Wereldeconomie en eurogebied

1. Wereldeconomie en eurogebied

1.1 Tegenspoed heeft de wereldeconomie in 2015 vertraagd

De mondiale bedrijvigheid, die na de financiële crisis en de daaropvolgende recessie slechts moeizaam kon terugkeren naar een bevredigend groeipad, had in 2015 andermaal te kampen met toenemende onzekerheid en economische tegenslagen. Zo boette ze opnieuw aan kracht in, vooral onder invloed van de groeivertraging in China, die tevens de bedrijvigheid in andere opkomende landen en de wereldhandel drukte. In die context nam tegen de zomer ook de onzekerheid toe, wat in de hand werd gewerkt door de vrees dat een minder gunstige omgeving en een mogelijke ommekeer in de alsnog zeer

TABEL 1 BBP IN DE VOORNAAMSTE ECONOMIEËN

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

				p.m. Bijdrage tot de groei van het mondiaal bbp	*p.m. Aandeel van het mondiaal bbp*[1]	
	2013	2014	2015	*2015*	*2009*	*2014*
Geavanceerde landen	1,1	1,8	1,9	*0,8*	*47,3*	*42,9*
waarvan:						
Verenigde Staten	1,5	2,4	2,5	*0,4*	*17,4*	*15,9*
Japan	1,6	0,0	0,6	*0,0*	*4,9*	*4,4*
Eurogebied	–0,3	0,9	1,6	*0,2*	*15,1*	*12,2*
Verenigd Koninkrijk	2,2	2,9	2,5	*0,1*	*2,6*	*2,4*
Opkomende landen	5,0	4,6	4,0	*2,3*	*52,7*	*57,1*
waarvan:						
Opkomende landen van Azië	7,0	6,8	6,6	*2,0*	*25,0*	*29,9*
waarvan:						
China	7,7	7,3	6,9	*1,1*	*13,3*	*16,6*
Centraal- en Oost-Europa	2,9	2,8	3,4	*0,1*	*3,3*	*3,3*
Rusland	1,3	0,6	–3,7	*–0,1*	*3,5*	*3,3*
Latijns-Amerika	2,9	1,3	–0,4	*0,0*	*8,7*	*8,6*
Wereld	3,3	3,4	3,1	*3,1*	*100,0*	*100,0*
p.m. Wereldhandel[2]	*3,2*	*3,4*	*2,6*			

Bronnen: EC, IMF.
(1) Volgens de definities van het IMF en berekend op basis van de koopkrachtpariteiten.
(2) Gemiddelde van de in- en uitvoer van goederen en diensten.

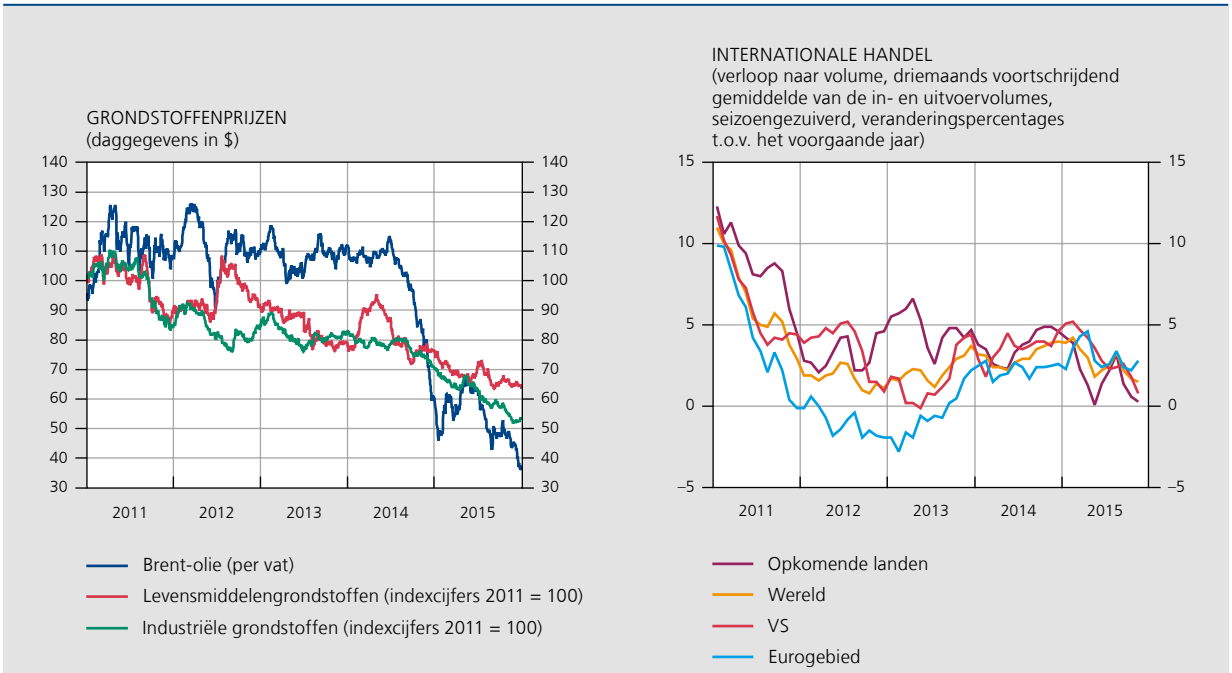
voordelige financiële voorwaarden in bepaalde economieën belangrijke kwetsbaarheden aan het licht zouden brengen. Versterkt door geopolitieke spanningen, hadden deze ontwikkelingen op hun beurt een nadelige invloed op het algemene economische klimaat. In de meeste geavanceerde landen bleven de effecten vooralsnog echter beperkt en trok de groei zelfs verder aan, ondersteund door de lage olieprijzen en een accommoderend monetair beleid. De opleving in het eurogebied en Japan bleef weliswaar vrij gematigd, terwijl de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk ook in het verslagjaar een robuust herstel lieten optekenen.

De groei in de opkomende economieën is vertraagd

De groei van de Chinese economie is in 2015 verder vertraagd, maar hij blijft nog steeds robuust. Zo steeg de bedrijvigheid er met 6,9 %, weliswaar een stuk lager dan de stijging met 7,3 % tijdens het voorgaande jaar en de piek van 14,2 % in 2007. Op basis van het bbp, uitgedrukt in koopkrachtpariteiten, werd China in 2014 de grootste economie ter wereld. De groei werd in hoge mate gedragen door de toenemende consumptie, die werd ondersteund door de stijgende reële inkomens. De investeringen stonden daarentegen sterk onder druk, vooral in de zware industrie en in de vastgoedsector.

De geleidelijke groeivertraging in China is voornamelijk het gevolg van de overgang van een investerings- en exportgerichte economie naar een groeimodel dat meer gebaseerd is op consumptie en diensten. De Chinese autoriteiten staan daarbij voor een delicate evenwichtsoefening. Enerzijds dienen ze immers te voorkomen dat de groei te bruusk terugloopt en, anderzijds, moeten ze ervoor zorgen dat de kwetsbaarheden in een aantal bedrijfstakken zoals de vastgoedsector en de financiële sector, niet verder toenemen. Om de negatieve effecten van die herbalancering van de economie enigszins te beperken, hebben de Chinese autoriteiten in 2015 opnieuw een aantal finetuningsmaatregelen getroffen. Zo hebben ze onder meer de uitgaven voor infrastructuur verhoogd en het monetair beleid geleidelijk versoepeld. Volgens de berekeningen van de OESO bedroeg die fiscale stimulus in 2015 ongeveer 1,5 % bbp. Daarnaast deed de Chinese regering de beslissing van 2014 teniet waarbij lokale overheden niet langer gebruik mochten maken van de door hen opgerichte financieringsvehikels om hun investeringen buiten de begroting te financieren. Op monetair en financieel vlak werden de referentierentes op leningen en op deposito's met een looptijd van één jaar sinds november 2014 zes keer neerwaarts aangepast. Ze bedragen nu respectievelijk 4,35 % en 1,5 %, tegen 6 % en 3 % vóór de aanvang van die nieuwe accommoderende

GRAFIEK 1 DE GROEIVERTRAGING IN DE OPKOMENDE LANDEN DRUKT DE GRONDSTOFFENPRIJZEN EN DE INTERNATIONALE HANDEL



Bronnen: CPB, Thomson Reuters Datastream.

cyclus. In de loop van het jaar werd de coëfficiënt van de reserves die de kredietinstellingen bij de People's Bank of China moeten aanhouden in vijf stappen verlaagd van 19,5 % tot 17 %. Het mogelijke expansieve effect van die verlagingen mag evenwel niet worden overschat, aangezien het deels werd geneutraliseerd door de recente vermindering van de deviezenreserves, die leidde tot een daling van het liquiditeitsoverschot van het bankwezen. In augustus en december 2015 heeft de People's Bank of China haar wisselkoersbeleid aangepast, wat een depreciatie van de renminbi teweegbracht. Ten slotte werden opnieuw belangrijke stappen gezet om de rentetarieven te liberaliseren: nadat in 2013 de ondergrens voor de rente op kredieten was afgeschaft, werd in oktober het maximumpeil voor de depositorente opgeheven.

De uitvoer leverde een negatieve bijdrage tot de Chinese groei, als gevolg van de zwakke buitenlandse vraag en de voorafgaande appreciatie van de renminbi. Voorts nam ook de invoergroei sterk af. Die aanzienlijke vertraging kan onder meer worden toegeschreven aan de daling van de uitvoer, waarvan de invoerintensiteit erg hoog is, en aan de bovenvermelde herbalancering van de Chinese economie naar meer consumptie en diensten, die minder handelsintensief zijn dan de investeringen en de nijverheid. De impact daarvan was vooral voelbaar in de grondstoffenexporterende landen en de overige Aziatische landen, aangezien de Chinese buitenlandse handel sterk regionaal gericht is. India bleef echter relatief gespaard en vertoonde dit jaar opnieuw een groei met 7,3 %. De Indiase economie werd met name ondersteund door de particuliere consumptie en door de genomen structurele maatregelen, die een positieve invloed hadden op de investeringen. Al met al bleef Azië, ongerekend Japan, de meest dynamische opkomende regio, met een groei die 6,6 % beliep.

Parallel met de zwakkere bedrijvigheid en de inspanningen van China – een van de grootste verbruikers van grondstoffen ter wereld – om de energie-intensiteit van zijn productie en consumptie te verlagen, is de vraag naar grondstoffen sterk afgenomen. De grondstoffenprijzen zetten in 2015 dan ook hun neerwaartse trend voort. Na hun scherpe daling sinds medio 2014 namen de olieprijzen aan het begin van het jaar weliswaar tijdelijk weer toe, maar tegen het einde van het jaar zakten ze geleidelijk tot onder $ 40 per vat, terwijl ze omstreeks het midden van 2014 nog ongeveer $ 110 per vat bedroegen. Geconfronteerd met die negatieve ruilvoetschok, ging de bedrijvigheid in de grondstoffenexporterende landen er dan ook sterk op achteruit. In de landen waar de inkomsten uit de olie-uitvoer nagenoeg volledig aan de overheid toekomen, zoals in het Midden-Oosten, zijn de gevolgen bovendien zeer goed voelbaar in de begroting. Na een zwakke groei met 1,3 % in 2014, nam de activiteit in Latijns-Amerika in 2015 met 0,4 % af. Dat resultaat weerspiegelt grotendeels de verslechterde situatie in Brazilië, waar een negatieve groei van 3,8 % werd opgetekend. Naast de impact van de scherpe daling van de grondstoffenprijzen speelden ook landspecifieke factoren hier een belangrijke rol. Zo hadden de politieke onzekerheid, de precaire begrotingstoestand en de noodzakelijke begrotingsconsolidatie er een ongunstige invloed op de activiteit. Bovendien trok de inflatie in Brazilië in 2015 sterk aan, tot meer dan 10 % aan het einde van het jaar. Ook de bedrijvigheid in Rusland stond onder druk vanwege de dalende grondstoffenprijzen. Samen met deze factor zorgden de aanhoudende geopolitieke spanningen als gevolg van het conflict in Oekraïne en de daarmee gepaard gaande internationale sancties ook in Rusland voor een diepe recessie, getuige de negatieve groei met 3,7 %. Door belangrijke overloopeffecten liep de bedrijvigheid in de meeste landen van het Gemenebest van Onafhankelijke Staten eveneens sterk terug. Hoewel de gevolgen van de Russische recessie zich uitstrekten tot de Centraal- en Oost-Europese landen, konden deze laatste profijt trekken van de lagere olieprijzen en het geleidelijk herstel in het eurogebied.

De vertraging in de opkomende economieën had een sterke impact op de groei van de wereldhandel. Terwijl het slechts broze herstel van deze laatste in de nasleep van de crisis vooral de krachteloze vraag in het eurogebied weerspiegelde, kan de recente zwakte voornamelijk worden toegeschreven aan de vertragende groei van de invoervolumes in de opkomende landen, voornamelijk in China, Brazilië en Rusland. In sommige maanden van 2015 namen de invoervolumes in verscheidene opkomende regio's zelfs af. Daarnaast blijven ook structurele factoren een rol spelen. Zo worden de mondiale waardeketens sinds de crisis niet meer langer, zodat ze de groei van de wereldhandel niet meer in dezelfde mate ondersteunen als voordien. Hierdoor is de handelselasticiteit, die de groei van de wereldhandel uitdrukt ten opzichte van die van het mondiale bbp, sinds de crisis sterk afgenomen.

Ten slotte leidde de toegenomen ongerustheid over de economische toestand in de opkomende economieën, versterkt door de nakende normalisatie van het monetair beleid in de Verenigde Staten, in verschillende van die landen tot een sterke afname van de kapitaalinstromen en dus tot een aanscherping van de financieringsvoorwaarden. De landen waar een forse kredietgroei had geleid tot interne en externe onevenwichtigheden, zoals Brazilië, Turkije en Zuid-Afrika, werden het meest geraakt. Tegen de achtergrond van het sterk accommoderend monetair

beleid dat de meeste geavanceerde landen na de crisis voerden, hadden veel opkomende landen immers de ruime beschikbaarheid van liquiditeit aangewend om hun economie te ondersteunen. Dit veroorzaakte vooral een sterk oplopende schuldgraad bij de bedrijven, waarvan die schuld vaak voor een belangrijk deel in Amerikaanse dollar en andere buitenlandse valuta luidt.

De geavanceerde economieën hebben goed standgehouden (1)

Terwijl de groei in de opkomende landen vertraagde, hield de economische expansie van de Amerikaanse economie aan en bleef ze aldus in 2015 een belangrijke groeimotor voor de wereldeconomie. Na een zwak eerste kwartaal, dat verband hield met tijdelijke factoren, trok de binnenlandse vraag gedurende de rest van het jaar sterk aan. De particuliere consumptie, die zowat 70 % van het Amerikaanse bbp uitmaakt, werd gedragen door een sterke groei van het reëel inkomen, een solide arbeidsmarkt en een toegenomen nettovermogen van de huishoudens. Het daarmee gepaard gaande herstel van de Amerikaanse huizenmarkt ondersteunde de investeringen in woningen. De overige investeringen konden evenwel niet ten volle profijt trekken van de nog steeds gunstige financieringsvoorwaarden. De verwerkende nijverheid had te lijden onder een verlies aan prijsconcurrentievermogen ten gevolge van de appreciatie van de Amerikaanse dollar. Samen met de sterkere binnenlandse vraag zorgde dat voor een oplopende negatieve groeibijdrage van de netto-uitvoer.

De arbeidsmarkt zette haar herstel van de vorige jaren voort, zodat de werkloosheidsgraad een niveau bereikte dat algemeen, en ook door het Federal Open Market Committee (FOMC), wordt beschouwd als verenigbaar met volledige werkgelegenheid. Andere indicatoren toonden evenwel – zij het in afnemende mate – een persistente onderbenutting op de arbeidsmarkt. Bredere maatstaven van werkloosheid – waarin rekening wordt gehouden met zogeheten ontmoedigde personen of onvrijwillige deeltijdwerkers – en de lage werkgelegenheids- en participatiegraad wezen nog steeds op een onderbenut arbeidspotentieel. Dit laatste vertaalde zich in een aanhoudend geringe stijging van de vergoeding voor de factor arbeid, die er samen met de gedaalde energieprijzen en een appreciërende valuta voor zorgde dat in de loop van het jaar een significante opwaartse druk op de consumptieprijzen uitbleef en de inflatieverwachtingen neerwaarts werden herzien.

(1) De voornaamste macro-economische variabelen voor de grote economieën zijn opgenomen in de tabellen 1 en 2 van de statistische bijlage.

Eind 2015 verwachtte het FOMC echter dat de inflatie op middellange termijn verder zou toenemen tot 2 % – het niveau dat het FOMC in overeenstemming acht met langetermijnprijsstabiliteit – omwille van het wegebben van de tijdelijke dalingen van de energie- en invoerprijzen en van een aanhoudende positieve dynamiek op de arbeidsmarkt. Daarom achtte het FOMC de tijd rijp om op zijn vergadering van 15-16 december de rentecorridor voor de federal funds rente te verhogen met 25 basispunten tot [0,25 % ; 0,50 %]. Deze eerste rentewijziging sinds december 2008 werd tijdens de weken vóór de vergadering grotendeels geanticipeerd door de financiële markten, zodat deze geen bijkomende volatiliteit teweegbracht. Tegelijkertijd gaf het FOMC aan dat het in het komend kalenderjaar slechts een geleidelijke stijging verwacht van de beleidsrente, afhankelijk van de verdere inflatiedynamiek. De begrotingskoers was in 2015 veeleer neutraal. Het structureel primair saldo verbeterde van –1,1 % tot –1,0 % van het potentieel bbp, terwijl de overheidsschuld zich stabiliseerde op het historisch hoge niveau van 111 % bbp.

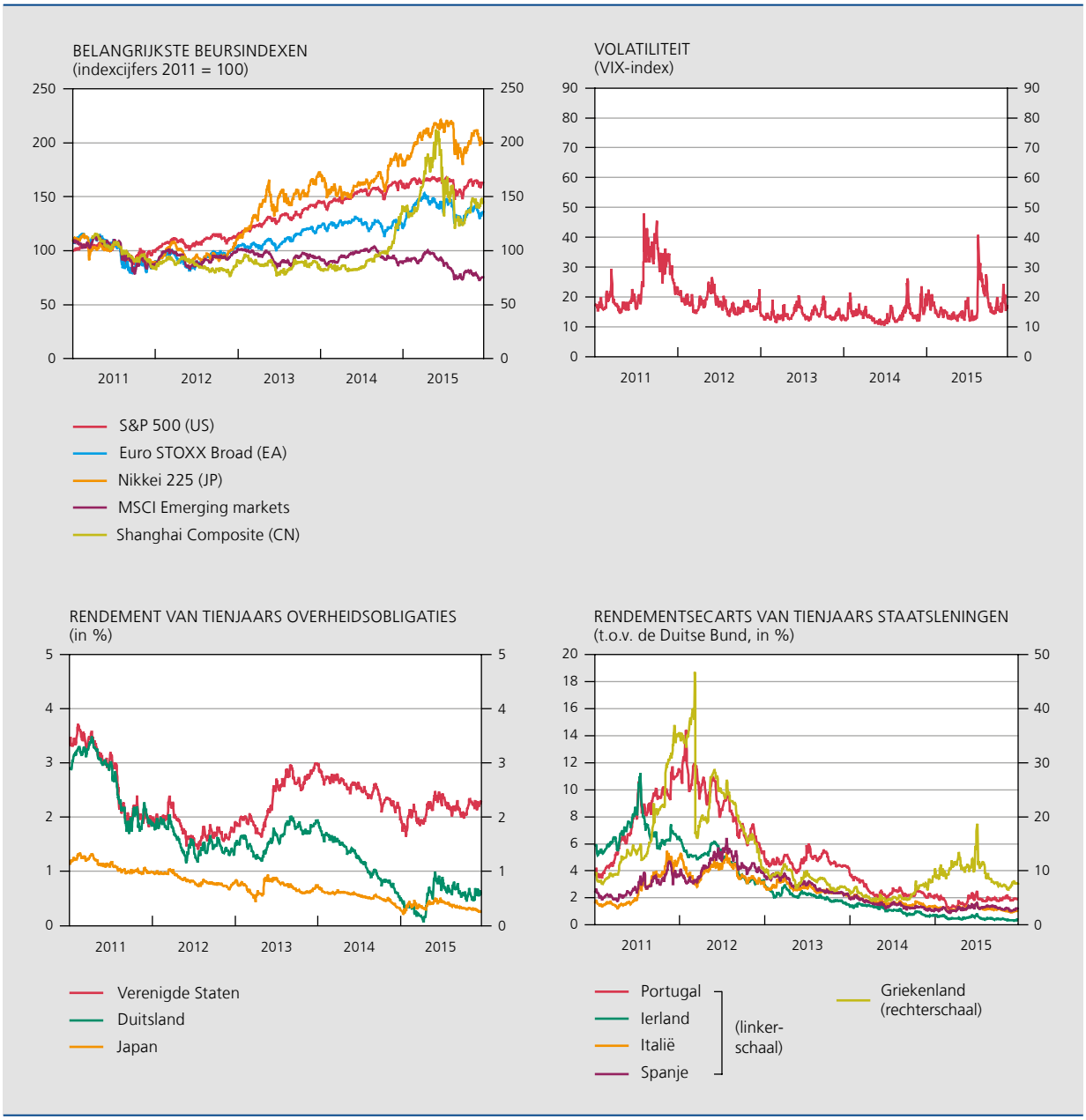
In tegenstelling tot de Amerikaanse economie, bleef die van Japan in 2015 futloos. Na een daling in het tweede kwartaal herstelde het bbp zich slechts matig in het derde kwartaal, zodat het bbp naar volume slechts 0,6 % hoger uitviel dan een jaar eerder. Ondanks een uitermate krappe arbeidsmarkt – de werkloosheidsgraad bereikte een historisch dieptepunt van 3,4 % – en, weliswaar bescheiden, loonstijgingen bleef de particuliere consumptie lusteloos, mede door de snelle toename van de spaarquote van de gezinnen. Ook de dynamiek van de bedrijfsinvesteringen bleef teleurstellend, ondanks een verlaging van de vennootschapsbelastingen, de oplopende winsten en de ongekend hoge liquiditeitsposities van de bedrijven. Bovendien bleek de depreciatie van de Japanse yen onvoldoende om de zwakkere vraag uit de Aziatische opkomende landen, in het bijzonder China, te compenseren.

Het beleid bleef uiterst expansief. Nadat de verruiming van de geldbasis in oktober 2014 opwaarts was herzien tot 80 000 miljard yen per jaar, steeg de balans van de Bank of Japan tot ongeveer 65 % bbp. Hoewel dit de inflatieverwachtingen licht deed toenemen, vertraagde de (kern-)inflatie tot ongeveer 1 %. Op het vlak van de overheidsfinanciën was het terugdringen van het overheidstekort tot 6,7 % bbp onvoldoende om de groei van de overheidsschuld te stoppen. Inmiddels is die schuld opgelopen tot bijna 230 % bbp. Om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën veilig te stellen, is een hogere potentiële groei, zoals die in de derde pijler van Abenomics wordt nagestreefd, absoluut noodzakelijk. In dat kader werden ook aanvullende structurele hervormingen aangekondigd, onder meer om de activiteitsgraad van vrouwen verder te verhogen.

Ondanks de toenemende onzekerheid bleven de voorwaarden op de financiële markten relatief gunstig

Algemeen beschouwd, bleven de financiële voorwaarden, behalve tijdens enkele periodes van verhoogde volatiliteit en voor specifieke marktsegmenten, relatief gunstig. Zo zetten de aandelenmarkten hun in 2013 begonnen opwaartse trend grotendeels voort, zodat ze nieuwe recordhoogtes bereikten. De rendementen op overheidsobligaties bleven laag en de variaties in hun bewegingen weerspiegelden voornamelijk de verschillen in monetair beleid in de diverse economische zones en de marktperceptie dat die zones zich in verschillende conjunctuurfases bevonden. Zo beëindigde de Amerikaanse centrale bank in oktober 2014 haar aankoopprogramma, nadat de arbeidsmarkt en de economie meer algemene tekenen van herstel begonnen te vertonen. De ECB kondigde daarentegen op 22 januari 2015 een uitbreiding van haar aankoopprogramma aan, tegen de achtergrond

GRAFIEK 2 VERHOOGDE VOLATILITEIT OP DE FINANCIËLE MARKTEN TIJDENS DE ZOMER VAN 2015
(daggegevens)



Bron: Thomson Reuters Datastream.

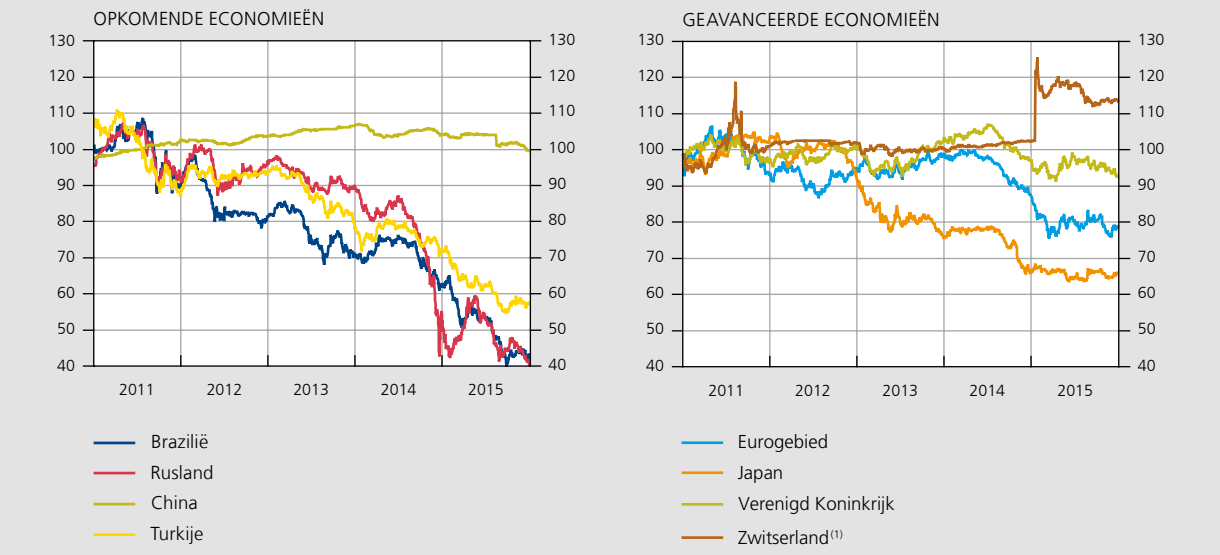
van de zwakker dan verwachte inflatieontwikkelingen in het eurogebied. Terwijl het rendement op staatsobligaties in de Verenigde Staten tijdens de eerste maanden van het jaar een stijgende trend vertoonde, nam het in het eurogebied verder af, zelfs tot een historisch dieptepunt in april. Ook in Japan, waar het monetair beleid eveneens zeer accommoderend was, bleef de rente laag. Ook het rendement op staatsobligaties van de zogeheten perifere landen van het eurogebied daalde aan het begin van het jaar. Omdat de beleggers op zoek gingen naar rendement, was die daling zelfs meer uitgesproken dan voor de overheidsobligaties met een hogere rating, waardoor de ecarts met het rendement op de Duitse Bund afnamen. Enkel de rente op de Griekse staatsobligaties liet in de eerste helft van het jaar een stijging optekenen, tegen de achtergrond van de regeringswisseling en de daaropvolgende impasse in de gesprekken over het financiële hulpprogramma en de economische aanpassingen, alsook de toenemende twijfels over de capaciteit van het land om toegang tot financiering te behouden.

Tegen de zomer nam de volatiliteit op de financiële markten sterk toe. Zo ging het rendement op overheidsobligaties in het eurogebied, na een lange neerwaartse beweging, tijdens het tweede kwartaal opnieuw omhoog. Die stijging was toe te schrijven aan de combinatie van een aantal, soms veeleer technische factoren en weerspiegelde de toenemende twijfels bij de beleggers over de correcte waardering van staatsobligaties na een lange periode van dalende rendementen. Het rendement op Amerikaanse overheidsobligaties zette tijdens de eerste jaarhelft zijn stijgende trend voort. De opwaartse beweging van het rendement op Europese overheidsobligaties ging gepaard met een daling van de Europese aandelenkoersen, die zich achteraf gedeeltelijk herstelden. Tegen de achtergrond van de toenemende ongerustheid over de toestand van die economieën, begonnen ook de beurskoersen in verscheidene opkomende economieën tijdens het tweede kwartaal terug te lopen en het was pas na de zomer dat ze zich enigszins stabiliseerden.

Het verschil tussen het rendement van staatsobligaties in de zogenoemde perifere landen van het eurogebied en dat van de Duitse Bund begon in deze periode ook licht te stijgen vanwege de toenemende onzekerheid over de situatie in Griekenland. Die ongerustheid bereikte eind juni een hoogtepunt. Op dat moment slaagde het land er niet in het IMF terug te betalen vóór de uiterste datum van het tweede hulpprogramma en de onderhandelingen over de toekomstige voorwaarden voor financiering leken vast te lopen. De risicopremie op Griekse overheidsobligaties ging omhoog, tot bijna 20 %, waarna ze begin juli, toen duidelijk werd dat een overeenkomst over een nieuw programma zou worden gesloten, opnieuw afnam. Terwijl de rendementen op Duitse overheidsobligaties licht daalden, door een vlucht naar veiliger beleggingen, bleef de impact

GRAFIEK 3 DEPRECIATIE VAN DE VALUTA'S VAN DE MEEST KWETSBARE ECONOMIEËN

(wisselkoersen t.o.v. de Amerikaanse dollar, tenzij anders vermeld; indexcijfers 2011 = 100)



Bron: Thomson Reuters Datastream.
(1) T.o.v. de euro.

voor de risicopremies op de overige hoogrentende overheidsobligaties van het eurogebied niettemin tijdelijk en beperkt. Hetzelfde gold voor de besmetting van andere financiële activa van geavanceerde landen, zoals blijkt uit de geringe daling van de aandelenkoersen.

De onrust op de financiële markten bereikte pas later in de zomer een echt hoogtepunt, naar aanleiding van de ontwikkelingen in China. Tussen 12 juni en 8 juli verloor de Chinese beurs meer dan 30 %, na de aankondiging door de Chinese toezichthouder van een aantal nieuwe maatregelen om het risicovolle beleggingsgedrag van de schaduwbanken aan banden te leggen, nadat de Chinese aandelen sinds midden 2014 met 150 % waren gestegen. Wereldwijd bleef de impact op de financiële markten aanvankelijk beperkt, maar dat veranderde plots na de aankondiging, op 11 augustus, dat de People's Bank of China haar wisselkoersbeleid zou aanpassen. Hoewel de wijziging werd omschreven als de overgang naar een meer marktconforme waardering van de renminbi en de resulterende depreciatie van de Chinese munt bescheiden bleef, werd dit door de markten opgevat als een wake-upcall die aangaf dat de Chinese economie verder zou vertragen. Derhalve ontstond er paniek op de mondiale financiële markten; de aandelenkoersen daalden, de volatiliteit nam toe, de grondstoffenprijzen zakten en de valuta's van verschillende opkomende landen verzwakten aanzienlijk. Door de vlucht naar veilige beleggingen daalde de rente op staatsobligaties in de geavanceerde landen. Nadat de rust vanaf oktober geleidelijk teruggekeerd was, nam de volatiliteit op de markten vervolgens opnieuw aanzienlijk toe en lieten de beurskoersen een daling optekenen, aangezien de verwachtingen ten aanzien van bijkomende versoepelende maatregelen vanwege de ECB slechts ten dele werden ingelost.

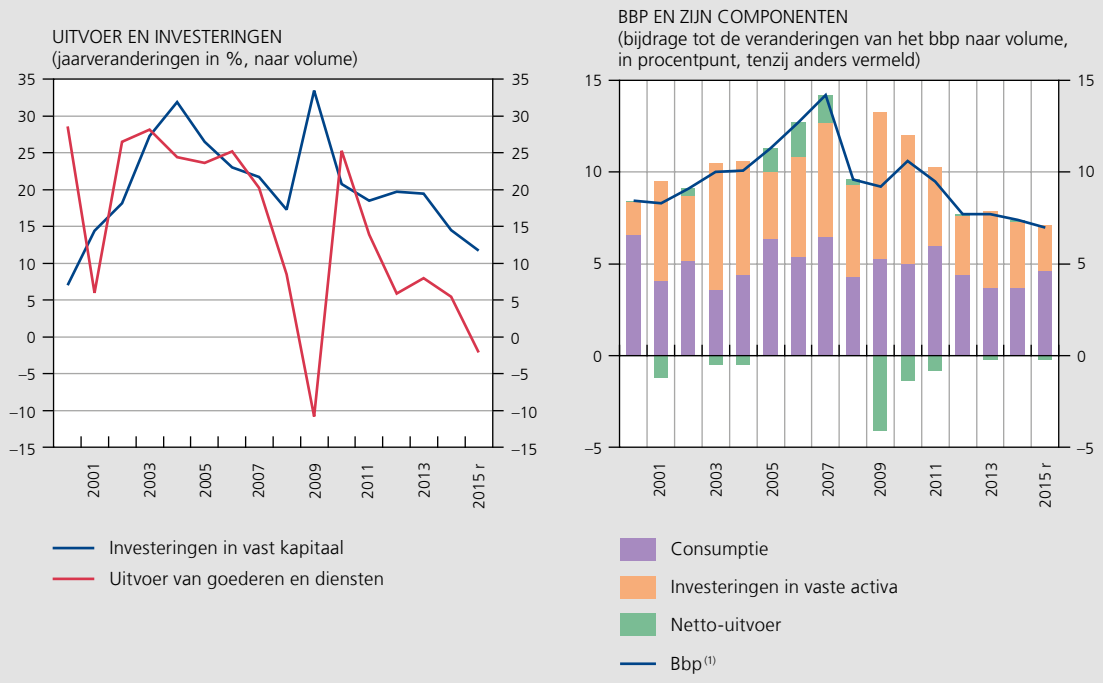
Tijdens de eerste dagen na de aankondiging van de beleidswijziging bleef de depreciatie van de renminbi ten opzichte van de Amerikaanse dollar uiteindelijk beperkt tot 3 %. Na verschillende interventies door de Chinese centrale bank stabiliseerde de munt zich op een niveau dat ongeveer 2,5 % lager lag dan vóór de periode van onrust. Deze laatste had niettemin ook een impact op de wisselkoersen van de valuta's van andere opkomende landen, met name van de Aziatische economieën. In verschillende opkomende landen stonden de munten in feite al enige tijd onder verhoogde druk van de afnemende instroom van kapitaal ten gevolge van de verslechterende groeiverwachtingen en de onzekerheid over de impact van een nakende normalisatie van het Amerikaans monetair beleid. Meer bepaald oefende ook de aanhoudende daling van de grondstoffenprijzen een koersdrukkend effect uit op de valuta's van de grondstoffenexporterende landen, zoals Rusland en Brazilië. Zowel de roebel als de real heeft tussen medio 2014 – toen de daling van de grondstoffenprijzen versnelde – en eind 2015 ongeveer de helft van zijn waarde verloren.

In de geavanceerde landen weerspiegelden de ontwikkelingen op de valutamarkten de verschillen in monetair beleid in de diverse economische zones. De depreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar die medio 2014 aanving, naar aanleiding van de verwachtingen ten aanzien van een verdere versoepeling van het monetair beleid van de ECB, hield bij het begin van het jaar aan. De impact daarvan bleef echter niet beperkt tot de euro zelf. De aan de euro gekoppelde valuta's kwamen hierdoor onder opwaartse druk te staan; dat gold bijvoorbeeld voor de Deense kroon en de Zwitserse frank. De druk op deze laatste werd door de scherpe depreciatie van de euro zodanig groot dat de Zwitserse centrale bank begin 2015 besloot de minimale wisselkoers van 1,20 CHF/EUR niet langer te ondersteunen. De financiële markten reageerden heftig op dat besluit en de waarde van de Zwitserse frank steeg aanvankelijk met meer dan 20 % ten opzichte van de euro, waarna hij opnieuw gedeeltelijk in waarde afnam. De Deense centrale bank intervenieerde in belangrijke mate om de fluctuatie van de kroon binnen de met de euro vastgelegde band te houden. In de loop van het jaar apprecieerde de euro echter weer enigszins ten opzichte van de dollar, naarmate er steeds meer werd van uitgegaan dat de normalisatie van het monetair beleid in de Verenigde Staten zou worden uitgesteld. Niettemin liep de waarde van de euro tegen het einde van het jaar opnieuw terug, als gevolg van de verwachtingen dat het aankoopprogramma van de ECB verder zou worden uitgebreid en de groeiende overtuiging dat de Fed haar beleidsrente nog in december zou beginnen te verhogen. Het verloop van het Britse pond en de Japanse yen was vergelijkbaar met dat van de euro: terwijl beide valuta's tijdens de tweede helft van 2014 en aan het begin van 2015 deprecieerden ten opzichte van de dollar, nam hun waarde in de loop van het jaar weer enigszins toe, alvorens tegen het einde van het jaar opnieuw te dalen.

Kader 1 – Herbalancering van de Chinese economie en gevolgen daarvan voor de wereldeconomie

In de loop van 2015 hebben diverse gebeurtenissen in China geleid tot onrust op de financiële markten. Zo verloren de koersen op de Chinese aandelenmarkt in juni/juli veel terrein en deprecieerde de Chinese valuta na de aanpassing van het wisselkoersbeleid medio augustus. De zwakke cijfers voor de in- en uitvoer deden eveneens vragen rijzen over de kracht van de Chinese groeimotor. De groeivertraging van de Chinese economie is echter geen nieuw verschijnsel, maar doet zich al enkele jaren voor. Terwijl de groei in 2007 nog 14,2 % bedroeg, haalde hij in 2015 niet eens meer 7 %. In dit Kader wordt onderzocht welke factoren die tragere groei verklaren en wat de gevolgen daarvan zijn voor de wereldeconomie.

GROEIVERTRAGING VAN DE CHINESE ECONOMIE

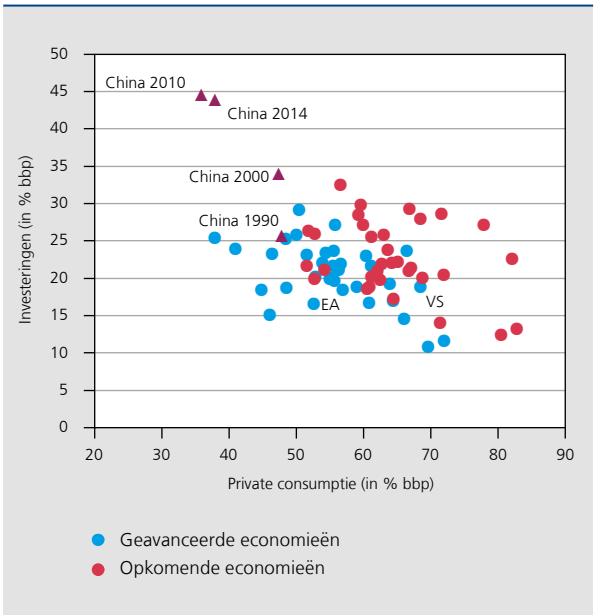


Bronnen: CEIC, OESO.
(1) Veranderingspercentages t.o.v. het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar.

China volgde tot het uitbreken van de mondiale financiële crisis een exportgericht groeimodel. Hoewel de expansie van de Chinese uitvoer inderdaad fenomenaal was, leverde de netto-uitvoer nooit de grootste bijdrage tot de groei, aangezien China zich aanvankelijk specialiseerde in assemblageactiviteiten. De uitvoergroei werd bovendien geschraagd door enorme investeringen in de uitbreiding van de industriële productiecapaciteit en de ondersteunende infrastructuur, die zelf een massale invoer van kapitaalgoederen en grondstoffen vereisten. De investeringen en de uitvoer waren traditioneel de stuwende krachten achter de groei. Gaandeweg ontstonden er echter toenemende onevenwichtigheden in de structuur van de economie en de bestedingspatronen, en de beperkingen van die groeistrategie bleken steeds duidelijker uit indicatoren zoals de stagnerende marktaandelen in de wereldhandel – weliswaar op een hoog niveau – voor bepaalde goederen en de steeds lagere rendementen

op investeringen. Desondanks werd de op investeringen berustende strategie gehandhaafd en zelfs versterkt via een grootschalig budgettair en monetair stimuleringsprogramma in de nasleep van de mondiale financiële crisis, teneinde een sterke groeivertraging als gevolg van de ineenstorting van de exportmarkten te vermijden. Het resultaat daarvan was dat de hoge groei, met 10 % in 2009 en 2010, aanhield. Tegen die achtergrond liep het aandeel van de investeringen in het bbp op van 25 % in 1990 tot 45 % in 2010 en het aandeel van de particuliere consumptie daalde tot 38 %, wat leidde tot een extreme samenstelling van de bestedingen in vergelijking met de andere opkomende en ontwikkelde landen. Er ontstonden echter nieuwe kwetsbaarheden, zoals een zeepbel in (bepaalde segmenten van) de woningmarkt, overcapaciteit in enkele zware industrieën, een snelle toename van de schuldgraad van ondernemingen en de financieringsvehikels van de lokale overheid, een ongecontroleerde expansie van de schaduwbanken en een toenemend aandeel van minder rendabele investeringen. Die kwetsbaarheden versterkten de twijfels over de houdbaarheid van dit groeimodel. Hierdoor gingen de Chinese regering en de internationale instellingen de transitie naar een gematigder maar meer evenwichtige groei, met een grotere rol voor consumptie en diensten, noodzakelijk achten. Het stimuleringsprogramma werd teruggeschroefd, zodat de economische groei vanaf 2011 geleidelijk begon te vertragen.

ONEVENWICHTIGE SAMENSTELLING VAN DE BESTEDINGEN (1)



Bron: Wereldbank.
(1) Tenzij anders vermeld, hebben de cijfers betrekking op het jaar 2014.

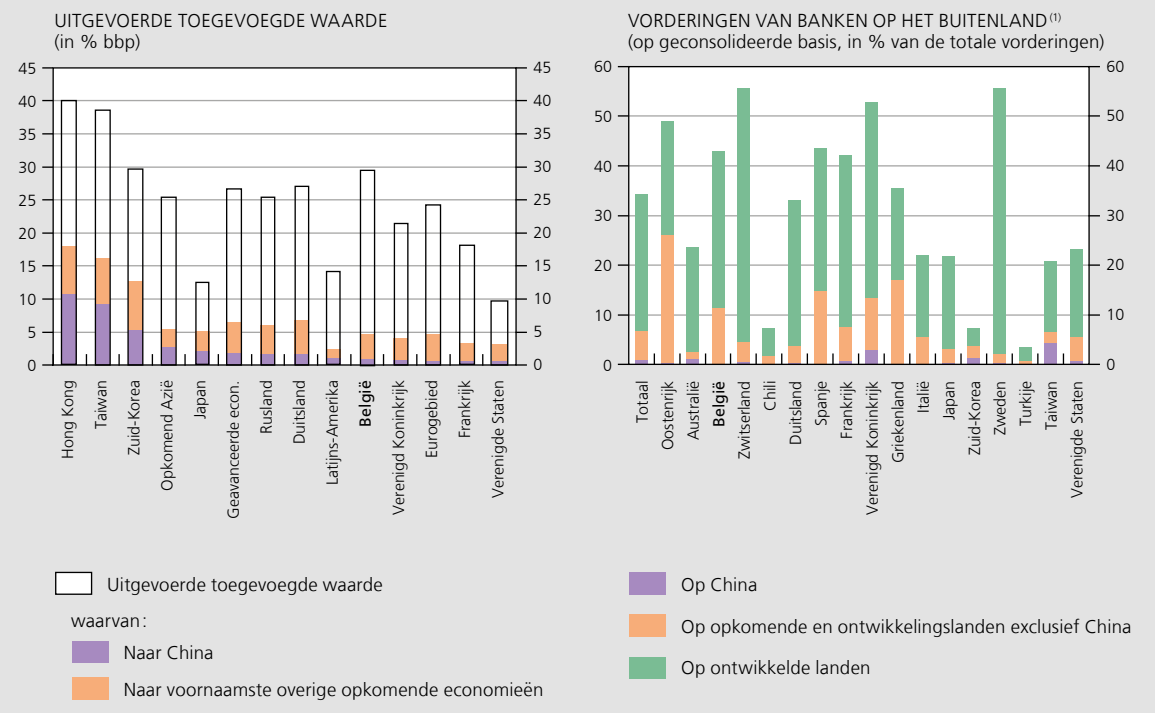
Impact op het eurogebied en op België

De mogelijke gevolgen van een Chinese groeivertraging voor de rest van de wereld en meer bepaald voor het eurogebied en België zijn complex. Naast een rechtstreekse invloed via de handelsbetrekkingen en de financiële relaties met China, bestaat er ook een indirecte uitwerking via andere landen die in sommige gevallen sterk onderhevig zijn aan de ontwikkelingen in China.

De onderstaande grafiek toont de openheidsgraad van een land of regio gemeten aan de hand van de uitgevoerde toegevoegde waarde in procenten bbp. Deze statistiek is relevant omdat ze rekening houdt met wederuitvoer en

ingevoerde inputs[1] en omdat ze de eindbestemming van de uitgevoerde toegevoegde waarde weergeeft, met inbegrip van de via andere landen doorgevoerde waarde. Dit is niet zonder belang bij een impactstudie, gelet op de ontwikkeling van de mondiale productieketens tijdens de voorbije decennia en op de centrale rol die China daarin speelt. In de grafiek wordt dus enkel het deel van de toegevoegde waarde weergegeven dat respectievelijk China en de groep van de voornaamste overige opkomende economieën als eindbestemming heeft. Zoals verwacht, zijn de Aziatische landen het sterkst afhankelijk van China en van de andere opkomende economieën. De uitvoer naar China, uitgedrukt in toegevoegde waarde, vertegenwoordigt voor België, net als voor het eurogebied, ongeveer 1 % bbp. Naar de voornaamste overige opkomende landen samen gaat ongeveer 4 % van de Belgische toegevoegde waarde. Deze relatief hoge blootstelling – bijna even hoog als die van Duitsland – wordt verklaard door het belang van de uitvoer in de Belgische economie en het feit dat een belangrijk deel van de uitgevoerde toegevoegde waarde verwerkt wordt in de uitvoer van de buurlanden (vooral Duitsland) naar China en andere opkomende economieën.

HANDELS- EN FINANCIËLE BLOOTSTELLING AAN CHINA



Bronnen: BIB, OESO.
(1) Dat zijn banken waarvan de hoofdzetel zich bevindt in een land dat in de gegevensbank van de BIB is opgenomen.

De recente onrust op de Chinese financiële markten en de doorwerking daarvan op de mondiale financiële markten hebben geleid tot bezorgdheid over de financiële blootstelling. De directe financiële relaties van China met de rest van de wereld, en in het bijzonder met Europa, blijven evenwel beperkt. Niet alleen heeft China een groot spaaroverschot, waardoor het niet echt aangewezen is op buitenlandse financiering, maar vooral gelden er nog steeds erg strikte beperkingen inzake internationale financiële transacties, investeringen en

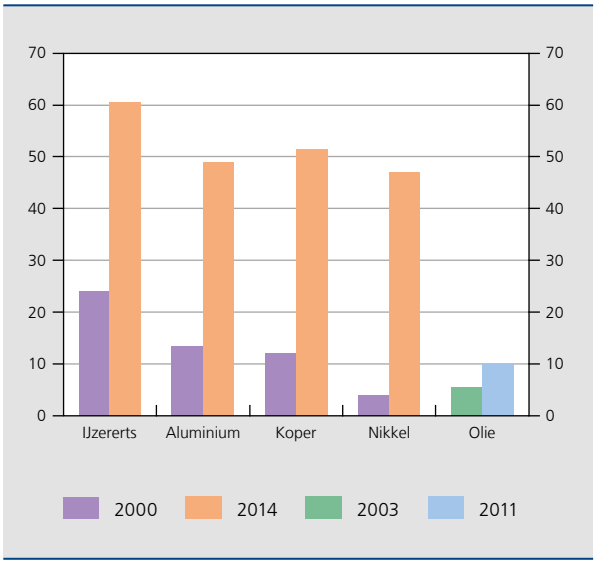
(1) Zie onder meer Duprez C. (2014), 'Waardecreatie bij de uitvoer. Een diagnose van België', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september.

bankactiviteiten. De directe financiële blootstelling aan China kan onder meer worden gemeten aan de hand van de uitstaande vorderingen van buitenlandse banken op Chinese ingezetenen. Daaruit blijkt inderdaad dat de vorderingen op China voor alle landen nog verwaarloosbaar zijn, behalve voor het Verenigd Koninkrijk en voor Taiwan. Meer algemeen blijft de blootstelling van de banken van de meeste ontwikkelde landen aan de groep van opkomende economieën en ontwikkelingslanden exclusief China eveneens beperkt tot minder dan 10 % van de totale vorderingen. De transmissie van een schok in China naar de mondiale financiële markten verloopt dus hoofdzakelijk via vertrouwenseffecten.

De doorwerking van de groeivertraging in China verloopt ten slotte via een derde kanaal, namelijk de grondstoffenprijzen. Als gevolg van zijn investeringshonger is China uitgegroeid tot de grootste verbruiker van een aantal grondstoffen zoals koper, nikkel, aluminium en ijzerertsen. In de jaren na de wereldwijde financiële crisis handhaafden de grondstoffenprijzen zich op een hoog niveau omdat het grootschalige stimuleringsprogramma van China de vraag nog ondersteunde. De vertraging in het investeringstempo in China betekende echter het einde van deze 'supercyclus' voor metalen. Bijgevolg worden producenten van deze grondstoffen geconfronteerd met een combinatie van een afgenomen uitvoer naar China en/of lagere opbrengsten uit grondstoffen en/of depreciërende valuta's. De impact van China op het verloop van de olieprijzen is minder uitgesproken omdat het aandeel van dat land in de totale consumptie kleiner is, namelijk 11 %, en omdat het overvloedig aanbod hier een erg belangrijke rol speelt.

AANDEEL VAN CHINA IN HET VERBRUIK VAN GRONDSTOFFEN

(in % van het mondiaal verbruik)



Bron: UN COMTRADE.

Volgens de meest recente berekeningen van de OESO[1] zou een vertraging van de groei van de Chinese vraag met 2 procentpunt ten opzichte van het basisscenario in 2016 en 2017 de groei in de OESO-landen in beide jaren met 0,1 tot 0,2 procentpunt doen vertragen indien enkel rekening wordt gehouden met de effecten via de handel. Indien de OESO in haar simulaties negatieve financiële schokken opneemt, zoals een wereldwijde daling van de aandelenmarkten en een toename van diverse risicopremies, raamt ze dat de impact op de groei

(1) Cf. OECD (2015), Economic Outlook No 98, November.

in 2016 en 2017 respectievelijk zou oplopen tot 0,6 en 0,8 procentpunt in het eurogebied, waar Duitsland met een hoge blootstelling kampt. Voor België kan een blootstelling vergelijkbaar met die van Duitsland worden verondersteld. De weerslag zou echter nog sterker zijn in Japan (–0,8 in 2016 en –1 in 2017), India (–0,6 in 2016 en –1,2 in 2017) en Rusland (–0,7 in 2016 en –1,3 in 2017). Wordt ook rekening gehouden met een daling van de grondstoffenprijzen, dan zou de impact van de schok voor het eurogebied en vooral voor Japan lager uitvallen, aangezien deze economieën netto-invoerders zijn van olie en metalen. Voor Rusland geldt het tegenovergestelde en valt de groeivertraging dan nog hoger uit (–1,8 in 2016 en –1,9 in 2017). Zoals steeds moeten dergelijke simulaties met de nodige omzichtigheid worden geïnterpreteerd omdat de modelstructuur, de onderliggende hypothesen en de aard van de gesimuleerde schokken de resultaten sterk kunnen beïnvloeden.

1.2 Nieuwe maatregelen tot monetaire versoepeling in het eurogebied ter bestrijding van de zwakke inflatie

Een nog gematigd herstel in 2015

Het gematigd herstel van de economische bedrijvigheid in het eurogebied, dat twee jaar eerder had ingezet, hield in 2015 aan. De gemiddelde groei op jaarbasis van het bbp is zelfs licht versneld, van 0,9 % in 2014 tot 1,6 %.

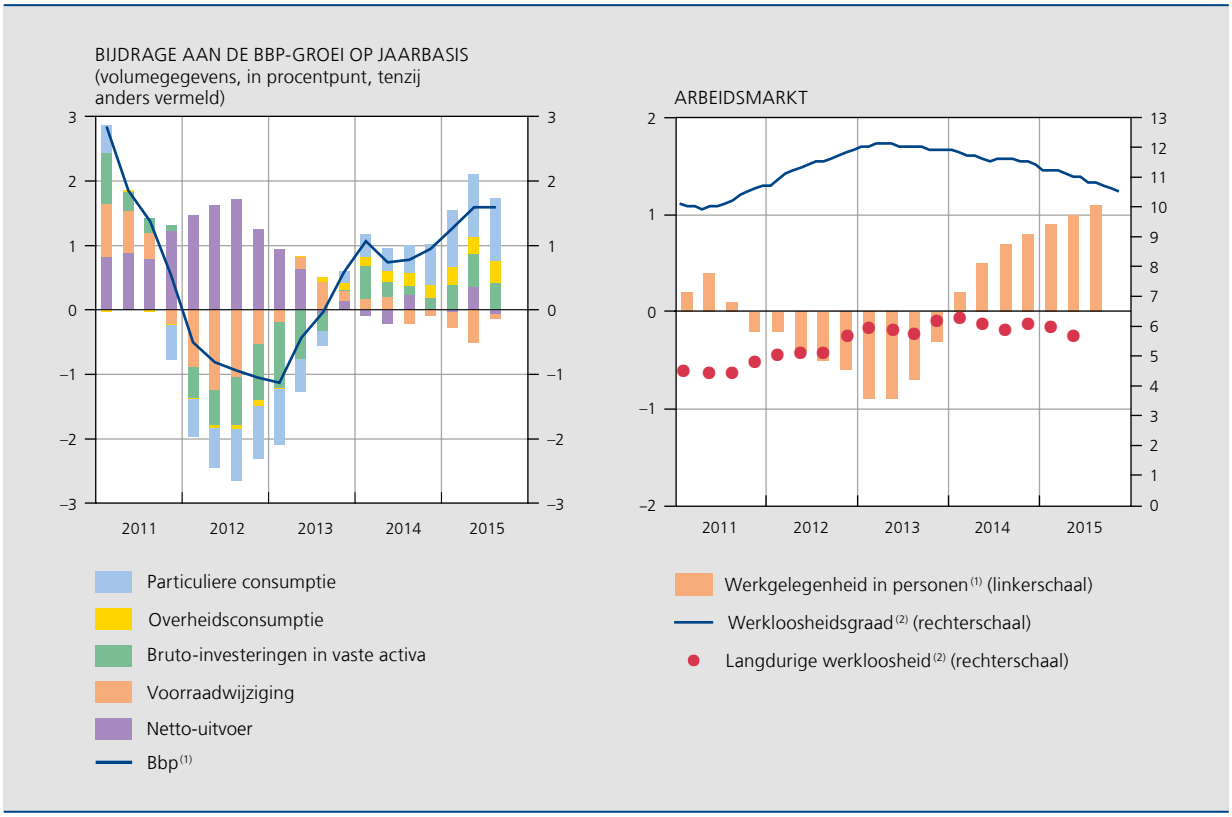
Net als tijdens het voorgaande jaar berustte dit geleidelijk herstel van de economie op een combinatie van een aantal belangrijke factoren. Enerzijds, op het externe vlak, bleef de wisselkoers van de euro tijdens het grootste gedeelte van het jaar op een relatief laag peil, wat voornamelijk tijdens het eerste deel van 2015 aan de uitvoer ten goede kwam. Daarenboven liep de olieprijs, ook in euro uitgedrukt, terug tot een bodempeil nadat hij tussen midden 2014 en begin 2015 met de helft was gedaald. Anderzijds zijn in het eurogebied de al zeer gunstige financieringsvoorwaarden van de verschillende economische sectoren nog licht verbeterd. Het begrotingsbeleid volgde er in 2015 een neutrale koers, wat een versoepeling inhield ten opzichte van de voorgaande jaren.

Het aanhoudend herstel van de bedrijvigheid in het eurogebied is geleidelijk gepaard gegaan met een algemene versteviging van de economie, zoals kan worden opgemaakt uit verschillende signalen. Vooreerst heeft de groei zich uitgebreid tot nagenoeg alle lidstaten. Daarnaast steunde hij in ruimere mate op de versteviging van de binnenlandse vraag, hoofdzakelijk van de particuliere consumptie. De huishoudens trokken immers niet alleen profijt van de lage olieprijzen, maar ook van een duidelijke verbetering van de situatie op de arbeidsmarkt. De nettowerkgelegenheidscreatie die in 2014 op gang was gekomen, heeft zich in 2015 in een regelmatig tempo doorgezet, waardoor de in het midden van 2013 ingezette daling van de werkloosheidsgraad aanhield. In een aantal landen werd die banencreatie bevorderd door de inspanningen van de voorbije jaren om de loonkosten aan te passen en de arbeidsmarkt te hervormen. Tot slot begon de dynamiek van het bankkrediet aan de niet-financiële ondernemingen en aan de particulieren zich na een lange periode van achteruitgang te herstellen, onder impuls van een minder zwakke vraag en een betere transmissie van het accommoderend monetair beleid in de verschillende jurisdicties van het eurogebied.

Die verbeteringen bleven evenwel bescheiden, niet alleen in het licht van de omvang van de ondersteunende factoren, maar ook gelet op de resultaten van andere geavanceerde economieën, zoals de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk. Verscheidene factoren bleven de terugkeer van het eurogebied naar zijn productiepotentieel belemmeren, waarbij reserves onbenut bleven.

Zo stond de werkloosheidsgraad in 2015 – ondanks een daling – nog steeds op een hoog peil, zowel wat de totale als wat de langdurige werkloosheid betreft. De ondernemingen hebben hun productievermogen nog niet volop kunnen benutten, en ook de bedrijfsinvesteringen bleven minder krachtig dan wat op grond van het herstel van de vooruitzichten voor de binnenlandse vraag, de stijging van de rentabiliteit en de verbetering van de financieringsvoorwaarden kon worden verwacht. Ondanks soms ingrijpende aanpassingen, blijven sommige effecten van de grote recessie van 2008-2009 en van de crisis in het eurogebied van 2011-2012 bovendien de kracht van het herstel drukken, ook al zijn ze nu duidelijker afgebakend en specifieker. In sommige lidstaten zitten de investeringen in woningen, die in de jaren 2000 een ongegronde stijging hadden laten optekenen, nog steeds in het slop, terwijl de huishoudens of de niet-financiële ondernemingen in andere landen hun schuldenlast nog aan het afbouwen zijn.

GRAFIEK 4 GEMATIGDE GROEI VAN DE BEDRIJVIGHEID IN HET EUROGEBIED, TEGEN DE ACHTERGROND VAN DE OPLEVING VAN DE ARBEIDSMARKT



Bron: EC.
(1) Veranderingspercentages t.o.v. het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar.
(2) Verhouding, in %, tussen het aantal werklozen en de beroepsbevolking.

Aangezien het eurogebied moeilijkheden bleef ondervinden om ten volle profijt te trekken van de ondersteunende factoren, en de impuls van deze laatste gaandeweg verzwakte, versomberde het conjunctuurklimaat tijdens de zomer. Op dat ogenblik begon de weerslag van de verzwakking van de buitenlandse vraag vanuit China en andere opkomende economieën duidelijker voelbaar te worden, zij het niet in alle landen even sterk. Tegelijkertijd temperde de scherpe daling van de valuta's van sommige opkomende economieën het gunstig effect dat de Europese exportbedrijven ondervonden van de vroegere depreciatie van de euro. Afgezien van de specifieke en al met al beperkte schommelingen in verband met de Griekse crisis tijdens de zomer, is het beleggerssentiment op de financiële markten bovendien duidelijk behoedzamer en volatieler geworden. Tegen de achtergrond van geopolitieke spanningen, ten slotte, hebben de steeds nijpender wordende vluchtelingencrisis en, later, de terreurdreiging in Europa aan het einde van 2015 bij momenten het vertrouwen gedrukt.

Een zwakke inflatiedynamiek

Gelet op, enerzijds, de zeer scherpe daling van de grondstoffenprijzen en meer bepaald van de olieprijzen, en, anderzijds, het onvoldoende krachtige herstel om de beschikbare productiereserves te benutten, hield de sedert 2012 opgetekende neerwaartse tendens van de inflatie in het eurogebied aan. Afgemeten aan de verandering op jaarbasis van de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP), liep de inflatie in 2015 terug tot gemiddeld 0 % ten opzichte van 0,4 % in 2014.

De afname versnelde tijdelijk aan het einde van 2014, toen de effecten van de daling van de olieprijzen het sterkst tot uiting kwamen, waardoor het algemene prijspeil in januari 2015 met 0,6 % terugliep ten opzichte van dezelfde periode van het voorgaande jaar. Na een lichte opleving in het voorjaar, is de inflatie opnieuw geleidelijk vertraagd tot iets meer dan 0 % aan het einde van het jaar, duidelijk onder de doelstelling van de Raad van Bestuur van de ECB, namelijk een inflatiepercentage

van minder dan, maar dicht bij 2 % op middellange termijn.

Hoewel de forse achteruitgang van de grondstoffenprijzen een belangrijke rol speelde in de neerwaartse prijsdruk, schommelde de onderliggende inflatie, gemeten aan de hand van de verandering op jaarbasis van de HICP ongerekend levensmiddelen en energiedragers, binnen een marge van 0,6 tot 1,1 %. Net als tijdens de voorgaande twee jaren, bleef dus ook de onderliggende inflatie zwak.

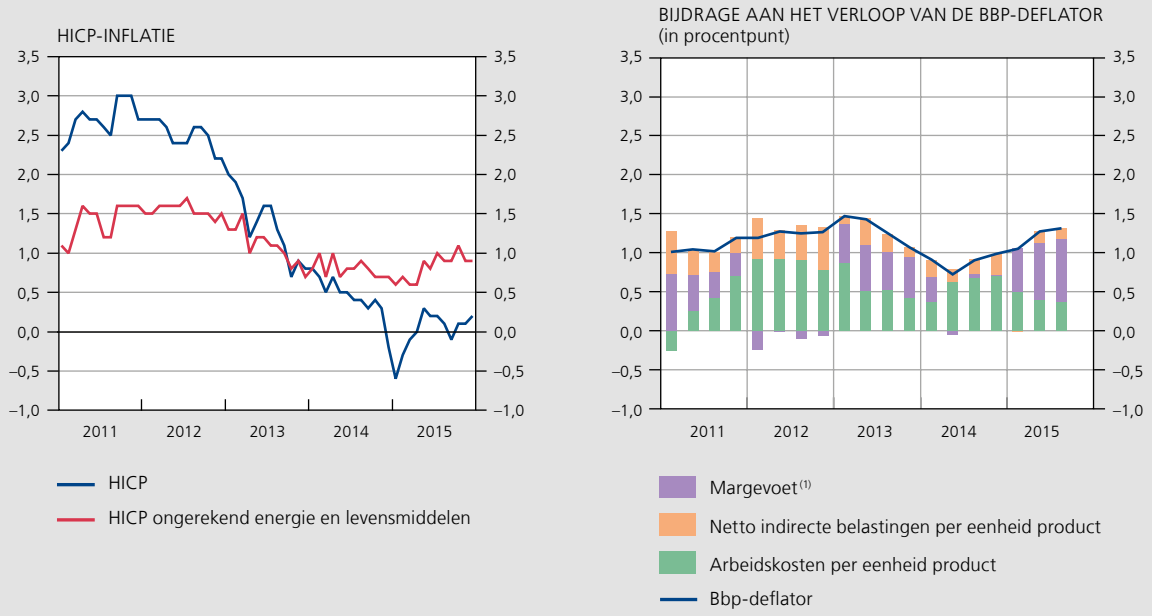
Overeenkomstig het verloop van de binnenlandse vraag, nam de prijsdruk van binnenlandse oorsprong weliswaar licht toe, maar al met al bleef hij beperkt. Terwijl de stijging van de arbeidskosten per eenheid product vanaf eind 2014 verzwakte, droegen de winstmarges bij tot de gematigde toename van de prijsdruk van binnenlandse oorsprong. Zo trok de stijging van de bbp-deflator enigszins aan, in overeenstemming met de sedert de tweede helft van 2014 opgetekende tendens. Dit herstel bleef echter broos.

De aanhoudend neerwaartse tendens van de inflatie in het eurogebied begon na verloop van tijd ook de inflatieverwachtingen te drukken. Deze laatste begonnen eind 2013 te dalen, een beweging die medio 2014 aantrok en begin 2015 voor alle looptijden historisch lage niveaus bereikte. De in de loop van het jaar genomen monetairbeleidsmaatregelen hadden evenwel een stabiliserend effect. Zowel de financiële markten als de professionele voorspellers gingen er in december echter nog steeds van uit dat de inflatie slechts zeer geleidelijk zou terugkeren naar een niveau in overeenstemming met de definitie van prijsstabiliteit.

Er kwam ook een einde aan de verslechtering van de uit financiële gegevens afgeleide verwachtingen ten aanzien van de langetermijninflatie – dat is de inflatie op een tijdshorizon waarop de impact van schokken die het huidige prijsverloop beïnvloeden, zou moeten zijn uitgewerkt en de inflatie dus, bij een gepast beleid, opnieuw zou moeten beantwoorden aan de doelstelling. Die verwachtingen bleven echter laag, waardoor het risico op een mogelijke ontankering van de inflatieverwachtingen bleef bestaan. Dat risico werd tot op zekere hoogte ook ondersteund door de op enquêtegegevens gebaseerde inflatieverwachtingen voor de lange termijn – die gegevens bevatten geen risicopremies en zijn dus een zuiverder maatstaf voor de verwachtingen. Nadat ze in 2014 waren gedaald, vertoonden ze in 2015 een opwaarts verloop,

GRAFIEK 5 DE INFLATIE IN HET EUROGEBIED LOOPT VERDER TERUG, TEGEN DE ACHTERGROND VAN EEN GERINGE BINNENLANDSE PRIJSDRUK

(veranderingen t.o.v. de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

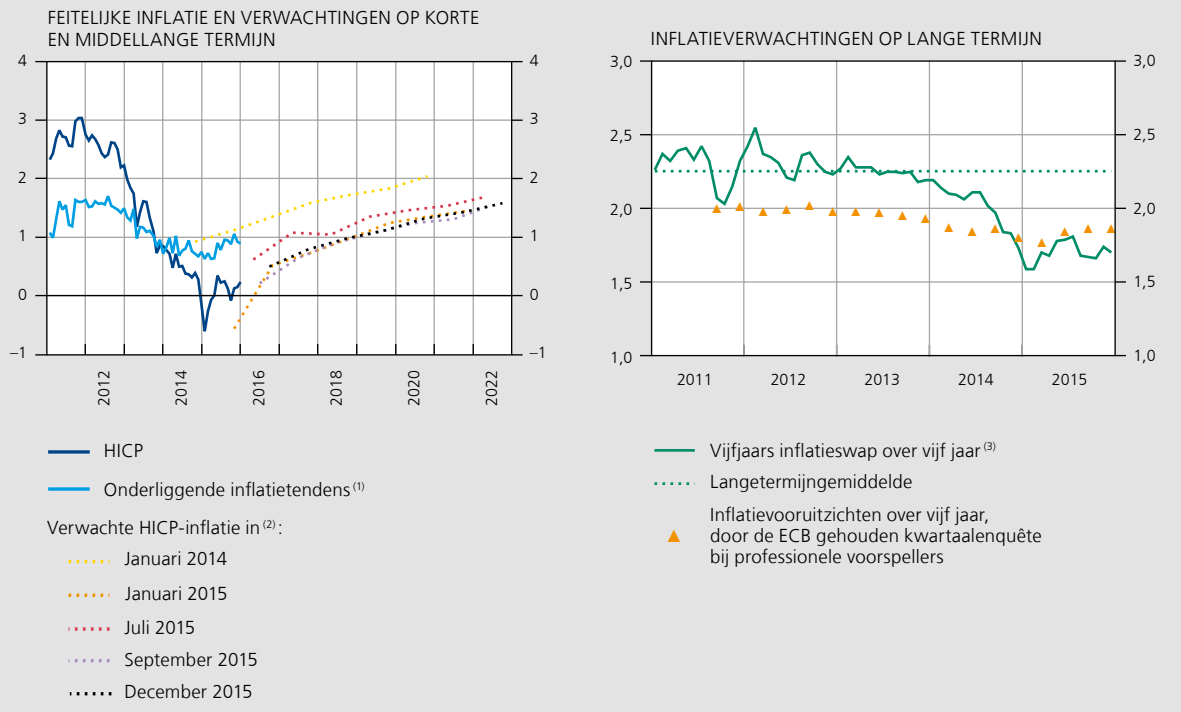


Bronnen: ECB, EC.

(1) De margevoet wordt gedefinieerd als het bruto-exploitatieoverschot per eenheid product.

GRAFIEK 6 ZWAKKE INFLATIEDYNAMIEK IN HET EUROGEBIED

(jaar-op-jaar veranderingspercentages)



Bronnen: Bloomberg, ECB, Thomson Reuters Datastream.

(1) HICP ongerekend energiedragers en levensmiddelen.

(2) Gemeten aan de hand van de impliciete termijnnotering voor een eenjaars inflatieswap. Aangezien de indexcijfers van de consumptieprijzen met enige vertraging worden gepubliceerd, weerspiegelen de contracten de verwachte inflatie voor de maand die drie maanden aan hun einddatum voorafgaat. Zo weerspiegelen de contracten van december 2015 de inflatiecijfers die in de maand september van de daaropvolgende jaren worden verwacht.

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

maar ze bleven wel onder hun historisch gemiddelde. Gelet op de geringe volatiliteit van deze gegevensreeks, is die – zij het beperkte – afwijking dus in zekere zin verontrustend. De verdeling van de inflatieverwachtingen binnen de vijf jaar (in 2015 refereren deze verwachtingen aan 2020) wees bovendien op de neerwaartse risico's ter zake alsook op een nog steeds sterk asymmetrische interpretatie van de definitie van prijsstabiliteit door de voorspellers uit de private sector. Velen onder hen bleven immers gewag maken van een inflatieverwachting die flink onder de 2 % uitkwam.

Overwegend neerwaartse risico's

In zijn beoordeling koppelt de Raad van Bestuur dit nog broze economische herstel in het eurogebied in het algemeen, en de zwakke inflatie in het bijzonder, aan de vaststelling dat de macro-economische vooruitzichten, in tegenstelling tot wat kon worden verwacht, niet verbeterd zijn. Zo werden de vooruitzichten voor de inflatie in 2016 en 2017 neerwaarts herzien, van respectievelijk 1,5 en 1,8 % in de voorspellingsoefening van maart tot 1 en 1,6 % in die van december. Bovendien bleven de neerwaartse risico's betreffende deze vooruitzichten aanhouden, ondanks de genomen maatregelen. Die risico's behelzen onder meer een sterker dan verwachte vertraging in de opkomende economieën, als gevolg van de onzekerheid over het transitiepad van de Chinese economie. Daarnaast konden de verwachte normalisering van het Amerikaans monetair beleid en de geopolitieke spanningen nieuwe verstorende effecten uitoefenen op de opkomende markten, alsook op de internationale financiële en grondstoffenmarkten.

Aangezien die risico's de terugkeer van de inflatie naar de doelstelling op middellange termijn vertragen, vergroten ze het risico zowel op een langdurige periode van lage inflatie als op het ontankeren van de inflatieverwachtingen. Beide brengen kosten mee die kunnen worden teruggevoerd op een of andere vorm van neerwaartse nominale rigiditeiten, wat betekent dat bepaalde nominale variabelen moeilijk of helemaal niet kunnen dalen. Zo heeft de

nominale rente – die gelijk is aan de som van de verwachte inflatie en de reële rente – een ondergrens in de buurt van nul. Zodra de beleidsrente dat dieptepunt bereikt, beperkt zulks de centrale bank in haar mogelijkheden om de korte reële rente verder te verlagen. Mochten de inflatieverwachtingen op dat ogenblik niet langer stevig verankerd zijn en een neerwaartse tendens vertonen, dan oefenen ze zelfs opwaartse druk uit op de reële rente en brengen ze zodoende een ongewild restrictiever monetair beleid teweeg. Voorts, en aangezien de meeste schuldcontracten in nominale termen worden gesloten, neemt bij een onverwachte vertraging van de inflatie de reële last van de eerder aangegane schulden toe. Dat bemoeilijkt het proces van schuldafbouw wat, ceteris paribus, tot een verdere toename van de spaarneiging leidt en derhalve een (verdere) vraaguitval in de hand werkt. Een laag inflatiecijfer voor het eurogebied als geheel maakt dat de lidstaten die hun relatief concurrentievermogen moeten herstellen, ook hun lonen en prijzen in absolute termen moeten laten dalen. Om diverse redenen staan werkgevers en werknemers hier echter terughoudend tegenover, wat het aanpassingsproces vertraagt, de werkloosheid doet toenemen en de vraag verder uitholt. Om te vermijden dat al die risico's aanhouden en bewaarheid worden, nam de Raad van Bestuur in de loop van het jaar maatregelen om zijn accommoderend beleid te vrijwaren en te versterken teneinde het economisch herstel in het eurogebied te ondersteunen.

Monetairbeleidsmaatregelen

Eind 2014: de reeds ingezette instrumenten blijken ontoereikend

In het licht van de persistent zwakke inflatievooruitzichten, een verlies aan groeimomentum en zwakke kredietontwikkelingen in het eurogebied legde het Eurosysteem in 2014 reeds een aantal accommoderende monetairbeleidsmaatregelen ten uitvoer. Die beoogden zowel een verdere versoepeling van de monetairbeleidskoers als de effectieve transmissie ervan naar de financiële sector en de reële economie.

Om te beginnen, verlaagde de Raad van Bestuur in september 2014 de beleidsrentetarieven tot ongekende bodemniveaus: de rente op de basisherfinancieringstransacties werd teruggebracht tot 0,05 %, die op de marginale beleningsfaciliteit tot 0,30 % en die op de depositofaciliteit tot –0,20 %. Dit laatste betekent dat de banken een rente betalen om hun liquiditeiten bij het Eurosysteem te deponeren. Door de verlaging van de voornaamste beleidsrente daalden de herfinancieringskosten van de banken uit het eurogebied bij het Eurosysteem. Vervolgens hadden in september en december 2014 de eerste twee van de acht gerichte langerlopende herfinancieringstransacties plaats (targeted longer-term refinancing operations of TLTRO's). Die transacties bieden de banken, tegen een vaste rente, financiering tot uiterlijk september 2018 in ruil voor het verstrekken van nieuwe kredieten aan ondernemingen en huishoudens (met uitzondering van woonhypotheken). Ten slotte werd ook besloten tot de aankoop van door de private sector uitgegeven activa. Zo startte op 20 oktober 2014 een derde programma voor de aankoop van in euro luidende gedekte obligaties uitgegeven door in het eurogebied gevestigde banken (covered bond purchase programme of CBPP3) en op 21 november een programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa (asset-backed securities purchase programme of ABSPP), waarvan de onderliggende activa vorderingen op de niet-financiële sector van het eurogebied zijn. Beide programma's waren bedoeld om de op de geldmarkt aanwezige liquiditeiten te verhogen, de markten voor dergelijke effecten dynamischer te maken, de uitgiften te stimuleren en het verstrekken van de onderliggende leningen te ondersteunen.

Begin 2015 stelde de Raad van Bestuur echter vast dat de monetairbeleidsversoepeling ontoereikend was aangezien de inflatiedynamiek zwakker uitviel dan verwacht. Een reeks positieve aanbodschokken, namelijk de aanzienlijke en aanhoudende prijsdaling voor olieproducten, werd als voornaamste oorzaak naar voren geschoven. Hoewel een positieve aanbodschok in principe geen monetairbeleidsreactie vraagt, kan hij, ingeval hij persistent blijkt te zijn en wanneer de economie onbenutte productiecapaciteit heeft – wat het geval was – ertoe leiden dat de economische subjecten hun inflatieverwachtingen neerwaarts herzien en dat deze laatste via tweederonde-effecten doorwerken in het loon- en prijsvormingsproces en aldus de onderliggende inflatie aantasten. Op die manier dreigt een reeks initieel positieve aanbodschokken om te slaan in een negatieve vraagschok die wél een gepaste beleidsrespons vereist. De Raad was van oordeel dat dit risico significant was en zag dat bevestigd in de daling van de inflatieverwachtingen. Er was dus een krachtige monetairbeleidsrespons nodig om de risico's verbonden aan een te lange periode van lage inflatie tegen te gaan. Aangezien er haast geen mogelijkheid meer bestond om de beleidsrentes verder te verlagen, bestond een logische stap van het Eurosysteem erin gebruik te maken van de omvang en de samenstelling van de centralebankbalans als instrument om een gepaste monetairbeleidskoers uit te stippelen. In plaats van alleen maar de korte rente te sturen, tracht het Eurosysteem via het aankopen van activa aldus op directe wijze het hele rentespectrum te drukken. Als die gunstiger financieringsvoorwaarden ook de huishoudens en ondernemingen bereiken, zullen

ze de consumptie en investeringen ondersteunen en zodoende de inflatie op termijn ook laten terugkeren naar 2 %. Aangezien de aankopen beklemtonen dat de centrale bank de prijsstabiliteit absoluut wil waarborgen, bevorderen ze bovendien een stevige verankering – of eerder, in de huidige omstandigheden, een stijging – van de inflatieverwachtingen. Dat is essentieel voor een effectief monetair beleid aangezien de centrale bank op die manier de reële rente kan blijven sturen, zelfs al heeft de nominale rente haar bodempeil bereikt.

2015: extra balansmaatregelen

De Raad van Bestuur besloot op zijn vergadering van 22 januari 2015 dan ook van start te gaan met een uitgebreid programma voor de aankoop van activa (expanded asset purchase programme of APP). Dat voegt de reeds bestaande programma's, het ABSPP en het CBPP3, samen met een omvangrijk programma voor de aankoop van activa van de overheidssector (public sector purchase programme of PSPP). Krachtens het APP beoogt de Raad maandelijks voor in totaal € 60 miljard aan activa te kopen. In januari voorzag hij dat het programma zou lopen tot eind september 2016; in december werd dat, in het licht van de neerwaarts bijgestelde vooruitzichten voor de prijsstabiliteit, verlengd tot eind maart 2017. Bovendien gaf de Raad steeds te kennen het APP in ieder geval te laten duren tot wanneer hij in het inflatieverloop een duurzame verandering ziet die overeenstemt met de doelstelling inzake prijsstabiliteit. Indien nodig kunnen er dus na maart 2017 nog aankopen worden verricht. Zodoende beklemtoont de Raad uitdrukkelijk dat het APP werd uitgewerkt met het oog op het vervullen van zijn mandaat.

Terwijl het economisch herstel in het eurogebied zich in de loop van 2015 voortzette, zij het gematigd, bleef de inflatiedynamiek persistent zwak. Bovendien oordeelde de Raad aan het einde van het jaar dat de neerwaartse risico's voor de inflatievooruitzichten aanwezig bleven. Om een tijdige terugkeer van de inflatie naar 2 % te waarborgen, nam hij in december – bovenop de verlenging van het programma – extra maatregelen die het aankoopprogramma efficiënter maken. Enerzijds besloot hij de hoofdsomaflossingsbetalingen van de in het kader van het APP aangekochte effecten op hun vervaldag zolang als nodig te herinvesteren. Dat verlengt de horizon van zowel de gunstige liquiditeitsvoorwaarden als de accommoderende monetairbeleidskoers. Anderzijds verlaagde hij de rente op de depositofaciliteit met 10 basispunten tot –0,30 %. Dat moet de banken ertoe aanzetten hun overtollige liquiditeiten aan te wenden in plaats van ze bij het Eurosysteem te stallen. De overige beleidsrentes bleven ongewijzigd. Wat de toekomst betreft, bleef de Raad tevens beklemtonen dat hij bereid en in staat is om, indien nodig en met inzet van alle binnen zijn mandaat voorhanden zijnde instrumenten, te handelen. Hij heeft er met name op gewezen dat het APP voldoende flexibel is om de omvang, de samenstelling en de looptijd ervan te kunnen aanpassen.

Bijzonderheden van het PSPP

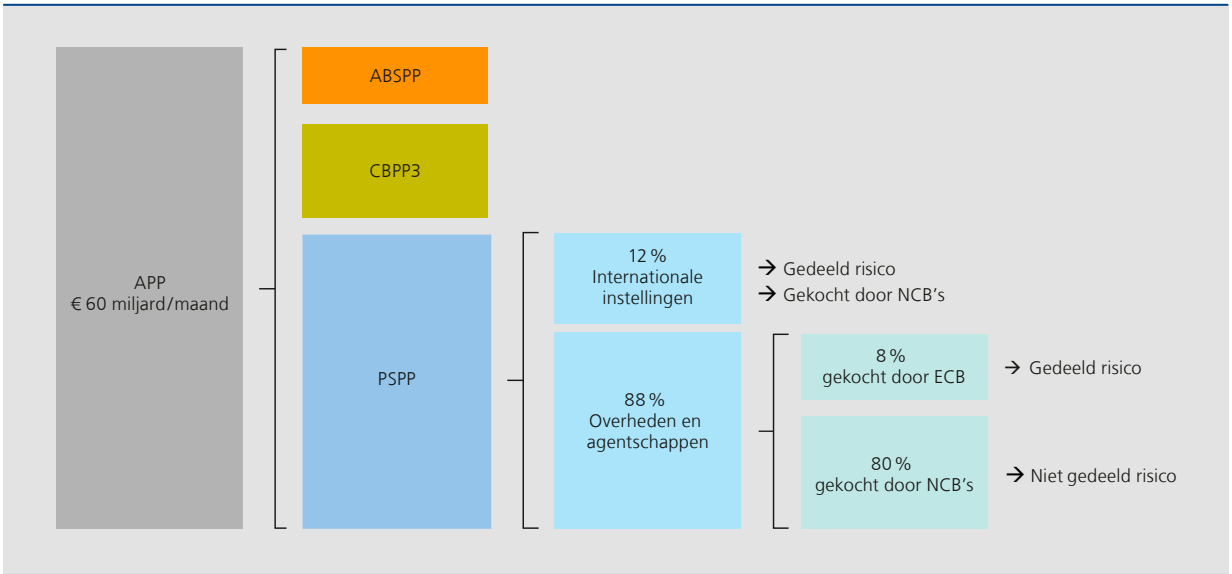
Krachtens het PSPP worden op de secundaire markt, in ruil voor centralebankgeld of deposito's bij de centrale bank, in euro luidende effecten aangekocht die zijn uitgegeven door overheden, agentschappen en Europese instellingen van het eurogebied. De kredietinstellingen kunnen die tegoeden gebruiken om andere activa te kopen en krediet te verstrekken aan de reële economie (voor meer informatie over hoe het APP de balansen van de centrale bank en de commerciële banken beïnvloedt, zie Kader 2). In beide gevallen werkt dit de verdere versoepeling van de financiële voorwaarden in de hand.

De aankopen worden over de landen van het eurogebied gespreid overeenkomstig de kapitaalverdeelsleutel van de ECB die de economische en demografische omvang van een land weerspiegelt. De aankopen krachtens het PSPP worden zowel door de nationale centrale banken (NCB's) als door de ECB verricht (voor meer details, zie grafiek 7). Hoewel het PSPP dus decentraal ten uitvoer wordt gelegd, behoudt de Raad van Bestuur de controle over alle kenmerken van de opzet van het PSPP en coördineert de ECB de aankopen. Op die manier wordt de uniformiteit van het monetair beleid van het Eurosysteem gewaarborgd.

Om voor het PSPP in aanmerking te komen, moeten schuldbewijzen aan een aantal voorwaarden voldoen. Zo behoren ze kredietwaardig te zijn (investment grade) met een minimale restlooptijd van twee jaar en een maximale restlooptijd van dertig jaar. Voorts koopt het Eurosysteem geen effecten met een rendement dat lager ligt dan de rente op de depositofaciliteit. Tevens zijn er aankooplimieten opgelegd om de marktwerking en de prijsvorming niet te verstoren, om te vermijden dat het Eurosysteem bij collectieve schuldregelingen een blokkeringsminderheid kan vormen en om het risico te beperken dat de ECB een dominante crediteur wordt van overheden in het eurogebied. Ten slotte gelden supplementaire criteria voor landen waarvoor een EU/IMF-aanpassingsprogramma loopt.

De Raad heeft beslist dat eventuele verliezen op door de NCB's verrichte aankopen van effecten van Europese instellingen en op door de ECB gekochte effecten van overheden en agentschappen gedeeld zullen worden. Dat geldt echter niet voor de overige aankopen krachtens het PSPP, zodat slechts 20 % van de PSPP-aankopen onder de regeling van de risicodeling vallen. Die beperkte

GRAFIEK 7 SAMENSTELLING VAN HET UITGEBREID AANKOOPPROGRAMMA VAN ACTIVA (APP)[1]



Bron: ECB.
(1) De schaal van de blokken stemt niet overeen met de omvang van de verschillende programma's, maar geeft wel een ruwe indicatie ervan.

risicodeling – die contrasteert met het stelsel dat van toepassing is bij de andere monetairbeleidstransacties – heeft te maken met de onvolledigheid van de monetaire unie en met het ontbreken, op Europees niveau, van een meer gemeenschappelijk begrotingsbeleid. In de huidige constellatie zou volledige risicodeling immers betekenen dat alle landen van het eurogebied mee de risico's dragen van een eventuele wanbetaling of schuldherstructurering door één lid, wat uiteindelijk zou kunnen resulteren in fiscale overdrachten tussen lidstaten waar het Eurosysteem geen mandaat voor heeft. Daarmee rekening houdend en teneinde de prikkel te vrijwaren voor een gepast begrotingsbeleid in de individuele lidstaten, zag de Raad van Bestuur zich genoodzaakt voor een beperkte risicodeling te opteren. Dat doet echter geen afbreuk aan de eenheid van het monetair beleid, aangezien de Raad alle beslissingen neemt ten behoeve van het eurogebied als geheel.

Concrete tenuitvoerlegging van het APP

Het APP werd in de loop van het jaar vlot geïmplementeerd met volumes die in overeenstemming waren met het aangekondigde bedrag van € 60 miljard per maand. Zo werd maandelijks netto gemiddeld € 1 miljard aan ABS en € 9 miljard aan gedekte obligaties aangekocht. Wat de overheidsactiva betreft, waarvan de aankopen startten op 9 maart 2015 en die het grootste deel van het APP uitmaken, werd maandelijks gemiddeld € 49 miljard opgekocht.

Bij de start van het programma bestond er bij de financiëlemarktdeelnemers enige twijfel over of de Raad in staat zou zijn de kwantitatieve doelstelling inzake de maandelijkse PSPP-aankopen te halen. De bezorgdheid over een eventuele schaarste aan overheidsobligaties die aan alle voorwaarden voldoen, werd ingegeven door twee overwegingen. Om te beginnen, werd ervan uitgegaan dat de netto-uitgifte van schuldbewijzen door overheden in het eurogebied gedurende de looptijd van het PSPP eerder gering zou zijn vanwege de reeds gevorderde begrotingsconsolidatie en de in Duitsland zelfs verwachte budgettaire overschotten. Voorts werd – vanwege reguleringsvereisten of een gebrek aan aantrekkelijke investeringsalternatieven – aangenomen dat banken, pensioenfondsen en verzekeringsondernemingen niet bereid zouden worden gevonden overheidspapier te verkopen. Dat risico op schaarste werd echter niet bewaarheid in de zin dat de vooropgestelde aankoopbedragen vrij probleemloos werden behaald. Bovendien is het PSPP voldoende flexibel opgezet opdat het, indien nodig, kan worden aangepast teneinde die risico's te voorkomen. De Raad van Bestuur heeft daar dan ook gebruik van gemaakt. Zo besloot hij in september 2015 de aankooplimiet op een individuele effectenemissie op te trekken van de oorspronkelijke 25 % naar 33 %, tenzij zulks ertoe zou leiden dat het Eurosysteem een blokkerende minderheid verkrijgt; in dat geval blijft de maximale aankooplimiet 25 %. De 33 % bedragende aankooplimiet op de uitstaande schuld van een emittent bleef ongewijzigd. Daarnaast werd de lijst met agentschappen

waarvan het waardepapier in aanmerking komt voor het PSPP tweemaal uitgebreid (in april en in juli) en zulks op basis van overwegingen inzake monetair beleid en risicobeheersing. Voorts kondigde de Raad in december aan dat, krachtens het APP, voortaan ook in euro luidende verhandelbare schuldinstrumenten uitgegeven door regionale en lokale overheden uit het eurogebied mogen worden opgekocht. Die maatregel verhelpt mogelijke schaarsteproblemen, bijvoorbeeld op de Duitse markt voor overheidsobligaties.

Wat de implementatie van het APP in België betreft, ging de NBB – eveneens op 9 maart – van start met het opkopen van OLO's op de secundaire markt. Over heel 2015 liepen de netto-aankopen van Belgisch overheidspapier krachtens het PSPP op tot ongeveer € 16 miljard. Het risico van schaarste aan Belgische staatsobligaties bleef eerder beperkt aangezien hun aandeel op de secundaire markten voor overheidsobligaties van het eurogebied (ongeveer 5 %) vanwege de zware Belgische bruto-overheidsschuld groter was dan het belang van de NBB in de kapitaalverdeelsleutel van de ECB (3,52 %). Bovendien maakt de financieringsstrategie van het Federaal Schuldagentschap het mogelijk ruime liquiditeiten te genereren voor de verschillende OLO-lijnen. Tot slot deden er zich evenmin liquiditeitsproblemen voor op de secundaire markten van OLO's of repo's, getuige het beperkte gebruik van de effectenuitleenfaciliteit van de NBB of de repofaciliteit van het Federaal Schuldagentschap.

Geringere vraag naar TLTRO's, die wel een belangrijke rol spelen

De anticipatie op een uitgebreid aankoopprogramma van het Eurosysteem deed op de markt ook de langetermijnfinancieringskosten voor banken dalen. Daarom besloot de Raad van Bestuur in januari 2015 het vaste rentetarief voor de toekomstige TLTRO-transacties gelijk te stellen aan het op het tijdstip van de transactie geldende tarief van de basisherfinancieringstransacties. Daardoor verdween de 10 basispunten belopende toeslag waarvan sprake was bij de eerste twee, in 2014 verrichte, TLTRO's. Die maatregel beoogde de vraag naar financiering door de banken via de TLTRO's te vrijwaren en aldus ook een grotere transmissie van de monetaire versoepeling te verzekeren. In het tweede kwartaal werd duidelijk dat de TLTRO's kennelijk een belangrijke rol spelen in het garanderen van de toegang tot goedkope fondsen voor de banken, voornamelijk wanneer de marktrentes stijgen. Toen de obligatiemarkten van het eurogebied – inclusief die voor bankobligaties – twee periodes van verhoogde volatiliteit doormaakten, overtrof de vraag bij de vierde TLTRO van juni dan ook de verwachtingen. Over het algemeen lag de vraag naar liquiditeiten bij de vier transacties in 2015, gemiddeld beschouwd, wel lager dan die bij de eerste twee TLTRO's die in 2014 plaatsvonden (€ 51,4 miljard, tegen € 106,2 miljard). Dat is in lijn met de verwachtingen, gelet op de kortere looptijd van de nieuwe TLTRO's en de – in vergelijking met de eerste twee TLTRO's – kleinere toegestane op te nemen bedragen. Bovendien voorzien ook de aankopen krachtens het APP de banken van liquiditeiten.

Impact op de balans van het Eurosysteem, het liquiditeitsoverschot en de Eonia-rente

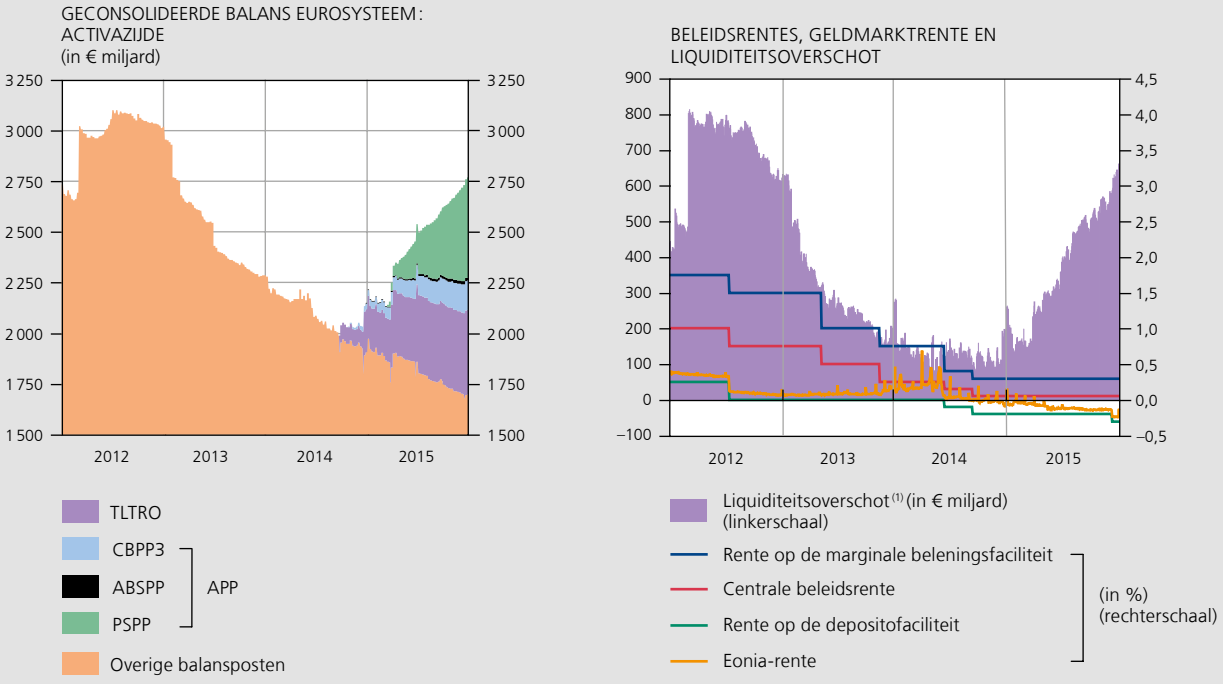
Zoals verwacht, droegen de uitvoering van het APP en de TLTRO's bij tot een aanzienlijke stijging van het balanstotaal van het Eurosysteem. Met het APP stuurt het Eurosysteem zijn balans op meer directe wijze, dit in tegenstelling tot de voorheen geldende situatie waarin het verloop van de geldbasis voornamelijk afhing van de vraag van de banken naar liquiditeiten. Dat deden ze vooral bij financiële onrust, zodat de balansomvang een indicator werd voor spanningen in het financieel stelsel van het eurogebied, of nog, voor de noodzaak van centralebankintermediatie tussen de financiële instellingen. Die interpretatie van het verloop van de centralebankbalans gaat sedert de aanvang van het APP echter niet langer op.

Door de introductie van de TLTRO's en het APP – waarbij de eerstgenoemde goedkope langetermijnleningen aan banken aanbieden en het laatstgenoemde hen vrijwel constant van centralebankreserves voorziet –, verminderde de vraag naar financiering via reguliere monetairbeleidsoperaties, zoals de wekelijkse basisherfinancieringstransacties en de driemaandelijkse langerlopende herfinancieringstransacties.

Samen met de groei van de geconsolideerde balans van het Eurosysteem stegen de liquiditeiten die de kredietinstellingen van het eurogebied bij het Eurosysteem aanhouden. Zo bedroeg het liquiditeitsoverschot – dat zijn de reserves die banken bovenop hun verplichte reserves aanhouden bij de centrale bank, hetzij op hun rekeningencourant, hetzij op de depositofaciliteit, die dezelfde vergoeding hebben – eind december 2015 € 640 miljard, tegen € 120 miljard begin september 2014, dat was vóór de aanvang van de verschillende activa-aankoopprogramma's en de TLTRO's.

Aangezien de banken trachtten hun overtollige reserves in de markt te plaatsen, dreef het grote liquiditeitsoverschot de daggeldmarktrente, de Eonia, duurzaam in de richting van de rente op de depositofaciliteit. Deze laatste

GRAFIEK 8 STIJGING VAN DE BALANS VAN HET EUROSYSTEEM GAAT GEPAARD MET EEN TOENAME VAN HET LIQUIDITEITSOVERSCHOT, WAT DE EONIA DRUKT



Bronnen: ECB, Thomson Reuters Datastream.
(1) Het liquiditeitsoverschot stemt overeen met de som van de op de depositofaciliteit en op de rekeningen-courant geplaatste bedragen bovenop de reserveverplichtingen.

is immers niet enkel de ondergrens voor de Eonia-rente, maar in geval van een liquiditeitsoverschot wordt ze tevens haar referentiewaarde. Over heel 2015 bleef de daggeldmarktrente dan ook negatief, wat ongekend lage interbancaire financieringskosten voor de banken impliceerde.

Kader 2 – Effect, op de balans van de banken, van het uitgebreid programma voor de aankoop van activa van het Eurosysteem

Het uitgebreid programma voor de aankoop van activa van het Eurosysteem (expanded asset purchase programme – APP) heeft niet enkel een duurzaam effect op de balans van het Eurosysteem – dat effecten koopt –, maar ook op die van de kredietinstellingen uit het eurogebied, die optreden als intermediairs bij de vereffening van de aankopen, ongeacht wie de effecten verkoopt.

Op de balans van het Eurosysteem vertalen die aankopen zich aldus, op de actiefzijde, in een toename van de voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden portefeuille en, op de passiefzijde, in een overeenkomstige stijging van de overreserves aangehouden door de kredietinstellingen uit het eurogebied.

De overreserves van de banken uit het eurogebied handhaven zich in principe op een hoog niveau zolang de activa in de monetairbeleidsportefeuille van het Eurosysteem blijven. De aanwending, door de economische subjecten (het Eurosysteem uitgezonderd) van de gegenereerde middelen, kan echter in drie gevallen de pas gecreëerde

bankliquiditeit 'vernietigen' : (1) bij terugbetaling, door de banken, van de openstaande herfinancieringstransacties aan de hand van de nieuwe middelen ; (2) bij omzetting van de liquiditeit in bankbiljetten en (3) bij gebruik van de middelen voor de betaling van de overheden van het eurogebied, die ze op door hen bij het Eurosysteem aangehouden rekeningen plaatsen. In de praktijk zijn die bewegingen echter vrij beperkt gebleven en zijn de overreserves dus in hetzelfde tempo toegenomen als de aankopen.

IMPACT VAN HET APP OP DE GECONSOLIDEERDE EN VEREENVOUDIGDE BALANS VAN HET EUROSYSTEEM

(in € miljard)

Activa	06-03-2015	25-12-2015	Passiva	06-03-2015	25-12-2015
Herfinancieringstransacties	471	542	Bankbiljetten in omloop	1 010	1 083
Waardepapieren aangehouden voor monetairbeleidsdoeleinden ↑	**237**	**805**	Overheidsdeposito's	56	70
Overige activa	1 427	1 421	Reserves van de banken	254	757
			Verplichte reserves	107	113
			Overreserves ↑	**147**	**644**
			Overige passiva	815	858
Totaal	**2 135**	**2 768**	**Totaal**	**2 135**	**2 768**

Bron : ECB.

Inzake de geaggregeerde balans van de kredietinstellingen uit het eurogebied, hangt de tegenpost van de door de APP-aankopen gecreëerde bankliquiditeit – die aanleiding geeft tot een toename van de overreserves bij de activa – in eerste instantie af van de 'ultieme' verkoper van de activa en, vervolgens, van de finale aanwending van de liquiditeiten.

Is de verkoper een bank uit het eurogebied (verkoop voor eigen rekening), dan zal de aankoop op de actiefzijde van de geaggregeerde balans van de banken uit het eurogebied eerst tot uiting komen in een vermindering van de effectenportefeuille. Is de verkoper een niet-bancaire ingezetene van het eurogebied, dan zal de aankooptransactie door het Eurosysteem op de passiefzijde van de geaggregeerde balans van de banken uit het eurogebied worden vereffend via creditering van een depositorekening[(1)]. Is de verkoper een niet-ingezetene van het eurogebied, ten slotte, dan zal de geaggregeerde balans van de banken uit het eurogebied – in het licht van de toenemende reserves – worden aangepast in de vorm van een vermindering van hun netto externe activa, namelijk het verschil tussen hun vorderingen op, en hun verplichtingen tegenover het buitenland (buiten het eurogebied). Die afname is het resultaat van hetzij de storting – op een door de niet-ingezeten verkoper bij een kredietinstelling van het eurogebied aangehouden rekening – van het verkoopbedrag van de effecten, hetzij de debitering van een rekening die een ingezeten bank aanhoudt bij een buitenlandse bank.

Terwijl de door het Eurosysteem aangehouden portefeuille overheidspapier van het eurogebied constant is blijven toenemen als gevolg van de in het kader van het programma voor de aankoop van overheidspapier (public sector purchase programme – PSPP) verrichte aankopen, is die van de banken uit het eurogebied vanaf maart 2015 ietwat

(1) Indien de deposant tot de geldaanhoudende sector behoort, zal de aankoop van activa door het Eurosysteem in eerste instantie dan ook gepaard gaan met een stijging van het monetair aggregaat M3.

RECHTSTREEKS EFFECT VAN HET APP OP DE GEAGGREGEERDE EN VEREENVOUDIGDE BALANS VAN DE BANKEN UIT HET EUROGEBIED, SCHEMATISCH VOORGESTELD NAAR VERKOPER

Activa		Passiva	
Reserves van de banken (bij het Eurosysteem)		Deposito's van ingezetenen	
Verplichte reserves		Deposito's van APP-verkopers	↑
Overreserves	↑	Overige deposito's	
Deposito's bij niet-ingezetenen	↓	Deposito's van niet-ingezetenen	↑
Effectenportefeuilles		Leningen bij het Eurosysteem	
Voor het APP in aanmerking komende effecten	↓	Overige leningen	
Overige effecten		Eigen vermogen	
Leningen			
Overige activa			

Tegenpost voor de toename van de overreserves:
de verkoper is een bank uit het eurogebied
de verkoper is een niet-bancaire ingezetene van het eurogebied
de verkoper is een niet-ingezetene van het eurogebied

Bron: NBB.

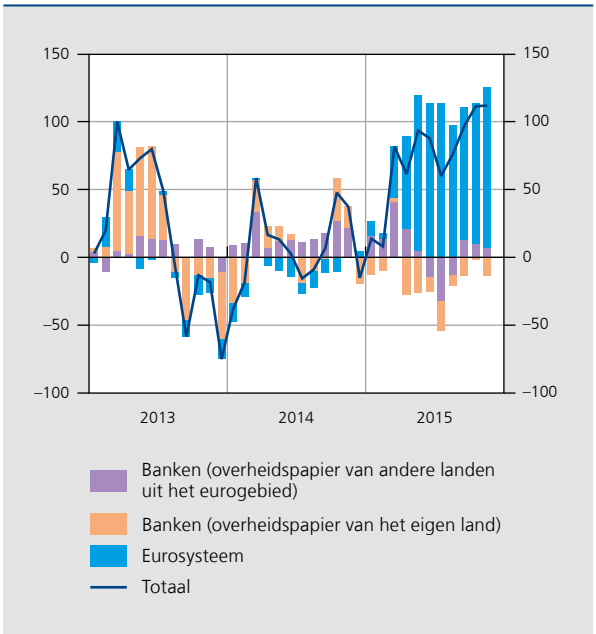
geslonken. De banken hebben dus aan het Eurosysteem overheidspapier verkocht dat ze voor eigen rekening aanhielden. Gelet op de bedragen in kwestie – vooral in vergelijking met de totale aankoopvolumes in het kader van het PSPP en met de omvang van de door de banksector van het eurogebied aangehouden portefeuille overheidspapier –, zijn die nettoverkopen echter relatief beperkt gebleven. Ook andere economische subjecten, al dan niet ingezetenen van het eurogebied, hebben dus, in het kader van het PSPP, effecten verkocht aan het Eurosysteem.

Het onmiddellijk effect van het APP is dus een liquiditeitstoename voor de banken uit het eurogebied, wat zowel volgt uit omvangrijker reserves van de banken bij het Eurosysteem als uit een toename van de depositofinanciering. Die liquiditeiten kunnen op diverse wijzen worden aangewend, met telkens een impact op de balans van de kredietinstellingen. Sommige banken zouden die middelen bijvoorbeeld kunnen aanwenden om nieuwe kredieten te verstrekken, wat tot gevolg heeft dat, op de actiefzijde, de leningenportefeuille van die banken toeneemt en, op de passiefzijde, de deposito's stijgen. Wenden hun klanten die deposito's op hun beurt bijvoorbeeld aan om bij klanten van andere banken uit het eurogebied goederen aan te kopen, dan gaan de centralebankreserves over op een andere houder in het stelsel. Op het geaggregeerde niveau van de banksector blijft het volume van de bankreserves in principe echter ongewijzigd. Aangezien het bankwezen van het eurogebied als geheel een gesloten circuit is, moeten de middelen immers hoe dan ook steeds terugvloeien naar het Eurosysteem.

Die tweederondemechanismen – waarvan het voorbeeld hierboven slechts één van de mogelijkheden is – impliceren dat het schematisch voorgesteld rechtstreeks effect niet weergeeft wat het uiteindelijke effect is van het APP op de balans van de kredietinstellingen uit het eurogebied. In de praktijk kan daarom moeilijk worden vastgesteld welk effect het programma in totaal heeft op alle balansposten van de banken uit het eurogebied, zulks vanwege de diverse en gevarieerde beslissingen inzake portefeuilleherschikking, zowel bij de individuele banken als bij de niet-bancaire subjecten (die in principe noodzakelijkerwijs via de banken optreden)[1]. Die taak

AANKOPEN VAN OVERHEIDSPAPIER VAN HET EUROGEBIED DOOR HET EUROSYSTEEM EN DOOR DE BANKEN UIT HET EUROGEBIED

(over drie maanden gecumuleerde nettostromen, in € miljard)



Bron: ECB.

blijkt des te moeilijker te zijn daar het verloop van de diverse balansposten van de ingezeten banken ook door andere factoren dan het APP wordt beïnvloed.

Sinds maart 2015 gaat de toename van de overreserves van de banken uit het eurogebied gepaard met een stijging van de deposito's van de niet-bancaire ingezetenen van het eurogebied, met een vermindering van de netto externe activa en van de kredietverlening aan de overheidssector uit het eurogebied alsook met een zekere groei van de kredietverlening aan de private sector van het eurogebied. De impact die het APP finaal zal hebben op de balans van de banken uit het eurogebied zal dus wellicht voor een deel neerkomen op het ondersteunen van de kredietverlening aan de reële economie. Ook wat de Belgische banken betreft, werd een stijging van de reserves opgetekend, die gepaard ging met een daling van hun netto externe activa, een afname van hun nettofinanciering via de markt en een stijging van de deposito's van de Belgische niet-bancaire ingezetenen. Ook de kredietverstrekking aan de Belgische niet-bancaire private sector vertoonde een – zij het zwakkere – opwaartse tendens.

(1) De beslissingen tot portefeuilleherschikking verwijzen hier naar beslissingen met betrekking tot de aanpassing van de samenstelling van hun respectieve balansen.

Transmissie van de maatregelen naar de financiële voorwaarden en de macro-economie

In de praktijk lijkt het maatregelenpakket een zichtbaar positieve impact te hebben gehad, hoewel een precieze inschatting ervan moeilijk is. Zo heerste op de markten voor overheidsobligaties van het eurogebied in het tweede kwartaal een verhoogde volatiliteit. Sinds de zomer ging de wereldeconomie ook vertragen en nam de nervositeit op de internationale financiële en grondstoffenmarkten toe. Die voornamelijk externe schokken staan een correcte

evaluatie van de maatregelen in de weg en hebben, vanwege hun impact op de inflatievooruitzichten, zelfs tot een herkalibratie van de monetairbeleidskoers geleid. Er mag wel worden verwacht dat ze, bij ontstentenis van het stimuleringspakket, een negatievere weerslag zouden hebben gehad op de economie van het eurogebied.

Signaaleffect op de inflatieverwachtingen

Via het APP geeft de Raad van Bestuur een krachtig signaal dat hij bereid is alles in het werk te stellen om zijn doelstelling inzake prijsstabiliteit te halen. Dat helpt een gepaste sturing van de reële rente te vrijwaren zodat de centrale bank haar stabiliserende functie voor de economische bedrijvigheid en de inflatie kan blijven spelen. De expliciete mededeling dat het APP van kracht zal blijven tot wanneer opnieuw wordt verwacht dat de inflatie dicht bij 2 % zal uitkomen, speelt daarbij een cruciale rol.

De genomen maatregelen hebben aldus vermeden dat de sterke daling van de totale inflatie de inflatieverwachtingen persistenter neerwaarts zou beïnvloeden. Na de aankondiging van het APP herstelden de marktgebaseerde indicatoren zich immers, terwijl de nieuwe daling van de inflatie tijdens de zomer van 2015 slechts tijdelijk tot uiting kwam in de inflatieverwachtingen, wat niet los kan worden gezien van de anticipatie op een uitbreiding van het APP in december. Tegelijkertijd leefden ook de enquêtegebaseerde inflatieverwachtingen licht op: ten opzichte van eind 2014 vertoonde hun verdeling in het staal van de respondenten op de enquête voor professionele voorspellers een opwaartse verschuiving. Toch lagen de op verschillende bronnen gebaseerde inflatieverwachtingen voor alle looptijden aan het einde van het jaar slechts ietwat hoger dan hun historisch lage niveaus van het begin van het jaar. Ze bleven dus ver verwijderd van een niveau dat in overeenstemming is met prijsstabiliteit. Daardoor blijft een accommoderende monetairbeleidskoers gerechtvaardigd.

Lagere nominale rentes voor alle looptijden

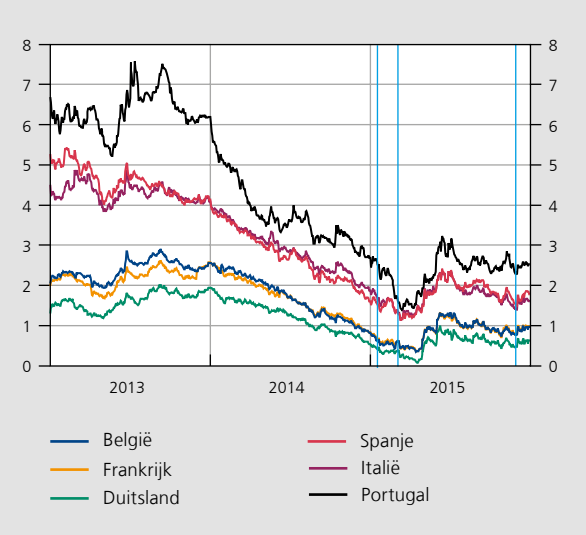
Het kwantitatief versoepelingsprogramma van de ECB beïnvloedde ook rechtstreeks het rendement van de aangekochte activa. Verwacht werd dat de grootschalige aankopen van staatsobligaties – conform de wet van vraag en aanbod – de prijzen van die activa zouden opdrijven en de rendementen zouden verlagen. Aangezien de rente op overheidsobligaties een referentiewaarde is (de 'risicoloze rente'), verspreidt de stimulus – in de vorm van lagere financieringskosten – zich van daaruit verder naar de rest van de economie waar hij de kredietverlening en de investeringen helpt bevorderen.

Aangezien de markten reeds sedert medio 2014 verdere versoepelingsmaatregelen van de ECB verwachtten, waren die maatregelen toen al ingeprijsd in tal van financiële activa. Bijgevolg was de rente op overheidsobligaties eind 2014 in heel wat eurolanden reeds historisch laag. Toch liepen de rendementen nog verder terug na de aankondiging van het PSPP in januari, maar ook na de start van de aankopen in maart. Dat kan worden verklaard door, onder meer, het feit dat het aankoopprogramma omvangrijker was dan verwacht. Schuldbewijzen met langere looptijden lieten de sterkste dalingen optekenen. Zo zakte de rente op de tienjaars Duitse Bund, die een referentie is voor de risicoarme activa in het eurogebied, van gemiddeld 0,64 % in december 2014 tot dicht bij 0 % medio april 2015. Daarnaast was het rendement voor looptijden tot zeven jaar zelfs negatief. Over dezelfde periode was het rendement op Belgisch overheidspapier met een looptijd van tien jaar gedaald van 0,90 % tot minder dan 0,40 % en was het negatief geworden voor looptijden tot zes jaar. Ook de rendementen op staatsobligaties van de meer kwetsbare eurolanden daalden, vaak in nog sterkere mate.

In het tweede kwartaal hadden twee prijscorrecties plaats (één eind april en één begin juni) zodat het rendement op overheidsobligaties sterk steeg. Zo nam de rente op de tienjaars Duitse Bund van april tot juni met 67 basispunten toe tot 0,83 % (maandgemiddelde). Voor die prijscorrecties kunnen een aantal verklaringen naar voren geschoven worden. Zo kan de plotse correctie worden

GRAFIEK 9 VANWEGE HET PSPP NOTEERT HET RENDEMENT OP TIENJAARS OVERHEIDSOBLIGATIES HISTORISCH LAAG, NADIEN VERTOONT HET ENIGE VOLATILITEIT[1]

(in %)

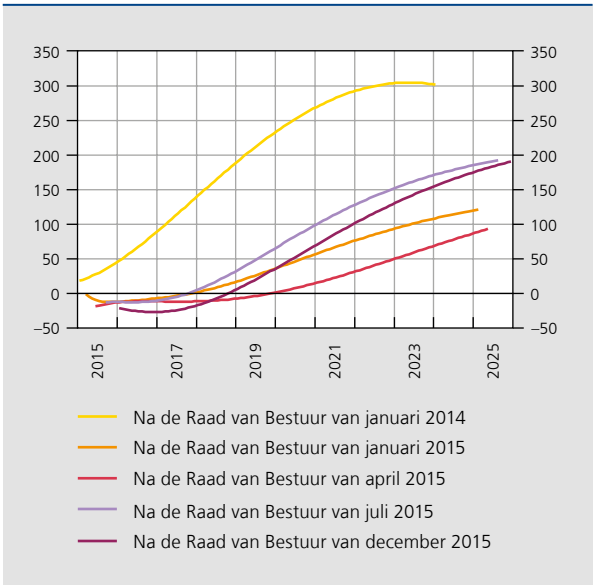


Bron: Bloomberg.

(1) De verticale blauwe lijnen duiden de aankondiging, de implementatie en de verlenging van het APP aan op respectievelijk 22 januari, 9 maart en 3 december.

GRAFIEK 10 MONETAIRBELEIDSMAATREGELEN VLAKKEN HET VERWACHTE PAD VAN DE DAGGELDRENTE VERDER AF[1]

(in basispunten)



Bron: Bloomberg.

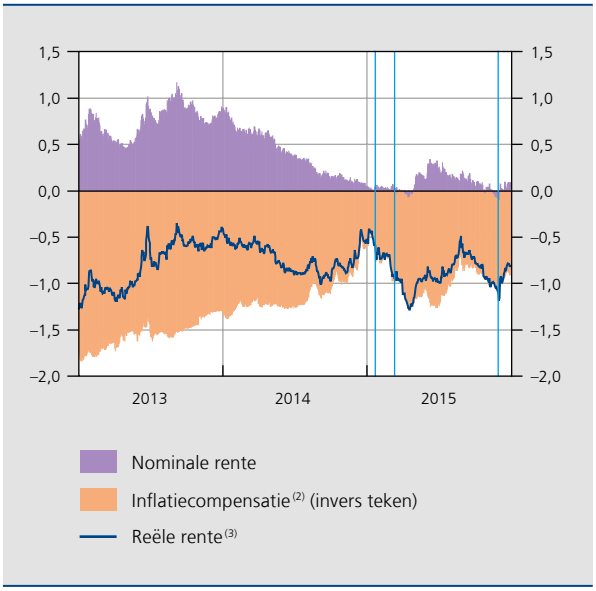
(1) Gemeten aan de hand van de impliciete daggeldrente afgeleid van de rentetarieven op Eonia-swaps met verschillende looptijden.

beschouwd als een – in zeker opzicht logische – omkeer van de eveneens onverwacht scherpe daling van de rendementen na de start van de aankopen in maart. Daarnaast hadden, op datzelfde ogenblik, een aantal enigszins verbeterende macro-economische cijfers en stijgende inflatieverwachtingen – beide kunnen niet los worden gezien van het APP – de nominale lange rente mogelijk opwaarts beïnvloed. De rentestijging hoeft in dat opzicht niet noodzakelijk negatief te zijn. Aanvankelijk drukt het APP inderdaad de lange rente, maar het uiteindelijk doel van het aankoopprogramma is in zekere zin het bewerkstelligen van een hogere lange rente. Voor zover deze laatste opwaarts herziene verwachtingen ten aanzien van de korte rente weerspiegelt, getuigt ze immers van verbeterde groei- en inflatievooruitzichten. Enkele markttechnische factoren, ten slotte, versterkten mogelijk de opwaartse beweging: een seizoengebonden geringere marktliquiditeit, aanzienlijke obligatie-uitgiften door verschillende overheden volgend op de erg lage rendementen, en 'mechanische' handelsstrategieën waarbij volatiliteit tot nog meer volatiliteit leidt. De bijdrage van de genoemde factoren aan de volatiliteit kan niet worden bepaald; wat wél duidelijk is geworden, is dat periodes van verhoogde volatiliteit eigen zijn aan een lagerenteomgeving. In die context liet de Raad van Bestuur evenwel weten dat gereageerd zou worden op een ongegronde verkrapping van de monetaire voorwaarden. In de loop van het tweede semester daalden de rendementen op overheidspapier opnieuw, wat de anticipatie op extra monetairbeleidsmaatregelen weerspiegelde.

Ondanks de volatiliteit hebben de monetairbeleidsmaatregelen de termijnstructuur van de rente verder afgevlakt. In overeenstemming met het verloop van de rendementen op overheidsobligaties lieten de verwachtingen ten aanzien van de geldmarktrentes van eind april tot begin juli een stijging optekenen; nadien volgde een nieuwe daling. De steilere helling voor het (zeer) lange einde van de curve ten opzichte van begin januari bleef wel gehandhaafd, wat kan wijzen op de verwachting van een snellere normalisatie zodra de beleidsrentes zullen worden opgetrokken; op zich is dat positief nieuws. Het korte en het middellange einde van de rentecurve, daarentegen, bleven in de loop van het jaar zakken. Dat illustreert de invloed van forward guidance, van de verlaging van de rente op de depositofaciliteit en van het door activa-aankopen gesorteerde signaaleffect met betrekking tot de monetairbeleidskoers – namelijk lagere verwachtingen ten aanzien van de toekomstige risicoloze korte rentes. Daarbij wordt ervan uitgegaan dat de impact van het signaaleffect voor de kortere rentes sterker is aangezien de centrale bank minder bereid is om zich voor de verre toekomst aan lage rentes te committeren.

GRAFIEK 11 REËLE RENTE NOTEERT OP LAGE NIVEAUS[1]

(in %)



Bronnen: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream.

(1) De verticale blauwe lijnen duiden de aankondiging, de implementatie en de verlenging van het APP aan op respectievelijk 22 januari, 9 maart en 3 december.

(2) Gemeten aan de hand van swaps die het inflatierisico in het eurogebied dekken voor een periode van vijf jaar.

(3) Berekend als het verschil tussen de nominale rente en de inflatiecompensatie.

Aangezien het APP de nominale rentes drukte, maar ook een opwaarts effect sorteerde op de inflatieverwachtingen, daalde de reële rente op langere termijn tot recordlaagtes. De uitgesproken monetaire versoepeling in het eerste kwartaal van het jaar bleek echter niet duurzaam te zijn: de nominale rente begon te stijgen, terwijl de inflatieverwachtingen daalden. Sinds oktober trad er echter opnieuw een verbetering op dankzij de verwachting van nieuwe monetairbeleidsmaatregelen: de reële rente noteerde aan het einde van het jaar weer laag.

Herbalancering van de portefeuille

Behalve dat het APP een rechtstreekse impact heeft op de nominale rendementen van de aangekochte effecten, sorteert het ook een indirect effect op andere activa, wat resulteert in lagere marktfinancieringskosten voor banken en niet-financiële ondernemingen.

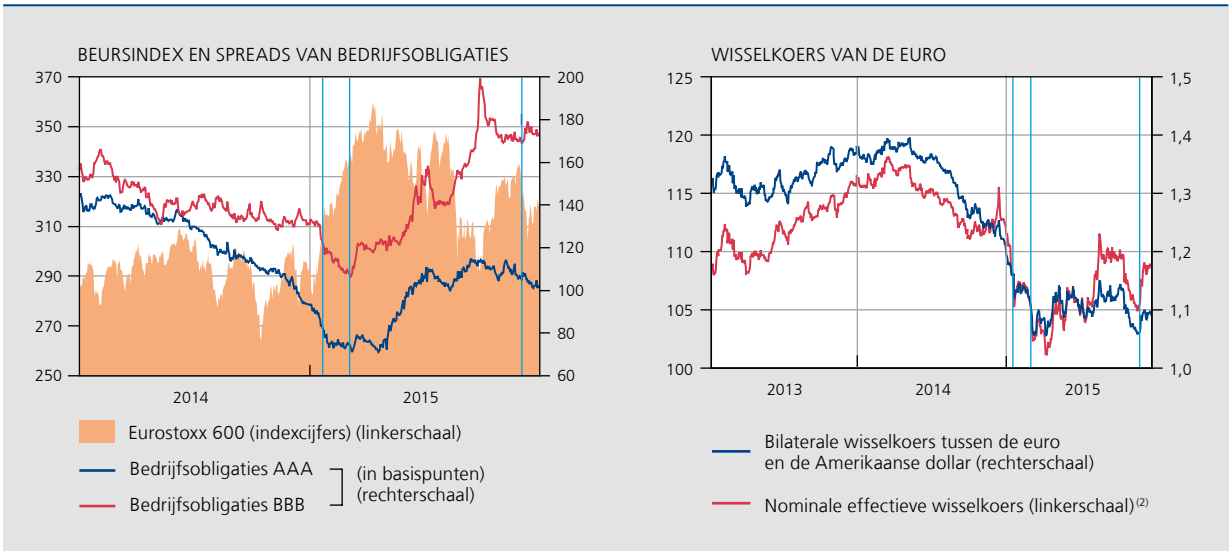
In eerste instantie sorteerde het APP inderdaad een gunstig effect op de Europese bedrijfsobligaties en aandelenbeurzen. De spreads van het rendement op de bedrijfsobligaties ten opzichte van de vijfjaars swaprente bleven tijdens het eerste kwartaal verder verkleinen; dat was vooral uitgesproken voor obligaties met een lagere rating. Tegelijkertijd boekten de Europese aandelenbeurzen tussen het begin van het jaar en hun piek omstreeks medio april een winst van ongeveer 23 %. Daarnaast ging men ook op zoek naar hogerrentende activa buiten het eurogebied. De daaruit voortvloeiende aanpassing in de beleggingsportefeuilles had zodoende ook een neerwaartse invloed op de wisselkoers van de euro. Van begin januari tot midden april verzwakte de euro met zowat 10 % in nominale effectieve termen en met 13 % ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Tegen eind april sloegen die tendensen echter om als gevolg van, onder meer, een toename van de volatiliteit op de Europese markten voor overheidsobligaties, de financiële onrust in de opkomende economieën in de tweede helft van het jaar en het uitstellen, in de herfst, van de beleidsrenteverhoging door de Federal Reserve, wat getuigde van twijfels over het economisch herstel in de Verenigde Staten. Het wegebben van enkele van deze factoren en de verwachting dat het bestaande maatregelenpakket zou worden bijgestuurd, verbeterden opnieuw de financiële voorwaarden in ruime zin, hoewel ze minder gunstig waren dan in de eerste helft van het jaar.

Transmissie via de banksector (kredietvolumes en debetrentes)

Opdat de versoepeling van het monetair beleid ook de huishoudens en de ondernemingen zou bereiken, moeten de verbeterde financieringsvoorwaarden uiteindelijk ook worden doorberekend in de kredietverlening, zowel in termen van prijzen als in termen van volumes. Het pakket monetairbeleidsmaatregelen beoogde beide en leverde inderdaad aantrekkelijker bancaire financieringsvoorwaarden op.

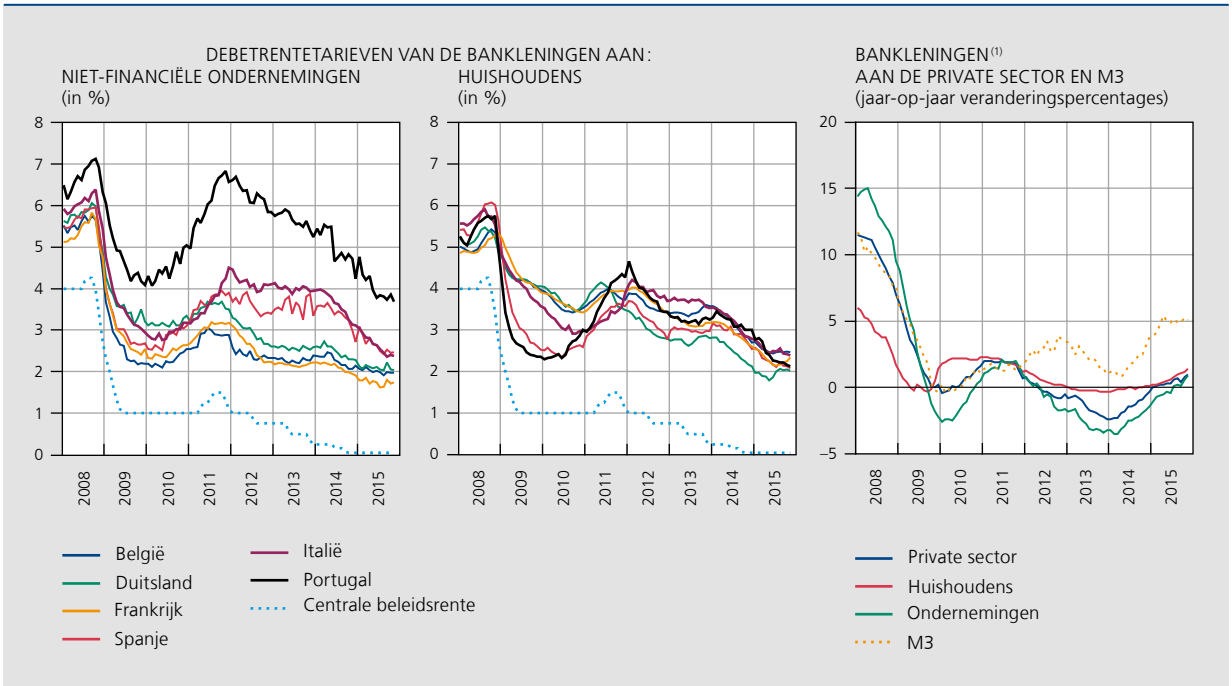
De bancaire financieringskosten voor de huishoudens en de ondernemingen bleven dalen. De debetrente van

GRAFIEK 12 DOOR HET APP HERSCHIKKEN BELEGGERS HUN INVESTERINGSPORTEFEUILLES[1]



Bronnen: ECB, Thomson Reuters Datastream.
(1) De verticale blauwe lijnen duiden de aankondiging, de implementatie en de verlenging van het APP aan op respectievelijk 22 januari, 9 maart en 3 december.
(2) Nominale effectieve wisselkoers t.o.v. de achtendertig belangrijkste handelspartners van het eurogebied.

GRAFIEK 13 CONSTANT VERBETERENDE BANCAIRE FINANCIERING VAN DE PRIVATE SECTOR IN HET EUROGEBIED



Bronnen: ECB, Thomson Reuters Datastream.

(1) Alle looptijden samen. De gegevens voor de bankleningen aan de private sector zijn voor de hele periode gezuiverd voor effectiseringsinvloeden. De gegevens voor de bankleningen aan huishoudens en ondernemingen zijn gezuiverd vanaf januari 2010.

bankleningen aan ondernemingen convergeerde ook aanzienlijk tussen de landen. Ondernemingen in de meer kwetsbare landen zagen daarbij hun bancaire financieringskosten constant afnemen, terwijl deze laatste sedert begin 2015 eerder stabiel bleven voor ondernemingen in de landen die minder zwaar door de crisis waren getroffen. In deze tweede groep van landen had de transmissie van de eerdere verlagingen van de beleidsrentes immers sneller en vollediger plaatsgevonden. Een en ander wijst erop dat de fragmentatie van de bancaire financieringsvoorwaarden in het eurogebied duidelijk afgenomen is. Naar het einde van het jaar kwam de daling van de debetrentes aan de private sector echter tot stilstand, wat mogelijk wees op een stabilisatie van de financieringskosten van de banken alsook op pogingen van deze laatste om hun marges te verbeteren.

Uit de enquête naar de bancaire kredietverlening (bank lending survey of BLS) bleek tevens een aanhoudende verbetering van de criteria inzake de kredietverlening aan de private sector. Die verbetering was bovendien wijdverspreid over de landen van het eurogebied. Voornamelijk een toenemende concurrentie en een afnemende risicoperceptie onder de banken droegen bij aan de versoepeling van de criteria inzake kredietverlening. De banken gaven ook te kennen zowel de krachtens het APP gegenereerde extra liquiditeiten als de financiering afkomstig van de TLTRO's in de eerste plaats aan te wenden om hun kredietverlening uit te breiden. Wat de kredietvraag van de huishoudens en de ondernemingen betreft, maakte de BLS eveneens gewag van een vooruitgang ten opzichte van het jaar voordien. Ten grondslag daaraan lagen de lage rentes, de nood aan bedrijfsfinanciering, een verstevigend consumentenvertrouwen en de gunstiger vooruitzichten voor de huizenmarkt.

De verbetering van zowel de kredietvraag als het kredietaanbod had een gunstige invloed op de groeidynamiek van de kredietverlening. Zo deed zich in het jaar-op-jaar groeitempo van de bankleningen aan ondernemingen een kentering voor: nadat het sedert juni 2012 negatief was geweest, werd het vanaf juli 2015 opnieuw licht positief. De toename van de leningen aan huishoudens versnelde van 0,2 % in januari tot 1,4 % in november.

Samen met de kredietgroei trok ook de geldgroei verder aan, zelfs in sterkere mate. Daarbij was een belangrijke rol weggelegd voor het APP. Zoals vermeld in Kader 2, stijgt de geldhoeveelheid wanneer ingezetenen van het eurogebied, met uitzondering van de banksector, effecten

verkopen aan het Eurosysteem. Bij een dergelijke transactie zien banken die optreden als financieel intermediair tussen de economische subjecten en het Eurosysteem niet enkel hun reserves bij dit laatste toenemen, maar ook de deposito's (opgenomen in M3) van de economische subjecten, en zulks ten belope van de waarde van de verkochte effecten. Daarnaast leidt het APP ook tot portefeuilleherbalancering, wat de geldgroei indirect verder positief kan beïnvloeden, bijvoorbeeld wanneer de banksector ertoe besluit de nieuwe liquiditeiten aan te wenden om nieuwe kredieten te verstrekken of om activa aan te kopen. Tot slot zijn de opportuniteitskosten verbonden aan het aanhouden van in M3 opgenomen activa zeer gering vanwege de vlakkere risicoarme rendementscurve.

De jaar-op-jaar groei van het ruime monetaire aggregaat M3 bleef aldus gematigd aantrekken van 3,9 % in januari tot 5,1 % in november. De stuwende kracht daarachter was de expansie van de meest liquide componenten van M3, in het bijzonder de zichtdeposito's (M1).

Wisselwerking met andere beleidsdomeinen

Structurele hervormingen, begrotingsbeleid en financiële stabiliteit

Opdat de genomen monetairbeleidsmaatregelen een zo positief mogelijk effect zouden sorteren, moeten ook andere economische beleidsdomeinen worden ingezet. Wat de aanbodzijde betreft, heeft de Raad van Bestuur er voortdurend op gewezen dat een verdere tenuitvoerlegging van structurele hervormingen cruciaal is om de huidige conjunctuuropleving om te zetten in een structureel herstel. Vlotter functionerende arbeids- en productmarkten en een gunstiger ondernemersklimaat moedigen immers de investeringen aan, bevorderen de banencreatie en verhogen de productiviteit. Met betrekking tot de vraagzijde beklemtoonde de Raad dan weer het belang van een groeivriendelijk begrotingsbeleid dat terzelfder tijd de begrotingsregels van de EU respecteert. Het naleven van het Stabiliteits- en groeipact is immers van essentieel belang om de budgettaire kosten van de vergrijzing op te vangen en buffers voor de toekomst op te bouwen. Meer vertrouwen in de overheidsfinanciën is op zijn beurt bevorderlijk voor de consumptie en de investeringen van de private sector.

Het monetair beleid heeft via het ondersteunen van de nominale inkomens ook een aanzienlijk positieve, zij het niet dadelijk zichtbare, impact op de financiële stabiliteit. Het laten gedijen van een deflatoire tendens zou immers nefaste gevolgen hebben voor de houdbaarheid van de nominale schulden en de financiële sector met permanent lagere rentetarieven confronteren, ook voor de langere looptijden. Afgezien van deze positieve wisselwerkingen kan het huidig sterk accommoderend monetair beleid ook risico's inhouden voor de financiële stabiliteit. Een langdurige lagerenteomgeving kan bijvoorbeeld een overdreven zoektocht naar rendement op gang brengen, een excessieve schuldopbouw in de hand werken, of de rentabiliteit van banken en levensverzekeraars onder druk plaatsen. Dit laatste werd als een belangrijk risico aangehaald in het in juni 2015 gepubliceerd Macroprudentieel verslag van de Bank, in de Financial Stability Review van de ECB alsook in het jaarverslag van het Europees Comité voor Systeemrisico's (European Systemic Risk Board – ESRB). Bij het opsporen en aanpakken van deze financiële risico's lijkt er in de eerste plaats een belangrijke rol weggelegd voor het (macro)prudentieel beleid. Dat moet het monetair beleid de mogelijkheid bieden zich ten volle te richten op zijn primaire doelstelling, namelijk het vrijwaren van de prijsstabiliteit.

1.3 De bedrijvigheid in de landen van het eurogebied herstelde zich, maar bleef onder haar potentieel niveau

Sterkere en breder gedragen groei

De economische opleving was in 2015 ruimer gespreid over de landen van het eurogebied dan tijdens het voorgaande jaar. In tal van eurolanden kreeg de binnenlandse vraag een stevige impuls, onder meer dankzij – in uiteenlopende mate – de lagere energie- en grondstoffenprijzen, de gunstige financiële voorwaarden, de betere toegang tot krediet, de verbetering op de arbeidsmarkt en het minder strakke begrotingsbeleid. Niet alleen de consumptie verstevigde, maar ook bij de investeringen zette het herstel, dat in 2014 was begonnen, zich voort. Ondanks de tragere groei van de wereldhandel, vormde de uitvoer daarenboven een belangrijke motor voor de groei, mede gesteund door de gedeprecieerde euro.

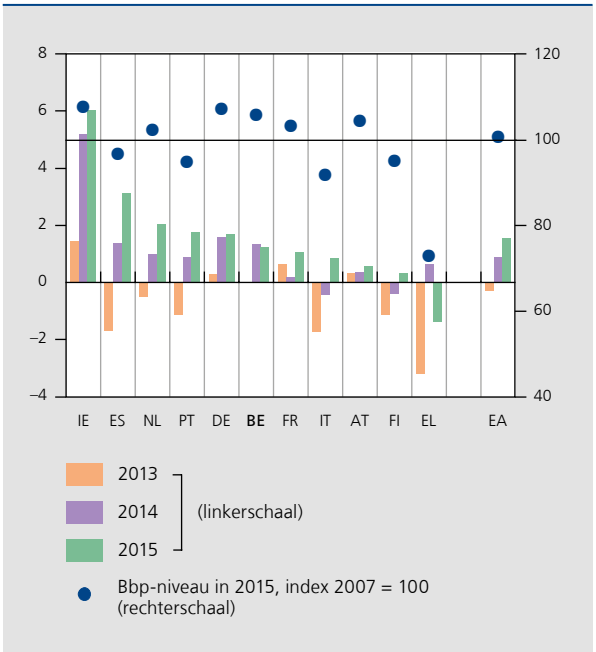
Duitsland bleef als grootste economie de sterkhouder van de groei in het eurogebied. In Nederland zette de opleving zich eveneens in een stevig tempo voort dankzij de aantrekkende investeringen. De opleving verspreidde zich bovendien steeds meer naar de landen die in de aanloop naar de financiële crisis ernstige macro-economische evenwichtsverstoringen hadden opgebouwd en deze sindsdien grotendeels hadden gecorrigeerd. Na de aanpassingen die in deze economieën hebben plaatsgevonden en mede onder impuls van de bovengenoemde groeiondersteunende factoren, laten de meeste van die landen een economisch herstel optekenen dat in 2015 aan kracht

won. Zo groeide de economische bedrijvigheid in Spanje meer dan dubbel zo snel als in 2014 en trok de groei ook in Portugal aan. In Ierland werd zelfs voor het tweede jaar op rij veruit de hoogste groei van het eurogebied opgetekend. Net als het voorgaande jaar steeg de uitvoer er zeer krachtig. Deze uitvoerexpansie houdt verband met de belangrijke rol die multinationale ondernemingen spelen in de Ierse export. De economische opleving heeft er zich bovendien steeds meer uitgebreid naar bedrijven die sterker op de binnenlandse vraag zijn geörienteerd en relatief arbeidsintensiever zijn. Zo heeft het herstel in Ierland, dat aanvankelijk vooral op de uitvoer steunde, de afgelopen twee jaar een bredere basis gekregen over sectoren en bestedingscategorieën heen.

In andere landen, onder meer in Frankrijk en Italië, bleef de binnenlandse vraag evenwel achter bij het gemiddelde in het eurogebied. Zo liepen de investeringen in Frankrijk, met name in bouwwerken, verder terug. Dit neemt niet weg dat de uitvoer in beide landen gesteund werd door de zwakkere euro en door de opleving in Europa en in andere geavanceerde landen. Al met al lieten de economieën van deze twee landen een matige groei optekenen, terwijl ze het voorgaande jaar vrijwel stabiel gebleven waren. In Finland nam de economische bedrijvigheid na drie jaar van achteruitgang in 2015 opnieuw toe. Wegens de aanhoudende zwakte van de binnenlandse vraag en de stagnerende uitvoer, onder meer als gevolg van de zware klappen die de export naar Rusland kreeg, bleef de groei er nog gering.

GRAFIEK 14 ECONOMISCHE GROEI OPNIEUW POSITIEF IN BIJNA ALLE LANDEN VAN HET EUROGEBIED

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



Bron: EC.

Al met al hebben bijna alle eurolanden in 2015 – in verhouding tot hun economisch belang – significant bijgedragen aan de groei van het eurogebied, terwijl die groei in 2014 nog voor meer dan de helft toe te schrijven was aan de toename van het reëel bbp in Duitsland. Zo hebben Spanje en Portugal de laatste twee jaar een belangrijke inhaalbeweging gemaakt. In Ierland ligt het bbp zelfs aanzienlijk hoger dan in 2007.

Alleen Griekenland bleef worstelen met de uitweg uit de crisis

Griekenland is het enige euroland waar het bbp in 2015 daalde, namelijk met 1,4 %, nadat het zich in 2014 enigszins had hersteld. Dit moet worden gezien tegen de achtergrond van de moeilijkheden die zich voordeden bij het aflopen van het tweede Griekse aanpassingsprogramma en de onderhandelingen over het derde programma.

Nadat het in de loop van 2014 steeds beter leek te gaan met de Griekse economie, liepen de onderhandelingen over de vijfde evaluatie van het tweede aanpassingsprogramma in de herfst van dat jaar vast. Op de financiële markten steeg het rendementsecart op Griekse overheidsobligaties en de politieke instabiliteit nam toe. Bovendien kwam tegen het einde van dat jaar een toenemende deposito-uitstroom op gang, waardoor de Griekse banken in moeilijkheden raakten. De situatie bleef in de eerste helft van 2015 zeer gespannen, onder meer in de aanloop naar het Griekse referendum dat begin juli plaatsvond. Verrassend genoeg was de groei op dat moment nog steeds positief, ondanks de grote onzekerheid en het afnemend vertrouwen. Die groei kan echter voor een deel verklaard worden door de daling van de invoer en hij weerspiegelt vermoedelijk ook vervroegde aankopen door consumenten die vreesden voor verliezen op hun spaargeld.

Nadat het tweede aanpassingsprogramma eerst was verlengd, verstreek het op 30 juni 2015 zonder akkoord tussen de trojka en de Griekse regering over de vijfde evaluatie en de uitkering van de laatste schijf aan financiële bijstand. Vervolgens kon Griekenland zijn schuld aan het IMF op de vervaldagen niet terugbetalen. Als gevolg van het afnemend vertrouwen in de Griekse banken en de massale deposito-uitstroom, zag de Griekse overheid zich eind juni genoodzaakt controles op het kapitaalverkeer in te voeren. Tegen die achtergrond zakte de economie in het tweede halfjaar van 2015 opnieuw weg.

Ondanks de winst voor de 'neen tegen de voorwaarden van het aanpassingsprogramma'-stemmers in het Griekse referendum, hebben de Griekse autoriteiten, na onderhandelingen met de Eurogroep en de staatshoofden en regeringsleiders van de eurolanden, ingestemd met een reeks maatregelen. Daarna verkreeg Griekenland een overbruggingslening om zijn onmiddellijke financiële verplichtingen na te komen. In augustus bereikten de Griekse overheid en het Europees stabiliteitsmechanisme (ESM) vervolgens een akkoord over het derde aanpassingsprogramma. Dit maakte de weg vrij voor nieuwe financiële bijstand aan Griekenland, die over een periode van drie jaar (augustus 2015 tot augustus 2018) kan oplopen tot € 86 miljard, waarvan € 25 miljard bestemd is voor de herkapitalisering van de banken. De gemiddelde looptijd van de nieuwe kredietverlening door het ESM is 32,5 jaar. De dreiging van een Grexit was met dit akkoord afgewend. Het IMF is nauw betrokken geweest bij de onderhandelingen. Het zal zijn deelname aan de nieuwe financiële bijstand evalueren als Griekenland de door het IMF nodig geachte stappen heeft gezet voor de uitvoering van het programma en de Europese geldschieters de nodige beslissingen hebben genomen over een verlichting van de Griekse schuld.

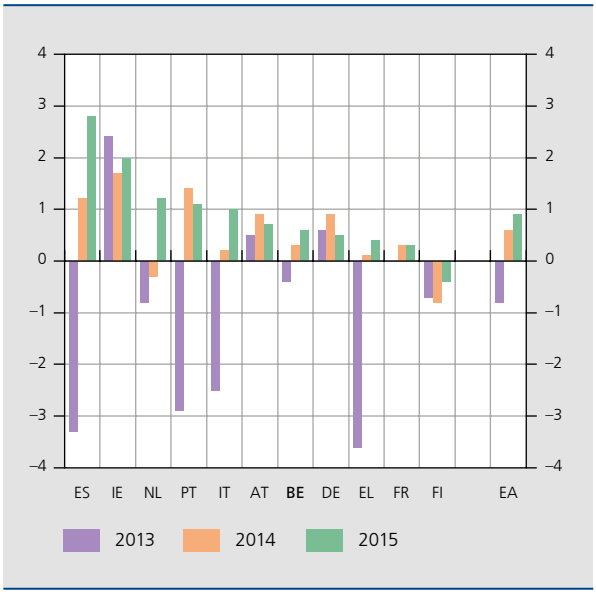
De eerste schijf aan financiële bijstand bedroeg € 26 miljard, waarvan € 10 miljard in de vorm van schuldpapier van het ESM voor het herstel van de Griekse banksector. Van het resterende bedrag werd € 13 miljard uitgekeerd in augustus, alsook € 2 miljard in november en € 1 miljard in december, nadat Griekenland, zoals vastgelegd in het memorandum van het aanpassingsprogramma, een aantal doelstellingen had bereikt en maatregelen had genomen betreffende de financiële sector, met het oog op een succesvolle herkapitalisering van de banken. In het najaar vormde de alomvattende beoordeling van de vier belangrijke Griekse banken door de ECB de aanzet voor een herkapitaliseringsproces van deze instellingen.

Groeibevorderende factoren in het eurogebied

Het economisch herstel in het eurogebied ging gepaard met een aanzienlijke verbetering op de arbeidsmarkt in de meeste eurolanden. Samen met de reeds vermelde stimulerende factoren, hebben die verbetering en de daarmee verband houdende toename in het beschikbaar inkomen van de huishoudens de binnenlandse vraag in het eurogebied ondersteund. Zo groeide de werkgelegenheid in Nederland en Italië, na eerdere dalingen, opnieuw aanzienlijk. De werkgelegenheid trok bovendien zeer sterk aan in landen waar in de nasleep van de crisis veel arbeidsplaatsen verloren waren gegaan. Net als in Ierland verbeterde de situatie sterk in onder meer Spanje en Portugal, twee landen die de afgelopen jaren hun arbeidsmarkt hebben hervormd. In

GRAFIEK 15 DE WERKGELEGENHEID BLEEF TOENEMEN IN DE MEESTE LANDEN VAN HET EUROGEBIED

(werkgelegenheid in personen, veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bron: EC.

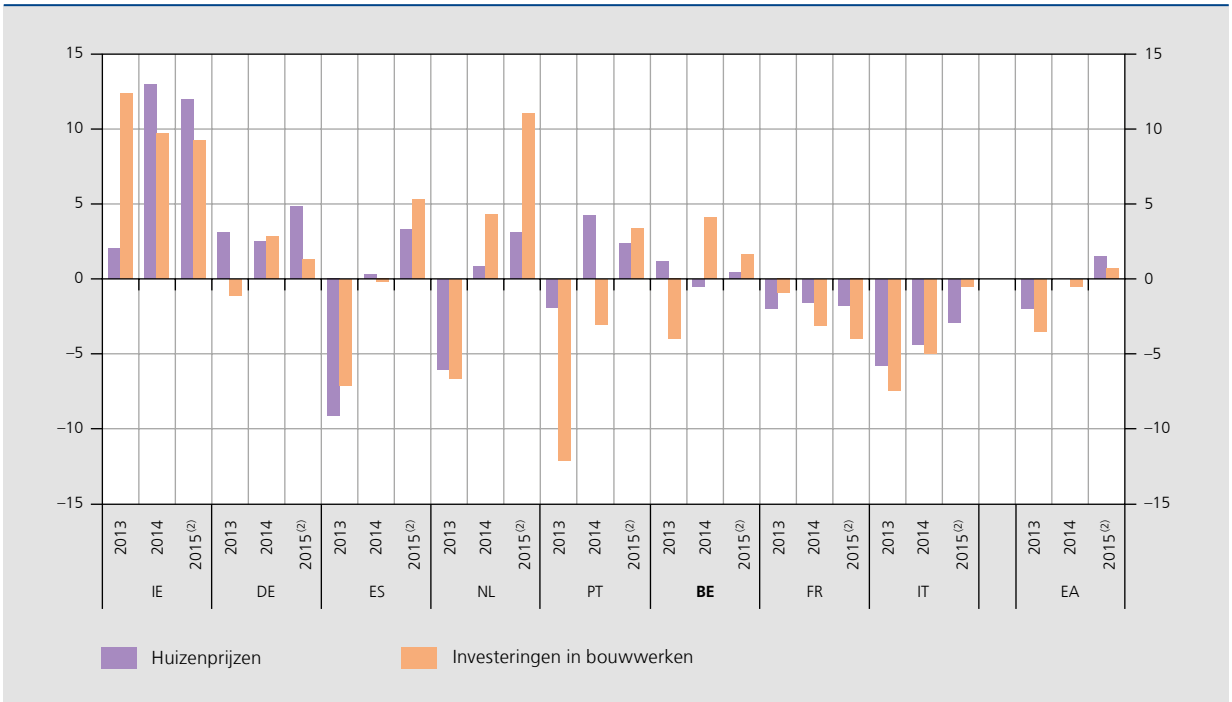
Frankrijk bleef de nettobanencreatie daarentegen matig. Overigens liep de werkloosheid in de meeste landen van het eurogebied terug, zij het vaak slechts in beperkte mate.

Voorts zijn de huizenprijzen in het eurogebied zich stilaan beginnen te herstellen. In de vastgoedsector in Duitsland zette de inhaalbeweging, na een jarenlange malaise, zich in 2015 voort. Tegelijkertijd wordt een duidelijke opleving opgetekend in sommige landen waar de woningmarkt de afgelopen jaren zwaar getroffen was. Zo zijn de huizenprijzen in Ierland en in mindere mate in Portugal na 2013 fors gestegen. Ook in Spanje lijkt de bodem te zijn bereikt en heeft een herstel ingezet. Dat was tevens het geval in Nederland, waar de huizenprijzen tevoren sterk waren gedaald. De hausse in de huizenprijzen ging vaak gepaard met een omslag in de bouwinvesteringen; met name in Ierland en Nederland worden sterke toenames opgetekend. In Frankrijk en Italië zijn de huizenprijzen daarentegen nog gedaald en vooral in Frankrijk liepen de investeringen in de woningbouw verder terug. Voor het eurogebied als geheel resulteert dit in een licht herstel van de huizenprijzen sedert medio 2014. Ook de bouwinvesteringen zijn in 2015 opnieuw enigszins toegenomen, na jaren van achteruitgang.

Het ziet er bovendien naar uit dat de erfenis van de financiële crisis de opleving van de economische bedrijvigheid

GRAFIEK 16 AANPASSING OP DE HUIZENMARKTEN LOOPT TEN EINDE IN DE ZWAARST DOOR DE CRISIS GETROFFEN LANDEN (1)

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



Bron: EC.

(1) De landen zijn gerangschikt volgens de omvang van de verandering van de huizenprijzen in 2015.

(2) Eerste drie kwartalen voor de huizenprijzen (behalve voor Duitsland, waar het gaat over het eerste kwartaal).

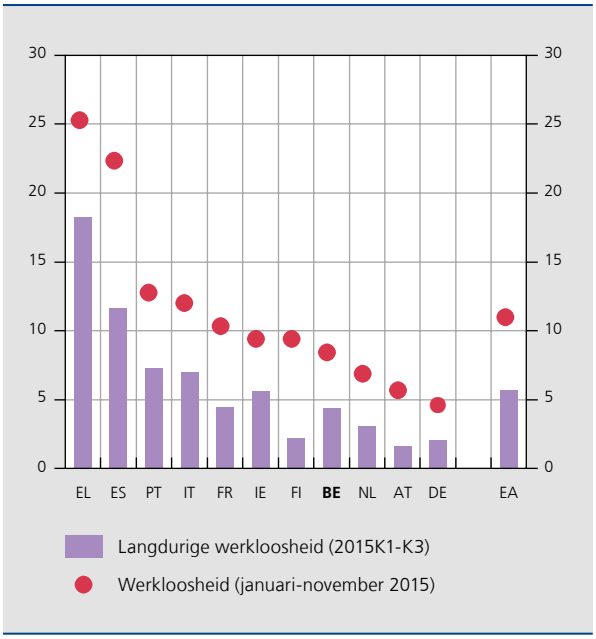
in een aantal landen van het eurogebied minder sterk heeft afgeremd dan tijdens de voorgaande jaren. Met name de landen met zware schulden zoals Ierland, Spanje en Portugal hebben aanzienlijke vooruitgang geboekt bij het afbouwen van de schuldpositie van de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen. Dat was niet enkel het resultaat van de groei van het nominaal bbp, want in sommige landen ging het ook om een actieve vorm van deleveraging, wat betekent dat het bedrag van de schuld werd teruggedrongen.

De erfenis van de crisis bleef de groei echter enigszins drukken

Niettemin blijft de schuldgraad van de private sector in een aantal landen hoog. Dit blijft een bron van kwetsbaarheid en een belemmering voor de bestedingen, in het bijzonder voor de investeringen. Zoals in Kader 3 nader wordt toegelicht, heeft de noodzaak om de schulden van de private sector af te bouwen een sterke negatieve impact gehad op de investeringsdynamiek in de landen waar die schulden nog hoog waren, wat onder meer een vlotte transmissie van het monetair beleid naar de kredietverlening in de weg heeft gestaan.

GRAFIEK 17 DE WERKLOOSHEID DAALDE, MAAR BLEEF IN EEN AANTAL LANDEN VAN HET EUROGEBIED HOOG

(in % van de beroepsbevolking)



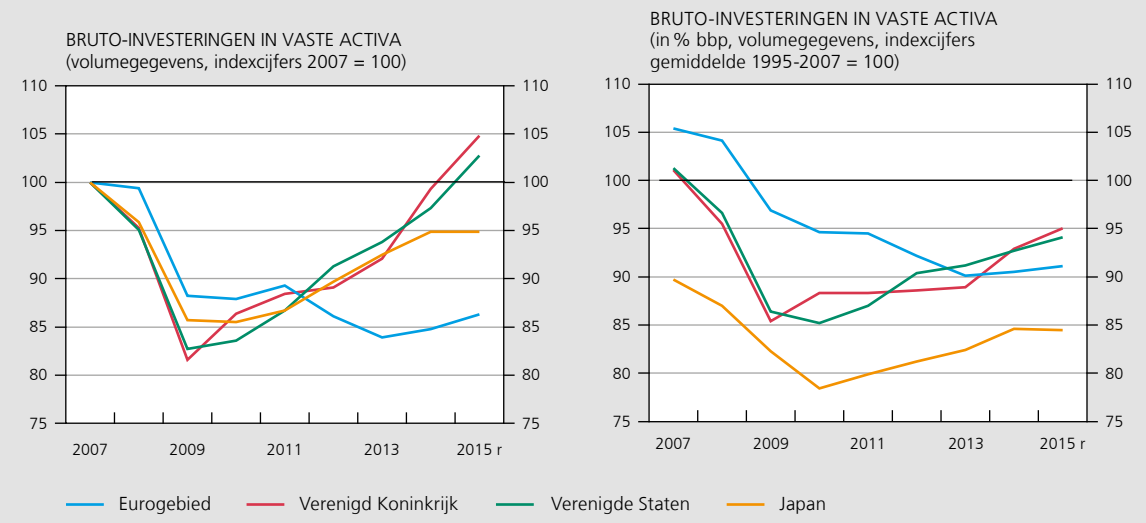
Bron: EC.

Voorts is de werkloosheid, ondanks de recente daling, hoog gebleven in Griekenland en Spanje, alsook, zij het in mindere mate, in onder meer Portugal en Italië. In die landen was de arbeidsmarkt zwaar door de crisis getroffen. De langdurig werklozen maken er het grootste deel van de werkloosheid uit. Ook in Ierland, waar de werkloosheidsgraad gedaald is tot onder het gemiddelde van het eurogebied, zijn de langdurig werklozen de grootste groep. Zij lopen het risico gaandeweg hun vakbekwaamheid te verliezen, wat de potentiële groei kan drukken.

Kader 3 – Een zwakke opleving van de investeringen in het eurogebied

De investeringen in het eurogebied werden hard getroffen door de crisis en liggen zeven jaar later nog altijd niet op hun niveau van vóór 2008. Investeringen zijn een belangrijke, sterk cyclische component van de vraag. Hun forse daling en de daaropvolgende zwakke dynamiek verklaren voor een aanzienlijk deel de ernst van de recessie en het moeizame economische herstel in het eurogebied. Een laag investeringsniveau drukt niet enkel de vraag, maar ondermijnt tevens het groeipotentieel op lange termijn van de economie in het eurogebied. Het belemmert immers de uitbreiding van de kapitaalvoorraad en de verspreiding van innoverende technologieën. Als zodanig zet het een rem op de creatie van werkgelegenheid en de welvaart. In dit Kader wordt eerst de recente investeringsdynamiek vergeleken met die in een aantal andere grote geavanceerde economieën. Vervolgens wordt nagegaan of het zwakke investeringsverloop in het eurogebied een louter conjunctureel verschijnsel is, dan wel of andere factoren, die een erfenis zijn van de crisis, een neerwaarts effect blijven uitoefenen op met name de bedrijfsinvesteringen.

INVESTERINGEN SINDS 2007: EEN INTERNATIONALE VERGELIJKING



Bron: EC.

In vergelijking met andere grote geavanceerde economieën bleek de impact van de crisis in het eurogebied aanvankelijk nog mee te vallen; in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk is het investeringsvolume in 2009 immers nog drastischer gedaald. Omdat de investeringen in deze landen zich tijdens de twee daaropvolgende jaren sterk herstelden, bleven de verschillen in de eerste fase van de crisis beperkt.

In 2012 en 2013 liepen de investeringen in het eurogebied evenwel verder terug als gevolg van de overheidsschuldencrisis die het eurogebied opnieuw in een recessie deed belanden. Daarenboven is het herstel sindsdien zwak gebleven. Sinds eind 2014 trekt het investeringsvolume opnieuw enigszins aan maar volgens de najaarsprognoses van de EC blijft het in 2015 nog ver onder de vóór de crisis bereikte piek. In de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Japan, daarentegen, kwam het herstel veel sneller op gang en in de twee eerstgenoemde landen hebben de investeringen in reële termen ondertussen het peil van vóór de crisis overschreden.

Dat niveau van vóór de crisis is echter een momentopname. Wanneer als referentieniveau de gemiddelde ratio investeringen/bbp wordt gehanteerd, zoals die werd gemeten over een langere periode, namelijk 1995-2007, dan blijkt dat deze ratio in het eurogebied in het jaar vóór het uitbreken van de crisis hoger was dan het langetermijngemiddelde. In de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, daarentegen, schommelden de investeringen in verhouding tot het bbp in 2007 rond dat gemiddelde en in Japan lag die ratio er zelfs onder, als gevolg van de jarenlange daling na het uiteenspatten van de zeepbel op de activamarkten in het begin van de jaren negentig. Bijgevolg mag de daling van de investeringsratio in het eurogebied mogelijkerwijs persistent worden geacht, in zoverre ze een correctie vormt op voorheen excessieve investeringen. Afgezien hiervan zijn de investeringen in verhouding tot het bbp er tot nu toe ook ruim onder hun langetermijngemiddelde gebleven, terwijl de Amerikaanse en Britse ratio reeds dichter in de buurt ervan komen.

Zwakke economische groei en het acceleratormodel

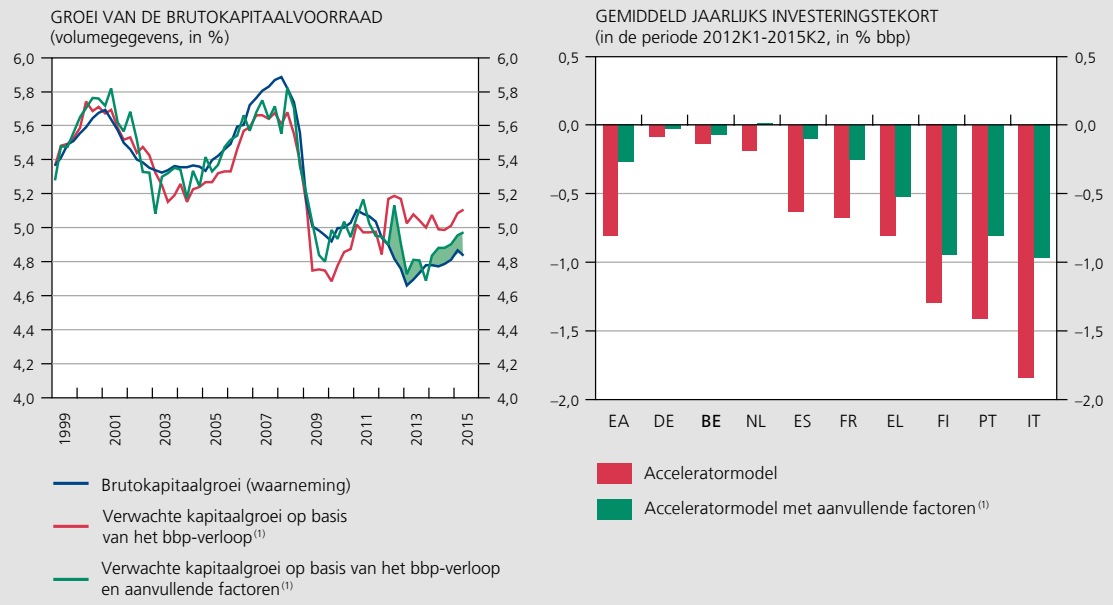
Vervolgens wordt de analyse toegespitst op de niet-residentiële investeringen, waarvan de bedrijfsinvesteringen [(1)] de grootste component uitmaken. Om de investeringsdynamiek beter te kunnen evalueren, wordt een eenvoudig econometrisch model gehanteerd, namelijk het acceleratormodel. Volgens dit eenvoudige model laten bedrijven zich vooral leiden door hun verwachtingen omtrent de vraag. In empirisch onderzoek biedt dit model doorgaans een vrij goede verklaring voor het verloop van de investeringen. De onderliggende hypothese is dat veranderingen in de gewenste kapitaalvoorraad evenredig zijn aan de veranderingen van het bbp. Deze gewenste kapitaalvoorraad – rekening houdend met de depreciatie ervan – bepaalt de dynamiek van de bruto-investeringen.

Dit model verklaart in grote trekken het verloop van de investeringen sinds 1999. Het bevestigt het uitzonderlijke karakter van de investeringsgroei in de aanloop naar de financiële crisis (2004-2008), alsook de budgettaire stimulus die, onder meer via investeringen in infrastructuur, tijdens de periode 2009-2010 de economische bedrijvigheid ondersteunde. Tevens kan worden vastgesteld dat de investeringen sinds begin 2012 lager zijn dan te verwachten valt op grond van de economische groei. Deze vaststelling geldt zowel voor het hele eurogebied als voor de meeste lidstaten afzonderlijk. In procenten van het bbp op jaarbasis is het 'investeringsdeficit' het grootst in Griekenland, Italië, Portugal, en Finland. In België en Duitsland viel het zeer gering uit.

Omdat het geringe investeringsvolume sinds 2012 niet enkel te verklaren valt aan de hand van het bbp-verloop, waren er nog andere determinanten. Factoren die in het eurogebied recentelijk een rol kunnen hebben gespeeld voor de investeringsdynamiek, zijn het verloop van de externe financieringskosten, de nood aan deleveraging, eventuele financiële restricties en de toegenomen onzekerheid. Deze factoren werden toegevoegd aan de standaardspecificatie van het acceleratormodel.

(1) Voor bedrijfsinvesteringen zijn enkel nominale gegevens beschikbaar, geen volumegegevens. In de literatuur worden hiervoor verschillende proxy's gebruikt. Een aantal onderzoekers deflateert de nominale bedrijfsinvesteringen aan de hand van de totale investeringsdeflator. Anderen, zoals de EC (cf. EC (2013), *European Economic Forecast – Autumn 2013,* November), werken met de reële niet-residentiële investeringen. Gelet op het geringe aandeel van de overheidsinvesteringen, omvatten die voornamelijk bedrijfsinvesteringen. In dit Kader wordt deze laatste benadering gevolgd.

EMPIRISCHE VERKLARING VOOR DE ONDERMAATSE INVESTERINGSDYNAMIEK IN HET EUROGEBIED



Bron: NBB-berekeningen.

(1) De verwachte kapitaalgroei is het resultaat van een schatting van het 'acceleratormodel', eventueel met inachtneming van aanvullende factoren. Aanvullende factoren zijn: de reële bankrente, de schuldratio van de bedrijven, financiële beperkingen voor de productie en politieke onzekerheid.

Als proxy voor de externe financieringskosten wordt de reële bancaire debetrente gehanteerd. Ondanks de historisch lage beleidsrentetarieven van het Eurosysteem en een hele reeks aanvullende maatregelen om de financiële fragmentatie te bestrijden, bleven de verschillen tussen de landen aanzienlijk. Deze verschillen moeten in verband worden gebracht met uiteenlopende kredietrisico's in de diverse landen en met de solvabiliteit van hun banken. Bovendien heeft de daling van de inflatie en de inflatieverwachtingen sinds 2013 bijgedragen tot een stijging van de reële rente.

Een andere verklarende factor is de wijze waarop de bedrijven zelf hun financieringsmogelijkheden inschatten. Een mogelijke indicator kan worden afgeleid uit de enquête naar het ondernemersvertrouwen van de EC. Alhoewel de bedrijven in het hele eurogebied recentelijk minder gewag maakten van financiële restricties, blijven er nog duidelijke verschillen tussen de landen, waarbij vooral ondernemingen in de programmalanden financiering als een probleem blijven aanhalen. Voorts moet worden opgemerkt dat zelfs voor de kernlanden de situatie nog niet is genormaliseerd tot het niveau van vóór de crisis.

Na de crisis werd in bepaalde landen een proces van schuldafbouw ingezet, zoals blijkt uit de daling van de schuldratio's van de niet-financiële ondernemingen ten opzichte van hun piekniveau. Ondernemingen kunnen besluiten hun balansen te saneren, om zich beter te kunnen wapenen tegen (nieuwe) schokken. Tegen de achtergrond van de economische recessie en het matige herstel is het in ieder geval mogelijk dat bedrijven hun investeringsplannen hebben opgeborgen. De vermindering van de schuldgraad blijft echter vooralsnog vrij beperkt en beloopt slechts een fractie van de toename van vóór de crisis.

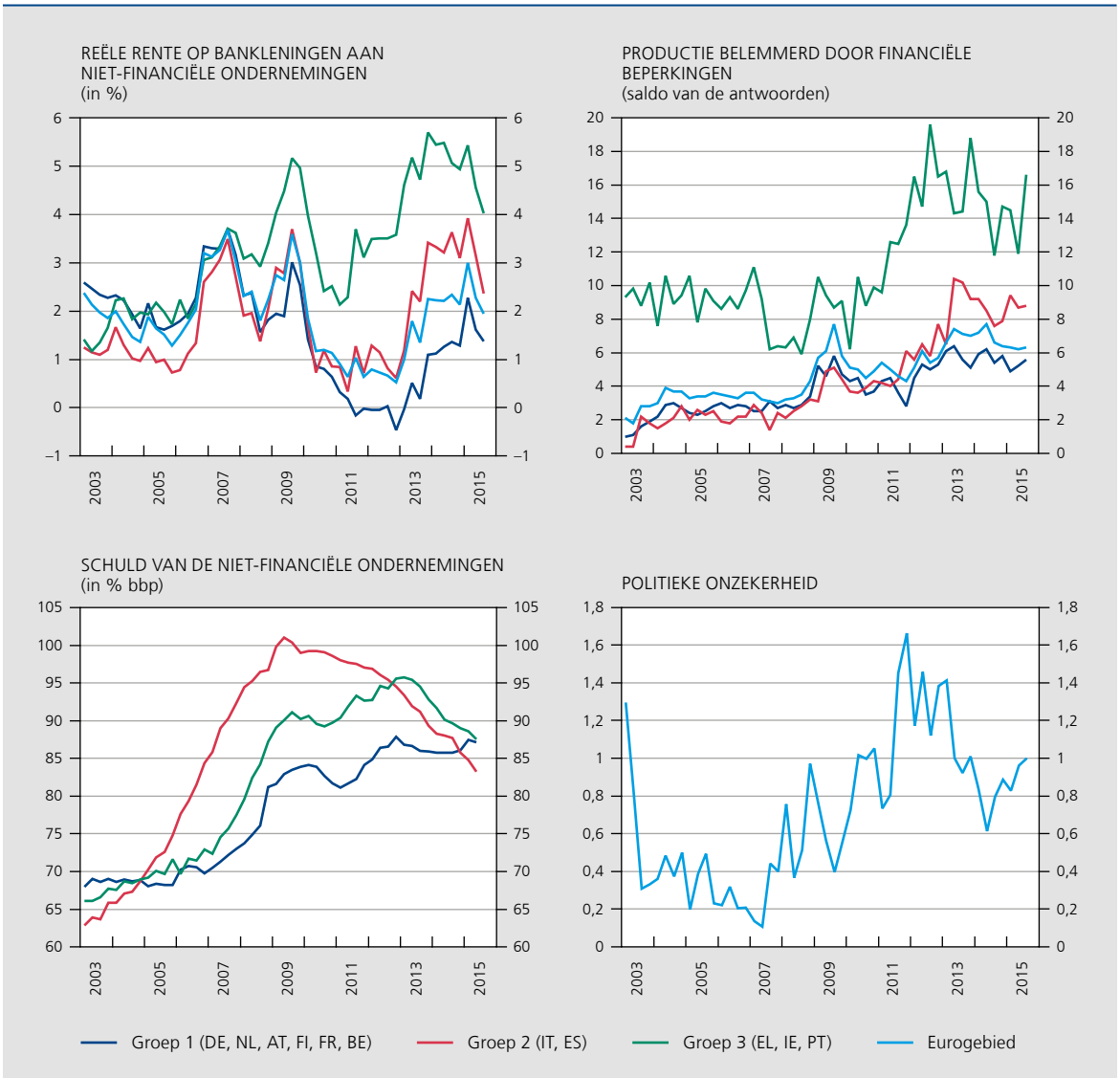
Onzekerheid wordt ook vaak genoemd als een belangrijke verklaring voor de zwakke investeringsdynamiek in het eurogebied. In empirisch onderzoek wordt immers geconstateerd dat bedrijven in een onzekere omgeving

hun investeringsbeslissingen uitstellen totdat er meer informatie beschikbaar komt. Onzekerheid is moeilijk te kwantificeren en het is onduidelijk welke maatstaf het meest relevant is om het verloop van de bedrijfsinvesteringen te verklaren. Deze analyse blijft beperkt tot de politieke onzekerheid en sluit aan bij de huidige onderzoekspraktijk door de Economic Policy Uncertainty Index (EPUI) te hanteren, die door Baker, Bloom en Davis (2013)[1] werd samengesteld op basis van nieuwsberichten.

Wanneer de reële bancaire debetrente, de schuldratio van de bedrijven, de indicator voor financiële restricties en de politieke onzekerheidsindex worden toegevoegd aan de standaardspecificatie, blijkt het verklaringsvermogen vooral voor Spanje en Frankrijk sterk te verbeteren. Onzekerheid, financiële restricties, deleveraging en de reële

(1) Cf. Baker S., N. Bloom en S. Davis (2013), *Measuring economic policy uncertainty*, Chicago Booth Research Paper, 13–02.

BIJKOMENDE DETERMINANTEN VAN DE INVESTERINGEN



Bronnen: EC, ECB, OESO, Thomson Reuters Datastream, NBB-berekeningen.

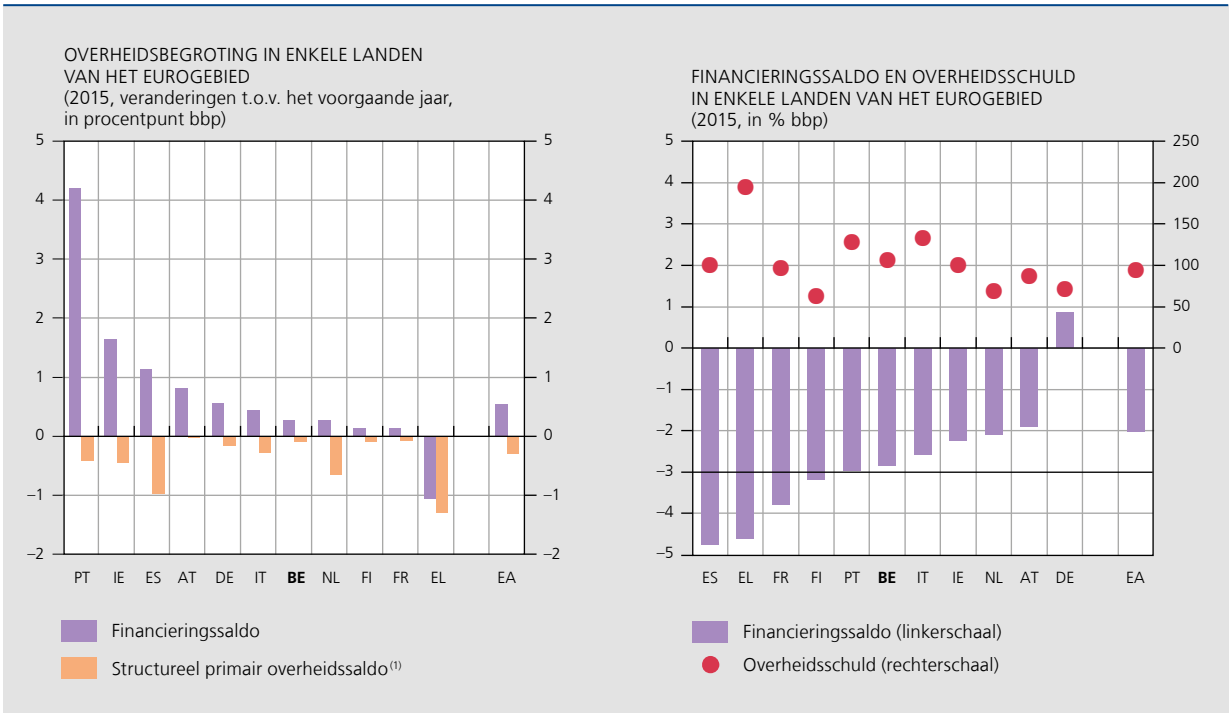
rente hebben dus een grote impact gehad op de investeringsdynamiek in deze landen. Andere studies vinden analoge resultaten, onder meer IMF (2015)[1]. Voor zover deze factoren nog steeds de investeringen drukken, lijkt er een rol weggelegd voor het beleid.

(1) Cf. Barkbu B., P. Berkmen, P. Lukyantsau, S. Saksonovs en H. Schoelermann (2015), *Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak?*, IMF Working Paper 15/32.

Het begrotingsbeleid was niet langer restrictief

Overigens werd in het eurogebied verder vooruitgang geboekt met de afbouw van de nominale begrotingstekorten en de vermindering van de schuldgraad van de overheid. Net als in het eurogebied als geheel, waar het overheidstekort verder daalde van 2,6 % bbp in 2014 tot 2 % bbp in 2015, is het saldo van de overheidsbegroting in de meeste landen van het eurogebied verbeterd. Deze ontwikkeling weerspiegelde de lagere rentelasten, de – onder meer in Spanje en Ierland zeer uitgesproken – positieve invloed van de conjunctuuropleving, alsook het effect van eenmalige en andere tijdelijke maatregelen, zoals in Portugal. Het structureel primair overheidssaldo, waarin al deze factoren buiten beschouwing worden gelaten, is echter in bijna alle landen van het eurogebied verminderd, hoewel de daling vaak beperkt bleef. Dit betekent dat het begrotingsbeleid, na verscheidene jaren restrictief te zijn geweest, in een aantal eurolanden in zekere mate werd versoepeld. Voor het eurogebied als geheel kan het begrotingsbeleid in 2015 als min of meer neutraal worden omschreven. Samen met de aantrekkende economische bedrijvigheid, resulteerde de verbetering in de saldi op de overheidsbegrotingen voor het eurogebied als geheel in een lichte afname van de overheidsschuld in verhouding tot het bbp, namelijk van 94,5 % bbp tot 94 % bbp. Dit

GRAFIEK 18 HET BEGROTINGSBELEID VOLGDE NIET LANGER EEN RESTRICTIEVE KOERS



Bronnen: EC, NBB.
(1) Financieringssaldo exclusief rentelasten en gezuiverd voor conjunctuurinvloeden en eenmalige en andere tijdelijke factoren.

was de eerste – weliswaar lichte – daling sedert het uitbreken van de financiële crisis. De overheidsschuld nam merkbaar af in een aantal landen, zoals Ierland, Duitsland en Portugal, en bleef gelijk of nam verder toe in andere landen. Al met al staat de overheidsschuld in het eurogebied nog steeds op een hoog peil, wat – samen met de schulden van de private sector – de groeicapaciteit van het eurogebied structureel blijft drukken.

In Griekenland lieten de overheidsfinanciën echter een ander verloop optekenen. Na de zeer duidelijke verbetering in 2014 nam het overheidstekort er in 2015 opnieuw toe; het structureel primair overheidssurplus dat vanaf 2011 was opgebouwd, liep in 2015 immers voor het tweede jaar op rij terug. De overheidsschuld steeg opnieuw aanzienlijk, tot ongeveer 195 % bbp.

Volgens de najaarsprognoses van de EC zou het overheidstekort in 2015 in Spanje, Griekenland, Frankrijk en Finland nog meer dan 3 % bbp bedragen, terwijl het in Portugal op precies 3 % zou uitkomen. Met uitzondering van Finland waren al deze landen eind 2015 in een buitensporigtekortprocedure verwikkeld, net als, wat het eurogebied betreft, Cyprus, Ierland en Slovenië. In juli 2015 onderzocht de EC of Frankrijk effectieve actie had ondernomen om gevolg te geven aan de aanbevelingen van de Raad in het kader van de buitensporigtekortprocedure. Ze besloot dat de procedure opgeschort moet blijven.

Overigens dienen de EU-lidstaten in het kader van het preventieve gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact een doelstelling op middellange termijn na te streven. Dit is een voor elk land specifieke referentiewaarde voor het begrotingssaldo, uitgedrukt in structurele termen. Uit de desbetreffende grafiek in het hoofdstuk over de overheidsfinanciën in dit Verslag blijkt dat meerdere eurolanden nog aanzienlijke consolidatie-inspanningen moeten leveren om die doelstelling te bereiken. Duitsland heeft zijn doelstelling echter overschreden.

Voortzetting van de nieuwe governance en van de structurele hervormingen in het eurogebied

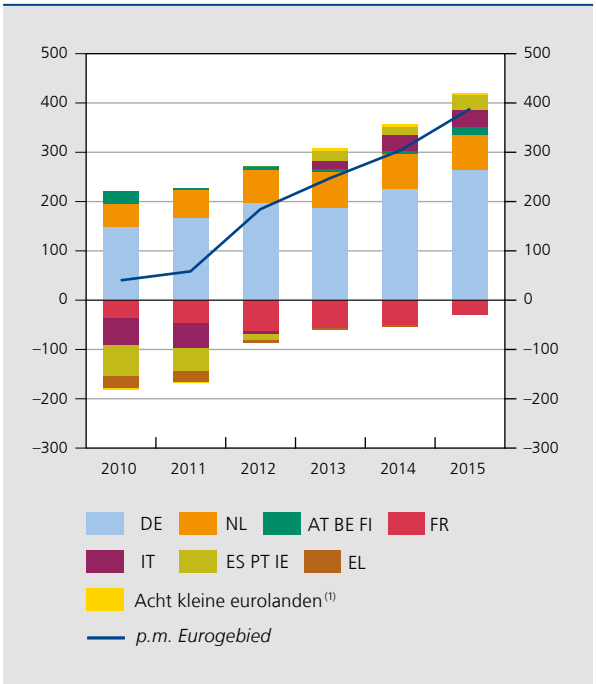
Het proces dat een betere governance in de EU beoogt, werd in 2015 voortgezet, zij het soms moeizaam. Dat proces was in 2010 opgestart als reactie op de uitdagingen die de crisis aan het licht had gebracht. Op het gebied van de overheidsfinanciën heeft de EC in januari 2015 in een mededeling toegelicht hoe ze de flexibiliteit van de bestaande regels van het Stabiliteits- en groeipact optimaal zal benutten ten behoeve van een groeivriendelijk begrotingsbeleid. De bedoeling hiervan is de effectieve tenuitvoerlegging van structurele hervormingen aan te moedigen, de investeringen te bevorderen, meer specifiek in de context van het nieuwe Europees fonds voor strategische investeringen, en beter rekening te houden met de economische conjunctuur in de afzonderlijke lidstaten.

Behalve in het vlak van de overheidsfinanciën werd de nieuwe governance ook voortgezet inzake het toezicht op de risico's van macro-economische evenwichtsverstoringen, meer bepaald krachtens de procedure bij macro-economische onevenwichtigheden. Daaruit blijkt dat er belangrijke aanpassingen zijn geweest in de landen die na de crisis af te rekenen hadden met zware macro-economische evenwichtsverstoringen. Zo zijn in die landen de tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans, die in de aanloop naar de crisis vaak sterk waren toegenomen, inmiddels fors verkleind en meestal zelfs omgeslagen in een overschot. Zo heeft Ierland een lopend surplus opgetekend van zowat 6 % bpp; in Spanje en Portugal was het weliswaar kleiner, respectievelijk 1,4 en 0,5 % bbp. Griekenland heeft nog steeds een lopend tekort van zowat 1 % bbp, wat echter een flinke verbetering is ten opzichte van het in 2008 bereikte dieptepunt van 16 % bbp. Tegelijkertijd boeken een aantal landen, met name Duitsland en Nederland, nog steeds aanhoudend hoge overschotten op hun lopende rekening, respectievelijk zowat 9 en 11 % bbp. Dat alles heeft ertoe bijgedragen dat het eurogebied als geheel sedert de crisis een toenemend overschot op de lopende rekening heeft opgebouwd. In 2015 kwam het op bijna 4 % bbp uit. Terwijl de verbetering op de lopende rekening in de zwaar door de crisis getroffen landen aanvankelijk grotendeels toe te schrijven was aan de daling van hun binnenlandse vraag, is ze meer recentelijk ook te danken aan de groei van hun uitvoer, wat op zijn beurt mede het resultaat was van de versteviging van hun loonkostenconcurrentievermogen. Dit neemt niet weg dat die landen meestal nog steeds een hoge nettoschuldpositie tegenover het buitenland hebben wat, net als de hoge schuldgraad van hun binnenlandse sectoren, een bron van kwetsbaarheid blijft.

Overigens zijn in de landen waarvan de economie zwaar door de crisis was getroffen, de structurele hervormingen meestal sneller verlopen dan in de rest van het eurogebied. Structurele hervormingen zijn van cruciaal belang voor het vlot functioneren van een monetaire unie omdat zij het aanpassingsvermogen van de economieën kunnen vergroten en hun potentiële groei kunnen versterken. Gelet op de verschillen tussen de lidstaten en op de complexiteit van hun institutionele omgeving, moeten de hervormingen worden afgestemd op de specifieke noden in de lidstaten zonder evenwel de mogelijke complementariteit tussen hervormingen in verschillende beleidsdomeinen uit het oog te verliezen. Spanje, Portugal en Ierland hebben de afgelopen jaren in diverse domeinen tal van hervormingen ten uitvoer gelegd, onder meer – in

GRAFIEK 19 TOENAME VAN HET OVERSCHOT OP DE LOPENDE REKENING VAN DE BETALINGSBALANS VAN HET EUROGEBIED

(jaargegevens, in € miljard)



Bron: EC.
(1) Cyprus, Estland, Letland, Litouwen, Luxemburg, Malta, Slovenië en Slowakije.

uiteenlopende mate – op de arbeids- en productmarkten, in de overheidsfinanciën en in de overheidssector alsook in de financiële sector. Behalve in de landen die een macro-economisch aanpassingsprogramma of een herstructureringsprogramma van hun banken hebben doorgevoerd, hebben de structurele hervormingen ook in Italië vaart gekregen. Teneinde de productiviteit te verhogen en het ondernemingsklimaat te verbeteren, staat een ambitieus structureel hervormingsprogramma op de agenda dat diverse domeinen omvat zoals de arbeids- en productmarkten, het institutioneel kader en het belastingstelsel.

Voltooiing van de institutionele structuur van de economische en monetaire unie

Het uitblijven van een akkoord tussen Griekenland en zijn Europese geldschieters tot omstreeks medio juli 2015 voedde opnieuw de vrees voor een mogelijke exit van het land uit het eurogebied. De herhaaldelijk opduikende twijfel over de onomkeerbaarheid van de deelname van landen aan het eurogebied, waarbij uiteindelijk ook de integriteit van de gemeenschappelijke munt zelf ter discussie komt, vormde opnieuw een niet te veronachtzamen signaal dat – ondanks de reeds geboekte vooruitgang inzake governance en de bankenunie – de constructie van de Economische en Monetaire Unie (EMU), uniek in haar institutionele structuur, nog steeds niet is voltooid.

Vanuit de vaststelling dat het eurogebied institutioneel nog steeds niet optimaal functioneert, hebben de vijf voorzitters, namelijk die van de Europese Commissie, de Europese Raad, de Eurogroep, de Europese Centrale Bank en het Europees Parlement, in juni 2015 een verslag gepubliceerd waarin ze hun plannen bekendmaakten om de EMU te versterken en uiterlijk tegen 2025 te voltooien. Bedoeling is om de snelle en buitengewone stappen, die vanaf 2010 werden genomen om de cohesie in het eurogebied te bewaren, om te zetten in een duurzame basis voor de toekomst.

De doelstellingen van deze plannen zijn terecht ambitieus. De trage tenuitvoerlegging van reeds genomen beslissingen in sommige domeinen, zoals de bankenunie en de kapitaalmarktenunie, waarin de vijf voorzitters overigens nieuwe voorstellen formuleren, toont echter aan dat de uitwerking en implementatie ervan ook moet volgen. De plannen van de vijf voorzitters zouden moeten worden uitgevoerd in drie fasen, waarbij de eerste op 1 juli 2015 is gestart en tegen 30 juni 2017 moet beëindigd zijn.

Tijdens deze eerste fase moeten de bestaande instrumenten en de huidige verdragen worden gebruikt om het concurrentievermogen en de structurele convergentie te stimuleren, een verantwoordelijk begrotingsbeleid te realiseren op nationaal vlak en in het eurogebied, de financiële unie te voltooien en de democratische verantwoordingsplicht te versterken. Volgens het verslag moet in een tweede fase de EMU worden voltooid via ingrijpender maatregelen om het convergentieproces een meer bindend karakter te verlenen. In de laatste fase, uiterlijk tegen 2025, moeten alle stappen zijn afgerond.

In het verslag worden vier domeinen genoemd waarin vooruitgang moet worden geboekt. Ten eerste moet het eurogebied zich ontwikkelen tot een echte economische unie. In de eerste fase moet dat gebeuren via de invoering van een systeem van autoriteiten voor het concurrentievermogen in het eurogebied, een versterkte tenuitvoerlegging van de procedure bij macro-economische onevenwichtigheden, een sterkere nadruk op werkgelegenheid en sociale prestaties, alsook op een betere coördinatie van het economisch beleid binnen een vernieuwd Europees semester. Op middellange termijn, tijdens de tweede fase, moet het convergentieproces een bindender karakter krijgen door een gemeenschappelijke hoge standaard vast te stellen die in EU-wetgeving zou worden gedefinieerd, onder meer op het gebied van arbeidsmarkten, concurrentievermogen, ondernemingsklimaat

en overheidsadministratie, alsook met betrekking tot bepaalde aspecten van het fiscaal beleid. Ten tweede moet vooruitgang worden geboekt in de richting van een financiële unie. Daarbij moet het financieel stelsel in staat zijn het risico over de landen te diversifiëren. Concreet moet de bankenunie worden voltooid. Het verslag voorziet in akkoorden over een toereikend overbruggingsfinancieringsmechanisme en over een geloofwaardige gemeenschappelijke backstop voor het Gemeenschappelijk Afwikkelingsfonds tijdens de overgangsperiode die moet leiden naar de definitieve oprichting van dat Fonds. In die context moet ook werk worden gemaakt van een Europees depositogarantiestelsel; reeds in de eerste fase moeten concrete stappen in die richting worden gezet binnen de mogelijkheden van het huidige wettelijke kader. Naast de bankenunie moet de kapitaalmarktenunie als een prioriteit worden beschouwd. Ten derde moet het eurogebied zich ontwikkelen in de richting van een begrotingsunie. Via de versterking van het governancekader in de eerste fase, meer bepaald via de oprichting van een adviserende Europese budgettaire raad, moet een verantwoordelijk begrotingsbeleid een van de hoekstenen van de EMU worden. Op langere termijn, in de tweede fase, als het culminatiepunt van een proces van convergentie en verdere pooling van besluitvorming inzake nationale begrotingen, zou zich in het eurogebied een gemeenschappelijke macro-economische stabilisatiefunctie kunnen ontwikkelen, zodat beter kan worden omgegaan met schokken die op nationaal niveau alleen niet kunnen worden beheerd. Ten vierde en tot slot moet het eurogebied verdere stappen zetten op het vlak van democratische verantwoording, legitimiteit en institutionele versterking. Naarmate het eurogebied zich tot een echte economische en monetaire unie ontwikkelt, zullen bepaalde beslissingen steeds meer collectief moeten worden genomen waarbij ook voor democratische verantwoording en legitimiteit wordt gezorgd. Een toekomstige thesaurie voor het eurogebied zou de plaats kunnen zijn voor een dergelijke collectieve besluitvorming, wat echter niet betekent dat alle aspecten van het budgettaire inkomsten- en uitgavenbeleid moeten worden gecentraliseerd.

In oktober 2015 heeft de EC een reeks maatregelen goedgekeurd en aanbevelingen geformuleerd. Dit pakket behelst het herzien van de aanpak van het Europees semester, met onder andere meer aandacht voor werkgelegenheid en sociale aspecten. Het omvat ook een verbetering van de instrumenten voor economische governance. Daarbij heeft de EC aanbevolen om nationale raden voor concurrentievermogen in te voeren en heeft ze een adviserende Europese budgettaire raad opgericht. Voorts doet de EC voorstellen met betrekking tot een meer gezamenlijke vertegenwoordiging van het eurogebied in internationale financiële instellingen, vooral het IMF. Vervolgens voorziet het maatregelenpakket in de stappen naar de voltooiing van de bankenunie. Daarbij heeft de EC in november een wetgevingsvoorstel over de eerste stappen naar een Europese depositogarantieregeling ingediend. Ze heeft bevestigd dat, behalve de bankenunie, de kapitaalmarktenunie een prioriteit is.