend niveau van \$ 1 898 per ons, maar gedurende de rest van het jaar volgde een sterke daling.

GRAFIEK 4 SALDI OP DE LOPENDE REKENING VAN DE BETALINGSBALANS IN DE VOORNAAMSTE ECONOMIEËN

(in % van het mondiale bbp)



Bron: IMF.

(1) Filippijnen, Hongkong, Indonesië, Maleisië, Singapore, Taiwan, Thailand en Zuid-Korea.

(2) Algerije, Angola, Azerbeidzjan, Bahrein, Ecuador, Equatoriaal-Guinea, Gabon, Iran, Jemen, Koeweit, Libië, Nigeria, Noorwegen, Oman, Qatar, Republiek Congo, Rusland, Saoedi-Arabië, Syrië, Turkmenistan, Venezuela en de Verenigde Arabische Emiraten.

Wereldhandel en saldi op de lopende rekening van de betalingsbalans

De wereldhandel werd in de loop van 2011 minder dynamisch. Na een nieuwe expansie aan het begin van het jaar volgde in het tweede kwartaal een inkrimping die grotendeels toe te schrijven was aan de verstoring van de internationale handelsstromen door de aardbeving in Japan. Deze laatste had een negatieve impact op de uitvoer van dat land en ontwrichtte de mondiale productieketens. Het herstel dat zich vanaf het derde kwartaal aftekende, bleef vrij aarzelend.

Het wegwerken van de evenwichtsverstoringen in de mondiale economie blijft een reden tot bezorgdheid, zoals de top van de G20 te Cannes in november 2011 nog bevestigde. De mondiale evenwichtsverstoringen op de lopende rekening van de betalingsbalansen namen in 2011 immers verder toe, maar ze bleven wel kleiner dan tijdens de jaren vóór de economische en financiële crisis. Deze ontwikkeling was vooral toe te schrijven aan de stijging van de grondstoffenprijzen, die het overschot van de olie-exporterende landen deed aanzwellen. In de Verenigde Staten werd het handelstekort nogmaals groter

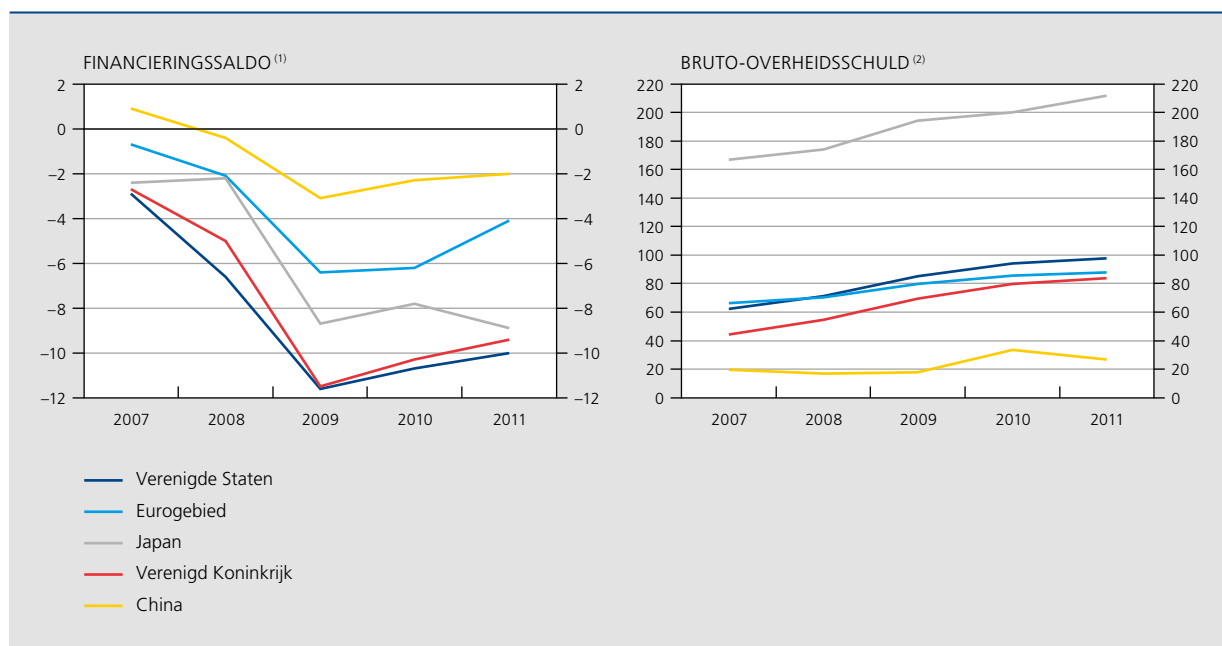
als gevolg van de verslechtering van de ruilvoet. Dankzij de hogere inkomsten uit directe investeringen van de Verenigde Staten in het buitenland nam het tekort op de Amerikaanse lopende rekening evenwel af van 3,2 tot 3 % bbp. Wat China betreft en ondanks het feit dat de verzwakking van de economische groei de toename van de invoer afremde, bracht de nog forsere vertraging van de uitvoer het overschot op de lopende rekening terug van 5,2 % bbp in 2010 tot 3,1 % in 2011.

1.3 Monetair en begrotingsbeleid

Begrotingsbeleid

De begrotingstekorten die in 2009 als gevolg van de grote recessie fors opliepen, bleven in 2011 in de meeste landen geleidelijk verkleinen; opvallende uitzondering was Japan, waar de overheidsbegroting de gevolgen van de tsunami van maart 2011 ondervond. In het eurogebied leidden de oplopende spanningen op de markten voor overheidsobligaties van verschillende lidstaten tot een versnelde begrotingsconsolidatie (zie hoofdstuk 2).

GRAFIEK 5 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.

In de **Verenigde Staten** nam het begrotingstekort van de gezamenlijke overheid verder af van 10,7 tot 10% bbp. Doordat het economisch herstel aanhield, namen de ontvangsten immers opnieuw sterker toe dan de uitgaven, die werden afgeremd door het geleidelijk uitdoven van de begrotingsstimuli. De bruto-overheidsschuld klom verder van 94,2 tot 97,6% bbp. Gedurende een groot deel van het jaar kreeg de houdbaarheid van de Amerikaanse overheidsfinanciën veel internationale aandacht vanwege, onder meer, de aanslepende debatten over de verhoging van het plafond voor de federale schuld. Begin augustus werd daarover uiteindelijk een akkoord bereikt in het kader van de Budget Control Act. Dit voorziet in de verhoging van dat plafond in drie stappen, ten belope van in totaal \$ 2 100 miljard (ongeveer 16% bbp), en in de vermindering, met ongeveer hetzelfde bedrag, van het over de periode 2012-2021 gecumuleerde federale overheidstekort. Dat akkoord kon niet voorkomen dat het ratingbureau Standard & Poor's de rating van de Amerikaanse langetermijnschuld terugbracht van AAA naar AA+.

Japan bleef een van de laatste economieën van de OESO die haar overheidsfinanciën nog niet begon te consolideren. De Japanse regering heeft aangekondigd dat ze over een periode van vijf jaar een bedrag gelijk aan 4% van het bbp van 2011 zal spenderen aan de wederopbouw; deze uitgaven zullen deels worden gefinancierd door een belastingverhoging. Als gevolg van het expansief begrotingsbeleid en een lichte daling van de bedrijvigheid steeg het overheidstekort met 1,1 procentpunt tot 8,9% bbp. De overheidsschuld liep verder op tot 211,7% bbp.

In het **Verenigd Koninkrijk** hield de regering, ondanks de duidelijke vertraging van de internationale conjunctuur en de zwakke binnenlandse vraag, vast aan de timing van de begrotingssanering die in de lente van 2010 werd vastgelegd. Het tekort werd teruggebracht van 10,3% bbp in 2010 tot 9,4% in 2011, terwijl de verhouding van de overheidsschuld tot het bbp steeg van 79,9 tot 84%.

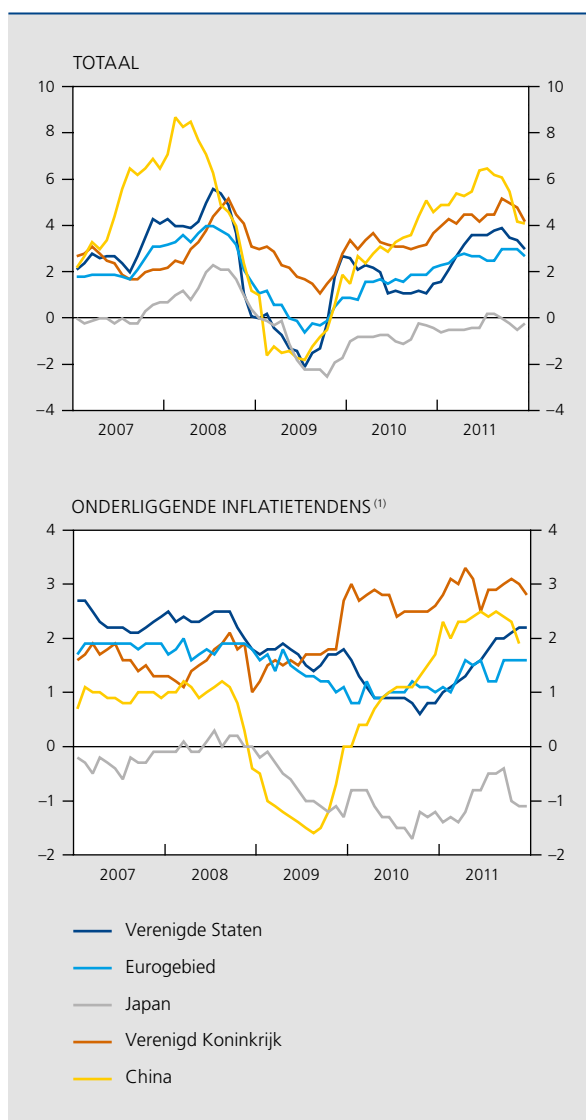
In **China** slonk het overheidstekort van 2,3% bbp in 2010 tot 2% in 2011. Deze – hoofdzakelijk structurele – verbetering vloeide voornamelijk voort uit een verhoging van het aandeel van de overheidsontvangsten in het bbp. Na de forse stijging van de overheidsschuld in 2010, die werd veroorzaakt door de zware investeringen van lokale overheden en parastatale instellingen in infrastructuur, liep de verhouding van de overheidsschuld tot het bbp in 2011 met bijna 7 procentpunt terug tot 26,6%, als gevolg van de forse nominale bbp-groei.

Monetair beleid

De centrale banken van de geavanceerde landen hielden hun beleidsrente in 2011 zeer laag. Terwijl de noodzaak van niet-conventionele maatregelen begin 2011 leek af te nemen, werden verschillende centrale banken er door het verscherpen van de overheidsschuldencrisis tijdens de zomer bovendien toe gedwongen een hele reeks maatregelen te nemen om de financiële stabiliteit te vrijwaren. In de opkomende economieën zetten tekenen van oververhitting de centrale banken er bij het begin van het jaar toe aan hun monetair beleid verder te verstrakken; deze

GRAFIEK 6 CONSUMPTIEPRIJZEN IN DE VOORNAAMSTE ECONOMIEËN

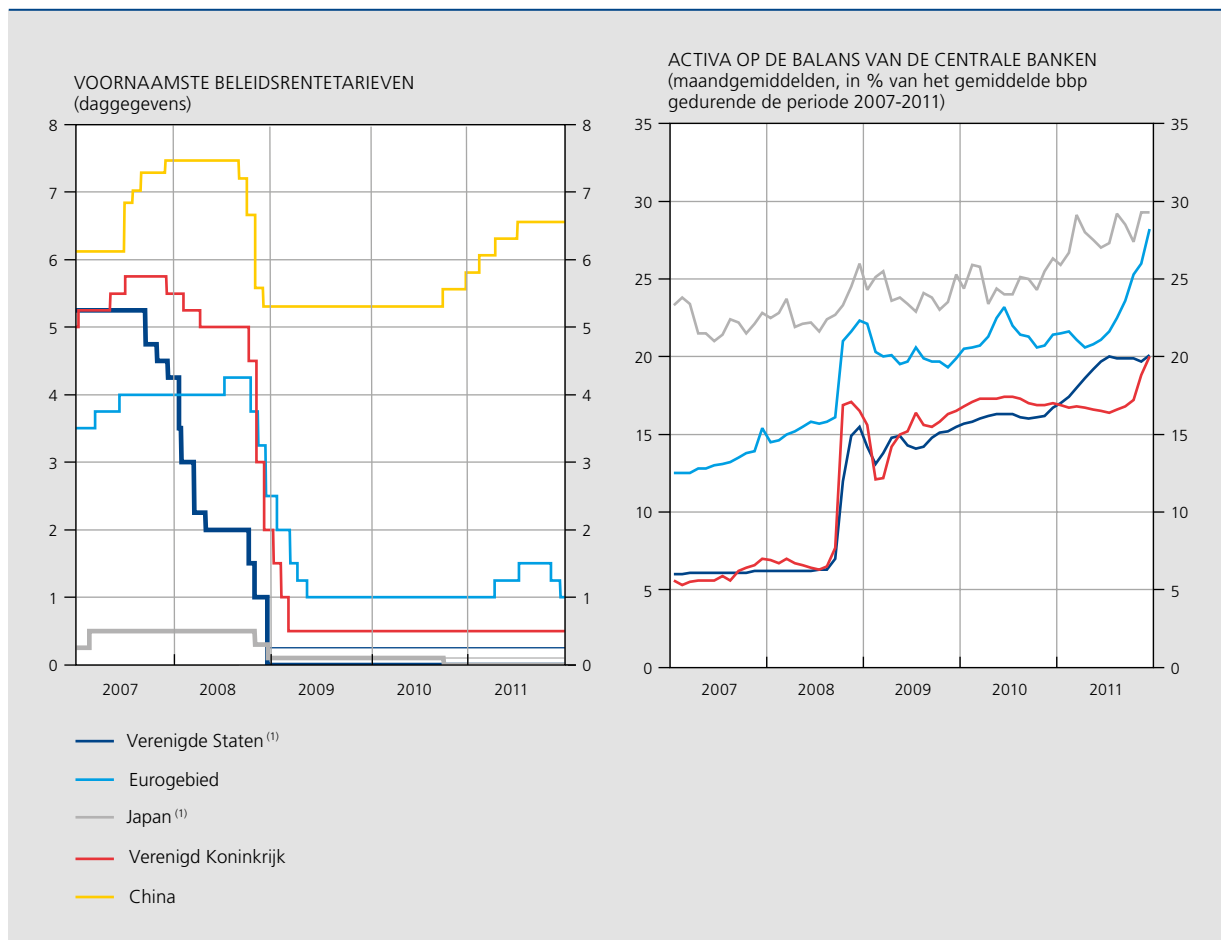
(maandgegevens, veranderingen t.o.v. de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar)



Bronnen: CEIC, Thomson Reuters Datastream, Statistics Bureau of Japan.

(1) Gemeten aan de hand van de consumptieprijsindex, ongerekend levensmiddelen en energiedragers.

GRAFIEK 7 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.

verkrapping werd over het algemeen niet voortgezet in de tweede helft van het jaar.

In de **Verenigde Staten** zette de Federal Reserve gedurende de eerste zeven maanden van het jaar haar tijdens het voorgaande jaar uitgestippelde beleid voort, met name het in november 2010 aangekondigde programma voor extra aankopen van overheidseffecten. Door de verslechtering van de economische conjunctuur tijdens de zomer en gelet op de matige inflatievooruitzichten op middellange termijn werd het beleid vanaf augustus nog meer accommoderend. Om te beginnen, werd na de vergadering van het Federal Open Market Committee (FOMC) van 9 augustus aangekondigd dat het streeftarief van de *federal funds* wellicht tot medio 2013 op een uitzonderlijk laag peil zou kunnen worden gehandhaafd. Voorts werd op de vergadering van het FOMC op 20 en 21 september besloten de gemiddelde looptijd van de

portefeuille overheidsobligaties van de Federal Reserve te verlengen ('Operatie Twist'). Het gaat daarbij om de verkoop van kortlopende overheidsobligaties (van minder dan of gelijk aan drie jaar), voor een bedrag dat in juni 2012 \$ 400 miljard zou moeten belopen, en de aankoop, tot eenzelfde bedrag, van langlopende overheidsobligaties (tussen zes en dertig jaar). Hiervan is de bedoeling de langetermijnrente te doen dalen en zodoende de economische bedrijvigheid te stimuleren. Naast de 'Operatie Twist', werd besloten vanaf oktober de opbrengst van de terugbetaling van de schuld van de door de overheid gesponsorde Amerikaanse hypothecaire herfinancieringsmaatschappijen en van de door hypotheek gedekte effecten te herinvesteren in deze laatste effecten, ter ondersteuning van de woningsector.

De Bank of **Japan** handhaafde haar beleidsrente tussen 0 en 0,1% om, onder meer, de wederopbouw te

stimuleren en de deflatie te beperken. De bank intervieneerde regelmatig op de valutamarkt in een poging de tendens tot appreciatie van de yen om te buigen en de koers te stabiliseren op ongeveer 80 yen voor 1 dollar. Na de tsunami, verhoogde de Bank of Japan ook de liquiditeitsvoorziening aan de commerciële banken, net zoals ze haar aankoopprogramma voor effecten optrok met een bedrag van 15 000 miljard yen, dat is 3,3 % bbp. Niettemin liep de consumptieprijsindex, ongerekend energiedragers en levensmiddelen, in 2011 met 0,8 % terug.

In het **Verenigd Koninkrijk** hield de Bank of England haar beleidsrente heel het jaar lang ongewijzigd op 0,5 %, ondanks de, als tijdelijk bestempelde, hoge inflatie in de loop van het jaar. Dat bleek niet voldoende om de kredietverlening aan de niet-financiële vennootschappen, waarvan het uitstaande bedrag bleef slinken, opnieuw op gang te brengen. De financieringsmoeilijkheden waarop tal van Britse banken op de *wholesale* markten stuitten als gevolg van de spanningen in het eurogebied, verklaren grotendeels waarom deze banken aarzelden om meer kredieten te verstrekken. In oktober besloot de Bank of England dan ook het inkoopprogramma voor activa met £ 75 miljard op te trekken tot £ 275 miljard, dat is 18 % bbp.

In **China**, waar de inflatie snel toenam en ruim boven de beoogde 4 % uitkwam, ging de centrale bank door met de in het laatste kwartaal van 2010 ingezette monetairbeleidsverkrapping. Ze verhoogde haar beleidsrente driemaal met 25 basispunten, waardoor de rente voor eenjaars bankleningen vanaf juli 6,56 % bedroeg. De keerzijde van de renteverhoging is echter dat de toevloed van buitenlands kapitaal erdoor in de hand wordt gewerkt. Om de groei van de binnenlandse kredietverlening te beperken, trok de centrale bank derhalve ook de coëfficiënten van de reserveverplichtingen van de banken met zo'n 3 procentpunt op – sedert juni bedragen ze 21,5 % voor de grote banken – en liet ze de in september 2010 ingezette waardevermeerdering van de renminbi ten opzichte van de dollar voortduren. Op 30 november 2011 kondigde de centrale bank evenwel, voor het eerst sedert begin 2009, een lichte vermindering aan van de coëfficiënten van de reserveverplichtingen, aangezien de groei- en inflatievooruitzichten neerwaarts waren herzien.

1.4 Internationale financiële markten

Tijdens het verslagjaar heerste op de internationale financiële markten ongerustheid over de financiële stabiliteit. Dat gevoel werd grotendeels veroorzaakt door het uitblijven van een snelle en coherente reactie op de overheidsschuldencrisis in het eurogebied, alsook door de angst voor een forse verslechtering van de economische vooruitzichten.

Overheidsobligaties

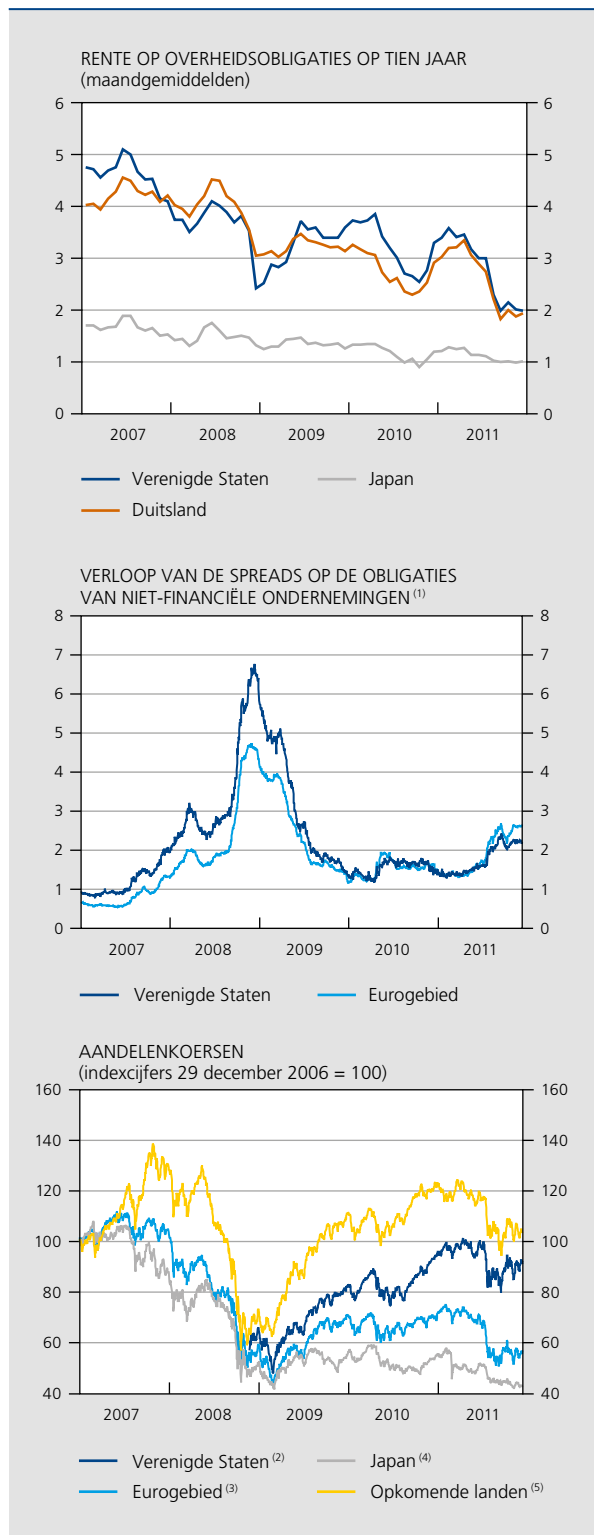
Het jaar 2011 werd beheerst door de overheidsschuldencrisis in het eurogebied. Terwijl de financiëlemarktpartijen in de loop van het eerste decennium van de Europese monetaire unie nauwelijks aandacht hadden besteed aan de macro-economische en budgettaire ontwikkelingen in de afzonderlijke landen, reageerden ze er vanaf 2009 des te sterker op. De heterogeniteit op de markt voor overheidsobligaties nam in 2011 nog fors toe en de spreads ten opzichte van de Duitse Bund werden in uiteenlopende mate groter. In hoofdstuk 2 wordt uitvoerig ingegaan op alle ontwikkelingen op de markten voor overheidseffecten in het eurogebied, terwijl in dit hoofdstuk wordt gefocust op de rente van de best genoteerde referentielening van het eurogebied, namelijk de Duitse Bund.

De in november 2010 ingezette stijging van het langetermijnrendement van de overheidseffecten in Duitsland en in de Verenigde Staten zette zich aan het begin van het verslagjaar voort en weerspiegelde de dynamiek die de Verenigde Staten en het eurogebied toen kenmerkte.

De opwaartse oriëntatie van de referentietarieven op lange termijn in Europa en in de Verenigde Staten sloeg vanaf het tweede kwartaal van 2011 bruusk om. Die kentering was toe te schrijven aan de steeds somberder economische vooruitzichten aan weerszijden van de Atlantische Oceaan. Het feit dat de groei het eerst verzwakte in de Verenigde Staten, verklaarde de lichte divergentie tussen de respectieve ontwikkelingen van de rentetarieven. Tegelijkertijd gaven de toenemende politieke spanningen in Noord-Afrika en het Midden-Oosten, net als de tsunami in Japan, de aanzet tot een vlucht naar kwaliteit, die ook de rendementen van de overheidsobligaties drukte, zowel in Duitsland als in de Verenigde Staten.

De aanzienlijke verslechtering van de vooruitzichten inzake het herstel van de mondiale economie versterkte in augustus de daling van de lange rente op staatsleningen. Deze ontwikkeling werd ook in de hand gewerkt door de neerwaartse herzieningen van de verwachtingen omtrent de korte rente, vooral in de Verenigde Staten, alsook door de toegenomen onrust die ontstond door de overheidsschuldencrisis in het eurogebied. Deze periodes van onrust uitte zich in een aanzienlijke verhoging van de risicoaversie bij de beleggers en deden de vraag naar traditionele vluchtwaarden toenemen. De rendementen van de best genoteerde en meest liquide overheidsobligaties – Amerikaanse, Duitse, Japanse en Zwitserse – zakten in het derde kwartaal van 2011 dan ook naar historisch lage waarden. De beslissing van Standard & Poor's, begin augustus, om de rating van de Amerikaanse

GRAFIEK 8 ONTWIKKELINGEN OP DE MONDIALE EFFECTENMARKTEN



Bronnen: BIB, Thomson Reuters Datastream.

- (1) Verschillen ten opzichte van de Duitse Bund voor het eurogebied en van Schatkistpapier voor de Verenigde Staten; obligaties met een looptijd van vijf tot zeven jaar.
- (2) Wilshire 5000 index.
- (3) Dow Jones Euro Stoxx Large index.
- (4) Topix index.
- (5) MSCI Emerging Markets index.

langetermijnschuld te verlagen, sorteerde amper effect op de rentetarieven van de Amerikaanse overheidseffecten, die zijn blijven fungeren als vluchthavens voor de beleggers die het hoofd moesten bieden aan grote onzekerheid.

In het laatste kwartaal van het jaar vertoonde de rente van de staatsleningen zowel in de Verenigde Staten als in Duitsland de neiging zich te stabiliseren. Enerzijds deden sommige gegevens vermoeden dat de conjunctuurvertraging in de Verenigde Staten beperkt zou kunnen blijven. Anderzijds leek het erop dat de overheidsschuldencrisis in het eurogebied oversloeg op de landen met de beste ratings, aangezien een toewijzing van effecten van de overheidsschuld in Duitsland niet het verwachte bedrag had opgeleverd.

Bedrijfsobligaties

In de loop van het jaar en meer bepaald in de laatste zes maanden leidden de risicoaversie en de zoektocht naar vluchtwwaarden van de beleggers tot een stijging van de risicopremies die vervat zijn in de rendementen van door financiële en niet-financiële vennootschappen uitgegeven obligaties, zowel in Europa als in de Verenigde Staten.

Zo bleef de verslechtering van de solvabiliteit van de soevereine debiteuren de financieringskosten van de banken verzwaren, in het bijzonder in het eurogebied (zie hoofdstuk 2). De risicopremies op het aanhouden van niet-financiële bedrijfsobligaties van het eurogebied werden minder sterk beïnvloed; in de tweede helft van 2011 stegen ze echter fors er dan de premies die werden geëist voor Amerikaanse niet-financiële bedrijfsobligaties.

Aandelen

Gedurende de eerste maanden van het jaar zetten de belangrijkste beursindexen hun medio 2010 begonnen stijging voort dankzij een positieve beoordeling, door de beleggers, van de trend van de bedrijvigheid in de belangrijkste geavanceerde economieën. In de opkomende economieën, daarentegen, leidde de verslechtering van de vooruitzichten ten gevolge van toenemende inflatoire spanningen in verschillende landen reeds vanaf het begin van het jaar tot een daling van de aandelenkoersen.

Door de tsunami van begin maart in Japan werd het verloop van de beurskoersen gedrukt, zowel in de Verenigde Staten en Europa als in Japan zelf. Tegen de verwachtingen in, bleef de weerslag van deze gebeurtenissen evenwel beperkt en gingen de aandelenkoersen zich snel

herstellen, althans in de Verenigde Staten en in Europa. In Japan keerde de belangrijkste beursindex echter niet meer terug naar het peil van vóór de ramp.

Vanaf mei liepen de beurskoersen terug en in september gingen ze zwaar onderuit; het verlies beliep gemiddeld bijna 20% ten opzichte van de piek van het voorjaar van 2011. Vooral de aandelen van de financiële sector van het eurogebied werden zwaar getroffen; deze zagen hun koersen in die periode met ongeveer 50% kelderen. De stijgende ongerustheid over de overheidsschulden drukte immers de beurswaarde van de Europese financiële instellingen, die een aanzienlijk volume dergelijke activa aanhielden.

Neerwaartse herzieningen van de groeivoorzichten aan het begin van het derde kwartaal naar aanleiding van de publicatie van teleurstellende macro-economische indicatoren in de belangrijkste geavanceerde landen, beïnvloedden de aandelenkoersen bovendien ook in negatieve zin.

In het vierde kwartaal waren de aandelenkoersen stabiel. Ze veerden echter licht op in de Verenigde Staten, terwijl ze verder verzwakten in Japan.

Wisselkoersen

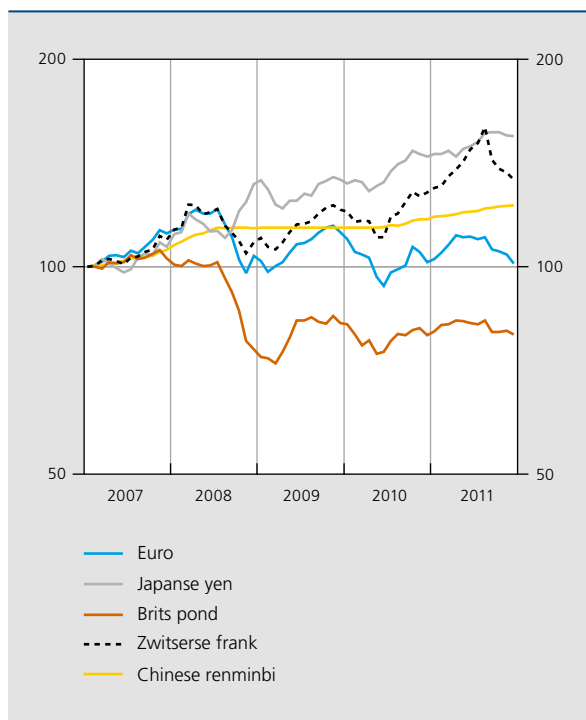
Het sneller dan verwachte herstel in het eurogebied – terwijl de groei in de Verenigde Staten verslapte – en de verwachting dat de ECB de rente zou verhogen, gaven aan het begin van het verslagjaar aanleiding tot een stijging van de wisselkoers van de euro, die op 4 mei zijn hoogste peil van het jaar bereikte, namelijk \$ 1,49. Vervolgens ging hij zich tot augustus min of meer stabiliseren, en in september, toen de problemen met de overheidsschulden in het eurogebied verergerden, gleed hij fors af. Na een tijdelijke waardevermeerdering in oktober, toen de beschermingsmaatregelen van het eurogebied gestalte kregen, bleef hij tot het einde van het jaar in waarde verminderen. De wisselkoers van de euro ten opzichte van de dollar sloot derhalve het verslagjaar af op een iets lager niveau dan dat van eind 2010. Deze relatieve stabiliteit valt te verklaren door het feit dat de economie van de Verenigde Staten en die van het eurogebied in 2011 allebei te kampen hadden met schuldproblemen en een somber conjunctuurklimaat.

Net als tijdens de afgelopen twee jaar, was het wisselkoersverloop van het Britse pond ten opzichte van de dollar vergelijkbaar met dat van de euro, zij het minder volatiel.

De financiële onrust leidde evenwel tot een sterke appreciatie van de Japanse yen en de Zwitserse frank, twee

GRAFIEK 9 WISSELKOERS VAN DE VOORNAAMSTE VALUTA'S TEN OPZICHT VAN DE VS-DOLLAR

(maandgemiddelden, indexcijfers januari 2007 = 100, semilogaritmische schaal)



Bronnen: BIB, Thomson Reuters Datastream.

valuta's die door de beleggers als vluchtwaarden worden beschouwd en die dus erg in trek waren toen de onzekerheid op de markt een vlucht naar kwaliteit op gang bracht.

Zo zette de yen tijdens het verslagjaar zijn in april 2010 begonnen stijging ten opzichte van de VS-dollar voort. Na de tsunami van 11 maart ging de koers ervan fors omhoog omdat ervan werd uitgegaan dat de Japanse verzekeraars middelen in dollar naar hun eigen land zouden terughalen om te kunnen voldoen aan de in yen luidende schadeclaims. Als reactie op de forse stijging van de yen verrichtten het ministerie van Financiën en de Bank of Japan op 18 maart, samen met de monetaire autoriteiten van andere landen van de G7, een gezamenlijke actie op de valutamarkt die – tijdelijk – vruchten afwierp. De yen begon vervolgens opnieuw te stijgen; de Japanse autoriteiten reageerden begin augustus en eind oktober met niet-gecoördineerde interventies.

De Zwitserse frank, van zijn kant, liet in 2011 ten opzichte van de euro een snelle waardevermeerdering optekenen, die vanaf mei duidelijk aantrok. Begin augustus, toen de Zwitserse frank de pariteit met de euro benaderde, oordeelde de Zwitserse nationale bank dat de extreme

overwaardering van de munt een ernstige bedreiging voor de nationale economie vormde en een risico op deflatoire ontwikkelingen inhield. Ze begon maatregelen te nemen om de appreciatie van de frank af te remmen: zo verklaarde ze in eerste instantie dat ze de driemaands Libor in Zwitserse frank zo dicht mogelijk bij nul wilde krijgen. Daartoe voerde ze de groei van de liquide middelen in franken herhaalde malen op. Aangezien deze maatregelen slechts een beperkt effect hadden, kondigde de Zwitserse nationale bank op 6 september aan dat ze op de valutamarkt niet langer een koers van minder dan 1,2 frank voor

1 euro zou tolereren. Als gevolg van die verklaring handhaafde de wisselkoers van de Zwitserse frank ten opzichte van de euro zich effectief iets boven dat peil.

Sedert de Chinese centrale bank op 19 juni 2010 verklaarde dat ze de wisselkoers van de renminbi flexibeler zou maken, is deze laatste geregeld blijven stijgen ten opzichte van de dollar, ondanks de depreciatie van verschillende valuta's van opkomende landen. Over het geheel van het jaar boekte de renminbi een koerswinst van 5% ten opzichte van de dollar.