

2. Eurogebied en monetair beleid van het Eurosysteem

De overheidsschuldencrisis in het eurogebied verergerde en dat leidde tot negatieve wisselwerkingen tussen de toestand van de overheidsfinanciën in verschillende landen, de situatie van de financiële instellingen en de economische conjunctuur. De in het eerste kwartaal van 2011 nog krachtige bbp-groei werd vervolgens duidelijk trager. De meeste landen die door de crisis van 2008-2009 werden gedwongen hun onevenwichten weg te werken, lieten opnieuw lager dan gemiddelde groeicijfers optekenen. Aangezien de financiële markten twijfelden aan de houdbaarheid van de overheidsschuld in verschillende van deze landen, werden deze laatste gedwongen hun begroting grondig te saneren. De Raad van Bestuur van de ECB, die tijdens het eerste gedeelte van het jaar had gereageerd op de inflatoire druk, verlaagde vervolgens de basisrentetarieven, als reactie op de verslechtering van de economische vooruitzichten en de daarmee gepaard gaande afname van de inflatierisico's. In de eerste helft van het jaar handhaafde hij de niet-conventionele maatregelen ter vrijwaring van de transmissie van het monetair beleid, en in de tweede helft versterkte hij ze zelfs.

2.1 De overheidsschuldencrisis in het eurogebied

Het eurogebied belandde in 2011 in een nieuwe fase van de overheidsschuldencrisis. Vooral vanaf de zomer laaiden de spanningen op de financiële markten verder op. De besmetting tussen de lidstaten greep steeds meer om zich heen en tussen de vrees voor de stabiliteit van de financiële sector, enerzijds, en de bezorgdheid over de houdbaarheid van de overheidsfinanciën, anderzijds, deden zich steeds meer negatieve terugkoppelingseffecten voor. De overheidsschuldencrisis, zelf gedeeltelijk het gevolg van de financiële crisis, sorteerde een steeds ongunstiger effect op de financiële sector. De moeilijkheden waarmee deze laatste werd geconfronteerd, drukten op hun beurt de verwachtingen inzake de overheidsfinanciën.

Het rente-ecart tussen de Griekse overheidsleningen en de Duitse Bund was reeds eind 2009 beginnen te vergroten. Door de forse opwaartse herziening van het Griekse overheidstekort in oktober 2009 was de onzekerheid over de betrouwbaarheid van de statistieken en de ongerustheid over de houdbaarheid van de overheidsschuld van

dat land toegenomen. In het eerste kwartaal van 2010 liep het verschil tussen de Griekse en de Duitse rentetarieven verder op en sloeg de financiële onrust over op andere kwetsbare landen van het eurogebied die in uiteenlopende gradaties een hoge schuldgraad van de overheid, chronische tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans en structurele problemen inzake het concurrentievermogen combineerden (dat was het geval voor Portugal, Spanje en, in mindere mate, Italië), of waar een erg broos banksysteem de begrotingssituatie in het gedrang kon brengen (wat het geval was voor Ierland). In 2011 namen de rente-ecarts ten opzichte van de Duitse Bund nog toe en woekerde het besmettingseffect in het eurogebied voort.

De grensoverschrijdende verspreiding van de crisis maakte duidelijk dat het gebrek aan vertrouwen op de financiële markten niet beperkt bleef tot de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in enkele landen, maar dat er ook twijfels rezen omtrent de werking zelf van de Economische en Monetaire Unie. De Europese economische *governance* had immers niet kunnen voorkomen dat in verschillende landen het macro-economisch evenwicht, zowel op binnenlands vlak als ten opzichte van het buitenland, ernstig

werd verstoord, en had meer bepaald de buitensporige private en overheidsschuld niet kunnen verhinderen. Door de sterke economische en financiële integratie van het eurogebied sloeg de instabiliteit van één enkel land echter over op andere landen.

In de jaren voordat omstreeks het midden van 2007 de financiële crisis een aanvang nam, waren de macro-economische situaties in het eurogebied inderdaad gaan divergeren. In sommige landen, zoals Ierland, Spanje en Griekenland, waren de loonkosten en de binnenlandse vraag zeer sterk gestegen, een toename die gepaard was gegaan met een sterke groei van de kredietverlening aan huishoudens en met aanzienlijke en aanhoudende stijgingen van de vastgoedprijzen. Die grote discrepanties in het verloop van de binnenlandse vraag en van het concurrentievermogen hadden duidelijke verschillen teweeggebracht tussen de lopende saldi van de landen van het eurogebied. De overheidsfinanciën van sommige landen, voornamelijk van Griekenland, bevonden zich overigens reeds lang in een hachelijke positie.

Toen de financiële crisis in het najaar van 2008 omsloeg in een wereldwijde economische crisis, hadden de overheidsfinanciën daar uiteraard ernstig onder te lijden. Naast de werking van de automatische stabilisatoren, werden herstelplannen goedgekeurd om te trachten te voorkomen dat de economische bedrijvigheid zou instorten. In verschillende landen diende de overheid bovendien in te grijpen om de banken te ondersteunen. De landen waarvan de financiële sector zwaar blootstond aan risico's, zoals Ierland, zagen hun overheidsfinanciën zeer sterk verslechteren. Meer algemeen moesten de landen waarvan de groei al te zeer op schulden berustte, een aanpassingsproces inzetten, wat leidde tot een inkrimping van hun binnenlandse vraag die de bedrijvigheid ongunstig beïnvloedde. In een dergelijke situatie nam de bezorgdheid van de financiële marktdeelnemers over de houdbaarheid van de overheidsschuld toe en, tot slot, rezen er ook twijfels over de stabiliteit en de samenhang van het eurogebied als geheel.

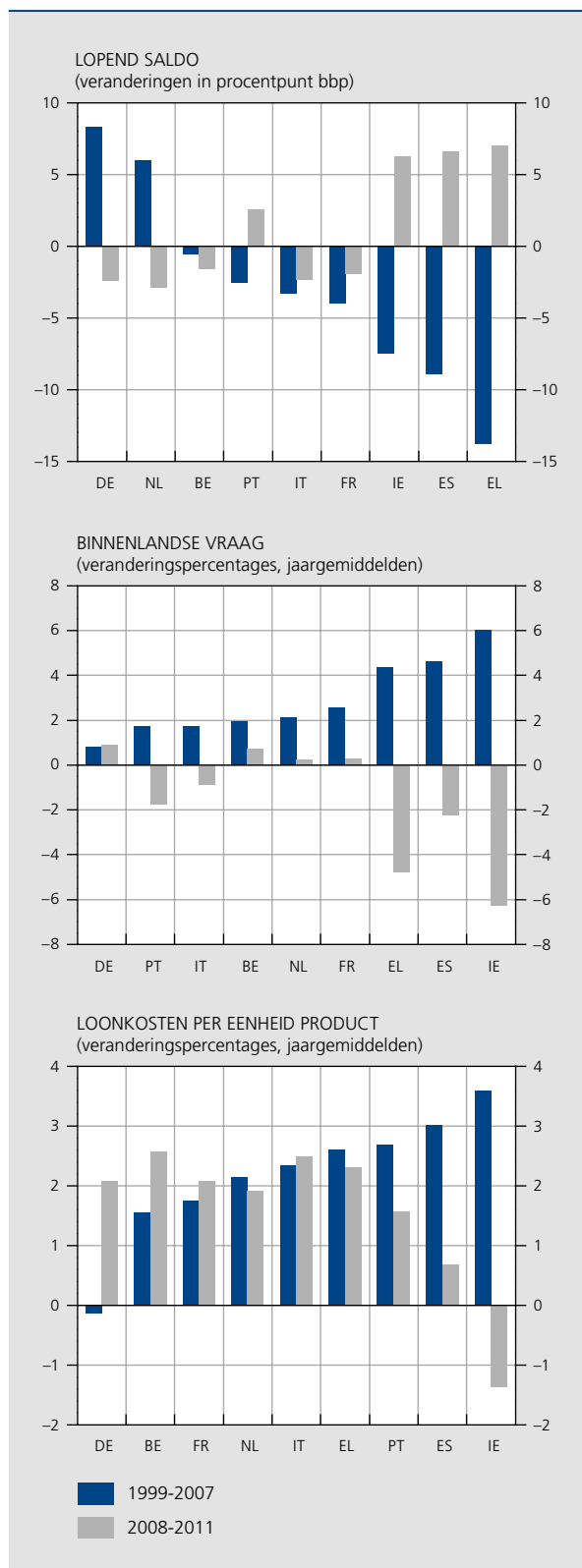
Als reactie op een en ander hebben de Europese autoriteiten, in samenwerking met het IMF, verschillende maatregelen genomen om de crisis in te dijken. In mei 2010 werd overeengekomen Griekenland te helpen via een bilaterale noodfinanciering van € 110 miljard, waarvan € 30 miljard werd gedragen door het IMF. Bovendien besloot de Raad het Europees financieel stabilisatiemechanisme (EFSM) en de Europese faciliteit voor financiële stabiliteit (EFFS) in te stellen, waarvan de financieringsmiddelen in totaal € 500 miljard bedragen. Het IMF werd bij die twee mechanismen nauw betrokken, door € 250 miljard extra in te brengen.

Voorts richtte de Europese Raad in 2010 een werkgroep op, voorgezeten door de heer Herman Van Rompuy, die ermee werd belast om, samen met de EC, voorstellen uit te werken ter versterking van de begrotingsdiscipline en de coördinatie van het economisch beleid. Na intense onderhandelingen nam het Europees Parlement, in september 2011, de zes uit die werkzaamheden resulterende wetgevende voorstellen (het 'sixpack') aan, die de Ecofin-Raad vervolgens, op 4 oktober 2011, goedkeurde. De nieuwe Europese normen inzake economische *governance* impliceren een grondige wijziging van de begrotingsregels. Zowel de preventieve als de correctieve regels van het stabiliteits- en groeipact worden versterkt, de besluitvorming wordt aangepast, en inzake de nationale begrotingskaders van de lidstaten worden minimumvereisten opgelegd. Twee van de zes teksten betreffen het voorkomen en corrigeren van macro-economische evenwichtsverstoringen. Ze bepalen ter zake sancties voor de landen van het eurogebied. In maart 2011 sloten de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied en van zes andere EU-landen bovendien een zogenoemd Euro Plus-pact dat tot doel heeft het economisch beleid nog meer te coördineren teneinde het concurrentievermogen en de convergentie van de nationale economieën te verbeteren.

De werkgroep inzake economische *governance* beval in haar eindverslag ook aan om op middellange termijn een geloofwaardig kader in te stellen om crises in het eurogebied op te lossen. Die aanbeveling werd in oktober 2010 door de Europese Raad goedgekeurd. In maart 2011 bereikten de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied een akkoord over de belangrijkste kenmerken van het Europees stabiliteitsmechanisme (ESM), dat vanaf juli 2013 de rol van de EFSF en van het EFSM zou overnemen bij het verlenen van financiële steun aan de lidstaten van het eurogebied. De effectieve financieringscapaciteit van het ESM diende € 500 miljard te bedragen. Het zou stabiliteitssteun op korte of op middellange termijn kunnen verlenen aan een lidstaat van het eurogebied die te kampen heeft met ernstige financieringsmoeilijkheden en het zou op de primaire markt de obligaties van de staat in kwestie kunnen aankopen. Er werd tevens overeengekomen dat, indien een staat financiële bijstand krijgt, de private sector een passende en evenredige bijdrage zou moeten leveren.

Ondanks die maatregelen, en gedeeltelijk als gevolg van de aankondiging, vanaf oktober 2010, dat de private sector mogelijk betrokken zou raken, bleven de spanningen in 2010 en 2011 oplaaien. De nieuwe verslechteringen van de overheidsfinanciën en de steeds grotere bezorgdheid over de houdbaarheid van de begrotingen, alsook de steeds nadrukkelijker speculatie op de

GRAFIEK 10 MACRO-ECONOMISCHE
EVENWICHTSVERSTORINGEN IN HET
EUROGEBIED⁽¹⁾



Bron: EC.

(1) In de grafiek staan enkel de zes landen met het grootste bbp en de drie landen die in 2011 voorwaardelijke financiële bijstand van de EU en het IMF kregen. De landen zijn gerangschikt op basis van de gegevens van de periode 1999-2007.

financiële markten over een eventuele herschikking van de Griekse overheidsschuld wakkerden de onrust nog aan. In november 2010 aanvaardde de Ierse regering een financieel pakket van € 85 miljard, dat bestond uit een aantal leningen, verstrekt door het EFSM, de EFFS, het IMF, alsook door het Verenigd Koninkrijk, Zweden en Denemarken, voor een totaal bedrag van € 67,5 miljard; het saldo werd gefinancierd door Ierland zelf, meer bepaald door zijn nationaal pensioenfonds. In mei 2011 kreeg Portugal financiële bijstand ten belope van € 78 miljard, waarvan 26 miljard werd aangebracht door het IMF en 52 miljard door de Europese noodfondsen. Al deze maatregelen konden de financiële markten slechts tijdelijk geruiststellen.

Tijdens de zomer van 2011 nam de onrust op de financiële markten opnieuw toe als gevolg van de onzekerheid rond de verdere sanering van de overheidsfinanciën, de laattijdig en ontoereikend geachte reactie van de overheid op de schulden crisis in het eurogebied, alsook de verslechtering van de economische vooruitzichten. Het rendementsecart tussen de overheidsobligaties van Griekenland en Duitsland bleef fors toenemen. De houdbaarheid van de Griekse overheidsschuld bleek immers steeds meer een bron van bezorgdheid vanwege de vertraging die Griekenland had opgelopen bij de uitvoering van het aanpassingsprogramma waartoe het zich had verbonden en vanwege de almaar somberder wordende groeiverwachtingen voor het land. Tegelijkertijd greep de besmetting op de markten voor overheidsobligaties om zich heen. Zo raakten de markten voor Italiaanse en Spaanse overheidseffecten steeds meer aangetast, en werd ook de Belgische markt voor overheidsobligaties besmet.

Tegen de achtergrond van spanningen op de Italiaanse en Spaanse markt voor overheidseffecten, werden op de Europese top van 21 juli 2011 beslissingen genomen om de houdbaarheid van de Griekse overheidsfinanciën te waarborgen en de verspreiding van de crisis in te dijken. Aangezien Griekenland in 2012 niet als ontlener zou kunnen terugkeren op de financiële markten, voorzagen de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied in een tweede hulpprogramma voor dit land. Dat omvatte een nieuwe officiële financiering ten belope van zowat € 109 miljard, waarbij de leningen aan Griekenland – net als die aan Ierland en Portugal – zouden worden verstrekt tegen gunstiger voorwaarden inzake looptijden en rentetarieven. Bovendien was de financiële sector bereid om Griekenland op vrijwillige basis te ondersteunen. Er werd tevens besloten de EFFS en het ESM flexibeler te maken; ze zullen met name kunnen optreden in het kader van een proactief programma, de herkapitalisatie van financiële instellingen kunnen financieren door middel van

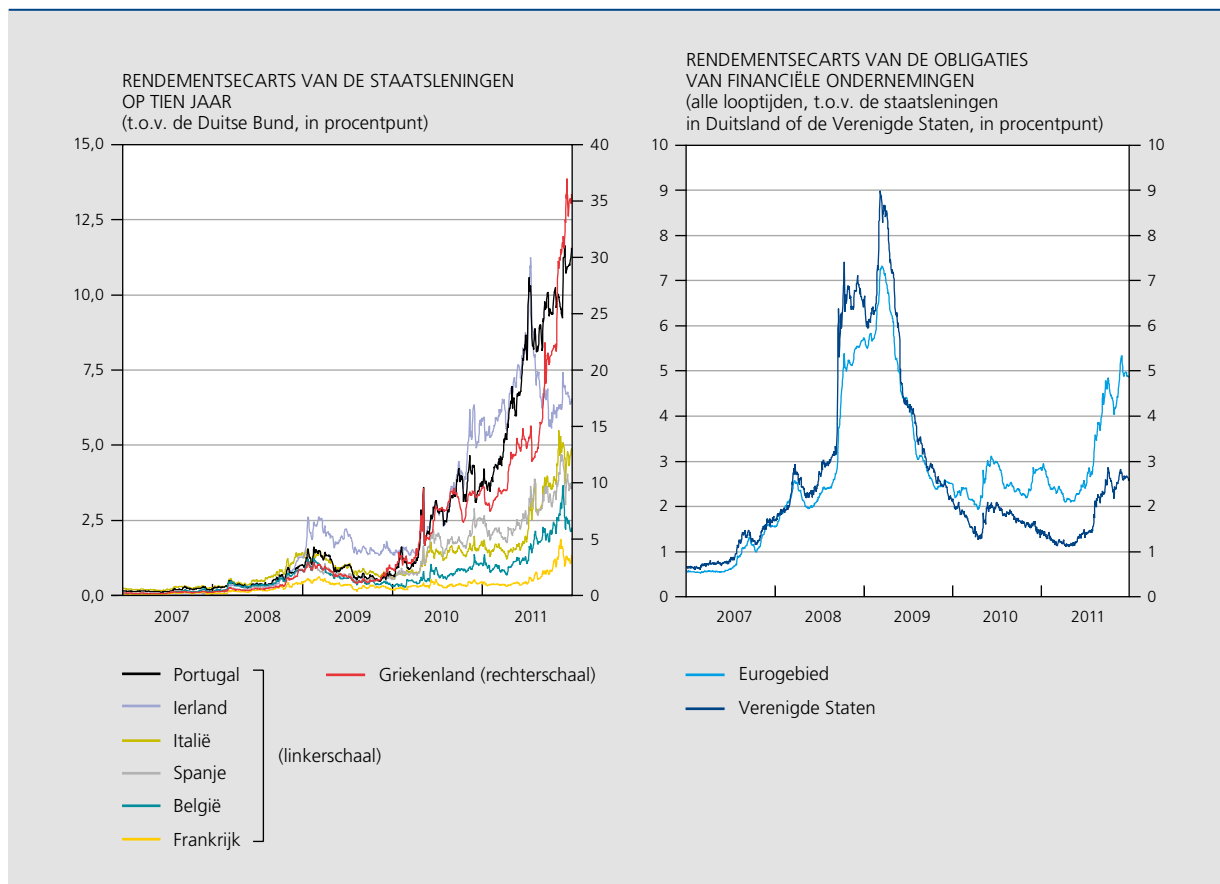
leningen aan de regeringen en kunnen interveniëren op de secundaire markten. Zoals verderop wordt toegelicht, nam de Raad van Bestuur van de ECB extra maatregelen om de monetairbeleidstransmissie te waarborgen in een omgeving van ernstige financiële spanningen.

Die beslissingen en maatregelen boden de financiële markten evenwel slechts tijdelijk soelaas vanwege, onder meer, de tijd die nodig was voor de parlementaire goedkeuring door de 17 landen van het eurogebied. Bovendien waren de financiële markten er niet van overtuigd dat die beslissingen voldoende zouden zijn om de crisis onder controle te krijgen. Gebrekkige communicatie, of zelfs tegenstrijdige verklaringen door de Europese beleidsmakers, en tal van schemerzones in het akkoord waren daar niet vreemd aan. Bovendien ondermijnde het akkoord over de vrijwillige bijdrage van de financiële sector aan Griekenland de overtuiging dat overheidseffecten van geavanceerde landen geen risico zouden inhouden. De markten vreesden ook dat die bijdrage een precedent zou kunnen scheppen. Het akkoord van 21 juli kon ook niet de twijfels wegnemen omtrent de houdbaarheid van de Griekse overheidsschuld. De nieuwe officiële financiering werd niet geactiveerd. Griekenland leek te zijn beland in een negatieve spiraal van een forsere dan verwachte daling van de economische groei en de noodzaak om steeds meer besparingen te realiseren en belastingverhogingen uit te voeren om de begrotingsdoelstellingen te halen, zodat een meer ingrijpende verlichting van de overheidsschuld de enige oplossing leek. Tijdens de daaropvolgende maanden escaleerde de schuldencrisis in het eurogebied. De rendementsecarts ten opzichte van de Duitse Bund namen fors toe in Griekenland en Portugal, maar ook in Italië en Spanje en in mindere mate in België. In Ierland, daarentegen, zwakten de spanningen verschillende weken lang fors af dankzij de voldoende overtuigende uitvoering van het economisch aanpassingsprogramma. Uiteindelijk werd zowat het hele eurogebied getroffen, aangezien landen met de hoogste rating, bijvoorbeeld Frankrijk, een aanzienlijke stijging van de rendementsecarts ten opzichte van de Duitse Bund lieten optekenen.

Op 26 oktober 2011 kwamen de Europese autoriteiten een geheel van uiteenlopende extra maatregelen overeen. Wat Griekenland betreft, wordt beoogd de overheidsschuld tegen 2020 te reduceren tot 120% bbp. Daartoe wordt de private beleggers verzocht een vrijwillige obligatieruil op te zetten met een nominale afwaardering van 50% op de notionele waarde van het Griekse schuld papier dat ze aanhouden. De lidstaten van het eurogebied zouden ten belope van € 30 miljard aan die operatie bijdragen. Bovendien werd beslist om in het kader van een tot 2014 lopend aanpassingsprogramma kredieten te

verlenen die tot € 100 miljard kunnen gaan. De slagkracht van de EFFS moest overigens worden opgevoerd via een hefboomwerking, hetzij door middel van een verzekering aangeboden door de EFFS aan private beleggers bij de uitgifte van nieuwe obligaties door een lidstaat, hetzij via *special purpose vehicles* waar private en publieke beleggers aan zouden deelnemen. Ook werd overeenstemming bereikt over een pakket maatregelen om het vertrouwen in de banksector te versterken, onder meer door het verhogen van het core Tier 1-kapitaal van de banken – na waardering tegen marktprijs van de portefeuille overheidspapier aan het einde van september 2011 – tot 9% van de risicogewogen activa, en dit vóór eind juni 2012. Tot slot werden maatregelen aangekondigd om de coördinatie van en het toezicht op de begrotingen te versterken, onder meer het opnemen van de regels van het stabiliteits- en groeipact inzake het structureel evenwicht van de overheidsfinanciën in de nationale wetgevingen van de landen van het eurogebied. Er werd overeengekomen de economische *governance* en de integratie in het eurogebied verder te versterken. In maart 2012 zal de voorzitter van de Europese Raad, in samenwerking met zijn ambtgenoten van de EC en van de Eurogroep, over deze aangelegenheden een verslag voorstellen.

Tijdens de Europese Raad van 8 en 9 december bereikten de staatshoofden en regeringsleiders van de EU-lidstaten, met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk, een akkoord over een nieuw 'begrotingspact'. In de nationale rechtssystemen van de lidstaten moet in de grondwet of op een gelijkwaardig niveau een regel van structureel begrotingsevenwicht voor de overheid worden opgenomen, die voorziet in een automatisch correctiemechanisme in geval van een afwijking. Landen die verwickeld zijn in een buitensporigtekortprocedure zullen de EC en de Raad een economisch partnerschapsprogramma moeten voorleggen met de geplande structurele hervormingen op het vlak van begrotingsconsolidatie. De bepalingen betreffende deze procedure worden aangescherpt voor de lidstaten van het eurogebied, in het bijzonder door een meer automatische toepassing van de sancties. Teneinde de crisis in te dijken, zal voorts de inwerkingtreding van het verdrag tot instelling van het ESM worden bespoedigd, en in maart 2012 zal worden nagegaan of het totaal van € 500 miljard aan middelen voor de EFFS/het ESM toereikend is. De stemregels in het ESM worden gewijzigd, in de zin dat er een noodprocedure in wordt opgenomen. Bovendien wordt voorzien in de mobilisatie van extra middelen voor het IMF, in de vorm van bilaterale leningen. Wat de betrokkenheid van de private sector betreft, tot slot, werd duidelijk verzekerd dat de op 21 juli en op 26 oktober genomen beslissingen met betrekking tot de Griekse schuld eenmalig en uitzonderlijk zijn.



Bron : Thomson Reuters Datastream.

Tijdens het verslagjaar tastte de bezorgdheid over de houdbaarheid van de overheidsfinanciën de financiële sector van het eurogebied aan. Dit kwam doordat tal van banken aanzienlijke portefeuilles overheidsobligaties aanhielden. De ongerustheid betrof met name de banken van landen met een economisch aanpassingsprogramma, evenals die van andere landen van het eurogebied waar de rendementsecarts van de overheidsobligaties ten opzichte van de Duitse Bund fors toenamen. Ook andere banken die relatief omvangrijke portefeuilles overheids-papier van die landen aanhielden, ondervonden de gevolgen van die toegenomen onzekerheid. Gelet op de grote onderlinge verwevenheid van de banksector in het eurogebied, is het systeemrisico in die sector flink groter geworden. De waardeverliezen op de obligatieportefeulles, gekoppeld aan een vertraging van de economische groei, dreigden de solvabiliteit van een reeds door de financiële crisis verzwakte sector aan te tasten. Bovendien ondermijnde de waardevermindering van die effecten de waarde van het beschikbare onderpand voor leningen op

de interbancaire markt. Zoals nader toegelicht in deel 2.4, zijn de spanningen op de interbancaire markt opgelopen en bemoeilijkten ze de financiering van de banken op die markt.

De kwetsbaarheid van de financiële sector bleek ook nadelig voor de perceptie van de houdbaarheid van de overheidsschuld in sommige landen, vooral in degene die reeds voor een deel de risico's van de banksector hadden overgenomen. Bovendien beschouwden de financiële markten de overheidsschuld als een beperking van het vermogen van de overheid om de banksector nog meer te ondersteunen, waardoor een negatieve spiraal ontstond.

Kader 1 – Besmetting op de markten voor overheidsobligaties in het eurogebied

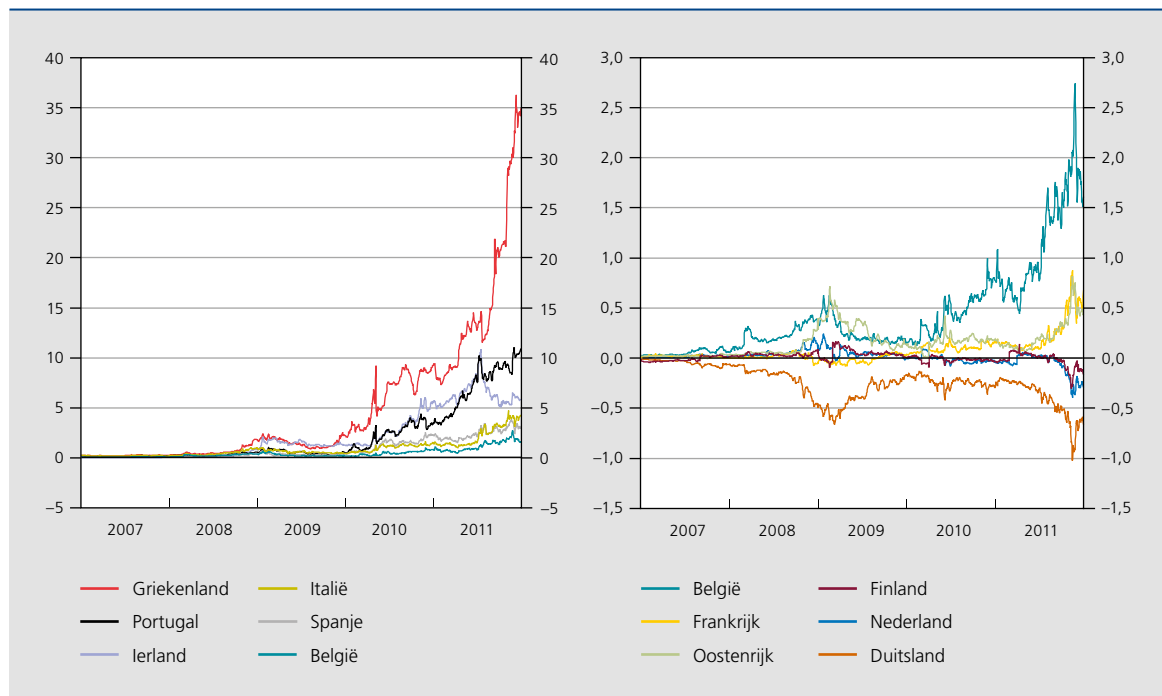
Het fors oplopen, tijdens het verslagjaar, van de spanningen op verschillende markten voor overheidsobligaties in het eurogebied doet vragen rijzen rond het gevaar van besmetting. Mocht de rentestijging in landen met broze economische fundamentals onrust teweegbrengen op de obligatiemarkten van andere landen, dan zullen immers ook deze laatste hun financieringskosten zien oplopen. De besmetting kan tevens impliceren dat schokken op kleine markten een systeemrisico genereren voor de banksector. Wanneer de daling van de prijzen van overheidsobligaties – die neerkomt op een stijging van de rentetarieven – in een klein land aanleiding geeft tot een prijsdaling voor overheidsobligaties van andere staten, kan een aanvankelijk beperkte schok een veel grotere weerslag hebben, bijvoorbeeld op de door de banken aangehouden portefeuille overheidsobligaties.

Het rendement op de tienjaars leningen op de secundaire markt voor overheidsobligaties die in dit Kader worden beschouwd, kan in twee componenten worden uitgesplitst: een gemeenschappelijke en een nationale. De eerste component weerspiegelt de rente die geldt voor de debiteuren die de hoogste kredietwaardigheid genieten in het eurogebied en is gebaseerd op de verwachtingen ten aanzien van de monetairbeleidskoers alsook op een termijnpremie ter compensatie van de onzekerheid die inherent is aan langerlopende beleggingen. Die gemeenschappelijke component kan worden benaderd door middel van de gemiddelde tienjaars rente op obligaties uitgegeven door vijf staten van het eurogebied die in de loop van de beschouwde periode een AAA-rating genoten, namelijk Duitsland, Frankrijk, Nederland, Oostenrijk en Finland⁽¹⁾. De tweede component van de

(1) Het Groothertogdom Luxemburg heeft eveneens een AAA-rating, maar we beschikken niet over een tienjaars referentierente op de obligaties van deze staat.

NATIONALE COMPONENTEN VAN DE TIENJAARS RENTE OP STAATSOBLIGATIES⁽¹⁾

(in procentpunt)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream en eigen berekeningen.

(1) Het verschil tussen de tienjaars rente op de obligaties van de staat in kwestie en de gemiddelde tienjaars rente van vijf lidstaten van het eurogebied met een AAA-rating.

rentetarieven is de aan ieder land eigen risicopremie, die niet alleen het risico van wanbetaling compenseert maar die ook een liquiditeitspremie omvat die omgekeerd gerelateerd is aan het gemak waarmee de obligaties kunnen worden verhandeld.

Voor de meeste landen van het eurogebied is die nationale risicopremie positief. Sinds het uitbreken van de crisis is ze steeds belangrijker geworden als determinant van de tienjaars rente. In Duitsland en, in mindere mate, in Nederland en Finland is die nationale factor meestal negatief geweest, wat getuigt van de status van vluchthaven van de door die drie landen uitgegeven effecten. Dit is toe te schrijven aan hun stevige economische fundamentals en, wat Duitsland betreft, ook aan een uitermate liquide markt voor overheidspapier.

Aangezien Duitsland in geval van financiële onrust bijgevolg het grootste voordeel trekt van een vlucht naar kwaliteit, is omzichtigheid geboden wanneer de nationale risicopremie wordt gemeten aan de hand van een vaak gehanteerde variabele: het verschil tussen de tienjaars rente en het overeenstemmende tarief van de Duitse Bund. Dit renteververschil wordt immers zowel beïnvloed door de risicopremie van het land in kwestie als door die van Duitsland. Voor Nederland, Finland en – in mindere mate – voor Frankrijk en Oostenrijk is de vlucht naar kwaliteit de voornaamste verklaring van de met Duitsland opgetekende spread.

De besmetting tussen landen kan worden geanalyseerd aan de hand van een vector-autoregressief model waarvan de variabelen de in de tienjaars rentetarieven vervatte nationale risicopremies zijn. Om de wijzigingen van de dynamiek van die variabelen te onderzoeken, wordt het model geraamd voor glijdende periodes van 100 handelsdagen. Een eerste maatstaf van de besmetting, die een idee geeft van de graad van interactie tussen de variabelen, is de correlatie tussen de schokken waardoor de nationale component van de rentetarieven van verschillende staten wordt getroffen. Aangezien de correlatie een maatstaf is die onafhankelijk is van elke schaal, verstrekt ze geen kwantitatieve indicatie over de omvang van de besmetting. Het is dus eveneens raadzaam de weerslag te meten, uitgedrukt in basispunten per dag, die een typische schok in een gegeven land uitoefent op de nationale component van andere landen.

In dit Kader wordt de besmetting getaxeerd die afkomstig is van twee groepen van in moeilijkheden verkerende landen. De eerste is samengesteld uit de drie staten waarvoor een officieel financieringsprogramma van de EU en het IMF geldt, namelijk Griekenland, Ierland en Portugal. De tweede groep bestaat uit Spanje en Italië. Aan de hand van de twee hierboven genoemde maatstaven kan voor de periode 2007-2011 worden nagegaan welke gevolgen schokken in deze staten hebben gehad voor de risicopremie van een aantal andere landen.

Voor de marktdeelnemers fungeren de Duitse overheidsobligaties als vluchtwarde. De geraamde correlatie van de Duitse risicopremie met die van de landen die een aanpassingsprogramma opgelegd hebben gekregen, alsook met Spanje en Italië, was gedurende de beschouwde periode bijna steeds negatief, wat erop wijst dat de schokken die de risicopremie van die landen verhoogden, geleid hebben tot een negatievere premie voor Duitsland. De weerslag van dergelijke schokken bleef over het algemeen beperkt, hoewel hij in periodes van zware onrust toch een daling met meer dan één basispunt per dag inhield, bijvoorbeeld in mei 2010 of in november 2011.

In Frankrijk, daarentegen, vertaalden de spanningen op de obligatiemarkten van de drie landen met een aanpassingsprogramma zich in een stijging van de rentetarieven, ook al leek de correlatie tijdens het verslagjaar af te nemen. Al met al bleef de besmetting naar Frankrijk kennelijk veeleer beperkt, een conclusie die wordt gestaafd door de beperkte weerslag, op de Franse rentetarieven, van de schokken in de in moeilijkheden verkerende landen. Tijdens het laatste kwartaal van 2011 bleek Frankrijk echter niet gespaard te blijven van de toegenomen spanningen op de Spaanse en vooral de Italiaanse markt voor overheidspapier.

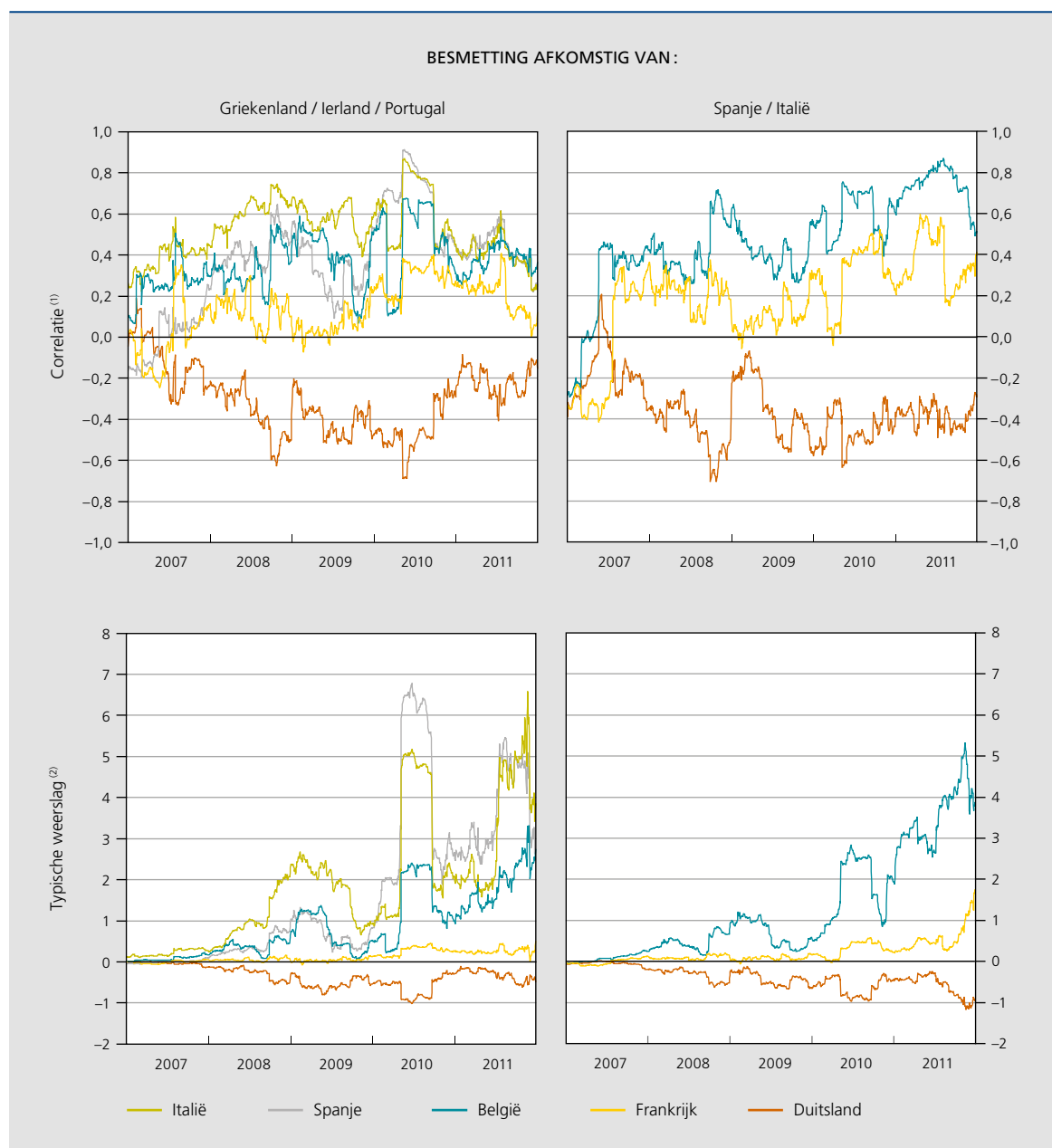
In vergelijking met Frankrijk vertoont België een hogere correlatie, zowel met de drie landen die een aanpassingsprogramma opgelegd hebben gekregen als met Spanje en Italië. De in moeilijkheden verkerende landen hadden op de Belgische risicopremie bovendien een aanzienlijk zwaardere impact dan op de Franse.



Tijdens het verslagjaar werd die weerslag zelfs zeer aanzienlijk. Met een op ongeveer 5 basispunten per dag geraamd maximaal effect op de Belgische risicopremie, waren de ontwikkelingen die tijdens het laatste kwartaal van 2011 in Spanje en in Italië werden opgetekend, een niet te verwaarlozen bron van onrust op de Belgische

MAATSTAVEN VAN BESMETTING TUSSEN DE MARKTEN VOOR OVERHEIDSOBLIGATIES IN HET EUROGEBIED

(aan de hand van een vector-autoregressief model geraamd voor glijdende periodes van 100 handelsdagen, waarbij de datum verwijst naar de laatste waarneming in het beschouwde staal)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream en eigen berekeningen.

- (1) Gelijkijdige correlatie tussen de schokken in de nationale component van de landen in moeilijkheden en de schokken in de nationale component van andere landen. Gemiddelde correlatie met, enerzijds, Griekenland, Ierland en Portugal en, anderzijds, Spanje en Italië.
- (2) Gelijkijdige weerslag, uitgedrukt in basispunten per dag, van een typische schok (gemeten aan de hand van de standaardafwijking van de schokken) in de nationale component van landen in moeilijkheden op de nationale component van andere landen. Gemiddelde weerslag van Griekenland, Ierland en Portugal, enerzijds, en Spanje en Italië, anderzijds.

markt. In december verminderde hun invloed evenwel. Over het geheel van het jaar was de typische weerslag die de drie landen met officiële financiering op de Belgische rente hadden ongeveer de helft kleiner dan de impact van Spanje en Italië.

In periodes van zwaardere onrust, daarentegen, konden de renteschommelingen in Spanje en Italië in aanzienlijk hogere mate – tot zowat 6 basispunten per dag – worden toegeschreven aan schokken in landen die een beroep hadden moeten doen op leningen van het IMF en van Europese partners.

Uit deze resultaten blijkt dat de financiële spanningen overslaan van het ene land op het andere. De besmetting leek tijdens het verslagjaar steeds meer uit Spanje en Italië te komen, veeleer dan uit de landen met officiële financiering. Hoewel ze gunstige effecten sorteerde op de financieringskosten van de landen met de meest solide economische fundamentals, zoals Duitsland, geldt het omgekeerde voor andere landen, zoals België. Deze laatste zagen hun rentetarieven immers stijgen zodra de spanningen in de meest kwetsbare landen opliepen. Zowel het bestaan als de omvang van deze besmettingseffecten moeten correct in aanmerking worden genomen bij het meten van het systeemrisico voor de banksector en bij het opstellen van scenario's die erop gericht zijn de onrust waardoor het eurogebied in 2011 werd geplaagd, in te dijken.

2.2 Economische bedrijvigheid en arbeidsmarkt

De economische bedrijvigheid in het eurogebied liet in 2011 een ongelijkmatig verloop optekenen. Het eerste kwartaal was uitermate bemoedigend, wat het in de loop van 2009 ingezette herstel bevestigde. In het tweede kwartaal, daarentegen, bleef de economische groei haperen, alvorens stil te vallen. De jaarcijfers verhullen dit ongelijk profiel: de bbp-stijging naar volume liep terug van 1,8% in 2010 tot 1,6% in 2011. In reële termen is het bbp in het eurogebied nog niet teruggekeerd naar zijn niveau van 2007. De daling ten opzichte van het niveau van vóór de crisis was vooral aanzienlijk in de landen waar de groei tevoren té sterk berustte op buitenlandse schuldvorming.

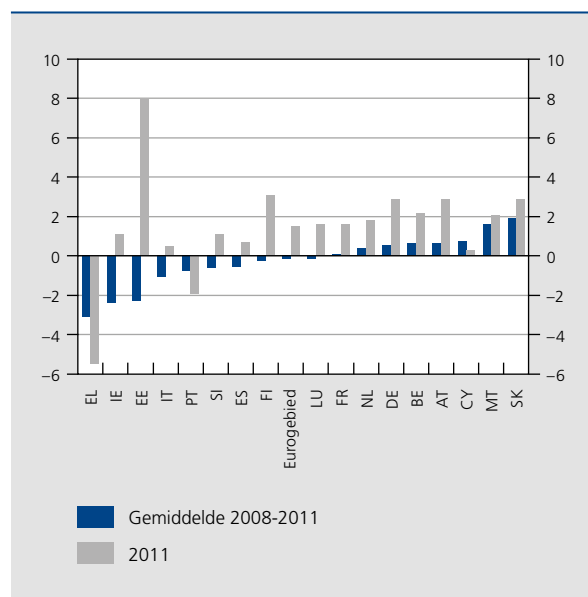
De in de loop van 2011 opgetekende vertraging trof de meeste landen van het eurogebied. Toch was het jaar-op-jaar verloop van het bbp zeer divergerend. De bedrijvigheid liep terug in Griekenland en Portugal, terwijl de hoogste groeipercentages werden opgetekend in Estland, Finland, Duitsland, Oostenrijk en Slowakije. Over het algemeen bleven de landen die door de crisis van 2008-2009 gedwongen waren hun evenwichtsverstoringen te corrigeren, groeicijfers optekenen die onder het gemiddelde van het eurogebied lagen.

Het economisch herstel had in 2010 geleidelijk tekenen van uitbreiding naar de binnenlandse componenten vertoond. Na het eerste kwartaal van 2011 leken het elan van het herstel en dit omschakelingsproces naar een

zichzelf onderhoudende groei tot stilstand te zijn gekomen. Deze dynamiek werd afgeremd door een aantal factoren, waaronder de afbrokkeling van het consumenten- en ondernemersvertrouwen en de verslechtering van de financieringsvoorwaarden, gelet op de gematigde

GRAFIEK 12 BBP-GROEI IN DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED⁽¹⁾

(niet voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens naar volume, veranderingspercentages op jaarbasis)



Bron: EC.

(1) De landen van het eurogebied zijn gerangschikt volgens de gemiddelde jaarlijkse groei van hun bbp naar volume tijdens de periode 2008-2011.

TABEL 2 BBP EN VOORNAAMSTE BESTEDINGSCATEGORIEËN IN HET EUROGEBIED ⁽¹⁾

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

	2009	2010	2011
Finale consumptieve bestedingen van de particulieren	-1,1	0,8	0,4
Finale consumptieve bestedingen van de overheid	2,6	0,5	0,0
Bruto-investeringen in vaste activa	-12,1	-0,6	2,1
Woningen	-11,6	-2,9	1,0
Ondernemingen	-15,6	2,3	4,6
Overheid	3,9	-6,4	-4,9
Finale binnenlandse bestedingen	-2,8	0,5	0,6
Voorraadwijziging ⁽²⁾	-0,8	0,6	0,3
Netto-uitvoer van goederen en diensten ⁽²⁾	-0,7	0,8	0,7
Uitvoer van goederen en diensten ⁽³⁾	-12,8	11,3	6,1
Invoer van goederen en diensten ⁽³⁾	-11,7	9,6	4,8
Bbp	-4,2	1,8	1,6

Bronnen: EC, OESO.

(1) Ongerekend Cyprus en Malta, behalve voor de uitvoer en de invoer.

(2) Bijdragen tot de verandering van het bbp, in procentpunt.

(3) Niet voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

wereldvraag en de oplopende spanningen op de markten voor overheidsschuldbewijzen.

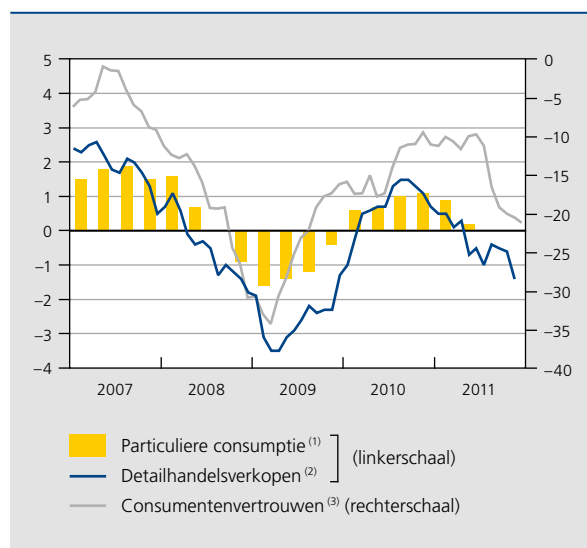
De uitvoer had tijdens de beginfase van het herstel als stuwende kracht gefungeerd, alvorens de binnenlandse vraag die rol overnam. De groei van de uitvoer verzwakte vanaf het tweede kwartaal van 2011. Onder invloed van een slappe binnenlandse vraag is de invoer echter aanzienlijker vertraagd, zodat de nettoverkoop aan het buitenland opnieuw de belangrijkste bijdrage tot de groei leverde.

De geleidelijke verzwakking van het herstel in 2011 was voornamelijk het resultaat van de minder dynamische binnenlandse vraag. Door de prijsstijgingen voor energiedragers en levensmiddelen, nam de inflatie in de eerste helft van het jaar forser toe dan de nominale bezoldigingen. Vanaf het tweede kwartaal liep de consumptie hierdoor terug. Bovendien bracht de escalatie van de spanningen als gevolg van de soevereineschuldencrisis het consumentenvertrouwen tijdens het tweede semester danig aan het wankelen. De onzekerheid zette de consumenten ertoe aan voorzichtig te zijn en hun aankoopbeslissingen voor duurzame goederen uit te stellen. Daarnaast

hebben specifieke gebeurtenissen een rol gespeeld, zoals de afschaffing van de schrootpremies in Frankrijk, die bijgedragen heeft tot de inkrimping van de particuliere consumptie in dat land tijdens het tweede kwartaal.

Naast deze specifieke context werkten wellicht twee elementen van meer structurele aard het voorzorgssparen in de hand en wogen aldus op de particuliere consumptie. Vooreerst vereisten de aanzienlijke schulden die de huishoudens tijdens de jaren voorafgaand aan de crisis hebben aangegaan, het herstel van een beter evenwicht tussen tegoeden en verplichtingen. Sommige landen, waaronder Ierland en Spanje, hadden in snel tempo kredieten aan particulieren geaccumuleerd, wat de binnenlandse vraag had ondersteund en aanleiding had gegeven tot een krachtige expansie van de woningmarkten en een forse stijging van de woningprijzen. Sedert de crisis van 2008 werden de huishoudens ertoe aangezet meer te sparen vanwege de dwingende noodzaak om hun balans te saneren. Hoewel de schuldgraad inmiddels in bepaalde landen reeds is gestabiliseerd, of zelfs lichtjes gedaald, ziet het ernaar uit dat, gelet op de nog hoge schuld niveaus, het proces van schuldafbouw een inspanning van lange adem zal worden. Een tweede beweegreden voor de particulieren om meer te gaan sparen, was de verslechtering van de overheidsfinanciën als gevolg van de crisis.

GRAFIEK 13 PARTICULIERE CONSUMPTIE, CONSUMENTENVERTROUWEN EN DETAILHANDELSVERKOPEN IN HET EUROGEBIED



Bronnen: EC, ECB.

(1) Voor seizoen- en kalenderinvloeden gezuiverde gegevens, veranderingspercentages t.o.v. het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar.

(2) Voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens, jaarlijkse veranderingspercentages, driemaands voortschrijdend gemiddelde.

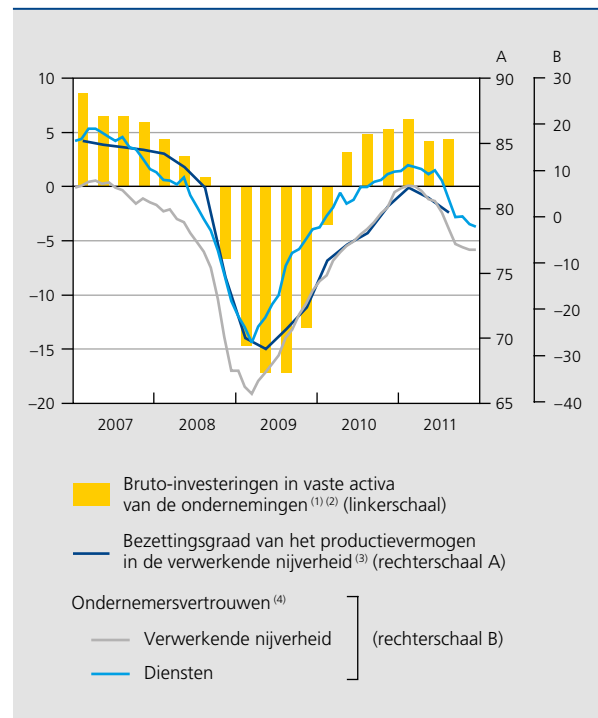
(3) Seizoengezuiverde gegevens, saldo van de antwoorden op de maandelijkse enquête.

De bruto-investeringen in vaste activa, van hun kant, verloren tijdens de eerste kwartalen van het medio 2009 ingezette herstel verder terrein: de opleving van de bedrijfsinvesteringen bleek onvoldoende om de daling van de overheidsinvesteringen en van de woningbouw goed te maken. De versteviging van het vertrouwen en de toegenomen bezetting van het productievermogen spoorden de ondernemingen er evenwel toe aan almaar meer investeringsprojecten te realiseren, en dit tot het eerste kwartaal van 2011 toen de bruto-investeringen in vaste activa de belangrijkste motor van de groei waren. Daarna vertraagden de investeringen in de meeste landen van het eurogebied. In bepaalde landen waar de investeringen reeds in 2010 terrein hadden moeten prijsgeven, gingen ze in 2011 nog verder achteruit, onder meer in Spanje, Cyprus, Slovenië, Ierland, Portugal en Griekenland. Dankzij het forse groeitempo in het eerste kwartaal en vertrekkend van een nog laag niveau, boekte het eurogebied in 2011 een jaar-op-jaar groei van de bruto-investeringen in vaste activa met 2,1%. Totaal beschouwd, bleven de investeringen, in reële termen, echter onder hun niveau van vóór de crisis.

Verscheidene factoren verklaren de verzwakking van de groei van de bedrijfsinvesteringen in de loop van 2011. Om te beginnen, is de aan de ondernemingen gerichte vraag teruggelopen in het kielzog van de verslappende wereldhandel en de slechtere economische vooruitzichten. Hierdoor daalde de bezetting van de productiecapaciteit tot onder haar langetermijngemiddelde, waarbij een einde kwam aan haar opwaartse tendens. Vervolgens droegen de onzekerheid en de toenemende verzwakking van het ondernemersvertrouwen er vanaf de zomer van 2011 toe bij dat de investeringsbeslissingen werden uitgesteld. Op die manier verminderden de financieringsbehoeften van de ondernemingen, wat leidde tot een vanaf de zomer geringere vraag naar bankkrediet. Bovendien veroorzaakte de verergering van de overheidsschuldencrisis een verstrakking van de kredietverleningsvoorwaarden, die bijzonder uitgesproken was in de landen waar het meest werd getwijfeld aan de houdbaarheid van de begrotingspositie. Het sedert de crisis door tal van ondernemingen ingezette proces van schuldafbouw, ten slotte, spoorde een aantal van die ondernemingen wellicht nog ertoe aan hun investeringsuitgaven te beperken.

In enkele landen bevond de bouwsector zich in het brandpunt van de recessie. In het eurogebied als geheel begonnen de investeringsuitgaven in woongebouwen, die drie jaar op rij waren gedaald, in 2011 opnieuw te groeien. Dit verloop tekende zich af tegen de achtergrond van een herstellende vastgoedmarkt. De prijzen van woongebouwen, die medio 2009 op hun laagste peil stonden, zijn immers gematigd verder gestegen in de eerste helft van

GRAFIEK 14 **BEDRIJFSINVESTERINGEN EN ONDERNEMERSVERTROUWEN IN HET EUROGEBIED**
(seizoengezuiverde gegevens)



Bronnen: EC, OESO.

- (1) Eveneens voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens, veranderingspercentages naar volume t.o.v. het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar.
- (2) Ongerekend Cyprus en Malta.
- (3) Gemeten op basis van de kwartaalenquête, in %.
- (4) Saldo van de antwoorden op de maandelijkse enquête.

2011. Bovendien werden meer bankleningen toegekend voor de aankoop van een woning, zij het in mindere mate vanaf het voorjaar, onder meer vanwege de aanscherping van de kredietverleningsvoorwaarden. Hoewel de hypotheekrente nog vrij laag bleef, nam de op nieuwe contracten toegepaste rente geleidelijk toe, alvorens vanaf september opnieuw licht te dalen. De ontwikkelingen in de bouw- en vastgoedsector in het eurogebied als geheel verhullen evenwel nog zeer uiteenlopende situaties tussen de landen onderling. In 2011 daalden de investeringen in woongebouwen in Griekenland, Cyprus, Slovenië, Spanje en vooral Ierland, terwijl ze vrij dynamisch bleven in onder meer Duitsland, waar de bouwsector in het eerste kwartaal een sterke impuls kreeg als reactie op de uitzonderlijke weersomstandigheden van eind 2010.

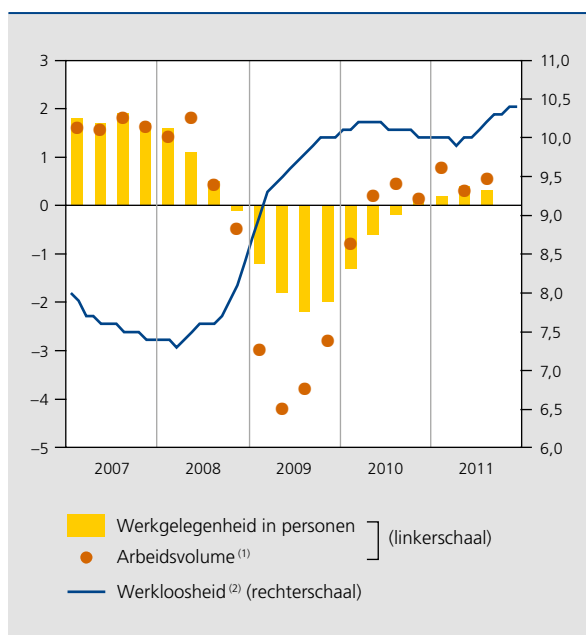
De situatie op de arbeidsmarkt werd in 2011 nog beïnvloed door de inspanningen van de bedrijven om tijdens de recessie personeel aan te houden. Deze inspanningen werden ondersteund door verschillende overheidsmaatregelen inzake arbeidsduurverkorting. Aangezien de

arbeidsmarkt in 2009 vrij goed weerstand had geboden, bleef het herstel ervan tot begin 2011 zeer bescheiden. De ondernemingen normaliseerden vaker het aantal gewerkte uren per werknemer dan dat ze arbeidsplaatsen creëerden om het arbeidsvolume aan de aantrekkende bedrijvigheid aan te passen. In het tweede kwartaal van 2011 begon deze opwaartse beweging van het aantal arbeidsuren zich te stabiliseren, terwijl de groei van de werkgelegenheid in aantal personen toenam. In 2011 werd de werkgelegenheid onder meer opgevoerd door de vastgoed- en verhuurdiensten en door de diensten aan ondernemingen (ongerekend de financiële dienstverlening en de verzekeringen), maar ook door de industrie (ongerekend de bouw), waar het aantal banen licht toenam. In de bouwsector, die zich nog steeds in een aanpassingsfase bevond, bleven banen verloren gaan. Vanaf de tweede helft van 2011 verzwakte de opleving van de arbeidsmarkt naarmate de economische bedrijvigheid vertraagde. De werkloosheidsgraad had zich sinds 2010 gestabiliseerd rond 10%. Tijdens het verslagjaar nam die echter zeer geleidelijk toe na het in april opgetekende dieptepunt; in december beliep hij 10,4%.

De verschillen tussen de arbeidsmarkten van de landen van het eurogebied bleven in 2011 aanzienlijk. De werkgelegenheid bleef sneller dan gemiddeld stijgen in Estland, het Groothertogdom Luxemburg, Slowakije, Oostenrijk, Duitsland, België en Finland. Omgekeerd gingen in Ierland, Portugal, Spanje en Slovenië verder banen verloren, hoewel minder dan in 2010, terwijl het banenverlies groter werd in Cyprus en, vooral, in Griekenland. Die heterogeniteit vertaalde zich ook in de werkloosheidsgraad, die eind 2011 schommelde tussen 4,1% in Oostenrijk en 22,9% in Spanje.

De verscheidenheid van de arbeidsmarkten heeft verschillende oorzaken. Eerst en vooral sorteerde de schuldencrisis in het eurogebied naargelang van het land zeer uiteenlopende effecten op de financiële sector en op de budgettaire beleidsruimte. Bovendien oefende de sectorale samenstelling van het door de crisis van 2008-2009 veroorzaakte banenverlies nog een grote invloed uit: in landen zoals Spanje en Ierland, waar de correctie na het uiteenspaten van de vastgoedzeepbel nog niet voltooid was, zette zich in 2011 een proces van productieherschikking en evenwichtsherstel tussen de bedrijfstakken voort. Tot slot speelden ook de specifieke institutionele en regelgevende kaders van ieder land een rol. Zo groeide de werkgelegenheid in 2011 krachtiger in Duitsland, waar de werkgelegenheid gunstig werd beïnvloed door de effecten van de cyclus van de voorgaande Hartz-hervormingen, en dit via de herinschakeling van werklozen. In Spanje, daarentegen, bleef op het vlak van de arbeidsovereenkomsten een duale situatie bestaan, die ertoe leidde dat de omstandigheden op de arbeidsmarkt weinig flexibel bleven.

GRAFIEK 15 ARBEIDSMARKT IN HET EUROGEBIED
(veranderingspercentages t.o.v. het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)



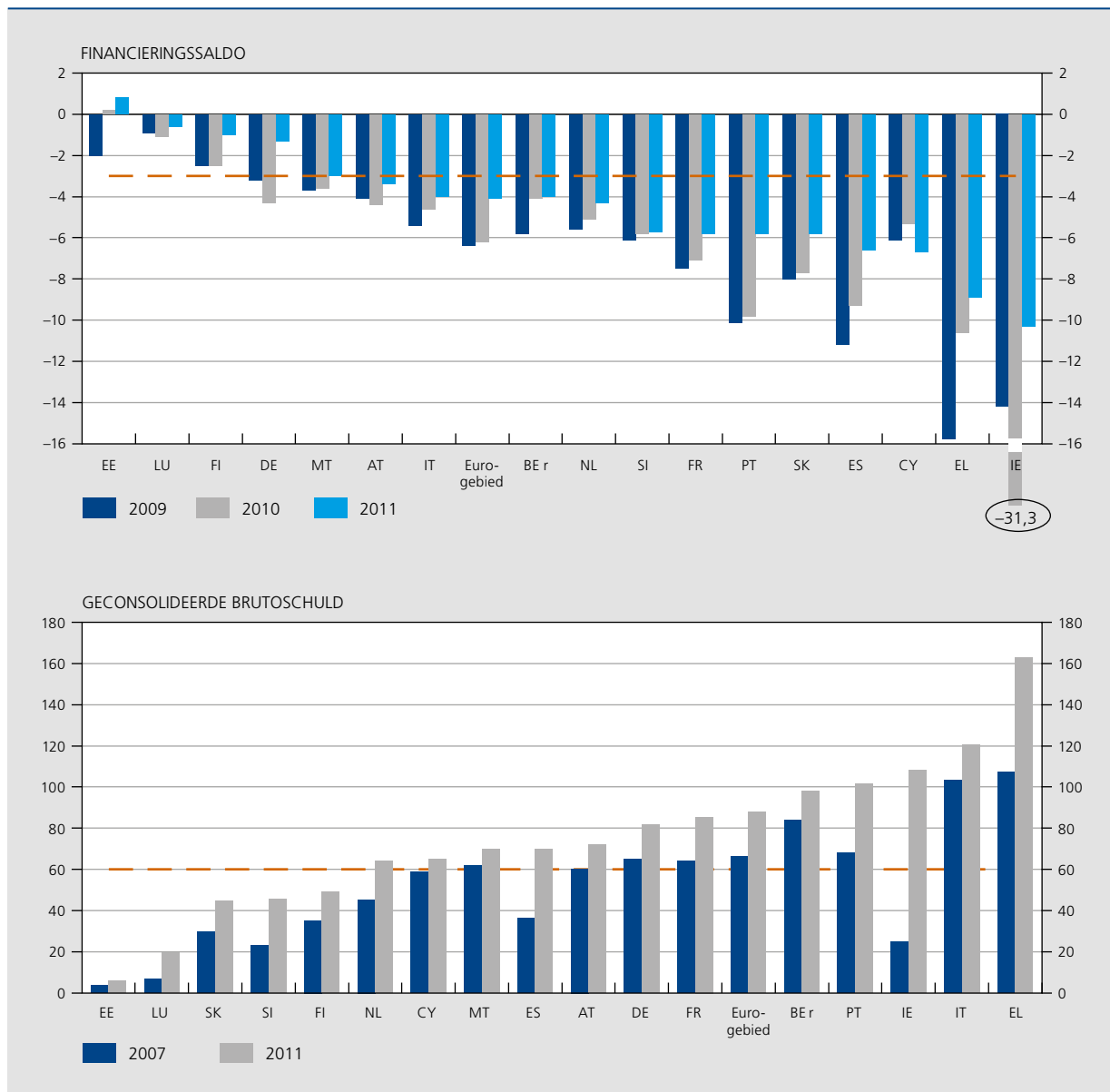
Bronnen: EC, ECB.
(1) Totaal aantal gewerkte uren.
(2) Verhouding, in %, tussen het aantal werklozen en de beroepsbevolking.

2.3 Begrotingsbeleid

Het economisch herstel dat tijdens het eerste halfjaar aanhield, heeft bijgedragen tot de conjuncturele versteviging van het begrotingssaldo van de overheid van het eurogebied als geheel, terwijl in de tweede jaarhelft de verslechtering van de algemene economische toestand en de oplopende spanningen op de markten voor schuldbewijzen van verscheidene landen een versnelling van het tempo van structurele begrotingssanering in de meeste landen van het eurogebied noodzakelijk maakten. De vermindering van het tekort, dat volgens de economische vooruitzichten van november 2011 van de EC zou zijn gedaald van 6,2% bbp in 2010 tot 4,1% in 2011, is deels toe te schrijven aan cyclische en tijdelijke factoren, maar valt vooral te verklaren door de maatregelen die werden genomen om de structurele tekorten terug te dringen. De ratio van de overheidsschuld nam in 2011 verder toe, waardoor de gecumuleerde stijging sinds 2007 nagenoeg 22 procentpunt bbp beliep. Het stijgingstempo was echter lager dan dat van de drie voorgaande jaren. De ratio steeg immers slechts met 2,4 procentpunt tot 88% bbp. Deze vertraging heeft in hoofdzaak te maken met de gevoelige verbetering van het primaire begrotingssaldo en met het verdwijnen, op geaggregeerd niveau, van de nettosteuninterventies aan de banksector.

GRAFIEK 16 FINANCIERINGSSALDO EN OVERHEIDSSCHULD IN HET EUROGEBIED⁽¹⁾

(in % bbp)



Bronnen: EC, NBB.

(1) De landen zijn gerangschikt volgens de gegevens van 2011.

Slechts vier landen van het eurogebied hebben in 2011 een overheidstekort van minder dan 3 % bbp laten optekenen: Estland, het Groothertogdom Luxemburg, Finland en Duitsland. Het tekort van de eerste drie landen bevond zich in 2010 al onder die drempel. In **Duitsland** is het begrotingstekort teruggelopen van 4,3 % bbp in 2010 tot 1,3 % in 2011. Dat land heeft zijn buitensporig tekort aldus twee jaar vóór het einde van de opgelegde termijn gecorrigeerd. Dit herstel is te danken aan het gunstige conjunctuurklimaat, aan het verstrijken van de niet-recurrente maatregelen die het tekort in 2010 hadden

opgedreven, en aan een structurele consolidatie die werd gerealiseerd door het hervormen van het stelsel van de gezondheidszorg en door het invoeren van een bezuinigingsplan. Dit plan impliceerde met name de invoering van nieuwe belastingen op de luchtvaart, de kernenergie en de banken, en een verlaging van de gezinsbijslag en de uitkeringen voor langdurig werklozen.

Nog altijd volgens de vooruitzichten van november 2011 van de EC hebben alle andere landen van het eurogebied, met uitzondering van Cyprus, hun overheidstekort

eveneens teruggedrongen in 2011, hoewel het toch gelijk bleef aan of groter was dan 3 % bbp. In **Frankrijk** daalde het overheidstekort van 7,1 % bbp in 2010 tot 5,8 % in 2011. Naast het verstrijken van de conjuncturele ondersteuningsmaatregelen, is deze in hoofdzaak structurele verbetering vooral te danken aan het terugdringen van de 'fiscale niches', dat wil zeggen diverse belastingvrijstellingen en -verminderingen, en aan diverse maatregelen met betrekking tot de uitgaven, waaronder de bevrozing van het basisloon van het overheids personeel en de vervanging van slechts een ambtenaar op twee die met pensioen gaat. In **Italië** heeft de toename van het primaire overschot, ondanks de stijging van de rentelasten met 0,4 procentpunt bbp in 2011, het begrotingstekort teruggedrongen met 0,6 procentpunt, tot 4 % bbp. Deze grotendeels structurele verbetering is toe te schrijven aan de daling van de ratio van de primaire uitgaven tot het bbp, met name door een bevrozing van de ambtenarenlonen en door de afbouw van het personeelsbestand in de overheidssector. De staatsschuld bleef aangroeien, van 118,4 % bbp eind 2010 tot 120,5 % eind 2011. In december werden bijkomende maatregelen aangekondigd, ten belope van 1,3 % bbp, die ervoor moeten zorgen dat de begroting in 2013 opnieuw in evenwicht is. In **Spanje** werden sinds medio 2010 heel wat maatregelen genomen om de uitgaven terug te schroeven, met name door het bevrozen van de lonen van het overheids personeel en door het beperken van de overheidsinvesteringen, en om de belastingontvangsten op te drijven, namelijk door het verhogen van de directe en indirecte belastingen en door het invoeren van een vermogensbelasting. Volgens de vooruitzichten van januari 2012 van het IMF daalde het overheidstekort met 1,3 procentpunt bbp tot 8 % bbp, waarmee het tekort de vooropgestelde 6 % wel nog fors overschreed. In december kondigde de nieuwe regering een pakket maatregelen aan ten belope van 1,5 % bbp.

De inspanningen om de overheidsfinanciën te saneren, waren belangrijk in de landen die voorwaardelijke financiële steun van de EU en het IMF genoten. In **Griekenland** zou het overheidstekort, vooral als gevolg van een verdere verergering van de economische neergang, in 2011 evenwel slechts met 1,6 procentpunt zijn afgenomen tot 9 % bbp, volgens het rapport dat het IMF opstelde na afloop van de vijfde evaluatie van het aanpassingsprogramma dat gekoppeld is aan de noodhulp van de EU en het IMF van mei 2010. Gelet op de inzinking van de bedrijvigheid zou de overheidsschuld eind 2011 162 % bbp belopen hebben, een toename met 17 procentpunt op een jaar tijd. Er werden belangrijke maatregelen getroffen inzake het herstel van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën, met name door in de overheidsuitgaven te snoeien. Hoewel de Griekse overheid erin was geslaagd het tekort fors terug te dringen in 2010, dwarsboomden heel wat

tegenslagen het succes van het programma in 2011. Vertragingen in de hervormingen evenals de economische neergang hebben ertoe geleid dat de begrotingsnorm opnieuw overschreden werd. Om de doelstellingen in 2012 te bereiken, werden vanaf de zomer van het verslagjaar bijkomende saneringsmaatregelen getroffen.

In **Ierland** was het overheidstekort in 2010 fors toegenomen als gevolg van de uitgaven voor de redding van de banken door de staat, ten belope van 20 procentpunt bbp. In het najaar van 2010 klopte de Ierse overheid bij de EU en het IMF aan voor financiële steun, en zette ze een grootschalig economisch aanpassingsprogramma op de sporen, waarvan de belangrijkste doelstellingen erin bestonden het overheidstekort in 2015 terug te dringen tot onder de grens van 3 % bbp en het bankstelsel te saneren. Een jaar later werd bij het driemaandelijkse onderzoek van dit programma vastgesteld dat zijn uitvoering bevredigend verliep. Het begrotingstekort zou in 2011 zijn gezakt tot iets onder de vooropgestelde 10,6 % bbp. In haar najaarsvooruitzichten schatte de EC de overheidsschuld eind 2011 op 108,1 % bbp, 13,2 procentpunt hoger ten opzichte van eind 2010.

Net als Griekenland en Ierland, maar wat later, kreeg ook **Portugal** in mei 2011 financiële steun van de EU en het IMF. Het aan die steun gekoppeld economisch aanpassingsprogramma omvat een belangrijke component van begrotingssanering, die beoogt de overheidsschuld op middellange termijn opnieuw omlaag te krijgen en het tekort terug te dringen tot minder dan 3 % bbp in 2013. De overheid zou het vooropgestelde tekort van 5,9 % bbp in 2011 gehaald hebben, wat nagenoeg 4 procentpunt minder is dan het jaar voordien, dankzij belangrijke structurele maatregelen, zowel aan de uitgaven- als aan de inkomstzijde, en dankzij een eenmalige begrotingsoperatie met betrekking tot de pensioenfondsen van de banken. Uit het in het najaar uitgevoerde onderzoek van het Portugese economische programma blijkt dat de overheidsschuld verder is blijven stijgen, van 93,3 % tot 107,2 % bbp in 2011.

2.4 Monetair beleid van het Eurostelsel

De macro-economische vooruitzichten in het eurogebied gaven tijdens het verslagjaar een zeer uiteenlopend profiel te zien, wat tot uiting kwam in de beslissingen van de Raad van Bestuur van de ECB. In het begin van het jaar zette het herstel van de economische bedrijvigheid zich door, wat aanleiding gaf tot een zeker optimisme over de toekomstige groei. Tegelijkertijd namen de inflatoire spanningen geleidelijk toe, onder invloed van de hogere prijzen

voor energie en andere grondstoffen. Als reactie op de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit tegen de achtergrond van het herstel van de bedrijvigheid, heeft de Raad van Bestuur de beleidsrente twee keer verhoogd. Zo werd het belangrijkste leidinggevende rentetarief, dat gedurende bijna twee jaar op een historisch laag peil van 1% was gehouden, achtereenvolgens opgetrokken tot 1,25% op 7 april en tot 1,50% op 7 juli. Gelet op de aanhoudende verstoringen in bepaalde segmenten van de financiële markten van het eurogebied als gevolg van de overheidsschuldencrisis, besliste de Raad van Bestuur daarentegen de niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen die eind 2010 van toepassing waren in stand te houden.

Tijdens de zomer zijn de spanningen op verschillende markten voor overheidseffecten opnieuw in alle hevigheid opgelaaid als gevolg van nieuwe ongerustheid over de financiële situatie van Griekenland. Om het hoofd te bieden aan de daaruit voortvloeiende onrust op de interbancaire markt en de verstoringen die zich voordeden in de transmissie van het monetair beleid, heeft de Raad van Bestuur nieuwe niet-conventionele maatregelen genomen. Zo besloot de Raad begin augustus om een herfinancieringstransactie op zes maanden uit te voeren en het programma voor de effectenmarkten (*Securities Markets Programme – SMP*) te reactiveren. Op 6 oktober kondigde de Raad de uitvoering van herfinancieringstransacties op een jaar aan, alsook een nieuw programma voor de aankoop van gedekte obligaties, dat wil zeggen obligaties die gewaarborgd zijn door een reeks hypothecaire leningen of vorderingen op de overheid (*covered bonds*). Voorts werden de groeiverwachtingen aanzienlijk neerwaarts bijgesteld, in het licht van de forse verslechtering van het vertrouwen van de economische subjecten en de financieringsvoorwaarden. In die omstandigheden verlaagde de Raad van Bestuur de belangrijkste beleidsrente van de ECB tot 1,25% op 3 november en vervolgens tot 1% op 8 december. Ondanks de nog altijd hoge inflatie, was de Raad van oordeel dat de financiële spanningen een belangrijk risico vormden voor de groei en dat de inflatoire druk als gevolg van de vertraging van de bedrijvigheid geleidelijk zou afnemen. De inflatie zou dan ook op een peil blijven dat verenigbaar is met de doelstelling van prijsstabiliteit op middellange termijn. Om de liquiditeit van de banken te blijven ondersteunen en de bancaire kredietverlening in het eurogebied te bevorderen, heeft de Raad van Bestuur in december eveneens een nieuwe reeks niet-conventionele maatregelen goedgekeurd. Zo werd beslist twee herfinancieringstransacties met een looptijd van 36 maanden uit te voeren, de lijst van als onderpand voor de leningen van het Eurosysteem aanvaarde activa uit te breiden en het percentage voor de reserveverplichtingen te verlagen van 2 naar 1%.

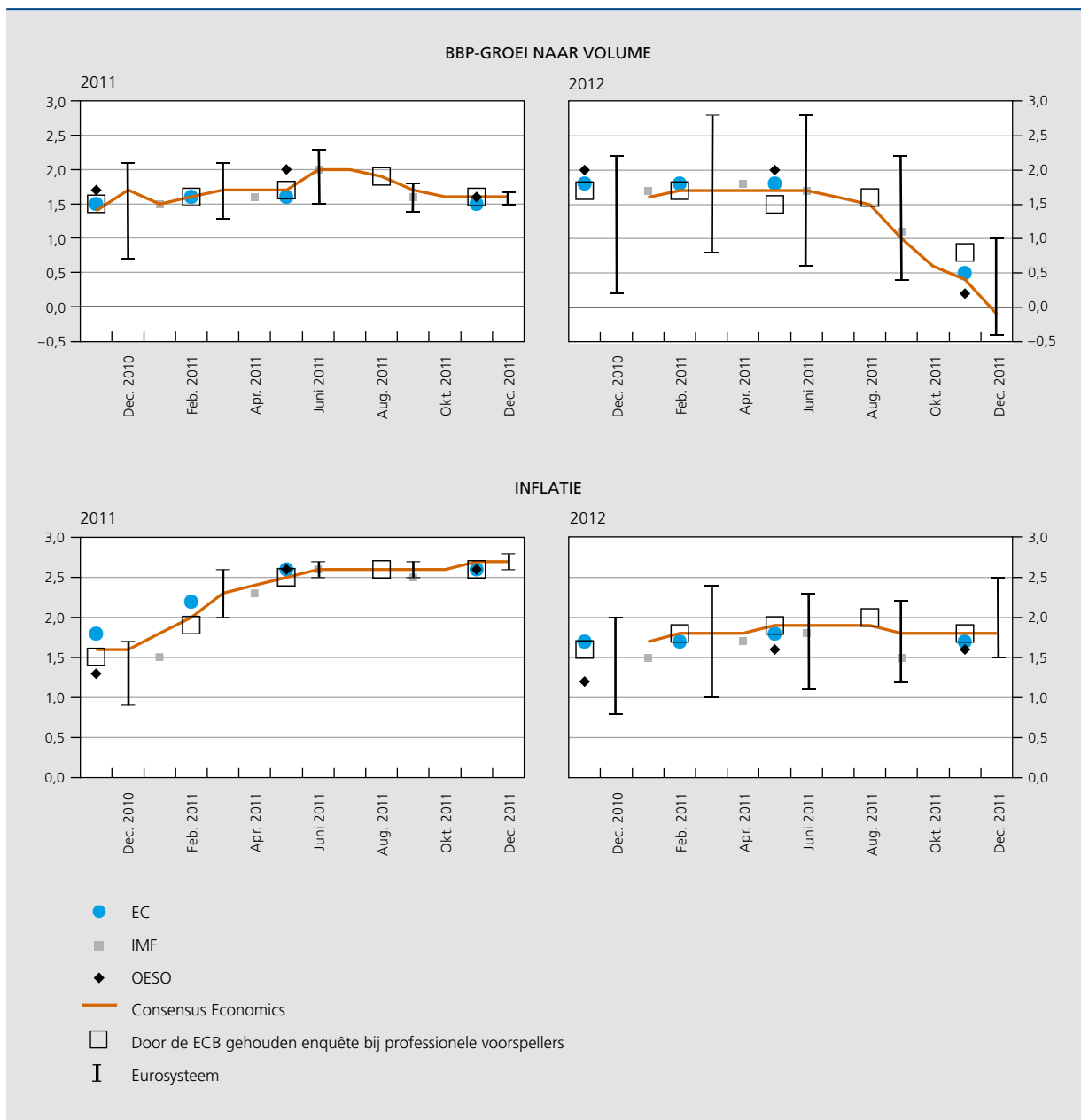
Monetairbeleidskoers

Tijdens de eerste helft van 2011 werd de koers van het monetair beleid vooral bepaald door de toename van de inflatoire druk. In de lijn van de medio 2009 ingezette tendens die in 2010 bevestigd werd, is de economische bedrijvigheid van het eurogebied in het begin van het verslagjaar versneld en zijn de vooruitzichten gunstig gebleven. Zo steeg de bezettingsgraad van het productievermogen in april tot licht boven zijn langetermijngemiddelde. Als gevolg van de publicatie van beter dan verwachte economische gegevens en de zeer sterke groei van het bbp in het eerste kwartaal, werden de groeivooruitzichten voor het jaar in maart en in juni naar boven bijgesteld in de macro-economische projecties van de ECB en van het Eurosysteem. Dat was eveneens het geval voor de voorspellingen van andere internationale instellingen en professionele voorspellers. De verwachting was dat de particuliere binnenlandse vraag, onder impuls van de accommoderende monetairbeleidskoers en de maatregelen ter ondersteuning van het financiële stelsel, meer en meer zou bijdragen tot de groei en dat de export verder profijt zou trekken van het herstel van de wereldeconomie. De opleving van de economische bedrijvigheid zou evenwel enigszins worden afgeremd door het in verschillende sectoren aan de gang zijnde proces van balansaanpassing. Ondanks de aanhoudend grote onzekerheid als gevolg van de overheidsschuldencrisis en de spanningen in bepaalde segmenten van de financiële markten, was het meest waarschijnlijke scenario dat van een voortzetting van het – nog altijd gematigde – herstel en werden de risico's met betrekking tot deze vooruitzichten al met al als evenwichtig beschouwd.

Tegelijk met deze positieve dynamiek nam de aan de hand van de HICP gemeten inflatie, die vanaf het begin van het jaar meer dan 2% had belopen, snel toe. Deze versnelling weerspiegelde voornamelijk de prijsstijgingen voor energie en andere grondstoffen, die onder meer te verklaren waren door de forse economische groei in de opkomende landen en de politieke spanningen in Noord-Afrika en het Midden-Oosten. Tegen die achtergrond ontstonden al snel opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit die maand na maand sterker werden. Ook de onderliggende inflatie – namelijk het verloop van de consumptieprijzen ongerekend energie en levensmiddelen – vertoonde een stijgende tendens, wat de toename van de inflatoire spanningen in het eurogebied bevestigde. Tussen december 2010 en juni 2011 is deze laatste gestegen van 1 tot 1,6%.

In overeenstemming met de bemoedigende vooruitzichten inzake bbp-groei, zijn de kredietverstrekking door de banken aan de private sector en de geldcreatie tijdens

GRAFIEK 17 PROGNOSSES VOOR DE BBP-GROEI NAAR VOLUME EN VOOR DE INFLATIE IN HET EUROGEBIED
(veranderingspercentages op jaarbasis volgens de publicatiedatum van de prognoses)



Bronnen: EC, IMF, OESO, Consensus Economics, ECB.

de eerste maanden van het jaar verder versterkt. Al met al zijn deze ontwikkelingen evenwel gematigd gebleven en werden ze gekenmerkt door aanzienlijke verschillen tussen de economische subjecten. Zo bleef de groei van de leningen aan de huishoudens vrijwel stabiel, in de buurt van 3 %, terwijl die van de leningen aan de niet-financiële vennootschappen zeer duidelijk opwaarts gericht was. Nadat deze laatste in oktober 2010 opnieuw een positieve waarde had bereikt, nam hij geleidelijk toe

tot 2,3 % in juni 2011. Deze inhaalbeweging was in grote mate verwacht. Volgens het gebruikelijke profiel van de conjunctuurcyclus, volgt de groei van de leningen aan ondernemingen immers met enige vertraging het herstel van de economische bedrijvigheid, terwijl die van de kredietverlening aan huishoudens doorgaans vooruitloopt op dit herstel. Dat tijdsverschil is met name toe te schrijven aan het feit dat de woningkredieten een betere waarborg genieten, terwijl de ondernemingen in de eerste

stadia van de opleving voornamelijk een beroep doen op autofinanciering.

Als de volatiliteit ten gevolge van – hoofdzakelijk – specifieke factoren buiten beschouwing gelaten wordt, heeft de monetaire dynamiek zich tijdens de eerste maanden van het jaar versterkt, hoewel ze nog steeds gedeeltelijk werd beperkt door de steile helling van de rendementscurve, die de aantrekkingskracht van monetaire activa verminderde ten opzichte van de langerlopende instrumenten met een hoger rendement die niet in M3 zijn opgenomen. Bovendien is de vroeger opgebouwde monetaire liquiditeit overvloedig gebleven, wat, tegen de achtergrond van het gunstige economische klimaat, de druk op de prijzen in het eurogebied dreigde aan te wakkeren en zo de prijsstabiliteit op middellange termijn aan te tasten. Wat de componenten van M3 betreft, liep de jaarlijkse groei van M1 terug, terwijl die van de deposito's op korte termijn in M2-M1 aanzienlijk is toegenomen. Deze ontwikkeling weerspiegelde ten dele de stijging van het rendement op spaardeposito's en andere kortetermijndeposito's tijdens de eerste maanden van het jaar. Het twaalfmaands veranderingstempo van de verhandelbare

instrumenten, namelijk M3-M2, is dan weer erg volatiel geweest, grotendeels als gevolg van de gewaarborgde interbancaire transacties die uitgevoerd werden met centrale tegenpartijen als tussenpersoon. Aangezien deze tegenpartijen behoren tot de geldaanhoudende sector, verschijnen de transacties die ze uitvoeren voor rekening van de banken immers tijdelijk in het ruime monetaire aggregaat M3, zonder dat ze evenwel een echte toename van de geldhoeveelheid vertegenwoordigen.

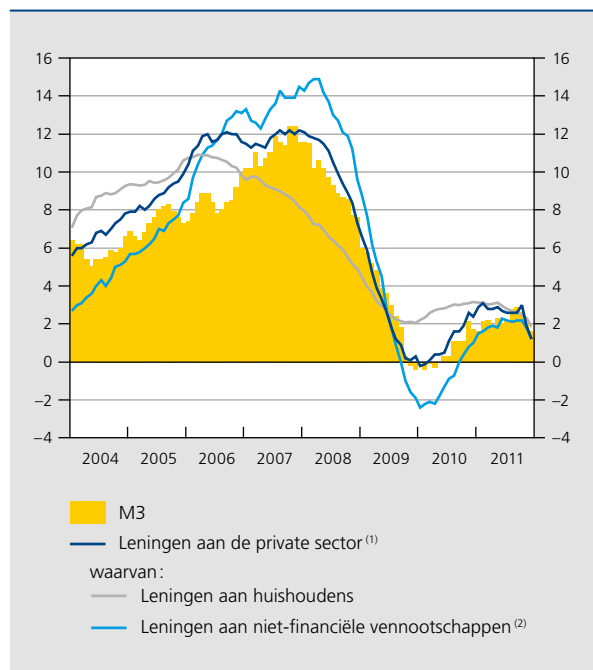
Tegen deze achtergrond van een gunstig verloop van de bedrijvigheid – ondanks de nog altijd grote onzekerheid – en de toename van de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit, heeft de Raad van Bestuur het opportuun geacht op 7 april en 7 juli de beleidsrentetarieven met 25 basispunten te verhogen en zo de centrale beleidsrente op 1,50% te brengen. Nadat de rentetarieven gedurende bijna twee jaar op een historisch laag peil waren gehouden, oordeelde de Raad dat deze aanpassingen van de zeer accommoderende monetairbeleidskoers nodig waren om te vermijden dat tweederonde-effecten zouden ontstaan en dat de doelstelling om de inflatie op middellange termijn in de buurt van, maar onder 2% te houden, in gevaar zou komen.

Het dient te worden opgemerkt dat de hierboven geschetste macro-economische vooruitzichten voor het eurogebied als geheel uiteenlopende ontwikkelingen verhullen in de verschillende landen. Zo lieten de landen van de kern rond Duitsland tijdens de eerste jaarhelft over het algemeen een hogere groei optekenen dan de economieën in het zuiden van het eurogebied, wat aanleiding gaf tot verschillen in inflatoire druk. Deze heterogeniteit in de macro-economische ontwikkelingen van de landen van het eurogebied kan niet in aanmerking worden genomen als de Raad van Bestuur beslissingen neemt met betrekking tot de beleidsrentetarieven. Deze laatste moeten immers de economische vooruitzichten en de risico's voor de prijsstabiliteit voor het geheel van het eurogebied weerspiegelen. Sommige nationale ontwikkelingen kunnen echter de tenuitvoerlegging van andere monetairbeleidsinstrumenten beïnvloeden, zoals de niet-conventionele maatregelen die aan het eind van dit hoofdstuk worden toegelicht.

Tijdens de tweede helft van 2011 heeft de Raad van Bestuur de monetairbeleidskoers gewijzigd als gevolg van de verslechtering van de groeivoorzichten en de afname van de inflatoire druk. De maand juli vormde een keerpunt in het verloop van de financiële en economische situatie van het eurogebied. Hoewel een tijdelijke vertraging van de bedrijvigheid was verwacht, zijn de resultaten gaandeweg slechter gebleken, wat aanleiding gaf tot twijfel over de kracht van het herstel. De tijdelijke factoren

GRAFIEK 18 M3 EN LENINGEN AAN DE PRIVATE SECTOR IN HET EUROGEBIED

(veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende maand van het voorgaande jaar, seizoengezuiverde gegevens)



Bron: ECB.

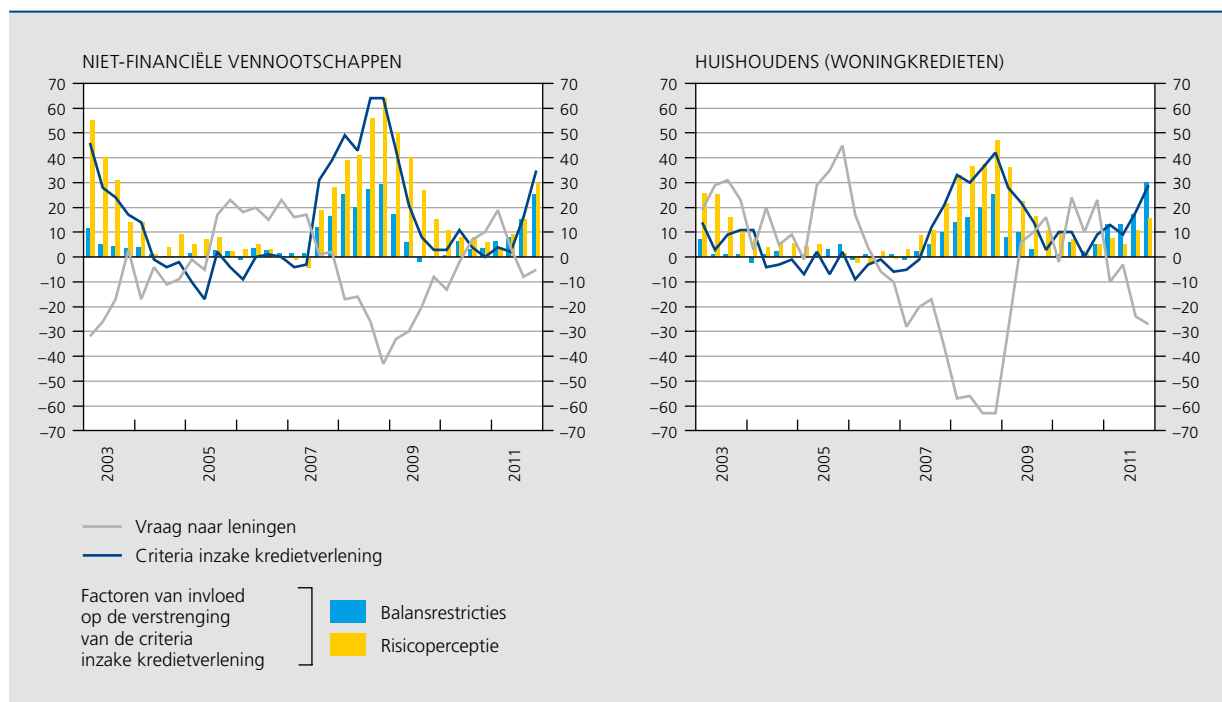
- (1) Namelijk huishoudens, niet-financiële vennootschappen, verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen of instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening en overige niet-monetaire financiële intermediairs. Voor effectiseringsinvloeden gezuiverde gegevens, tenzij anders vermeld.
 (2) Vóór februari 2010 niet voor effectiseringsinvloeden gezuiverde gegevens.

die de groei in het begin van het jaar hadden opgedreven – zoals de significante activiteitsopleving in de bouwnijverheid en een aantal budgettaire stimuli – waren immers verdwenen, terwijl de vertraagde weerslag van vroegere stijgingen van de aardolieprijzen en een aanzienlijke matiging in de groei van de wereldhandel een negatief effect uitoefenden. De toenemende bezorgdheid over het verloop van de economische bedrijvigheid werd bovendien versterkt door de in verschillende landen genomen budgettaire saneringsmaatregelen en door de uitbreiding van de ongerustheid over de overheidsschuldencrisis. De onrust sloeg van Griekenland, Ierland en Portugal over naar Spanje en naar Italië, die de rente op hun overheidsobligaties tijdens de zomer pijnsnel zagen oplopen. Tegen de achtergrond van een aanzienlijke opflakking van de spanningen op verschillende segmenten van de financiële markten en een bijzonder grote onzekerheid, werden de financieringsvoorwaarden restrictiever en ging het vertrouwen van de economische subjecten, dat tot dan toe hoog was gebleven vanuit historisch perspectief, snel achteruit. In combinatie met een afname van het groeitempo op mondiaal niveau, leidde deze situatie vanaf september tot een forse neerwaartse herziening van de bbp-vooruitzichten betreffende het eurogebied voor 2011 en vooral voor 2012. Bovendien

was de Raad van Bestuur van oordeel dat de risico's met betrekking tot deze projecties neerwaarts gericht waren.

Ondanks een vertraging van de bedrijvigheid, bleef de aan de hand van de HICP gemeten inflatie in een eerste fase toenemen tot 3% in september. Het was evenwel algemeen verwacht dat ze in het najaar een hoogtepunt zou bereiken en in 2012, na het wegebben van de effecten van eerdere stijgingen van de grondstoffenprijzen, geleidelijk zou teruglopen tot een peil dat volledig in overeenstemming is met de prijsstabiliteit. Tegen de achtergrond van een verzwakking van de groei leken de risico's voor de prijsstabiliteit meer evenwichtig. Bovendien is het monetaire groeitempo in het tweede halfjaar bescheiden gebleven, en vertraagde het zelfs aanzienlijk op het einde van het jaar. Zoals blijkt uit de resultaten van de enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied, werden de criteria voor de kredietverlening verstrengd, wat zowel de verscherping van de balansrestricties als de perceptie van toegenomen risico's weerspiegelde. Samen met de neerwaarts gerichte vraag drukte deze verstrenging het verloop van de bancaire kredietverlening aan de huishoudens en ondernemingen. De opgetekende groei van het aggregaat M3, van zijn kant, weerspiegelde sterk het verloop van de interbancaire transacties via centrale tegenpartijen. Deze groei versnelde in de loop van de zomer,

GRAFIEK 19 ENQUÊTE VAN HET EUROSISTEEM NAAR DE BANCAIRE KREDIETVERLENING IN HET EUROGEBIED⁽¹⁾
(kwartaalgegevens)



Bron: ECB.

(1) Nettoprocentages van de antwoorden van de banken op de enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening, die aangeven in welke mate de criteria voor het verlenen van kredieten verstrengd (–) werden, alsook of de vraag naar kredieten gestegen of gedaald (–) is.

toen de banken tegen de achtergrond van oplopende financiële spanningen meer gebruik maakten van de gewaarborgde markt, maar nam aan het einde van het jaar af, waarschijnlijk als gevolg van de nieuwe niet-conventionele maatregelen die de Raad van Bestuur van de ECB trof. Tot slot heeft de versnelling van de stijging van het aggregaat M1 vanaf augustus wellicht de wens geïllustreerd om meer liquiditeiten aan te houden in tijden van onzekerheid.

Gelet op de tekenen van een sterker dan verwachte vertraging van de economische bedrijvigheid in het eurogebied en ondanks de nog altijd hoge inflatie, achtte de Raad van Bestuur het passend de beleidsrente twee keer op rij met 25 basispunten te verlagen, namelijk op 3 november en 8 december. De Raad was immers van mening dat de matiging van de mondiale groei en de ongunstige gevolgen van de spanningen op de financiële markten voor de financieringsvoorwaarden en voor het vertrouwen een bedreiging vormden voor de economische groei in het eurogebied. In die omstandigheden oordeelde hij dat de inflatoire druk sneller zou afnemen dan verwacht en dat een verlaging van de beleidsrentetarieven zou bijdragen tot het behoud van de prijsstabiliteit op middellange termijn.

Hoewel het peil van de inflatie gedurende heel het jaar relatief hoog was, bleven de inflatieverwachtingen op

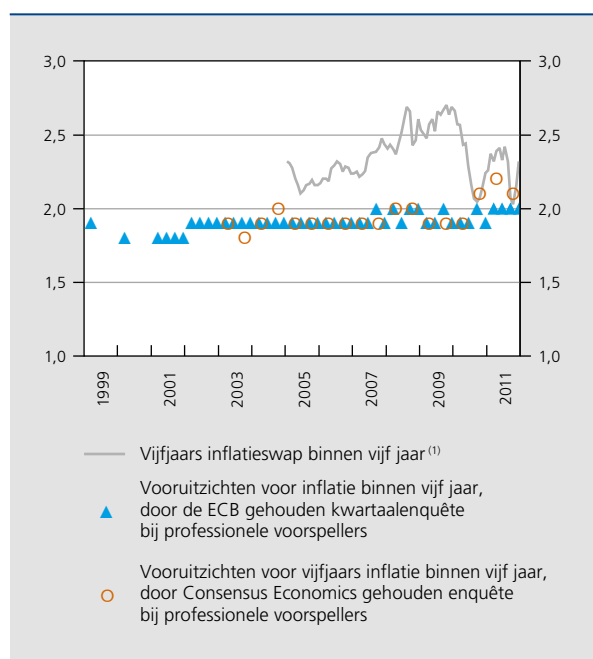
lange termijn op basis van enquêtegegevens en financiële gegevens stevig verankerd. De inflatieverwachtingen uit de enquêtes bij professionele voorspellers van de ECB en van Consensus Economics bleven stabiel in de buurt van 2 %. De verwachtingen van de financiële markten waren dan weer opwaarts gericht in de eerste helft van het jaar, maar na een daling in het tweede semester stonden ze weer op een peil dichterbij de buurt van 2 %. Deze laatste maatstaven, die berusten op inflatieswaps, zijn volatieler en doorgaans hoger dan die van de enquêtes, aangezien ze naast de eigenlijke inflatievooruitzichten ook risicopremies inhouden die met de tijd veranderen en die het signaal betreffende de verwachtingen vertroebelen, vooral in een klimaat van financiële spanningen.

Maatregelen ter vrijwaring van de transmissie van het monetair beleid

Ondanks bemoedigende economische ontwikkelingen, bleef de onzekerheid als gevolg van de overheidsschuldencrisis gedurende de volledige **eerste jaarthelft** groot. Tegelijk met de beslissingen om de beleidsrente te verhogen, heeft de Raad van Bestuur dan ook een aantal maatregelen verlengd die hij had genomen tijdens de periodes van hevige spanningen op de financiële markten in het najaar van 2008 en het voorjaar van 2010. De Raad heeft immers geoordeeld dat deze maatregelen noodzakelijk bleven voor het behoud van de financiële stabiliteit en de goede transmissie van het monetair beleid, essentiële voorwaarden voor het handhaven van de prijsstabiliteit. Dit onderscheid tussen de conventionele maatregelen, namelijk het sturen van de beleidsrentetarieven, en de niet-conventionele maatregelen inzake liquiditeitsverstrekking en de aankoop van effecten strookt met het 'principe van scheiding' tussen de koers en de tenuitvoerlegging van het monetair beleid. Dit principe, dat ten grondslag ligt aan het beslissingsproces van de Raad van Bestuur, is een belangrijk kenmerk van het flexibele monetairbeleidskader waarover het Eurosysteem beschikt.

De eerste niet-conventionele maatregel die werd gehandhaafd, is de uitvoering van de herfinancieringstransacties van het Eurosysteem in de vorm van 'vasterentetenders met volledige toewijzing'. Voor de – op wekelijkse basis uitgevoerde – basisherfinancieringstransacties en de uitzonderlijke transacties waarvan de looptijd samenvalt met een reserveaanhoudingsperiode – namelijk ongeveer een maand – wordt een rentetarief toegepast dat gelijk is aan het op het ogenblik van de toewijzing geldende centrale beleidsrentetarief. Voor de langerlopende transacties stemt dit overeen met de gemiddelde rente op de basisherfinancieringstransacties die worden uitgevoerd gedurende heel de looptijd van de betreffende transactie.

GRAFIEK 20 INFLATIEVERWACHTINGEN OP LANGE TERMIJN IN HET EUROGEBIED
(veranderingspercentages op jaarbasis)



Bronnen: Bloomberg, Consensus Economics, ECB, NBB.

(1) Impliciete inflatie afgeleid uit swaps die het inflatierisico in het eurogebied dekken, voor een periode van vijf jaar die vijf jaar na het sluiten van de overeenkomst start.

In tegenstelling tot de normale praktijk, waarbij de herfinancieringstransacties worden uitgevoerd als concurrentiële rentetenders, biedt deze procedure de banken de zekerheid dat ze de gevraagde liquiditeiten integraal ontvangen. Zo vermindert ze de liquiditeitsbeperkingen van deze laatste als de interbancaire markt beheerst wordt door wantrouwen en maakt ze het mogelijk de kredietverstrekking aan huishoudens en ondernemingen tegen betaalbare rentetarieven te vrijwaren. Deze maatregel was in oktober 2008 goedgekeurd in het kader van het 'beleid van verruimde kredietondersteuning', dat was ingevoerd als reactie op de oplopende financiële spanningen ten gevolge van het faillissement van Lehman Brothers. De maatregel was begin 2010 tijdelijk opgeschort voor de reguliere transacties op drie maanden, maar werd opnieuw ingevoerd in mei van datzelfde jaar, in de nasleep van de eerste grote golf van spanningen in verband met de overheidsschuldencrisis.

De tweede maatregel die werd gehandhaafd, is het programma voor de effectenmarkten (SMP) dat in mei 2010 werd goedgekeurd als reactie op de overheidsschuldencrisis. Met dit programma betracht het Eurosysteem voornamelijk, via de aankoop van overheidseffecten op de secundaire markt, de goede werking van de effectenmarkten te herstellen en dus het monetairtransmissiemechanisme te vrijwaren. Overheidseffecten zijn traditioneel een belangrijk element van het transmissieproces, aangezien de rentetarieven ervan fungeren als referentie voor de tarifiering van de andere financiële contracten en voor de vergoeding van vastrentende effecten. Ze worden overigens geregeld gebruikt als waarborg in het kader van interbancaire overeenkomsten. Een excessieve of bruske verandering in de waarde of de beschikbaarheid van deze effecten kan bijgevolg leiden tot een verslechtering van de financieringsvoorwaarden voor de banken en negatieve gevolgen hebben voor het aanbod en voor de prijs van de bancaire kredietverlening aan huishoudens en ondernemingen. Het effect van het SMP op de liquiditeit van de banksector wordt systematisch gesteriliseerd via wekelijkse liquiditeitsabsorberende transacties.

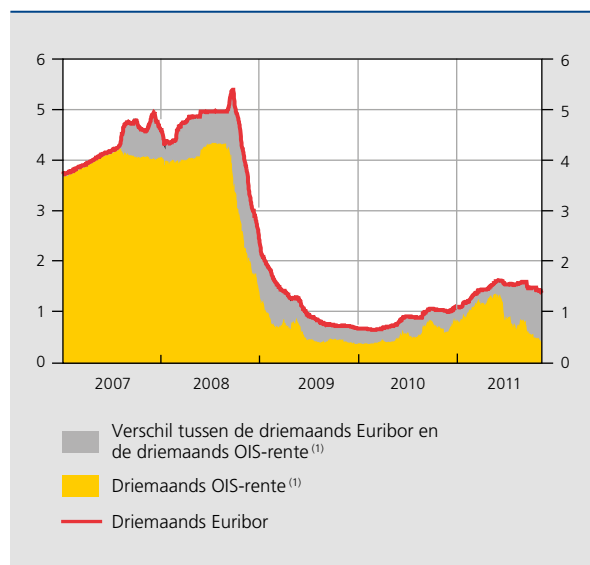
Een andere vroeger genomen maatregel die nog steeds van kracht is in 2011, is de uitbreiding van de lijst van beleenbaar onderpand voor de herfinancieringstransacties. Met betrekking tot dit onderpand had de Raad van Bestuur er in 2010 evenwel voor geopteerd vanaf 1 januari 2011 een progressieve haircut toe te passen op activa met een minder goede rating. Voorts werden de swapovereenkomsten met de Federal Reserve gehandhaafd. Krachtens deze overeenkomsten kan het Eurosysteem liquiditeiten in VS-dollar verstrekken tegen beleenbaar onderpand. Ook de schrapping van de minimumvereisten inzake rating voor door de Griekse overheid

uitgegeven of gewaarborgde obligaties, tot slot, werd niet gewijzigd. Integendeel, met het oog op het verzekeren van de toegang van de banken van andere landen in grote financiële moeilijkheden tot de liquiditeiten van het Eurosysteem, keurde de Raad van Bestuur op 31 maart en 7 juli soortgelijke maatregelen goed voor effecten die worden uitgegeven of gewaarborgd door respectievelijk de Ierse en de Portugese overheid.

In de tweede helft van het jaar besloot de Raad van Bestuur om nieuwe maatregelen te nemen als reactie op de oplopende financiële spanningen. Als gevolg van nieuwe ongerustheid over het vermogen van Griekenland om zijn schuld terug te betalen, zijn de spanningen op verschillende markten voor overheidseffecten van het eurogebied tijdens de zomer immers opnieuw opgelaid. Hoewel de rendementsverschillen ten opzichte van de Duitse Bund opnieuw groter werden voor alle staatsobligaties, werden vooral Italië en Spanje getroffen, waarmee een nieuwe fase aanbrak in de besmetting van de overheidsschuldencrisis. Deze gebeurtenissen gingen gepaard met een algemene verhoging van de aversie voor risicovolle activa en een duidelijke verslechtering van de situatie op de interbancaire markt.

Op de geldmarkt gingen de risicopremies opnieuw omhoog. Terwijl het verschil tussen de Euribor en de OIS-rente op drie maanden tijdens het eerste halfjaar ruim

GRAFIEK 21 DRIEMAANDS RENTETARIEVEN
(daggegevens)



Bronnen: ECB, Thomson Reuters Datastream.

(1) Rente op de Overnight Index Swap: vaste rente betaald door de tegenpartij van een renteswapcontract die voor een periode van drie maanden de daggeldrente (Eonia) ontvangt.

onder 50 basispunten was gebleven, is het geleidelijk gestegen tot bijna 100 basispunten begin december. Het was geleden van begin 2009, in het eerste stadium van de financiële crisis, dat een dergelijk peil nog was opgetekend. Deze stijging van de risicopremie werd echter ruimschoots gecompenseerd door een daling van de OIS-rente, als gevolg van een neerwaartse herziening van de verwachtingen inzake de beleidsrente, tegen de achtergrond van een vertraging van de economische bedrijvigheid. De driemaands Euribor, die een referentietarief is voor het vaststellen van de rente voor de kredietverlening aan de private sector, is dan ook relatief stabiel gebleven, met een lichte daling in de nasleep van de verlagingen van de beleidsrentetarieven in november en december.

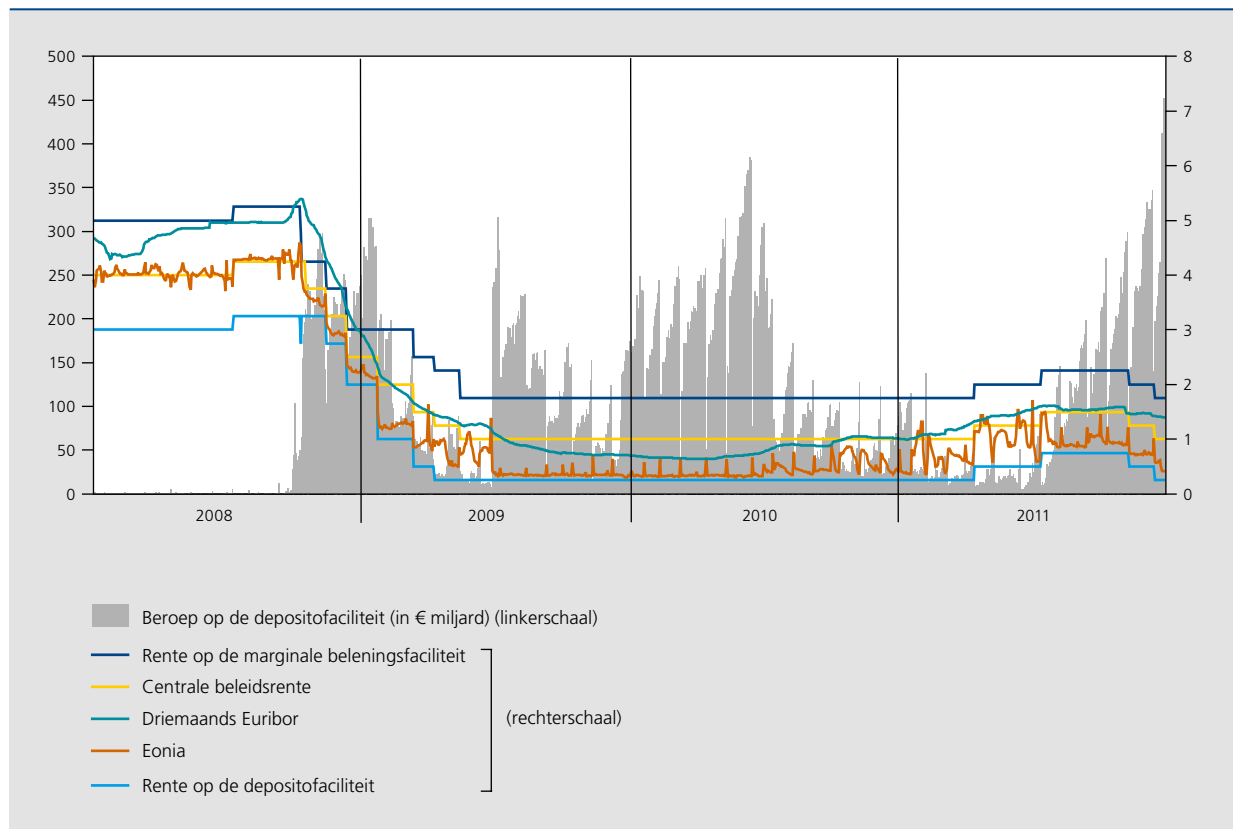
De terughoudendheid van de kredietinstellingen om elkaar krediet te verlenen, kwam eveneens tot uiting in een intenser beroep op de leningen van het Eurosysteem vanaf augustus. Het liquiditeitsoverschot op de geldmarkt is dan ook aanzienlijk toegenomen, van gemiddeld € 30 miljard tijdens de eerste zes maanden van het jaar tot bijna € 150 miljard in september en meer dan

€ 300 miljard in december. In dat verband is het belangrijk erop te wijzen dat het ruimere gebruik van de depositofaciliteit de nagenoeg automatische tegenpost is van het toegenomen beroep op de herfinancieringstransacties van het Eurosysteem. De aldus geïnjecteerde liquiditeit kan immers slechts zeer gedeeltelijk en met vertraging aanleiding geven tot een stijging van de vraag naar biljetten of een toename van de reserveverplichtingen, de belangrijkste mogelijke 'lekken' in het gesloten circuit van het centralebankgeld binnen het bancaire stelsel. De groei van de deposito's bij het Eurosysteem illustreert derhalve de spanningen op de interbancaire markt, maar geeft amper informatie over het verloop van de kredietverlening door de banken en hun effectenportefeuille.

Parallel met deze toename van de liquiditeit is de daggeldrente op de interbancaire markt (Eonia), die tot half juli volatiel was gebleven en herhaaldelijk tot boven de centrale beleidsrente klom, meer systematisch teruggelopen naar een peil in de buurt van de rente op de depositofaciliteit. Het verloop van de Eonia volgt een vrij eenvoudige logica, die zowel verband houdt met het

GRAFIEK 22 BEROEP OP DE DEPOSITOFACILITEIT EN GELDMARKTRENTE IN HET EUROGEBIED

(daggegevens)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ECB.

beleid van onbeperkte liquiditeitsverstrekking door het Eurosysteem als met het peil van het vertrouwen op de niet-gewaarborgde interbancaire markt. Wanneer de spanningen op deze laatste oplopen, heeft slechts een handvol banken – de meest gezonde – toegang tot deze financieringsbron en benadert de Eonia doorgaans de rente op de depositofaciliteit, zijn natuurlijke bodemwaarde. De andere banken met een liquiditeitstekort moeten immers meer lenen bij het Eurosysteem om zich tegen aanvaardbare voorwaarden te herfinancieren, terwijl de banken met een overschot aan liquiditeiten deze laatste bij het Eurosysteem plaatsen tegen de rente op de depositofaciliteit. Als het vertrouwen daarentegen verbetert, vinden sommige banken beetje bij beetje opnieuw de weg naar de niet-gewaarborgde markt, tegen rentetarieven die lager zijn dan de rente op de basisherfinancieringstransacties van de ECB. Het onderscheid dat dan ontstaat tussen de debiteuren op de interbancaire markt trekt de Eonia omhoog.

De spanningen die de overheidsschuldencrisis veroorzaakte op de interbancaire markt hebben de banken ertoe aangezet hun kredietverleningscriteria te verstrengen en

bedreigden bijgevolg de goede transmissie van het monetair beleid. Teneinde de financieringsproblemen van de banken te verlichten, heeft de Raad van Bestuur vanaf augustus dan ook stapsgewijs nieuwe niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen goedgekeurd. Zijn eerste beslissing bestond erin een nieuwe liquiditeitsverstrekende transactie op zes maanden uit te voeren tegen een vaste rente en met volledige toewijzing, waarbij de toegepaste rentevoet gelijk zou zijn aan de gemiddelde rente op de basisherfinancieringstransacties die worden uitgevoerd gedurende heel de looptijd van de transactie. Voorts heeft de Raad het SMP gereactiveerd nadat de Italiaanse en de Spaanse overheid nieuwe structurele en budgettaire maatregelen hadden aangekondigd. Tot dan toe waren de aankopen geconcentreerd in de weken na de tenuitvoerlegging van het programma in mei 2010 en van april tot juli 2011 was dit laatste inactief gebleven. Van augustus tot december 2011 werd voor een bedrag van € 137,5 miljard overheidspapier gekocht, wat de portefeuille van aangekochte effecten – die tegen de aankoop-prijs worden gewaardeerd – sedert de inwerkingtreding van het programma op € 211,5 miljard bracht, of 7,7% van de geconsolideerde balans van het Eurosysteem.

Kader 2 – De recente transmissie van het monetair beleid in het eurogebied

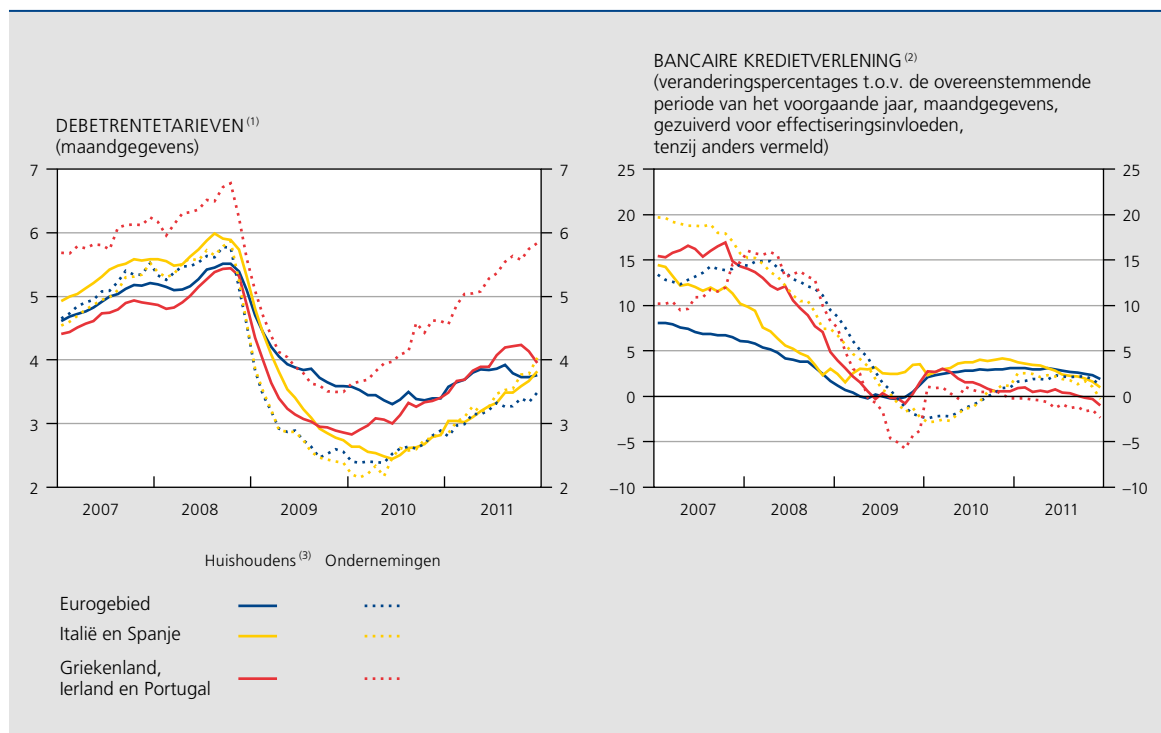
De besmettingseffecten van de overheidsschuldencrisis hebben een rechtstreekse weerslag gehad op de balansen van de banken in het eurogebied en hun liquiditeits- en solvabiliteitsposities gedrukt. Tegen die achtergrond hebben de banken doorgaans hun kredietverlening beperkt en de stijging van hun eigen financieringskosten doorberekend in de rentetarieven op kredieten die ze verstrekken aan huishoudens en niet-financiële vennootschappen. Aangezien de banken traditioneel een groter aandeel nationale overheidsobligaties aanhouden en de rente op dat overheidspapier een referentiefunctie vervult in de vorming van de andere rentetarieven van de economie, kwamen deze ontwikkelingen bijzonder sterk tot uiting in de landen die het hardst door de overheidsschuldencrisis werden getroffen.

Zo hebben zich vanaf de eerste golf van verscherping van de overheidsschuldencrisis in het voorjaar van 2010 een aantal uiteenlopende ontwikkelingen inzake de transmissie van het monetair beleid voorgedaan tussen de landen van het eurogebied. Sedertdien zijn bijvoorbeeld de bancaire rentetarieven, zowel voor de huishoudens als voor de niet-financiële vennootschappen, in Griekenland, Ierland en Portugal sterker toegenomen dan in de rest van het eurogebied. Bovendien zijn ze vanaf de zomer van 2011 aanzienlijk gestegen in Italië en Spanje, als gevolg van de zeer duidelijke besmetting van deze twee landen met de overheidsschuldencrisis. Het volume van de leningen lijkt onder invloed van de verheviging van de overheidsschuldencrisis sterker te zijn beperkt in de landen die het meest te lijden hadden van de financiële spanningen. Zo was de gemiddelde groei van de kredietverlening aan huishoudens en niet-financiële vennootschappen in Griekenland, Ierland en Portugal gedurende heel 2010 neerwaarts gericht, terwijl de groei van de leningen aan de private sector van het eurogebied als geheel over dezelfde periode een stijging heeft laten optekenen.

De financieringsmoeilijkheden van de kredietinstellingen als gevolg van de overheidsschuldencrisis zijn evenwel niet de enige oorzaak van deze ontwikkelingen. Zo weerspiegelt het lage peil van de groei van de kredietverlening aan de private sector in verschillende landen in moeilijkheden eveneens het algemene gebrek aan vertrouwen van



BANCAIRE FINANCIERING VAN DE PRIVATE SECTOR IN HET EUROGEBIED



Bronnen: ECB, NBB.

(1) Rentetarieven voor nieuwe leningen, gewogen aan de hand van de bedragen van deze laatste en het bbp van de respectieve landen, alle looptijden.

(2) Weging aan de hand van het bbp van de respectieve landen, vóór februari 2010 niet voor effectiseringsinvloeden gezuiverde gegevens.

(3) Uitsluitend rentetarieven voor woningkredieten.

de economische subjecten en de zwakte van de bedrijvigheid. Voorts compenseert het vaak de uitwassen van het verleden, die geleid hebben tot een hoog schuldpeil van de private sector. Wat de rente betreft, kunnen sommige ontwikkelingen overigens worden verklaard door de gebruiken van de economische subjecten inzake krediet. Een grotere neiging van de huishoudens of de niet-financiële vennootschappen om te lenen tegen een variabele rente versterkt bijvoorbeeld de schommelingen van de gemiddelde tarieven, zowel opwaarts als neerwaarts. In dat opzicht moeten de sterkere veranderingen van de rente op kredieten aan huishoudens in Italië en Spanje behoedzaam worden geïnterpreteerd.

De overheidsschuldencrisis vormt een belangrijke uitdaging voor de goede transmissie van het monetair beleid in het eurogebied. Om die transmissie te vrijwaren, heeft de Raad van Bestuur in mei 2010 een programma voor de effectenmarkten goedgekeurd. Het dient opgemerkt dat dit programma weliswaar de effecten van de overheidsschuldencrisis voor de rest van de economie heeft kunnen beperken, maar de oorzaken ervan niet wegneemt; dat laatste is een opdracht voor de staten.

Op 15 september werd beslist drie extra liquiditeitsverschaffende transacties op drie maanden in VS-dollar uit te voeren, respectievelijk in oktober, november en december 2011. Dergelijke transacties bestonden reeds op wekelijkse basis, maar in het licht van de grotere moeilijkheden van de kredietinstellingen van het eurogebied om zich te

financieren in dollar, werd het noodzakelijk geacht leningen met een langere looptijd aan te bieden.

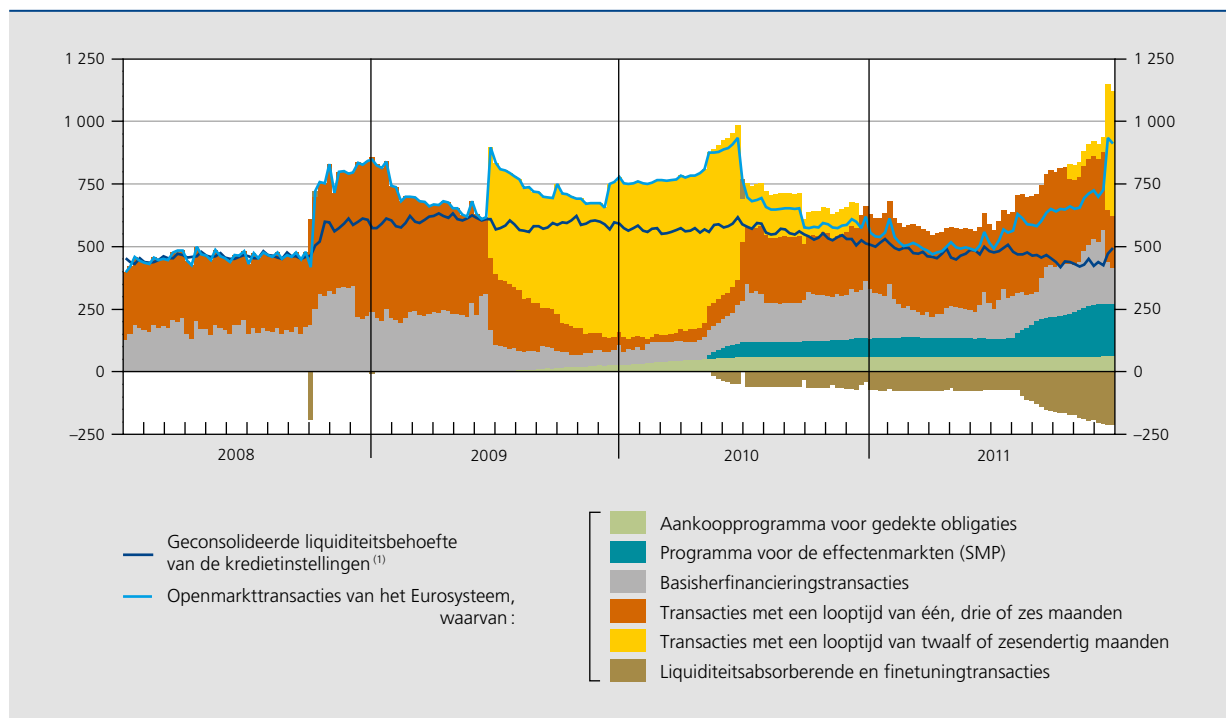
In oktober keurde de Raad van Bestuur een aanzienlijk pakket bijkomende niet-conventionele maatregelen goed. Allereerst besloot hij twee nieuwe langerlopende

transacties uit te voeren, een in oktober, met een looptijd van twaalf maanden en de andere in december, met een looptijd van dertien maanden, volgens een procedure van volledige toewijzing, tegen de gemiddelde rente van de basisherfinancieringstransacties die worden uitgevoerd gedurende heel de looptijd van de transacties. Deze verlenging van de termijn voor de liquiditeitsverstrekking had tot doel de onzekerheid van de banken in verband met hun financiering te verminderen en hen zo ertoe aan te zetten de kredietverlening aan de economie niet te onderbreken. Daarnaast kondigde de Raad van Bestuur aan dat alle herfinancieringstransacties tot medio 2012 zouden worden blijven uitgevoerd volgens een procedure van volledige toewijzing en tegen een vaste rente. Tot slot besloot hij een tweede aankoopprogramma voor gedekte obligaties op te zetten. Er werd gekozen voor deze effecten omdat ze een substantiële financieringsbron vormen voor de banken van het eurogebied en de situatie op deze markt bijgevolg een belangrijke determinant is voor het vermogen van deze instellingen om krediet te verlenen aan hun eigen cliënteel. Terwijl krachtens het eerste aankoopprogramma tussen juli 2009 en juni 2010 een portefeuille gedekte obligaties voor een totaal bedrag van € 60 miljard was aangekocht,

voorzag het nieuwe programma in aankopen naar rata van € 40 miljard in totaal over een periode van een jaar vanaf november 2011.

Op 30 november kondigden de Bank of Canada, de Bank of England, de Bank of Japan, de ECB, de Federal Reserve en de Schweizerische Nationalbank een gecoördineerde actie aan om de spanningen op de financiële markten te temperen en dus de invloed ervan op de kredietverstrekking aan de private sector te beperken. De centrale banken beslisten het rentetarief dat wordt toegepast in het kader van het bestaande tijdelijke systeem voor de wederzijdse uitwisseling van valuta's (swaps in VS-dollar) met 50 basispunten te verlagen en het zo terug te brengen tot de OIS-rente in VS-dollar plus 50 basispunten. De overeenstemmende swapovereenkomsten werden verlengd tot 1 februari 2013. Bovendien zullen de ECB en drie andere centrale banken leningen in dollar op drie maanden blijven toewijzen. Als voorzorgsmaatregel werd tot slot beslist tijdelijke bilaterale akkoorden inzake valutaswaps te sluiten, zodat op elk grondgebied liquiditeiten kunnen worden verstrekt in elk van de valuta's indien de marktomstandigheden dat zouden vereisen.

GRAFIEK 23 GECONSOLIDEERDE LIQUIDITEITSBEHOEFTE EN OPENMARKTTRANSACTIES VAN HET EUROSISTEEM ⁽¹⁾
(uitstaande bedragen aan het einde van de week, in € miljard)



Bron: ECB.

(1) Liquiditeitsbehoefte afkomstig van 'autonome factoren', zoals de vraag naar biljetten en de reserveverplichtingen. Het verschil tussen de openmarkttransacties van het Eurosysteem en deze liquiditeitsbehoefte is het liquiditeitsoverschot of -tekort (-) op de geldmarkt. Dit laatste komt overeen met het saldo van het beroep van de kredietinstellingen op de permanente deposito- en marginale beleningsfaciliteiten, plus de vrije reserves.

Op 8 december keurde de Raad van Bestuur een nieuwe reeks niet-conventionele maatregelen goed in het kader van zijn aanhoudende inspanningen om de liquiditeit van de banken te ondersteunen en de werking van de interbancaire markt van het eurogebied te vergemakkelijken. Ten eerste besloot hij twee langerlopende herfinancieringstransacties met een looptijd van 36 maanden uit te voeren, in december 2011 en in februari 2012, volgens de procedure van volledige toewijzing, tegen een rente die overeenstemt met de gemiddelde rente op de basisherfinancieringstransacties die worden uitgevoerd gedurende de respectieve looptijd van deze transacties. Teneinde de banken meer flexibiliteit te bieden, gold voor deze transacties bovendien een optie tot vervroegde terugbetaling na een jaar. De eerste transactie, die werd uitgevoerd in december, verving de in oktober aangekondigde transactie op dertien maanden, terwijl de kredietinstellingen de mogelijkheid kregen het totaalbedrag dat werd toegekend krachtens de in oktober uitgevoerde transactie op twaalf maanden over te dragen naar deze transactie op 36 maanden. Bij deze transactie werd een bedrag van € 489,2 miljard toegewezen en vond een nettoliquiditeitsinjectie van ongeveer € 210 miljard plaats. Ten tweede wilde de Raad van Bestuur de lijst van als onderpand voor de leningen van het Eurosysteem aanvaarde activa uitbreiden, door de vereiste minimale rating voor bepaalde effecten met activa als onderpand (*Asset-Backed Securities* – ABS) te verlagen en de nationale centrale banken toe te staan

bancaire leningen die beantwoorden aan specifieke criteria als onderpand te aanvaarden. Ten derde werd het percentage voor de reserveverplichtingen verlaagd van 2 tot 1% vanaf de reserveaanhoudingsperiode die begon op 18 januari 2012. Dit vermindert de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte van de kredietinstellingen en zorgt ervoor dat een gedeelte van de als onderpand voor de leningen van het Eurosysteem gebruikte activa vrijkomt.

Al deze niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen moeten de financiële intermediatie in periodes van grote spanningen op de markten ondersteunen. Ze bieden evenwel geen duurzame oplossing voor de financiële moeilijkheden van de staten of de kredietinstellingen. Integendeel, op lange termijn kunnen ze ongewenste effecten hebben, in de zin dat ze voor de betrokken actoren – banken en overheden – de prikkels verminderen om de noodzakelijke balansaanpassingen door te voeren. Eveneens op lange termijn kunnen dergelijke maatregelen bovendien, in combinatie met een accommoderende monetairbeleidskoers, het nemen van excessieve risico's door de economische subjecten in de hand werken en dus een ongunstige impact hebben op de groei en de prijsstabiliteit. Deze maatregelen zijn weliswaar een antwoord op verstoringen, maar ze dreigen er andere te veroorzaken als ze te lang in stand worden gehouden. In dat verband heeft de Raad van Bestuur voortdurend herhaald dat de maatregelen per definitie uitzonderlijk waren en tijdelijk van aard.