

Verlag 2008

Economische en financiële ontwikkeling



De illustraties aan het begin van de verschillende hoofdstukken van dit verslag stellen details voor van ontwerpen voor Belgische bankbiljetten van eind XIXe eeuw en begin XXe eeuw uit de collecties van de Nationale Bank.

© Nationale Bank van België

Alle rechten voorbehouden.
De gehele of gedeeltelijke vermenigvuldiging van deze publicatie voor educatieve en niet-commerciële doeleinden is toegestaan met bronvermelding.

Voorwoord

door Guy QUADEN, Gouverneur



2008 zal in de economische geschiedenis geboekstaafd blijven als het jaar van de zwaarste internationale financiële crisis na de Tweede Wereldoorlog.

Reeds in 2007 werden ernstige financiële spanningen opgetekend als gevolg van de crisis op de Amerikaanse markt van de *subprime* hypothecaire leningen. Sedertdien hebben de centrale banken getracht de daaruit voortvloeiende beroering op de geldmarkten te beperken.

Tijdens de eerste helft van 2008 maakten – althans in Europa – de bevolking en de monetaire overheid zich echter in de eerste plaats zorgen over de stijging van de inflatie, die hoofdzakelijk werd veroorzaakt door de forse prijsverhoging voor grondstoffen, vooral voor olieproducten. In het eurogebied bereikte de stijging van de consumptieprijzen in juli een piek van 4 pct. In België was dat zelfs bijna 6 pct.

Na het in gebreke blijven, medio september, van de grote Amerikaanse investeringsbank *Lehman Brothers* werden de financiële moeilijkheden plots veel erger en mondden zij uit in een echte wereldcrisis.

De interbancaire markten, die reeds verschillende maanden verzwakt waren, vielen stil; verschillende financiële instellingen, onder meer in België, werden geconfronteerd met een zwaar liquiditeitstekort en een verlies van vertrouwen in hun solvabiliteit; de risicopremies namen exponentieel toe en de aandelenbeurzen stortten in. Aangezien de beleggers op zoek gingen naar de als minst risicovol beschouwde beleggingen, bleven zelfs de financiële markten van de opkomende landen niet gespaard.

Om het systeemrisico in te perken, reageerden de centrale banken, met name die van het Eurosysteem, prompt en vastberaden via massale liquiditeitsinjecties en een uitbreiding van de lijst van de als onderpand aanvaarde activa. Zij vervulden ten volle – en, het moet gezegd, vooral de Nationale Bank van België – hun functie van laatste kredietgever.

De regeringen, van hun kant, hebben op velerlei wijze geïntervenieerd om het financiële systeem te vrijwaren, inzonderheid via het herkapitaliseren van financiële instellingen en het verlenen of uitbreiden van waarborgen voor de deposito's van de cliënteel of de nieuwe interbancaire verplichtingen.

Aan het einde van het jaar, bleef de situatie evenwel gespannen, getuige het persistente wantrouwen tussen de verschillende marktpartijen.

De meeste industrielanden lieten in 2008 een zwakkere economische groei optekenen dan in 2007, hoewel hij – over het geheel van het jaar beschouwd – nog positief bleef (gemiddeld 1 pct. in het eurogebied en 1,1 pct. in België). Deze cijfers verhullen evenwel een geleidelijke verslechtering in de loop van het jaar en een werkelijke instorting van de activiteit in het vierde kwartaal.

Mettertijd is het idee van een ont koppeling van de economieën in de rest van de wereld ten opzichte van de in de Verenigde Staten ingezette vertraging illusoir gebleken. In de tweede helft van het jaar wezen steeds meer indicatoren op de nefaste invloed die de financiële crisis via verschillende kanalen op de zogeheten reële economie uitoefende: een plotselinge vertraging van het internationale handelsverkeer, negatieve vermogenseffecten als gevolg van de correctie van de beurskoersen en, in sommige landen, van de vastgoedprijzen, een verstrakking van de voorwaarden voor kredietverlening door de commerciële banken, een afbrokkeling van het vertrouwen van ondernemers en consumenten.

Aangezien de financiële crisis en de vooruitzichten op een recessie de inflatoire dreigingen goeddeels hadden afgewend, aarzelden de centrale banken niet hun rentebeleid aanzienlijk te versoepelen. In het eurogebied werd de rente voor de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem teruggebracht van 4,25 pct. begin oktober 2008 tot 2 pct. begin januari 2009.

De regeringen, van hun kant, hebben bovenop het – in Europa vrij belangrijke – spel van de automatische begrotingsstabilisatoren, stimuleringsplannen uitgewerkt om de kwijnende particuliere bestedingen op te vangen.

Gelet op de ernst van de activiteitsvertraging en de vermoedelijke weerslag ervan op de werkgelegenheid, zijn urgentiemaatregelen ongetwijfeld op hun plaats. Zij moeten evenwel worden ingepast in een middellange- tot lange-termijnstrategie. Vooral de begrotingsmaatregelen moeten tijdelijk van aard zijn en dusdanig gericht worden dat de toekomst niet in het gedrang komt maar dat, integendeel, zowel het vertrouwen als het groeipotentieel van de economie wordt verstevigd.

Om die reden moet ons land, waar de overheidsschuldgraad onverhoeds gestopt is te verminderen, zich ertoe verbinden het begrotingsevenwicht te herstellen en geleidelijk structurele overschotten op te bouwen zodra de economische groei opnieuw meer normaal is.

Daarom ook moeten de verschillende betrokken partijen, teneinde de werkgelegenheid te consolideren en, te gelegener tijd, volop profijt te trekken van het herstel, aandacht hebben voor de concurrentiepositie van onze ondernemingen. Het overschot in België's externe rekeningen is de afgelopen jaren verkleind en in 2008 volledig verdwenen. Die ontwikkeling heeft voor een deel te maken met de prijsstijging voor ingevoerde grondstoffen. Zij is echter ook het gevolg van de inkrimping van de marktaandeelen van onze exporteurs, op haar beurt het resultaat van de verslechtering van de relatieve kosten van onze ondernemingen en van het feit dat deze laatste onvoldoende gespecialiseerd zijn in producten en op markten waar de vraag het sterkst aantrekt.

Tot de structurele hervormingen die door de huidige moeilijkheden niet op de lange baan mogen worden geschoven, behoort uiteraard die van de financiële sector.

De dramatische crisis in die sector vindt haar oorsprong in het nastreven van niet-realistische rendementen, het nemen van buitensporige risico's, overmatige schulden en slecht gecontroleerde innovaties. Het komt erop aan de aldus ontstane excessen en tekortkomingen te corrigeren.

De ernstige lacunes die aan het licht zijn gekomen in de beheerscontrole van tal van instellingen, de onaangepastheid van verlonings- en *incentive* systemen die het nastreven van onmiddellijke resultaten bevorderen ten koste van resultaten op de lange termijn, de rol die wordt gespeeld door ratingbureaus, of nog, die van de boekhoudnormen vereisen denkoefeningen en veranderingen.

Een hervorming van de regelgeving, ten slotte, moet gebaseerd zijn op geschikte toezichtstructuren, zowel nationaal als internationaal. In de landen waar dat nog niet het geval is, bijvoorbeeld België, moeten de centrale banken toegang hebben tot alle informatie over individuele instellingen die de algemene financiële stabiliteit in het gedrang kunnen brengen. En althans op het niveau van het eurogebied, zou het toezicht op grote grensoverschrijdende financiële groepen binnen een geïntegreerd systeem plaats moeten vinden.

Door de economische en financiële moeilijkheden aan het einde van het jaar, is de tiende verjaardag van de invoering van de euro enigszins onopgemerkt voorbijgegaan. De gemeenschappelijke Europese munt verdient nochtans eer te worden bewezen. De euro heeft met succes verschillende turbulenties doorgemaakt en hij wordt erkend als een geloofwaardige valuta, de op één na belangrijkste in de wereld. De euro heeft ook de landen die hem hebben ingevoerd tegen nog méér moeilijkheden beschermd. Daarbij mag met name aan België worden gedacht omdat, dankzij de euro, de politieke crisis en vervolgens de financiële crisis waardoor ons land werd getroffen, gelukkig niet gepaard zijn gegaan met een wisselkoerscrisis, zoals dat in het verleden het geval zou zijn geweest.

De euro biedt ons bescherming, maar rechtvaardigt geenszins onbezorgdheid. Zo is het rentevershil tussen de Belgische overheidsleningen en de Duitse Staatsobligaties in 2008 aanzienlijk toegenomen. Dat verschijnsel is weliswaar voor een deel toe te schrijven aan de vlucht naar de door de *Bund* geboden ruimere liquiditeit en heeft niet enkel betrekking op de Belgische effecten. Het getuigt evenwel ook van een herwaardering, door de beleggers, van allerhande aan de verschillende Staten verbonden risico's.



Constant Montald, detail van een ontwerp voor een niet-gerealiseerd bijjet van 20 frank, waterverf en Oost-Indische inkt, 1900, verzameling Nationale Bank van België

Inhoud



VOORWOORD	5
VERSLAG VOORGESTELD DOOR DE GOUVERNEUR NAMENS DE REGENTENRAAD	12
HOOFDSTUK 1: INTERNATIONALE OMGEVING	2
Overzicht	3
De financiële crisis	5
Belangrijkste ontwikkelingen op de valuta- en grondstoffenmarkten	11
Geavanceerde economieën	14
Opkomende economieën	30
HOOFDSTUK 2: HET MONETAIRE BELEID VAN HET EUROSISTEEM	40
Overzicht	41
Het functioneren van de geldmarkt	42
Beslissingen met betrekking tot de monetaire-beleidskoers	51
Monetaire en financiële voorwaarden	60
HOOFDSTUK 3: PRODUCTIE, BESTEDINGEN EN LOPEND VERKEER IN BELGIË	64
Overzicht	65
Activiteit	66
Reële ontwikkelingen in de voornaamste sectoren	71
Structurele ontwikkelingen	84
HOOFDSTUK 4: ARBEIDSMARKT EN LOONKOSTEN	92
Arbeidsmarkt	93
Loonkosten in de particuliere sector	109
HOOFDSTUK 5: PRIJZEN	120
Overzicht	121
Factoren aan de basis van de inflatieopstoot en -terugval	123
Niet-energetische industriële goederen en diensten: indirecte effecten en tweederonde-effecten	134

HOOFDSTUK 6: OVERHEIDSFINANCIËN	142
Ontvangsten, uitgaven en financieringssaldo	143
Conjunctuurgezuiverde en structurele begrotingssaldi	153
Schuld van de gezamenlijke overheid	157
HOOFDSTUK 7: FINANCIËLE REKENINGEN VAN DE PARTICULIEREN, DE BEDRIJVEN EN DE OVERHEID	162
Belangrijkste effecten van de financiële crisis	163
Particulieren	166
Niet-financiële vennootschappen	171
Overheid	180
HOOFDSTUK 8: FINANCIËLE STABILITEIT	186
Internationale financiële markten	187
Belgische banksector	191
Verzekeringsmaatschappijen	204
BIJLAGEN	
Statistische bijlagen	210
Methodologische toelichting	237
Conventionele tekens	241
Lijst van afkortingen	243
Lijst van kaders, tabellen en grafieken	247



Constant Montald, detail van een ontwerp voor een niet-gerealiseerd biljet van 20 frank, waterverf en Oost-Indische inkt, zonder datum (rond 1900), verzameling Nationale Bank van België

Verlag voorgesteld door de Gouverneur namens de Regentenraad



1. Twee zware schokken hebben in 2008 de wereldeconomie getroffen: de versnelling van de prijsstijgingen voor grondstoffen tot het midden van het jaar en het hevig opblazen van de spanningen in het financiële systeem vanaf medio september. Hoewel zij specifieke oorzaken hebben, vinden beide ook hun oorsprong in de financiële excessen van de afgelopen jaren. Het gevolg was een tijdelijke opstoot van de inflatie en een fikse vertraging van de activiteit. Op verschillende overheidsinstanties wordt een beroep gedaan om gecoördineerde strategieën uit te werken, met name urgentiemaatregelen en tevens meer ingrijpende hervormingen, teneinde de crisis onder controle te houden, herhaling van in het verleden gemaakte fouten te voorkomen en de economieën op weg te zetten naar een duurzame ontwikkeling.

Oorzaken van de schokken in 2008

2. Ook al hadden een aantal instellingen, waaronder het Eurosysteem, reeds vóór het ontstaan van de beroering in 2007 gewezen op enkele gevaren die uitgingen van het financiële systeem, toch kwamen de in 2008 opgetekende schokken onverwacht zwaar aan. De oorsprong ervan kan worden gezocht in een langdurige fase van krediet- en liquiditeitsexpansie, risico-onderschatting en krachtige groei van de financiële markten en van sommige onderdelen van de reële economie, waarvan de forse stijging van de grondstoffenprijzen de laatste uiting was en de financiële crisis een bijzonder bruuske correctie is.
3. De forse ontwikkeling van de financiële sfeer ontstond uit een samengaan van een macro-economische omgeving van lage rentetarieven met financiële innovaties die onvoldoende werden gecontroleerd. De relatief lage korte en lange rentes wereldwijd kunnen op hun beurt worden verklaard door een combinatie van factoren. Zo bleef het monetaire beleid in de Verenigde Staten, na het uiteenspatten van de « zeepbel » op de aandelenmarkten in 2000-2001, vrij lang accommoderend, aangezien de geloofwaardigheid die dat beleid had weten te verwerven en de invoer van goedkope producten uit de opkomende economieën de opwaartse druk op de consumptieprijzen neutraliseerden. Na de Azië-crisis van 1997-1998 werden de rentetarieven eveneens gedrukt door een accumulatie van spaaroverschotten door de opkomende landen – vooral door China, welks officiële externe tegoeden constant aangroeyden ten gevolge van het wisselkoersstelsel waarvoor dat land had geopteerd – alsook door de overschotten van de olie-exporterende landen. Het lage rentepeil werkte de schuldfinanciering in de hand. Bovendien begonnen de deelnemers aan de financiële markten hogere rendementen na te streven zonder de risico's, die werden geminimaliseerd door de lange periode van geringe macro-economische volatiliteit, adequaat in te schatten.
4. Deze tendensen werden tevens ondersteund door innovaties die schijnbaar een risicospreiding mogelijk maakten. Zo gaf het grootschalig beroep op technieken waardoor risico's buiten de balansen van banken werden gebracht – vooral de effectisering en verspreiding van complexe gestructureerde producten met vorderingen van ongelijke kwaliteit als onderpand – aanleiding tot een algemene verslapping van de waakzaamheid en een ongepaste tarifiering van een ruime waaier van financiële instrumenten.

5. De tijdens de voorbije jaren op hol geslagen financiële markten werkten het duurder worden van grondstoffen en vastgoed in de hand, al waren zij er niet de enige oorzaak van. Zo geleek de plotselinge daling van de olieprijs tijdens de tweede helft van 2008 op een uiteenspattende «zeepbel». Er dient echter voor ogen te worden gehouden dat hun voorheen opgetekende opwaartse tendens vooral berust op een fundamentele spanning tussen de toenemende energiebehoeften van opkomende economieën en de beperkingen van het aanbod. Een buitensporige stijging kan daarentegen met meer zekerheid worden gediagnosticeerd voor de vastgoedprijzen in sommige landen, waaronder de Verenigde Staten, waar momenteel een correctie aan de gang is. *In fine* ging immers een groot gedeelte van het mondiale spaaroverschot naar de Amerikaanse gezinnen: de financiële sector daar ontwikkelde op basis van de hypothecaire kredieten die hij had verstrekt, effecten met een goede rating waarvoor er bij buitenlandse beleggers een vraag bestond.
6. De renteverhoging die omstreeks medio 2004 door de Amerikaanse *Federal Reserve* werd ingezet, bracht uiteindelijk de kwetsbaarheid van dat financiële bouwwerk aan het licht. In 2006 ontstond in de Verenigde Staten plots een vastgoedcrisis, risicopremies op door hypotheek van mindere kwaliteit gedekte effecten namen in 2007 aanzienlijk toe en vanaf augustus van datzelfde jaar breidde de financiële onrust zich uit, toen duidelijk werd dat Europese financiële instellingen zwaar werden getroffen door waardeverminderingen op Amerikaanse hypothecaire vorderingen. De vertrouwenscrisis die zich op de interbankenmarkten voordeed, maar die ook andere markten trof, verscherpte nog in maart 2008 als gevolg van de liquiditeitsproblemen waar de Amerikaanse investeringsbank *Bear Stearns* mee werd geconfronteerd. De Amerikaanse overheid bracht toen de spanningen nog tot bedaren.
7. Vanaf medio september werd de beroering echter plots veel heviger, toen diezelfde overheid weigerde de investeringsbank *Lehman Brothers* van het bankroet te redden. Wellicht wilde zij niet de overtuiging voeden dat zij systematisch zou interveniëren wanneer de solvabiliteit van instellingen die een als kritisch bestempelde omvang overschreden, in het gedrang kwam. Als gevolg van die beslissing werden tegenpartijrisico's grondig herzien en zetten de meeste banken, uit liquiditeitsoverwegingen, hun interbancaire kredietverstrekking stop. In enkele dagen tijd zagen solvabele banken al hun liquiditeitsbronnen opdrogen, niet alleen in de Verenigde Staten maar ook in Europa. Een negatieve spiraal van verliezen bij financiële instellingen, van verkopen en afschrijvingen van financiële activa kwam in een hogere versnelling en interageerde met de minder gunstige economische vooruitzichten. Zo kelderden overal de aandelenkoersen, een gevolg van verkopen door financiële instellingen, de verslechterende situatie van deze laatste, recessieverwachtingen en de acute toename van de risicoaversie.

Noodmaatregelen om het financiële systeem te redden

8. In 2008 zetten de voornaamste centrale banken hun tijdens het voorgaande jaar ondernomen acties voort. Ze intensifieerden ze zelfs nog teneinde de spanningen op de interbankenmarkten te kalmeren. Vanaf medio september boden ze een antwoord op de verlamming van die markten door hun eigen intermediatierol fors uit te breiden. Het Eurosysteem, dat op de in augustus 2007 ontstane liquiditeitscrisis prompt had gereageerd, voerde zijn kredietverlening in euro aan kredietinstellingen aanzienlijk op. In oktober 2008 werd eerst getracht de onzekerheid bij de banken te verminderen, ook al had dat tot gevolg dat het Eurosysteem de functie moest overnemen van de in gebreke blijvende geldmarkt. Zo wijzigde de Raad van Bestuur van de ECB de procedure van de herfinancieringstransacties door vaste-rentetenders uit te voeren waarbij alle inschrijvingen tegen die rente worden toegewezen, en breidde hij de lijst van beleenbare

activa als onderpand voor de kredietverstrekking door het Eurosysteem uit. Bovendien vernauwde hij de band die wordt gevormd door de rentetarieven voor de permanente faciliteiten, waardoor de banken in hun dagelijkse behoeften konden voorzien en, vooral, hun liquiditeitsoverschotten tegen gunstiger voorwaarden dan voorheen bij het Eurosysteem konden plaatsen. In december besloot hij evenwel om vanaf 21 januari 2009 het verschil tussen de tarieven van de permanente faciliteiten opnieuw te vergroten teneinde de banken ertoe aan te zetten hun activiteiten op de interbankenmarkt te hervatten.

9. Centrale banken gingen bovendien nauwer samenwerken in het vlak van liquiditeitsbeheer, waardoor ze voorzagen in de behoeften van banken met een aanzienlijke grensoverschrijdende activiteit. Zo werden de in december 2007 met de *Federal Reserve* afgesloten *swap*akkoorden verlengd en geconsolideerd, wat het Eurosysteem in staat stelde de banken van het eurogebied leningen te verstrekken in Amerikaanse dollar.
10. Naast de operaties inzake liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem, werden sommige nationale centrale banken, waaronder de Nationale Bank van België, er vanaf eind september 2008 toe genoopt dringend supplementaire liquiditeiten te verstrekken – in euro en in Amerikaanse dollar – aan financiële instellingen die onder zeer zware druk stonden. Hoewel de spanningen aanvankelijk vooral werden gevoeld door banken die met specifieke moeilijkheden te kampen hadden, breidden ze zich snel uit naar tal van andere instellingen, wat een vastberaden optreden vanwege de overheid vereiste om verdere besmetting te beperken. De verschillende nationale interventieprogramma's, waaronder dat van België, bevatten een waaier van maatregelen om de solvabiliteitspositie van banken te verstevigen, enerzijds, en de toegang van financiële instellingen tot liquiditeit te herstellen, anderzijds.
11. In een omgeving waarin de financiële markten hun verwachtingen ten aanzien van de kapitaalratio van banken sterk opwaarts hebben herzien, is de overheid in verschillende landen rechtstreeks aandeelhouder geworden van grote systeemkritische instellingen. Bovendien nam zij af en toe, geheel of gedeeltelijk, de risico's over die verbonden zijn aan bepaalde categorieën activa van mindere kwaliteit die door sommige kredietinstellingen worden aangehouden.
12. Om de financieringsoperaties op de professionele markten weer op gang te brengen, hebben tal van Staten een waarborg verleend tot dekking van de nieuwe verbintenissen die grote, onder hun bevoegdheid vallende banken tegenover institutionele beleggers aangaan. De nog beperkte effecten van die maatregelen op de marktliquiditeit en de vrees voor een forse inkrimping van het krediet hebben de overheden van bepaalde landen, met name de Verenigde Staten, ertoe aangezet meer rechtstreeks te interveniëren in de middelenverstrekking aan de finale kredietnemers. Teneinde de spaarders gerust te stellen, werden de depositogarantiesystemen in de EU bovendien verstevigd. In België werd het gewaarborgd bedrag per rechthebbende opgetrokken van 20.000 tot 100.000 euro en werd die waarborg ook opengesteld voor sommige verzekeringsproducten.

Macro-economische gevolgen van de schokken

13. De wereldwijde activiteitsexpansie werd in het eerste deel van het jaar vooral afgeremd door de forse stijging van de grondstoffenprijzen, en in het tweede deel, en op meer uitgesproken wijze, door de verscherping van de financiële crisis, terwijl beide schokken op de inflatie een tegengesteld effect hebben uitgeoefend.
14. De groei van de wereldeconomie is teruggelopen van 5 pct. in 2007 tot 3,8 pct. in 2008. De vertraging van de activiteit, die eerst de Verenigde Staten had getroffen, breidde zich uit en de hoop op een «ontkoppeling» van de opkomende economieën bleek ijdel. De financiële

crisis legde meer bepaald de vinger op de kwetsbaarheid van de Centraal- en Oost-Europese economieën die een zware buitenlandse schuld hebben en waar bedrijven en gezinnen een ruim beroep doen op krediet – vaak in vreemde valuta's. In het eurogebied is de groei vertraagd van 2,6 tot 1 pct. Vooral de landen die de jaren voordien een krachtige economische expansie en een *boom* in de vastgoedsector hadden meegemaakt, zoals Spanje en Ierland, werden zwaar getroffen. De activiteit verzwakte in België iets minder uitgesproken dan in de grote Europese landen: de groei van het Belgische bbp vertraagde van 2,6 tot 1,1 pct. De stijging van de werkgelegenheid, die met een zekere vertraging reageert op conjunctuurschommelingen, kwam nog op 1,6 pct. uit, tegen 1,8 pct. in 2007. De geharmoniseerde werkloosheidsgraad bleef teruglopen, van 7,5 naar 7,1 pct., zelfs al nam de tijdelijke werkloosheid, van haar kant, reeds zichtbaar toe.

15. Al deze jaarcijfers verhullen evenwel een duidelijke verslechtering in de loop van het jaar; vooral tijdens het laatste kwartaal is de economische activiteit er in tal van landen fors op achteruitgegaan, wat voorspellers ertoe heeft aangezet hun groeivoorzichten voor de wereld economie in 2009 sterk neerwaarts bij te stellen. Bankcrisissen worden vaak gevolgd door een inkrimping van de activiteit, die ze via verschillende kanalen beïnvloeden. Vanwege hun verliezen, de noodzaak om hun solvabiliteitsratio te verhogen – met andere woorden om de schuldhefboom te verlagen – en het duurder worden van hun eigen financiering, worden banken ertoe gebracht hun kredietaanbod te beperken via een verruiming van hun marges en een verstrakking van andere kredietvoorwaarden. Het kelderen van de aandelenkoersen, in combinatie met de duik van de vastgoedprijzen in sommige landen, leidt bovendien tot negatieve vermogenseffecten op de particuliere consumptie. Het draagt tevens bij tot de stijging van de financieringskosten van bedrijven, net als de verhoging van de risicopremies die zijn vervat in de rente op bankkrediet en op obligatieleningen. Ten slotte tast de crisis het vertrouwen aan van zowel consumenten, die hun voorzorgssparen opvoeren, als bedrijfsleiders, die hun investeringen en indienstnemingen uitstellen.
16. De inflatie van haar kant is tot het derde kwartaal van 2008 bijna overal versneld vanwege de forse stijging van de grondstoffenprijzen. Nadien is ze vertraagd als gevolg van de daling van diezelfde prijzen, die toe te schrijven was aan de plotselinge verslechtering van de vraagvoorzichten.

Economische-beleidsreacties

17. De financiële crisis, die nu reeds mag worden beschouwd als de meest ernstige sedert de beurscrash van 1929, vereist een reactie conform de risico's die zij heeft blootgelegd en de kansen op hervorming die zij biedt. Er moet vooral worden toegezien op de coherentie tussen de korte en de lange termijn en op de coördinatie, op internationaal vlak, van de economische-beleidsreacties op de crisis.
18. Er diende en er dient nog steeds snel te worden gehandeld om het financiële systeem te stabiliseren en de effecten van de inkrimping ervan op de reële economie te beperken. Het is echter van belang dat maatregelen die bij hoogdringendheid worden genomen, de toekomst niet in het gedrang brengen en eventuele kiemen van latere crisissen niet tot ontwikkeling laten komen. Integendeel, zij moeten vergezeld gaan van een meer grondige hervorming van de werking van het economisch en financieel bestel die er moet voor zorgen dat vroegere misstappen niet meer worden begaan en dat er zich een sterkere economie ontwikkelt ten gunste van de hele bevolking, zonder overmatige schuldenlast en met aandacht voor de kosten voor het milieu en de ecologische risico's.

19. In het licht van de toenemende dreiging van een wereldwijde depressie, is het zaak de banken te redden en het monetaire en budgettaire beleid te versoepelen, doch niet onvoorwaardelijk. Om te beginnen, komt een bancaire reddingsoperatie niet neer op een blanco volmacht. Terwijl de « stagflatie » van de jaren zeventig twijfel had gezaaid over het vermogen van de overheid om via een expansief macro-economisch beleid systematisch de groei te stimuleren en het nut had bewezen van de concurrentie als motor van de economische vooruitgang, heeft de huidige crisis het geloof in het zelfregulerende vermogen van de markten ernstig aangetast. Een hervorming van de reglementering van en het toezicht op het financiële systeem is uiteraard noodzakelijk. Het is er de overheid niet om te doen de plaats in te nemen van de financiële markten, maar deze laatste in staat te stellen correcter te functioneren ten voordele van de economie. Vervolgens moet de monetaire-beleidsvoering prijsstabiliteit op de middellange termijn blijven nastreven. Zo zal de versoepeling van dat beleid – die is niet inflatoir voor zover zij beantwoordt aan een extreme liquiditeitsvoorkeur van de particuliere sector en aan een inkrimping van de vraag naar goederen en diensten – plaats maken voor een verkrapping zodra de situatie zal zijn genormaliseerd. Hierdoor zullen nieuwe excessen minder kans krijgen. Tot slot moet ook het begrotingsbeleid op de middellange en lange termijn worden afgestemd, onder meer op straffe van zijn anticyclische efficiëntie kwijt te raken als gevolg van het wantrouwen van de deelnemers aan het economisch bestel. Maatregelen ter ondersteuning van de activiteit en de werkgelegenheid op het conjuncturele dieptepunt moeten tijdelijk van aard zijn en zodanig worden ontworpen dat ze het groeipotentieel van de economie en het vermogen van deze laatste om weerstand te bieden tegen schokken, niet in gevaar brengen maar ze, integendeel, versterken.
20. Met haar wereldwijde dimensie heeft de crisis ook aangetoond dat de interdependenties tussen continenten en naties sterker zijn dan ooit. Zij heeft tevens het belang van de opkomende economieën bevestigd. Er mag niet worden toegegeven aan de verleidingen van het protectionisme, dat tijdens de jaren dertig zoveel kwaad heeft aangericht. De internationale samenwerking moet worden verstevigd teneinde, enerzijds, te voorkomen dat de genomen maatregelen negatieve gevolgen zouden hebben voor andere landen en de concurrentie zouden verstoren en, anderzijds, de coherentie van hervormingen te waarborgen. De Europese monetaire unie, die haar tiende verjaardag heeft gevierd, heeft met succes heel wat beroering doorstaan en ook nog vandaag beschermt de euro de landen die hem hebben ingevoerd tegen supplementaire moeilijkheden: de bankcrisis is er immers niet gepaard gegaan met een wisselkoerscrisis. De reacties van het economische beleid zouden in het eurogebied echter beter moeten worden gecoördineerd. Aangezien, ten slotte, de armste landen zwaar worden getroffen door de wereldwijde voedings-, financiële en economische crisis, is het zaak, in de eerste plaats ten behoeve van die landen, de toename van de ontwikkelingshulp naar de norm van 0,7 pct. bbp te handhaven en zelfs te versnellen.

Monetair beleid

21. De voornaamste doelstelling van het monetaire beleid van het Eurosysteem, net als van de meeste andere centrale banken, is het waarborgen van de prijsstabiliteit. In tijden van onrust is het zaak stevig aan deze middellange-termijndoelstelling vast te houden omdat inflatoire of deflatoire ontsparingen de economische activiteit en de werkgelegenheid ernstige schade zouden kunnen berokkenen. Dankzij de middellange-termijnoriëntatie van zijn monetaire-beleidsstrategie heeft de Raad van Bestuur van de ECB niet overdreven gereageerd op de rechtstreekse effecten van de stijging van de invoerprijzen en heeft hij rekening kunnen houden met alle beschikbare informatie om de risico's voor de prijsstabiliteit in te schatten, inclusief die welke te maken hebben met het disfunctioneren van het financiële systeem.
22. In het eerste deel van het verslagjaar werd in de voornaamste economieën van de OESO een verschillende monetaire-beleidsvoering opgetekend, voornamelijk vanwege de risico's van het duurder worden van de basisproducten voor de prijsstabiliteit, onder meer rekening houdend

met de bezettingsgraad van het productievermogen, de vooruitzichten van de deelnemers aan de economische activiteit en de verwachte effecten van de financiële beroering. In de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Canada zette de eind 2007 gestarte versoepeling zich voort. In andere landen, bijvoorbeeld Japan, bleven de basisrentetarieven ongewijzigd. In het eurogebied, Zweden, Noorwegen en Australië echter trokken de centrale banken de rentetarieven in verschillende mate op. Zo verhoogde het Eurosysteem op 3 juli 2008 de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties van 4 tot 4,25 pct. wegens een verslechtering van de inflatievooruitzichten.

23. De verschillen in monetaire-beleidsoriëntatie – en de heterogeniteit van de binnenlandse situaties die er de oorzaak van was – beïnvloedden de valutamarkten. Zo bereikte de koers van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar medio juli een hoogtepunt. Deze appreciatie werd ook door andere factoren in de hand gewerkt, met name door de vaak gebleken gevoeligheid van die wisselkoers voor de olieprijs, die de schommelingen ervan afzwakt ten voordele van het eurogebied.
24. Toen de financiële crisis meer dramatische proporties aannam, en de inflatoire dreiging derhalve verzwakte, versoepelden alle centrale banken hun rentebeleid. Zo kondigden zes centrale banken, waaronder de ECB, op 8 oktober 2008 een gecoördineerde verlaging van hun basisrentetarieven aan. In de Verenigde Staten werd de doelstelling inzake de *federal funds rate* in drie stappen teruggebracht van 2 pct., het niveau waarop ze op 30 april was vastgesteld, naar een renteband tussen 0 en 0,25 pct. De *Federal Reserve* voerde bovendien een versoepelend beleid, zowel kwantitatief door haar balans aanzienlijk aan te dikken, als kwalitatief door staatsleningen op de actiefzijde van deze balans te vervangen door meer risicodragende vorderingen. In het eurogebied werd de rente voor de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem in vier stappen verlaagd van 4,25 pct. begin oktober 2008 naar 2 pct. begin januari 2009. Het is van belang dat die versoepeling zich vertaalt in een daling van de debetrentevoeten en in een instandhouding van een voldoende ruim bancaire kredietaanbod.
25. De depreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar, vanaf augustus 2008, was onder meer het gevolg van het vooruitzicht op een verslechtering van de Europese conjunctuur en een mogelijke reactie van het Eurosysteem, dat hogere rentetarieven hanteerde dan de *Federal Reserve*. Die depreciatie, die in oktober nog in de hand werd gewerkt door de extreme spanningen op het geheel van de financiële markten, werd voor een deel gecompenseerd door een appreciatie in december. Wordt bovendien rekening gehouden met het verloop van andere valuta's, bijvoorbeeld het pond sterling, dan bereikte de effectieve wisselkoers van de euro omstreeks medio december een hoogtepunt.
26. De recente gebeurtenissen zouden opnieuw het debat op gang moeten brengen over het al dan niet in aanmerking nemen, bij het monetaire beleid, van schommelingen in de activaprijzen. De evenwichtswaarde van activa – vastgoed of aandelen – valt niet eenvoudig te bepalen, wat op zich geen afdoende reden is om deze problematiek te negeren. De monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem biedt, vanwege haar middellange-termijnoriëntatie en de combinatie van de economische en monetaire analyse, het voordeel aandacht te hebben voor het geld- en kredietverloop alsook voor eventuele evenwichtsverstoringen die zich niet onmiddellijk vertalen in een druk op de consumptieprijzen. Het rentebeleid op zich is evenwel niet voldoende om de financiële stabiliteit te vrijwaren. Ondersteuning door een prudentieel beleid is dus noodzakelijk.

Behoud van de financiële stabiliteit

27. De huidige beroering op de financiële markten vereist een optreden van de overheid op verschillende niveaus. Het is absoluut noodzakelijk onmiddellijk het vertrouwen binnen het financiële systeem te herstellen opdat dit laatste, ten behoeve van de hele economie, opnieuw volop zijn intermediatiefunctie tussen spaarders en kredietnemers zou kunnen vervullen. Over een langere periode moet de reeds aangevatte denkoefening worden geïntensiveerd om, via diepgaande inhoudelijke hervormingen, de door de crisis aan het licht gebrachte structurele disfunctioneringen te verhelpen. Meer institutioneel, ten slotte, dient de organisatie van het prudentieel toezicht te worden herzien teneinde een effectievere structuur uit te werken voor het controleren van de financiële stabiliteit en voor het voorkomen en beheersen van crisissen.
28. De nationale interventieprogramma's die gericht zijn op het stabiliseren van het financiële systeem zijn, qua principe, tot dusver vrij convergent geweest. De coördinatie van de operationele modaliteiten is daarentegen delicaat gebleken, vooral op Europees niveau. Het in aanmerking nemen van de specifieke situatie van de afzonderlijke banken moet worden verzoend met het verhinderen van concurrentievervalsing tussen instellingen, producten en markten. De interventies van de overheid, én als aandeelhouder én als borg voor bepaalde bancaire schulden, kunnen bovendien de beoordeling en de tarifiering van de verschillende kredietrisico's bemoeilijken. Het is dus zaak deze steunmaatregelen op een dusdanig passende wijze vorm te geven dat ze efficiënt worden toegepast, maar ook dat ze achteraf gemakkelijk kunnen worden teruggeschroefd.
29. Afgezien van deze urgentieplannen moeten de door de huidige crisis aan het licht gebrachte excessen en tekortkomingen worden gecorrigeerd, zonder een overmaat aan nieuwe reglementering in te voeren waardoor financiële innovatie zou worden verlamd, maar wel met inachtneming van de grenzen van de zelfregulering. Zowel de *roadmap* van de EU als het verslag dat het Forum voor financiële stabiliteit heeft gewijd aan de verbetering van het weerstandsvermogen van markten en instellingen, getuigt van een ruime consensus over de noodzaak van hervormingen.
30. De ernstige lacunes die aan het licht zijn gekomen in de beheerscontrole van tal van instellingen die nochtans een grote naambekendheid genoten, vereisen in eerste instantie een verbetering van het toezicht op en de bescherming tegen financiële risico's. Vooral de liquiditeitssituaties, of nog, de concentraties van posities bij een beperkt aantal tegenpartijen zullen moeten worden gevolgd en veel regelmatig worden gerapporteerd. Gelet op de aanzienlijke bijdrage van de financiële infrastructuur tot het beheer van liquiditeits- en tegenpartijrisico's bij betalingen en effectenvereffeningen, zou dit soort van infrastructuur ook moeten worden ingevoerd voor operaties die op dit ogenblik op niet-gecentraliseerde markten worden verricht, bijvoorbeeld die van de kredietderivaten. Het Bazel-Comité zal overigens de vereisten inzake eigen middelen aanpassen teneinde specifieke activa of risico's beter te dekken. Het onderzoekt tevens de opportuniteit van een meer algemene verhoging van het niveau en de kwaliteit van de eigen middelen van banken, alsook van aanpassingen van de wijze waarop voorzieningen worden aangelegd, dit teneinde de vorming van een veiligheidsbuffer aan te moedigen die ervoor zou moeten zorgen dat banken, in hun streven om bij een teruggang van de economische activiteit een gebrek aan kapitaal te corrigeren, conjunctuurcycli niet versterken.
31. Het is ook een feit dat tekortkomingen in de risicobeheersing verergerd werden door verloningssystemen en *incentive* mechanismen die al te vaak het nastreven van onmiddellijke resultaten bevorderden, ten koste van duurzame waardeschepping. De structuren inzake *governance* en winstdeling moeten binnen de instellingen worden verbeterd, maar dienen ook rekening te houden met nieuwe gebruiken in de uitvoering van financiële operaties. Hierbij worden deze laatste vaak opgesplitst in tal van bestanddelen en zijn er, tussen de finale leners en kredietnemers, verschillende partijen betrokken: makelaars, verzekeraars, of

nog, ratingbureaus. De essentiële rol die deze laatste spelen, vereist, behalve een verbetering van hun *governance* teneinde belangenconflicten te voorkomen, ook de schepping van een geschikt kader voor het prudentieel toezicht.

32. De crisis heeft overigens de extreme complexiteit aangetoond van heel wat financiële instrumenten. Teneinde het systeem transparanter te maken, moeten de waarderings- en boekhoudprocedures van deze producten worden herbestudeerd opdat ze meer coherent in alle marktsituaties zouden kunnen worden gebruikt. De risico's verbonden aan de operaties die banken verrichten via buiten-balansstructuren en -vehikels, en de activiteiten van de niet aan toezicht onderworpen instellingen, bijvoorbeeld *hedge funds*, vereisen meer klaarheid, maar ook een striktere reglementering en een strenger toezicht. Transparantie en een strikte regelgeving, meer bepaald ten aanzien van nieuwe financiële producten, moeten gepaard gaan met een verbetering van de communicatie en de financiële publicaties.
33. De herzieningen van de reglementering zullen echter pas ten volle hun uitwerking krijgen als ze worden geschraagd door een degelijke toezichtstructuur. De centrale banken, die zich in de frontlinie bevonden om de manke werking van de interbankenmarkten op te vangen, konden steunen op hun dagelijkse relaties met de geldmarkt en op hun integratie in de betalings- en vereffeningssystemen. De snelheid waarmee de scherpste fase van de liquiditeitscrisis zich heeft voltrokken, heeft evenwel bewezen dat deze contactkanalen ontoereikend zijn. In een omgeving waarin de financiële markten de neiging vertonen zich te concentreren bij enkele grote spelers, heeft het onderscheid tussen een macroprudentiële benadering van de banksector, die het actieterrein van de centrale banken zou uitmaken, en het microprudentiële toezicht op kredietinstellingen, dat onder de exclusieve bevoegdheid van de toezichthouders zou blijven, overigens duidelijk zijn limieten getoond. Centrale banken moeten rechtstreeks toegang hebben tot informatie over ontwikkelingen die, ook al betreffen ze individuele instellingen, de algemene financiële stabiliteit in gevaar kunnen brengen.
34. Dit informatieprobleem rijst niet waar centrale banken zelf met het toezicht worden belast. In landen waar dat niet het geval is, moet tussen beide autoriteiten een kader voor zeer nauwe samenwerking worden gecreëerd en moeten de institutionele structuren regelmatig worden herbekeken in het licht van zowel de in het toezicht op de financiële stabiliteit eventueel opgetekende tekortkomingen als de vaak zeer snelle wijzigingen in de marktconfiguratie en in de bancaire dienstverlening. De recente ontwikkelingen schrijven in België ontgensprekelijk een dergelijk vernieuwd onderzoek voor.
35. De ter zake gevoerde discussies zullen moeten passen in het kader van een meer algemene hervorming van de organisatie in de EU van het toezicht op banken, maar ook op verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen, alsook van de wijze waarop crisissen worden aangepakt. Ondanks de vooruitgang die is geboekt in het vlak van de samenwerking tussen de nationale autoriteiten, vooral door de colleges van toezichthouders die zijn ingesteld voor grensoverschrijdende bankgroepen, wijst de crisis op zware tekortkomingen. Deze laatste betreffen onder meer de kostenverdeling van een eventuele overheidsinterventie ten voordele van banken die belangrijk zijn voor het functioneren van het systeem of het gebrek aan een echte Europese structuur voor prudentieel toezicht, die voorzien is van een centrum dat instaat voor de coördinatie tussen de nationale organen. Een dergelijke institutionele structuur zou het nuttigst zijn voor het toezicht op de beperkte groep van grote Europese systeemkritische banken.

Begrotingsbeleid

36. Sedert de verscherping van de financiële crisis heeft de regering zich – terecht – de stabilisering van het financiële stelsel tot prioritaire taak gesteld teneinde de deposito's van het publiek te beschermen en te voorkomen dat de kredietverlening al te fors zou inkrimpen. In tegenstelling tot de – hierboven toegelichte – waarborgen die sommige bancaire schulden dekken, heeft de herkapitalisatie van financiële instellingen de overheidsschuld nu reeds verzaamd, in België met 6,3 pct. bbp. Toch is dit een noodzakelijke investering, wil men vermijden dat het bankwezen ineens stort zoals tijdens de jaren dertig, en wil men de basis leggen voor een herstel, zoals de – weliswaar meer lokale – ervaring tijdens de jaren negentig in de Scandinavische landen heeft aangetoond. Hoewel een dergelijke overname, door de overheid, van financiële risico's verantwoord is vanwege de zeer specifieke rol die de banksector in de economie speelt, moet zij transparant gebeuren, vergoed worden en tijdelijk van aard zijn. Zij moet bovendien gepaard gaan met de reeds vermelde verscherping van het toezicht.
37. Verschillende landen hebben daarnaast ook begrotingsmaatregelen genomen om de vraag te ondersteunen en zodoende de weerslag van de financiële malaise op de reële economie te milderen. Teneinde het gebrek aan evenwicht op de wereldwijde lopende rekeningen – één van de oorzaken van de crisis – weg te werken, dienen landen met een overschot hun binnenlandse vraag actiever te ondersteunen dan andere.
38. De efficiëntie van budgettaire stimuleringsmaatregelen hangt fundamenteel af van de wijze waarop ze worden ingepast in een geloofwaardige en houdbare strategie, die onmisbaar is voor een duurzaam vertrouwen. Economische partijen moeten worden gerustgesteld dat de overheidstekorten tijdelijk zullen zijn en geen aanleiding zullen geven tot een significante verhoging van toekomstige belastingen of tot een onvermogen van de overheid om het hoofd te bieden aan de kosten die gepaard gaan met de vergrijzing van de bevolking, anders zullen de begrotingsimpulsen alleen maar het particuliere sparen in de hand werken. Stimuleringsmaatregelen moeten worden geselecteerd op basis van hun efficiëntie op de korte en lange termijn, dienen snel effect te sorteren, en mogen slechts een tijdelijke weerslag hebben op de begroting.
39. In Europa biedt het stabiliteits- en groeipact hier het geschikte kader voor: de flexibiliteit op de korte termijn die noodzakelijk is voor een stabilisering van de economie – vooral in uitzonderlijke omstandigheden – en de bakens die de houdbaarheid van het begrotingsbeleid waarborgen. Naast de werking van de in Europa vrij belangrijke automatische stabilisatoren, bijvoorbeeld de daling van de belastingontvangsten en de stijging van de werkloosheidsuitkeringen, kunnen discretionaire maatregelen worden genomen, voor zover de financiële situatie van de overheid zulks mogelijk maakt. Het economische herstelplan dat de Europese Raad in december heeft goedgekeurd, voorziet in een begrotingsimpuls van 1,5 pct. van het EU-bbp, waarvan 1,2 pct. ten laste van de lidstaten, teneinde de vraag te stimuleren. Het in acht nemen van het stabiliteits- en groeipact veronderstelt evenwel dat elke Staat volgens zijn eigen uitgangspositie aan de gecoördineerde actie deelneemt. Terwijl sommige, bijvoorbeeld Finland, hun middellange-termijn doelstelling hebben bereikt en zodoende opnieuw het vermogen hebben verworven voor een significanter anticyclisch ingrijpen, talrijk blijven zij die de hoogconjunctuur van de afgelopen jaren jammer genoeg onvoldoende hebben benut om hun overheidsfinanciën structureel te verbeteren, waardoor hun manoeuvreerruimte in de huidige moeilijke omstandigheden beperkt blijft.
40. Met name in België heeft het begrotingsbeleid dat de afgelopen tien jaar, sedert de invoering van de euro, is gevoerd, het niet mogelijk gemaakt de aangekondigde en vereiste structurele overschotten op te bouwen. De overheid heeft de ruime marge die ontstond naar aanleiding van de daling van de rentelasten, niet aangewend om de schuldreductie te versnellen, maar heeft integendeel geopteerd voor een verhoging van de uitgaven of een vermindering van sommige

heffingen, beide ingegeven door onder meer het streven om groei en werkgelegenheid structureel te ondersteunen. Begrotingsdoelstellingen werden systematisch versoepeld en bijwijken niet gehaald.

41. Het jaar 2008 vormde daar geen uitzondering op. Het begrotingstekort is gestegen van 0,3 tot 1,1 pct. bbp, deels als gevolg van de conjuncturele vertraging, zodat de doelstelling van het stabiliteitsprogramma voor België – die in april 2008 nochtans verlaagd werd van een overschot van 0,5 pct. bbp tot een evenwicht – niet is bereikt.
42. Zo is een grotere afwijking ontstaan ten opzichte van het door de Hoge Raad van Financiën aanbevolen begrotingstraject, dat de houdbaarheid van de overheidsfinanciën beoogt te waarborgen in het licht van de vergrijzing van de bevolking en dat wil vermijden dat de hieruit voortvloeiende lasten zwaar zouden gaan wegen op toekomstige generaties. Bovendien is de overheidsschuld tijdens het verslagjaar voor het eerst sedert 1993 toegenomen, van 83,9 tot 88,7 pct. bbp, als gevolg van de kapitaalinjecties in de met moeilijkheden kampende financiële instellingen.
43. Gezien de ernst van de conjuncturele achteruitgang, verdient het momenteel aanbeveling de automatische stabilisatoren volop hun werk te laten doen en goed gerichte economische steunmaatregelen te overwegen. In het bijzonder het sociale-zekerheidsstelsel dient zijn opdracht te vervullen, namelijk het beschermen van de zwaksten en het ondersteunen van de vraag. Een afwijking van het middellange-termijn traject kan evenwel slechts worden aanvaard als ze beperkt blijft en tijdelijk van aard is. Ook de verruiming van het ecart tussen de rente op overheidsleningen en de overeenstemmende rente in Duitsland moet tot voorzichtigheid manen, zelfs al is ze voor een deel toe te schrijven aan een vlucht naar de door de markt voor Duitse overheidsobligaties geboden liquiditeit en is ze in Europa geen alleenstaand geval. De overheid moet toezien op de omkeerbaarheid van eventuele stimuleringsmaatregelen. Ze moet er zich uitdrukkelijk toe verbinden het begrotingsevenwicht te herstellen zodra de economische groei opnieuw meer normaal is en ze moet vervolgens, vanuit een meerjarig perspectief, overschotten opbouwen.
44. Voorts moet de enge budgettaire beleidsruimte de overheid aanmoedigen om op alle beleidsniveaus de kwaliteit en efficiëntie van ieder overheidsoptreden verder te verbeteren, alsook een correcte inning van de ontvangsten te waarborgen en iedere vorm van fraude te bestrijden. Dit belet echter niet dat de overheid een keuze kan maken tussen verschillende types van uitgaven en ontvangsten, teneinde de overheidsfinanciën beter af te stemmen op het verhogen van het groeipotentieel van de economie en op een duurzame ontwikkeling.

Prijs- en inkomensvorming

45. Tijdens de eerste tien jaar sinds het ontstaan van de Europese monetaire unie waren de inflatieverschillen tussen de lidstaten vergelijkbaar met die tussen de regio's van andere uitgestrekte monetaire ruimten, zoals de Verenigde Staten. Zij bleken echter persistenter. De geaccumuleerde afwijkingen tussen de inflatiecijfers worden evenwel problematisch als ze niet de afspiegeling zijn van een geleidelijke prijsconvergentie die verband houdt met het inhaalproces naar het productiviteitsniveau dat door de meest geavanceerde economieën van het gebied wordt bereikt, maar veeleer van een met een verlies aan concurrentiekracht gepaard gaande forse groei van de binnenlandse vraag in sommige landen. Zulks lijkt het geval te zijn geweest in Spanje en Ierland, waar op dit ogenblik een sterke correctie plaatsvindt. Het is de taak van de nationale overheden en sociale partners om dergelijke evenwichtsverstoringen te voorkomen.

46. In België schommelden de groei en de inflatie meestal rond het gemiddelde van het eurogebied. In 2008 lieten de Belgische consumptieprijzen echter een van de hoogste stijgingen optekenen: gemiddeld 4,5 pct. op jaarbasis, tegen 3,3 pct. in het eurogebied. Het verschil kan ten belope van 1,1 procentpunt worden verklaard door de energieprijzen. Slechts een klein gedeelte – 0,2 punt – heeft te maken met de zwaardere impact van de internationale noteringen voor ruwe en geraffineerde olie, als gevolg van het grotere gewicht van olieproducten in de Belgische HICP en de lagere forfaitaire belastingen op die producten. Het grootste gedeelte – 0,9 punt – is terug te voeren op een forsere stijging van de prijzen voor gas en elektriciteit in België. Een geheel van factoren heeft daartoe bijgedragen, sommige van methodologische aard – bijvoorbeeld het in aanmerking nemen, in de Belgische HICP, van maand- eerder dan jaarprijzen –, andere van meer reële aard – zowel inzake de eigenlijke energiecomponent als inzake de transport- en distributietarieven, die werden verhoogd nadat de in 2007 door de Commissie voor de Regulering van de Elektriciteit en het Gas opgelegde verlagingen, door de rechtbank werden verworpen. Terwijl ook de prijzen van levensmiddelen forsere stegen dan die in het eurogebied, liepen de prijzen van andere goederen en diensten in hun geheel beschouwd even snel op, namelijk met 1,8 pct. In de loop van het jaar heeft zich echter een relatieve verslechtering voorgedaan: in het laatste kwartaal zijn die prijzen jaar-op-jaar met 2,4 pct. gestegen, tegen 1,9 pct. in het eurogebied.
47. Oorzaak daarvan zijn wellicht beginnende tweede-ronde-effecten – die ongetwijfeld veel minder belangrijk zijn dan diegene die zich tijdens de jaren zeventig op dramatische wijze hebben voorgedaan – als gevolg van het duurder worden van basisproducten, waarvan de rechtstreekse weerslag in België reeds duidelijker voelbaar was. Het aan dit land eigen systeem van automatische loonindexering alsook de formele of informele indexeringsmechanismen voor andere inkomens en prijzen, inzonderheid in de bedrijfstakken die relatief tegen de buitenlandse concurrentie beschermd zijn, vergroten het risico van een meer uitgesproken verspreiding van de stijgingen van de invoerprijzen en bijgevolg van een verlies aan concurrentiekracht voor de Belgische economie. Het is in dit opzicht bemoedigend dat de daling van de grondstoffenprijzen tijdens de tweede helft van 2008 de inflatievooruitzichten duidelijk heeft afgeremd.
48. De concurrentiepositie van de Belgische ondernemingen is inmiddels verslechterd. Door de overwegend op landen met een weinig dynamische vraag gerichte uitvoer en het aanhoudende verlies van marktaandeel, kan België voor 2008 niet langer bogen op een lopend overschot, ook al heeft dit tevens te maken met het duurder worden van de ingevoerde basisproducten en met het relatieve weerstandsvermogen van de binnenlandse vraag, met name van de investeringen. De achteruitgang van de marktaandeel is het gevolg van zowel een ongunstig verloop van de relatieve kosten als een onvoldoende specialisatie in producten waar, dankzij de technologische inhoud en de specifieke kenmerken ervan, een grotere vraag naar bestaat.
49. Terwijl de verbetering van de meer kwalitatieve aspecten van België's concurrentievermogen de vastberaden voortzetting van een structureel beleid vereist, berust de kostenbeheersing op twee pijlers. Enerzijds zal de actie van de Raad voor de Mededinging en de regulerende organen van de netwerkindustrieën, onder meer op basis van de bevindingen van het pas ingestelde Prijsobservatorium, tegelijkertijd bijdragen tot het behoud van de koopkracht van de particulieren en tot de matiging van de bedrijfskosten, dankzij een efficiëntere concurrentie, bijvoorbeeld in de handel, en een vermindering van de monopolierentes in verschillende branches zoals elektriciteit, gas of telecommunicatie. Anderzijds moeten de loononderhandelingen worden gevoerd in de geest van de wet tot bevordering van de werkgelegenheid en tot preventieve vrijwaring van het concurrentievermogen, een ander specifiek kenmerk van België. De in dat kader overeengekomen loonnorm voor de periode 2007-2008 werd overschreden doordat de inflatie hoger uitviel dan verwacht. Van 1996 tot 2008 kwam de stijging van de uurloonkosten in België in totaal zowat 4 procentpunten hoger uit dan de referentiewaarde – dat is de gemiddelde toename die wordt opgetekend in de drie buurlanden Duitsland, Frankrijk en Nederland. In het in december 2008 voor de jaren 2009 en 2010 afgesloten centraal akkoord,

hebben de sociale partners de onderhandelingsenveloppe vastgelegd op maximaal 250 euro per werknemer op kruissnelheid, bovenop de toepassing van het loonindexeringsmechanisme en de baremieke verhogingen. In 2009 mag maximaal 125 euro worden toegekend, hetzij aan te rekenen op dit bedrag, hetzij eenmalig. Dankzij de steun van de overheid zullen de bedrijfslasten nogmaals kunnen worden verlaagd, wat zou kunnen bijdragen tot de verkleining van de concurrentiehandicap. In een periode van economische neergang en van toegenomen onzekerheid ten aanzien van het verloop van de prijzen in België en van de lonen in de partnerlanden, moeten vooral het vermijden van een toename van die handicap en de bescherming van de werkgelegenheid een leidraad zijn voor de onderhandelaars in de sectoren en de bedrijven.

Structureel beleid

50. Op een ogenblik dat de financiële crisis en de gevolgen ervan alle aandacht opeisen, mogen de Lissabon-strategie en de structurele hervormingen die een vlottere werking van alle markten en een duurzame ontwikkeling beogen, niet worden veronachtzaamd. De crisis zelf zal tot herstructureringen leiden en, hoewel het zaak is de gevolgen daarvan te verzachten, dient de economie in de eerste plaats te worden voorbereid op de komende wijzigingen.
51. Zo zal de arbeidsmarkt in België onvermijdelijk de terugslag ondervinden van de daling van de wereldvraag. In die omstandigheden moet absoluut worden verhinderd dat het conjuncturele banenverlies structurele werkloosheid en definitieve uittredingen uit het beroepsleven met zich zou brengen, zoals tijdens vorige recessies het geval was. Een dergelijke ontsporing zou immers het toekomstige groeipotentieel op het spel zetten. Inspanningen dienen te worden toegespitst op het bijstaan van diegenen die hun baan verliezen, de slachtoffers van de crisis, onder meer door de tewerkstellingscellen de middelen te verschaffen om een reconversiebeleid te voeren dat voorziet in de behoeften van de arbeidsmarkt. Meer in het algemeen dienen de opvolging en opleiding van werklozen te worden verbeterd. Het uitdiepen van de begeleidende procedure voor nieuwe werkzoekenden zal dus welkom zijn. Teneinde te vermijden dat laaggeschoolde jongeren blijven steken in langdurige werkloosheid, moeten ze ook vanaf het beëindigen van hun studies worden bijgestaan en eventueel naar passende opleidingen worden gestuurd, meer bepaald en bij voorkeur bedrijfsstages.
52. Voorbereidingen treffen voor de na-crisisperiode, impliceert tevens dat rekening wordt gehouden met de demografische vooruitzichten en de structurele *mismatch* tussen de vraag naar en het aanbod van arbeid, die in sommige segmenten van de arbeidsmarkt, wanneer de activiteit opnieuw zal aantrekken, snel een tekort aan arbeidskrachten zouden kunnen veroorzaken. Er moet rekening worden gehouden met de tijd die nodig is om maatregelen ten uitvoer te leggen. Zo oefent de enkele jaren geleden besliste geleidelijke optrekking van de pensioengerechtigde leeftijd voor vrouwen nog steeds positieve effecten uit op de gemiddelde werkgelegenheidsgraad van de bevolking op arbeidsleeftijd, die in 2008 nochtans nog maar 62,5 pct. bedroeg. De inspanningen ter bevordering van de participatie van de moeilijker op de arbeidsmarkt inzetbare groepen, bijvoorbeeld 55-plussers en zij die afkomstig zijn uit niet-EU-landen, moeten worden voortgezet. De verbetering van de basisopleiding en het levenslang leren blijven van cruciaal belang, teneinde de tewerkstellingskansen voor het grootste gedeelte van de bevolking te vergroten en vooruitgang te boeken op de weg naar de kenniseconomie. Zowel de functionele als de geografische mobiliteit moet worden aangemoedigd.
53. Een zelfde bezorgdheid over de toekomst is nodig wat de steunverlening aan producenten van goederen en diensten betreft. Op de korte termijn zal de overheid de financieringsvoorwaarden van nabij volgen en zo nodig maatregelen nemen om te vermijden dat bedrijven, meer bepaald kleine en middelgrote ondernemingen, te kampen krijgen met financieringsbeperkingen. Het

langere-termijnbeleid dat gericht is op het bevorderen van de oprichting en de ontwikkeling van bedrijven, het stimuleren van innovatie en creativiteit en het in de hand werken van milieuvriendelijker productie- en consumptiewijzen – die onder meer zuiniger zijn qua energie en andere natuurlijke rijkdommen – moet eveneens worden geïntensiveerd en kan, dankzij de ontplooiing van nieuwe activiteiten, de uitweg uit de crisis vlotter laten verlopen.

54. De verhoging van België's welvaart zal immers afhankelijk blijven van productiviteitswinsten in alle bedrijfstakken en van de ontwikkeling van een aanbod van steeds betere goederen en diensten, waarvan de kwaliteit op buitenlandse markten gewaardeerd wordt. Uit een micro-economische analyse van de industrie blijkt dat de goederenexport van België afhangt van een vrij beperkt aantal bedrijven, die qua grootte en productiviteit boven het gemiddelde uitkomen. Het is van belang de exportpopulatie te vernieuwen en uit te breiden via het ondersteunen van ondernemerszin en innovatie. Ook de inspanningen inzake R&D zijn té geconcentreerd en zouden moeten worden opgevoerd. De verkopen aan het buitenland blijven al te vaak beperkt tot de buurmarkten en de vraag van de opkomende economieën zou sterker moeten worden benut. Wat de marktdiensten betreft, scoort België relatief bevredigend inzake de dienstverlening aan ondernemingen, die tussen 2000 en 2005 zelfs sneller groeide dan die in de Verenigde Staten en waarvan aanzienlijke investeringen in informatica en telecommunicatie ten goede kwamen aan de productiviteit. Het is van belang dat deze prestaties uitgebreid worden tot alle bedrijfstakken, inclusief de niet-marktdiensten. Terwijl innovatie steeds meer plaatsvindt via deelneming aan internationale netwerken, blijven de versterking van de pijlers inzake hoger onderwijs en onderzoek, en de nauwe samenwerking tussen overheid, onderzoekscentra en bedrijven wezenlijke factoren van comparatieve voordelen. Het is bovendien zaak de barrières op te heffen die verhinderen dat zich op het economische toneel nieuwe spelers aandienen met een innoverend en concurrentiestimulerend potentieel.

-
55. Het jaar 2008 eindigde met een spectaculaire verslechtering van de wereldwijde economische situatie. Vandaag komt het erop aan het vertrouwen te herstellen en de weg te vinden naar een nieuw elan, via een coherent geheel van snelle acties en diepgaande hervormingen, in het kader van een versterkte Europese en internationale samenwerking. België zal niet gespaard blijven van de weerslag van de financiële crisis, maar de reactie van het economische beleid zal doorslaggevend zijn. Het is van belang de maatregelen tot vrijwaring of tot mildering van de schok in te passen in een strategie waarbij de langere-termijndoelstellingen niet uit het oog worden verloren en waaraan wordt deelgenomen door alle makers van het economische beleid.

Brussel, 28 januari 2009

- ³ **Guy Quaden**, GOUVERNEUR
⁷ **Luc Coene**, VICE-GOUVERNEUR
⁸ **Marcia De Wachter**, DIRECTEUR
² **Jan Smets**, DIRECTEUR
⁵ **Françoise Masai**, DIRECTEUR
⁴ **Jean Hilgers**, DIRECTEUR
⁶ **Peter Praet**, DIRECTEUR
¹ **Norbert De Batselier**, DIRECTEUR

Directiecomité



- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8

- ¹³ **Guy Quaden**, GOUVERNEUR
¹⁸ **Luc Coene**, VICE-GOUVERNEUR
¹⁶ **Marcia De Wachter**, DIRECTEUR
¹⁴ **Jan Smets**, DIRECTEUR
⁵ **Françoise Masai**, DIRECTEUR
³ **Jean Hilgers**, DIRECTEUR
¹⁷ **Peter Praet**, DIRECTEUR
¹⁰ **Norbert De Batselier**, DIRECTEUR
⁹ **Gérald Frère**, REGENT
¹⁵ **Jacques Forest**, REGENT
¹² **Luc Cortebeek**, REGENT
⁸ **Martine Durez**, REGENT
¹¹ **Christian Van Thillo**, REGENT
² **Didier Matray**, REGENT
⁴ **Rudi Thomaes**, REGENT
⁷ **Rudy De Leeuw**, REGENT
¹ **Piet Vanthemsche**, REGENT
⁶ **Jean-Pierre Arnoldi**, REGERINGSCOMMISSARIS

Regentenraad



- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8
- 9
- 10
- 11
- 12
- 13
- 14
- 15
- 16
- 17
- 18





Constant Montald, detail van een ontwerp voor een niet-gerealiseerd biljet van 20 frank, waterverf en Oost-Indische inkt, zonder datum (rond 1900), verzameling Nationale Bank van België

Internationale omgeving

1.

1.1 Overzicht

De financiële beroering die medio 2007 ontstond na de ineenstorting van de markt van rommelhypotheken in de Verenigde Staten, verspreidde zich tijdens het verslagjaar in golven en leidde zo tot de zwaarste internationale financiële crisis in decennia.

In de loop van 2008 werden meer en meer segmenten van de financiële markten aangetast, alsook een steeds toenemend aantal instellingen, met in eerste instantie die instellingen die sterk blootgesteld waren aan de crisis op de woningmarkt in de Verenigde Staten of die in belangrijke mate aangewezen waren op financiering op de *wholesale*-markten. Zo kreeg de Amerikaanse investeringsbank *Bear Stearns* in het voorjaar te kampen met liquiditeitsproblemen. De door de overheid gesponsorde hypothecaire herfinancieringsmaatschappijen *Fannie Mae* en *Freddie Mac*, die een belangrijk deel van de Amerikaanse hypothecaire markt in handen hebben of er borg voor staan, en de grootste verzekeraar ter wereld, *AIG*, raakten tijdens de zomer in moeilijkheden. De crisis escaleerde echter vanaf medio september na de aankondiging, in de Verenigde Staten, van het in gebreke blijven van een vooraanstaande investeringsbank, *Lehman Brothers*, en vervolgens met de problemen bij de handelsbank *Washington Mutual*.

Dat veroorzaakte niet alleen aanzienlijke afschrijvingen bij tal van tegenpartijen in de hele wereld, maar ook en vooral een ernstig verlies aan vertrouwen in de solvabiliteit van financiële instellingen. De gevolgen waren in heel wat landen desastreus: interbancaire markten, die reeds enkele maanden moeizaam functioneerden, werden verlamd, verscheidene financiële instellingen werden geconfronteerd met een acuut liquiditeitstekort, risicopremies namen exponentieel toe en aandelenbeurzen kelderden. De financiële markten van de opkomende landen, die nochtans niet rechtstreeks werden getroffen door verliezen op activa die gekoppeld zijn aan Amerikaanse hypothecaire leningen, werden niet gespaard, doordat internationale investeerders uitweken naar de veiligst geachte beleggingen, zoals effecten van soevereine emittenten uit geavanceerde landen. De opkomende economieën met zware interne of externe evenwichtsverstoringen, zoals

ernstige overheidstekorten of een grote buitenlandse schuld in deviezen bleken het meest kwetsbaar voor de ommekeer in het beleggerssentiment.

Om het door de crisis veroorzaakte systeemrisico te beperken, reageerden de centrale banken doortastend op die uitzonderlijk instabiele situatie door meer liquiditeiten te verstrekken en dit tegen soepeler voorwaarden, onder meer inzake onderpand. Daarnaast grepen nationale autoriteiten op verschillende manieren in om het financiële systeem te vrijwaren, met name via de herkapitalisatie van financiële instellingen en de toekenning of uitbreiding van hun waarborg voor deposito's of nieuwe interbancaire verbintenissen. Ten slotte werden op Europees niveau en in internationale fora, zoals de G-20, de eerste impulsen gegeven om het regelgevende kader te versterken. Al die ingrepen brachten een relatieve rust op de financiële markten. De situatie bleef echter zeer precair, zoals het duidelijke onderlinge wantrouwen tussen de marktpartijen aantoonde, zodat centrale banken hun massale liquiditeitsinjecties dienden voort te zetten.

Na verloop van tijd gaven een groeiend aantal indicatoren aan dat de gevolgen van de mondiale bancaire en financiële crisis voor de reële economie nefast waren, door de verstrakking van de kredietvoorwaarden voor ondernemingen en particulieren, de afbrokkeling van het vertrouwen van consumenten en bedrijfsleiders, de negatieve vermogenseffecten die voortvloeiden uit de correctie van aandelenkoersen en woningprijzen, alsook wegens de impact van de afremming van de economische activiteit op het internationale handelsverkeer. Ramingen en vooruitzichten inzake economische groei werden derhalve geregeld neerwaarts bijgesteld.

Niet enkel overgeleverd aan die uitzonderlijk zware bancaire en financiële crisis, maar ook aan de gevolgen van de stijging van de grondstoffenprijzen tot een recordpeil en aan de uitbreiding, over verscheidene regio's, van een afkoeling op de woningmarkt, kon de wereldeconomie niet ontkomen aan een aanzienlijke vertraging in 2008, na meerdere jaren van uitzonderlijke hoogconjunctuur met groeicijfers in de buurt van 5 pct. Het hardst getroffen werden de geavanceerde economieën. Zo lieten het

eurogebied en Japan vanaf het tweede kwartaal een negatieve groei optekenen; ze werden vanaf de tweede jaarhelft gevolgd door de Verenigde Staten, aangezien fiscale stimuli en een krachtige uitvoer tot vóór de zomer de vraag in dat land hadden ondersteund. Over het hele verslagjaar haalden de meeste lidstaten van de OESO nog een positieve groei, maar dit resultaat was grotendeels toe te schrijven aan het aanzienlijke overloopeffect dat voortvloeide uit de toename van de activiteit in de loop van 2007.

Hoewel de opkomende economieën, net als de voorgaande jaren, veruit de belangrijkste bijdrage leverden tot de expansie van de wereldeconomie – namelijk 2 procentpunten wat de opkomende landen uit Azië en Latijns-Amerika betreft –, bleek geleidelijk steeds duidelijker dat ze zich niet zouden kunnen onttrekken aan de

ontwikkelingen in de geavanceerde landen. Op financieel vlak deden de hardnekkige zoektocht van sommige instellingen naar liquiditeiten en de voorkeur voor risicoloze waarden de aandelenkoersen kelderen, joegen ze de risicopremies op de door opkomende landen uitgegeven overheidseffecten fors omhoog en oefenden ze een neerwaartse druk uit op de wisselkoersen. Voorts is de uitvoer van landen als de nieuwe lidstaten van de EU en China nog in ruime mate afhankelijk van de geavanceerde economieën, die hun belangrijkste handelspartners zijn. De groeiverzwakking in de Verenigde Staten en het eurogebied had dan ook een nadelige invloed op het verloop van de uitvoer in die landen.

De hollende inflatie in het eerste halfjaar, die grotendeels te wijten was aan de steile toename van de grondstoffenprijzen, noopte verscheidene centrale banken ertoe het

TABEL 1 BBP-GROEI IN DE VOORNAAMSTE ECONOMIEËN
(veranderingspercentages naar volume t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

	2006	2007	2008	<i>p.m.</i> 2007, aandeel van het mondiale bbp ⁽¹⁾	<i>p.m.</i> 2008, bijdrage tot de groei van het mondiale bbp ⁽¹⁾
Verenigde Staten	2,8	2,0	1,4	21,6	0,30
Japan	2,4	2,1	0,5	6,7	0,03
Eurogebied ⁽²⁾	3,0	2,6	1,0	16,3	0,17
Denemarken, Verenigd Koninkrijk en Zweden ..	3,1	2,9	0,7	4,7	0,04
Andere lidstaten van de EU ⁽³⁾	6,7	6,3	4,8	1,8	0,08
Andere geavanceerde landen van de OESO ⁽⁴⁾ ...	2,9	3,3	1,2	3,9	0,05
China	11,6	11,9	9,7	10,9	1,06
India	9,6	9,3	7,9	4,6	0,36
Andere opkomende landen van Azië ⁽⁵⁾	5,5	5,8	4,6	6,9	0,31
Latijns-Amerika ⁽⁶⁾	5,2	5,5	4,3	7,8	0,33
Voornaamste olie-exporterende landen ⁽⁷⁾	6,7	7,1	6,3	7,7	0,49
Rest van de wereld	5,1	7,3	8,0	7,2	0,58
Wereld ⁽¹⁾	5,0	5,0	3,8	100,0	
<i>p.m. Wereldhandel</i> ⁽⁸⁾	9,4	7,0	4,8		

Bronnen: EC, IMF, OESO.

(1) De bijdrage, in procentpunten, van de beschouwde landen of groepen van Staten tot de groei van het mondiale bbp en hun procentueel aandeel in dit laatste zijn, net als de mondiale groei, berekend op basis van de koopkrachtpariteiten.

(2) Met uitzondering van de landen die na 2006 tot het eurogebied zijn toetreden.

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

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

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

(6) Met uitzondering van Venezuela.

(7) Het betreft de olie-exporterende landen die over de periode 2005-2007 een overschot van meer dan 25 miljard VS-dollar op hun lopende rekening optekenden.

Die landen zijn Algerije, Angola, Iran, Libië, Koeweit, Nigeria, Noorwegen, Qatar, de Russische Federatie, Saoedi-Arabië, de Verenigde Arabische Emiraten en Venezuela.

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

traject van hun basisrentetarieven om te buigen. Aldus moest de Amerikaanse *Federal Reserve* na de maand april de in september 2007 ingezette verlaging van het streeftarief van de *federal funds rate* onderbreken. De Raad van Bestuur van de ECB besloot dan weer om begin juli de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties op te trekken tot 4,25 pct. Vervolgens ebde het inflatierisico evenwel weg in het kielzog van de scherpe ommekeer in de grondstoffenprijzen en sloten de inflatieverwachtingen op middellange termijn opnieuw aan bij de doelstelling van prijsstabiliteit, zodat de monetaire autoriteiten meer rekening konden houden met de vooruitzichten voor het verloop van de economische activiteit, die inmiddels onder invloed van de financiële crisis erg waren versomberd. Op 8 oktober besloten verscheidene centrale banken, waaronder de *Federal Reserve*, het Eurosysteem en de *Bank of England*, hun leidinggevende rentetarieven gecoördineerd te verlagen, een maatregel die dezelfde dag nog werd gevolgd door de *People's Bank of China*. Die actie was de voorbode van een meer veralgemeende verlaging van die rentetarieven, die twee van de grootste centrale banken er zelfs toe aanzette medio december hun rente tot nul of vrijwel nul terug te schroeven. Zo bracht de Amerikaanse *Federal Reserve* haar streeftarief van de *federal funds rate* terug tot een vork van 0 tot 0,25 pct., terwijl de *Bank of Japan* haar leidinggevende rente verlaagde tot 0,10 pct. Houdt men rekening met de op 15 januari 2009 besloten vermindering met 50 basispunten, dan heeft het Eurosysteem van zijn kant zijn centrale leidende rente in totaal tot 2 pct. verminderd. Tegelijkertijd versoepelden de *Bank of England* en de *People's Bank of China* eveneens hun monetaire beleid.

De maatregelen die de autoriteiten namen om de financiële crisis te bezweren en de economische activiteit te ondersteunen, kwamen in 2008 tot uiting in het verloop van de overheidsfinanciën. Vooral in de Verenigde Staten, waar reeds vroeg in het jaar budgettaire stimuli waren ingevoerd, liep het structurele overheidstekort fors op, terwijl de overheidsschuld nog sterker toenam. Ook in het eurogebied werd de begrotingssituatie beïnvloed, zij het al met al in meer beperkte mate. In Japan vertoonde de financieringsbehoefte van de overheid zelfs nog een structurele verbetering. Niettemin zal in die economieën de invloed van de economische herstelplannen vooral in 2009 doorwerken in het begrotingsaldo, aangezien de in dat kader genomen maatregelen doorgaans slechts tegen het einde van het verslagjaar werden goedgekeurd.

1.2 De financiële crisis

Oorsprong en oorzaken van de financiële crisis

De turbulentie, die vanaf medio 2007 het internationale financiële stelsel verstoorde, bleef onophoudelijk uitdijen en kreeg meer en meer deelnemers op de financiële markten in haar greep. In de tweede helft van 2008 mondde ze uit in de zwaarste bancaire en financiële crisis sedert de grote depressie van de jaren dertig. Hoewel de verslechtering van de woningmarkt in de Verenigde Staten en de daarmee gepaard gaande toename van het aantal wanbetalingen in het Amerikaanse compartiment van de rommelhypotheken (de zogenoemde *subprime* leningen) de aanleiding vormden voor de crisis op de financiële markten, liggen factoren van meer fundamentele aard er ten grondslag aan.

Zo werd de afgelopen jaren een bijzonder krachtige groei van de kredietverlening opgetekend, tegen de achtergrond van een onderwaardering van het risico, die geleid heeft tot het nemen van excessieve risico's, waardoor de balansen van de financiële instellingen werden opgedreven en verzwakt. Bovendien heeft de daling van de spaarneiging van de huishoudens in een aantal geavanceerde landen de financieringsmogelijkheden van de banken in het *retail*-segment (*retail funding*) beperkt, waardoor deze laatste voor de financiering van hun kredietverstrekking in toenemende mate een beroep moesten doen op de *wholesale*-markt op de korte termijn. Meerdere factoren hebben de uitzonderlijke kredietexpansie en de lage risicopremies in de hand gewerkt.

Een eerste element is het lage peil van de mondiale korte rente tijdens de eerste helft van het decennium, in het bijzonder in de Verenigde Staten. Na het uiteenspatten van de zeepbel op de aandelenmarkten in 2000-2001, hebben de Amerikaanse monetaire autoriteiten gedurende verscheidene jaren een zeer accommoderend monetair beleid gevoerd, in een context waarin de prijsstabiliteit werd bevorderd door de impact van de mondialisering op de inflatie, meer bepaald door de neerwaartse druk van de almaar groeiende invoer van goedkope producten uit een reeks opkomende landen zoals China. Aangezien deze landen hun valuta niet significant in waarde lieten stijgen ten opzichte van de VS-dollar, hebben ze zelf hun monetaire beleid duidelijk versoepeld en aanzienlijke officiële reserves opgebouwd.

Deze ontwikkelingen hebben de mondiale evenwichtsverstoringen vergroot. Belangrijk in dit verband waren de verslechtering van het tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans van de Verenigde Staten en de aanwas

van de door de opkomende economieën geaccumuleerde lopende overschotten, die respectievelijk een abnormaal lage spaarquote van de Amerikaanse huishoudens weerspiegelden en, aan de andere kant, een spaaroverschot van de particulieren in China en in andere opkomende landen. Door hun officiële reserves te beleggen in schuldvorderingen op de geavanceerde economieën, hebben de opkomende landen bijgedragen tot de verdere versoepeling van de financiële voorwaarden in deze economieën, zowel op de korte als op de lange termijn.

De lage rentevoeten hebben de kredietvraag gestimuleerd, voornamelijk in een aantal geavanceerde landen, en hebben geleid tot een zoektocht naar rendement en een lagere risicoaversie, tegen de achtergrond van een stabiele en krachtige mondiale economie. Op die manier hebben ze excessieve prijzen voor activa, niet enkel voor financiële activa, maar in sommige gevallen ook voor vastgoed, veroorzaakt.

Daarnaast dienen ook enkele veranderingen of gebreken in het financiële stelsel te worden vermeld. Allereerst hebben financiële innovaties, en vooral die in verband met de ontwikkeling van het *originate-to-distribute* model, een aanzienlijke invloed uitgeoefend. In dit model verkopen kredietinstellingen de door hen verstrekte kredieten verder door, al dan niet herverpakt, op de kapitaalmarkten. De vraag naar dergelijke effecten was groot, aangezien ze op het eerste gezicht een hoog rendement leken te koppelen aan een laag risico. Voorts leidden de scherpe concurrentie in de financiële sector en de in tal van financiële instellingen ontwikkelde mechanismen voor de bezoldiging van bepaalde personeelscategorieën ertoe dat er steeds meer risico's werden genomen. Ten slotte schoten de regelgeving en het toezicht, zowel intern als extern, in de financiële sector in een aantal gevallen duidelijk te kort. Zo bleek de regelgeving niet altijd aangepast aan de nieuwe ontwikkelingen in de sector. Het toezicht was bovendien te versnipperd en ook de coördinatie tussen de verschillende toezichthouders liet soms te wensen over.

De toename van het aantal wanbetalingen op een kleine, op het eerste gezicht geïsoleerde markt, die van de Amerikaanse rommelhypotheken, maakte duidelijk dat er te weinig aandacht was besteed aan het almaar hogere risicoprofiel van de debiteuren, alsook aan de gebrekkige transparantie van de instrumenten – vooral dan van de zogeheten *structured finance*-producten – waarmee de kredietinstellingen de door hun verstrekte kredieten hebben geëffectiseerd met de bedoeling ze op de markten te verkopen. Hierdoor werd het moeilijk de marktwaarde van deze producten te bepalen, alsook de individuele blootstelling van de marktpartijen aan mogelijke

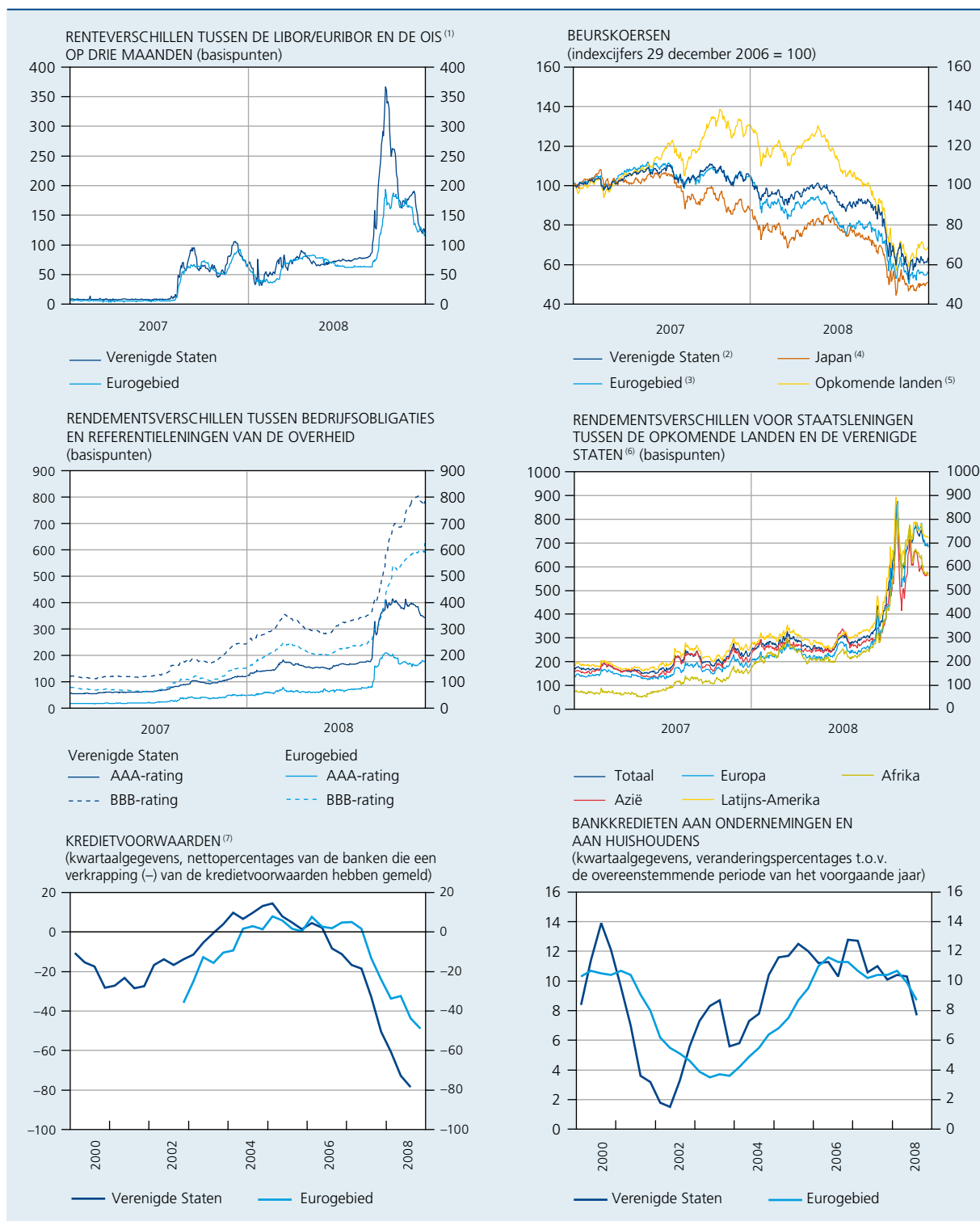
verliezen. Deze problemen hebben geleid tot een aantasting van het vertrouwen tussen de financiële instellingen, die terughoudend werden om elkaar liquiditeiten te verstrekken, en tot toenemende ongerustheid omtrent hun solvabiliteit naarmate de crisis andere marktsegmenten besmette en de economische groei vertraagde. De crisis verliep in golven, met een opeenvolging van periodes van oplopende spanning, voornamelijk onder invloed van de minder gunstige economische vooruitzichten en de verhoogde bezorgdheid over de kwetsbaarheid van bepaalde financiële instellingen. De tijdelijke rust tussen deze stressfasen was doorgaans een gevolg van overheidsingrijpen.

Eerste fase van de financiële crisis

Zoals uitvoerig toegelicht in Kader 2 van het Verslag van de Bank van 2007, was het aantal wanbetalingen in het segment van de Amerikaanse rommelhypotheken in de loop van 2005 beginnen toe te nemen, onder meer als reactie op de hogere markttrentes als gevolg van de verkrapping van het monetaire beleid door de Amerikaanse *Federal Reserve*. Pas begin 2007 waren de risicopremies op verscheidene, door deze rommelhypotheken gedekte effecten, aanmerkelijk gestegen. Vanaf juni 2007 was dit proces in een stroomversnelling gekomen, doordat de *rating*-bureaus hun waarderingsmethodologie voor deze effecten hadden herzien, wat had geleid tot een onverwachte verlaging van de *rating* van een aantal van deze effecten, en door de bekendmaking van grote verliezen op deze instrumenten bij verscheidene *hedge funds*. Hierdoor waren de verhandelde volumes van deze instrumenten sterk geslonken en ondervonden verscheidene instellingen steeds grotere moeilijkheden om te voorzien in hun liquiditeitsbehoeften. Vanaf eind juli 2007 waren de gevolgen van de ontluikende crisis ook merkbaar beginnen te worden buiten de Verenigde Staten. De spanning bereikte een eerste voorlopig hoogtepunt op 9 augustus 2007, toen de Franse bank *BNP Paribas* aankondigde dat verschillende van haar investeringsfondsen niet langer konden voldoen aan de vraag tot terugbetaling van de beleggers, als gevolg van problemen om de onderliggende activa te waarderen. Dit had op de interbancaire markten geleid tot een vertrouwenscrisis, gekenmerkt door een aanzienlijke toename van de *spread* tussen de interbancaire rente en de vaste rente die in de *renteswap*-contracten wordt betaald als tegenwaarde voor de daggeldrente (*Overnight Index Swap* – OIS), een stijging van de volatiliteit en een daling van de verhandelde volumes. Deze verstoringen waren snel overgeslagen naar andere segmenten van de financiële markten. Zo waren de beurskoersen sterk teruggelopen, voornamelijk die van aandelen uit de financiële sector, en was het rendementsverschil tussen bedrijfs- en overheidsobligaties toegenomen,

GRAFIEK 1 VERLOOP VAN DE MARKTVOORWAARDEN

(daggegevens, tenzij anders vermeld)



Bronnen : Bloomberg, JPMorgan Chase, Thomson Financial Datastream, *Federal Reserve*, ECB.

- (1) Vaste rente betaald door de tegenpartij van een renteswapcontract die de daggeldrente ontvangt voor een termijn van drie maanden (Eonia voor het eurogebied, effectieve rente van de *federal funds rate* voor de Verenigde Staten).
- (2) *Wilshire 5000* index.
- (3) *Dow Jones Euro Stoxx Broad* index.
- (4) *Topix* index.
- (5) *MSCI Emerging Markets* index.
- (6) *EMBI+* index, renteverschuiven voor leningen met een vergelijkbare looptijd, in dollar.
- (7) Gemiddelde van de antwoorden op de bij de kredietinstellingen georganiseerde enquêtes betreffende ondernemingen en huishoudens.

zowel doordat diverse financiële instellingen activa dienden te verkopen om liquiditeiten te genereren als door een vlucht van de beleggers naar risicoloze effecten. Tijdens deze periode hadden de financiële markten van de opkomende landen relatief goed stand gehouden, dankzij de vrij goede *fundamentals* van deze economieën en de geringe directe en indirecte betrokkenheid van hun financiële instellingen bij de financiering van de Amerikaanse hypotheekmarkt.

De veelvuldige interventies van de centrale banken van de geavanceerde landen via de verstrekking van extra liquiditeiten op de geldmarkt, het waarborgen van de deposito's bij de hypotheekbank *Northern Rock* door de Britse regering en de verlaging van de basisrente door de Amerikaanse *Federal Reserve*, hadden in de tweede helft van september 2007 geleid tot een kortstondige verbetering van de situatie op de financiële markten. Vanaf medio oktober was de druk evenwel opnieuw toegenomen, onder invloed van slecht nieuws over de Amerikaanse woningmarkt en verdere verlagingen van de *ratings* van aan rommelhypotheken gekoppelde producten. Bovendien was duidelijk geworden dat de banken meer middelen nodig hadden dan aanvankelijk gedacht, als gevolg van het feit dat ze in hun balans een aantal *Structured Investment Vehicles (SIVs)* hadden opgenomen waarvan de financiering door de markt – onder meer via emissies van *commercial paper* – niet meer kon worden gewaarborgd. De ongerustheid omtrent de financiële sector was nog toegenomen door de bekendmaking van teleurstellende tussentijdse resultaten, de problemen bij de *monoline insurers* (obligatieverzekeraars) en de onzekerheid over de beschikbaarheid van voldoende eindejaarsliquiditeiten, die evenwel snel was weggeëbd door de grootschalige liquiditeitsinjectie van de centrale banken.

Nadat de spanningen op de financiële markten eind 2007 enigszins waren gestabiliseerd, versterkte de publicatie van tegenvallende economische cijfers begin 2008 de onrust omtrent de weerslag van de financiële crisis op de economie van de Verenigde Staten en de rest van de wereld. De goedkeuring van de *Economic Stimulus Act (ESA)* door het Amerikaanse Congres in februari sorteerde amper effect. De spanningen bereikten een nieuw voorlopig hoogtepunt in de eerste helft van maart 2008, met de liquiditeitsproblemen bij de Amerikaanse investeringsbank *Bear Stearns*. De vrees voor een systeemcrisis nam hierdoor aanzienlijk toe. De Amerikaanse autoriteiten reageerden met een aantal maatregelen om, onder meer, de financiering van de overname van *Bear Stearns* door *JPMorgan Chase*, een belangrijke Amerikaanse financiële dienstengroep, te vergemakkelijken, terwijl de *Federal Reserve* haar basisrente kort daarna aanzienlijk verlaagde en tal van liquiditeitsbevorderende initiatieven nam. Na

een daling omstreeks eind 2007, was het verschil tussen de interbancaire rente en de vaste rente van de *Overnight Index Swap (OIS)* echter opnieuw opgelopen, net als het ecart tussen de bedrijfs- en overheidsobligaties, dat midden maart een voorlopig hoogtepunt bereikte, deels ten gevolge van de vlucht naar kwaliteit van de beleggers. De aandelenkoersen liepen tijdens de eerste maanden van het jaar sterk terug en ook de financiële markten van de opkomende landen kwamen onder druk, hoewel deze laatste al met al nog redelijk standhielden.

Vanaf de tweede helft van maart en gedurende de twee daaropvolgende maanden herstelden de meeste markten zich onder invloed van het herhaaldelijk ingrijpen van de overheden en de centrale banken. Daarenboven verbeterden de economische vooruitzichten, onder meer dankzij deze interventies, en kwamen er bemoedigende berichten over de herkapitalisatie-inspanningen van verschillende banken. Hierdoor nam de vrees voor een systeemrisico af. Tijdens deze periode verbeterden eveneens verschillende indicatoren: de rendementsverschillen op de obligatiemarkten daalden, de aandelenbeurzen herstelden zich en de liquiditeit op verscheidene financiële markten nam toe. Op de interbancaire markt was evenwel geen inkrimping van de renteverschillen merkbaar, aangezien de problemen met *Bear Stearns* duidelijk hadden aangetoond hoe kwetsbaar de financiële instellingen waren voor het opdrogen van de liquiditeit op deze markt.

Vanaf eind mei liepen de spanningen op de financiële markten opnieuw op, als gevolg van een stijgend aantal signalen van een mondiale economische activiteitsvertraging, enerzijds, en de toename van de inflatie, anderzijds. Hierdoor ontstond ongerustheid omtrent de gezondheid van de ondernemingen en de daarmee gepaard gaande ontwikkeling van hun waardering. Tijdens deze periode breidde de crisis zich stapsgewijs verder uit naar marktsegmenten die tot dan toe relatief gespaard waren gebleven.

[Tweede fase van de financiële crisis](#)

Na een lichte opklaring in juli, is de situatie vanaf augustus opnieuw verslechterd, onder meer als gevolg van de toenemende ongerustheid over de solvabiliteit van twee door de overheid gesponsorde hypothecaire herfinancieringsmaatschappijen in de Verenigde Staten, *Fannie Mae* en *Freddie Mac*, tegen de achtergrond van de crisis in de residentiële vastgoedsector in de Verenigde Staten. Begin september reageerden de Amerikaanse autoriteiten met een aantal ingrijpende maatregelen bedoeld om beide instellingen te vrijwaren van een faillissement, onder meer met een kapitaalinjectie en door het dagelijkse bestuur van

deze instellingen over te dragen aan de *Federal Housing Finance Agency*, een instantie die belast is met de regulering van door de overheid gesponsorde hypothecaire herfinancieringsmaatschappijen. Deze overheidsinterventie was zeer belangrijk, aangezien de twee betrokken instellingen een cruciale rol spelen op de Amerikaanse hypotheekmarkt en in het mondiale financiële stelsel. Zowat 50 pct. van de Amerikaanse hypothecaire leningen wordt immers aangehouden of gewaarborgd door deze instellingen en hun effecten zijn verspreid over het hele mondiale financiële stelsel. De aandacht verschoof vervolgens naar andere Amerikaanse financiële instellingen waarbij vooral de grote investeringsbanken steeds meer onder druk kwamen. Vanaf half september werden de vooruitzichten van de Amerikaanse financiële sector ingrijpend gewijzigd door een aantal opmerkelijke gebeurtenissen. Eerst maakte de investeringsbank *Lehman Brothers* het voorwerp uit van een procedure voor gerechtelijk akkoord. Kort daarna werd een reddingsplan voor 's werelds grootste verzekeraar *AIG* aangekondigd, waarbij de overheid een meerderheidsbelang verwierf. De investeringsbank *Merrill Lynch* werd overgenomen door *Bank of America* en enkele andere commerciële banken werden onder voogdij geplaatst (*Washington Mutual* werd overgenomen door *JPMorgan Chase* en *Wachovia* door *Wells Fargo*, een andere commerciële bank). De grote investeringsbanken, *Goldman Sachs* en *Morgan Stanley*, tot slot, kondigden een statutenwijziging aan om zich tot bankholdings om te vormen, teneinde makkelijker toegang te krijgen tot de kredieten van de *Federal Reserve*.

Deze gebeurtenissen, en meer bepaald het in gebreke blijven van *Lehman Brothers*, dat een bijzondere rol speelde op de internationale financiële markten, zoals nader wordt toegelicht in hoofdstuk 8 van dit Verslag, veroorzaakten een algemeen en uitermate snel verlies aan vertrouwen. Het gevolg was dat de marktpartijen hun posities terugschroefden en zeer terughoudend werden om elkaar leningen te verstrekken, zelfs op zeer korte termijn. De werking van de interbancaire markten werd dan ook danig verstoord en haast alle liquiditeit verdween uit die markten. De beleggers namen hun toevlucht tot als risicoloos gepercipieerde beleggingen, zoals goud en overheidspapier. De centrale banken reageerden op deze uitzonderlijke situatie door extra liquiditeiten te verstrekken en de voorwaarden voor deze transacties te versoepelen. Hoe het Eurosysteem daarbij te werk ging, wordt nader toegelicht in hoofdstuk 2 over het monetaire beleid. Daarnaast werden de *swap*overeenkomsten in dollar tussen de *Federal Reserve* en verscheidene centrale banken, waaronder het Eurosysteem, uitgebreid en werden met andere centrale banken nieuwe overeenkomsten afgesloten, teneinde de liquiditeitsverstrekking in dollar buiten de Verenigde Staten te waarborgen.

Meerdere nationale overheden namen eveneens het initiatief om de financiële markten bij te springen: in de Verenigde Staten werden de geldmarktfondsen tijdelijk gewaarborgd door de Staat en het Congres keurde de *Emergency Economic Stabilization Act* goed, die onder meer voorziet in de terbeschikkingstelling van 700 miljard dollar. In verschillende landen werd overigens beslist *short selling* in door financiële instellingen uitgegeven aandelen te verbieden.

Ondanks deze interventies nam de nervositeit op de markten vanaf eind september toe en in verscheidene landen kwamen financiële instellingen zwaar in de problemen, onder meer in België, Duitsland, IJsland, Nederland en het Verenigd Koninkrijk. De instellingen die het meest onder druk kwamen, blijken in veel gevallen een aantal gemeenschappelijke kenmerken te vertonen, namelijk een blootstelling aan de vastgoedcrisis in de Verenigde Staten, het verstrekken van risicovolle kredieten, een hoge schuldgraad en meer specifiek een sterke afhankelijkheid van financiering op de *wholesale*-markt. De ecarts tussen de interbancaire rente en de vaste rente van de OIS bleven toenemen, net als de rendementsverschillen op de obligatiemarkt; de aandelenkoersen stuikten in elkaar; een nieuwe vlucht naar overheidspapier kwam op gang; de opkomende markten kwamen steeds meer onder druk, met tot gevolg een scherpe daling van de aandelenkoersen en een forse toename van het rendementsverschil met de Amerikaanse overheidsobligaties. De overheden van verschillende landen reageerden met nieuwe ingrepen, door de financiële instellingen te herkapitaliseren, waarborgen op bankdeposito's te verstrekken of uit te breiden en zich, zo nodig, borg te stellen voor de interbancaire verplichtingen. Ook de centrale banken kwamen in actie, met een gecoördineerde verlaging van hun basisrentetarieven, extra liquiditeitsinjecties en een nieuwe versoepeling van de voorwaarden voor de liquiditeitsverstrekking. Bovendien voorzag de *Federal Reserve* een aantal centrale banken, waaronder het Eurosysteem, van onbeperkte liquiditeiten in dollar. Op Europees niveau zochten de overheden naar manieren om het regelgevende kader voor de werking van het financiële stelsel te versterken. Zo heeft de EC begin oktober voorgesteld de *Capital Requirements Directive* (CRD) op meerdere punten te wijzigen. De aanpassingen hielden verband met de beperking van de interbancaire financiering door kredietinstellingen, een strikter toezicht op banken die werkzaam zijn in verschillende landen, de verplichting voor de financiële instellingen om een gedeelte van de door hen uitgegeven *mortgage-backed securities* binnen de balans te houden, het uitvaardigen van duidelijke criteria inzake kapitaalvereisten en de verbetering van het beheer van het liquiditeitsrisico voor banken die in verschillende landen actief zijn. Daarnaast raakten de lidstaten van het

eurogebied het eens over een aantal maatregelen om de financiële sector te stabiliseren.

Een aantal overheidsmaatregelen misten hun uitwerking niet en vanaf midden oktober kwam er een eind aan de escalatie van de spanningen op de financiële markten, waarbij op verscheidene markten zelfs een verbetering werd opgetekend. Deze verbetering kwam hoofdzakelijk tot uiting in de aanmerkelijke verkleining van het verschil tussen de Libor en het vaste rentetarief van de OIS. De rentepremie op door de opkomende economieën uitgegeven overheidsobligaties liep eveneens terug. De situatie bleef evenwel onzeker. Zo bleven de marktpartijen op de interbancaire markten zeer wantrouwig ten opzichte van elkaar, zodat de liquiditeiten nog steeds grotendeels via de centrale banken werden verstrekt. Onder invloed van een nieuwe verslechtering van de economische toestand zakten de aandelenkoersen nog iets verder weg, terwijl het rendementsverschil tussen de bedrijfsobligaties met een BBB-rating en de overheidsobligaties bleef toenemen en de rentepremie voor door de opkomende economieën uitgegeven overheidsobligaties opnieuw steeg. Voorts bleef de situatie in de financiële sector instabiel, zoals bleek uit het plan dat eind november door de Amerikaanse overheid werd uitgewerkt met het oog op de redding van *Citigroup*, een belangrijke Amerikaanse bank. Op 15 november bereikte de G-20 – die de voornaamste geavanceerde en opkomende economieën vertegenwoordigt, en die uitzonderlijk bijeenkwam in de samenstelling van staatshoofden en regeringsleiders – een principeakkoord over een reeks mondiale hervormingen van het financiële stelsel en het markttoezicht. Op 26 november stelde de EC een plan voor dat de Europese economie moet doen opleven en de nationale inspanningen coördineert in de strijd tegen de gevolgen van de financiële crisis. Tijdens de Europese top van 11 en 12 december spraken de EU-lidstaten hun steun uit voor dit initiatief en kondigden ze budgettaire stimuleringsmaatregelen aan ten belope van 1,5 pct. bbp voor de volledige Unie, waarvan 0,3 procentpunt ten laste zou vallen van de communautaire instellingen. De Amerikaanse *Federal Reserve*, van haar kant, kondigde een programma aan voor de overname van een gedeelte van de verplichtingen en van de door hypothecaire kredieten gedekte effecten, uitgegeven door overheidsmaatschappijen.

In de loop van de maand december werd op de meeste financiële markten een verbetering van het sentiment opgetekend: de belangrijkste beurzen herstelden zich en de renteversillen op de interbancaire markten en de opkomende obligatiemarkten werden kleiner, net als die van sommige bedrijfsobligaties. Die verbetering was toe te schrijven aan een combinatie van factoren. Begin december kondigde de verkozen president Barack Obama

een nieuw herstelplan voor de Amerikaanse economie aan. Medio december verlaagde de Amerikaanse centrale bank het streeftarief van de *federal funds rate* tot een vork tussen 0 en 0,25 pct. en maakte zij bovendien bekend dat zij de vlotte werking van de financiële markten zou blijven ondersteunen en de economie via verschillende initiatieven zou stimuleren. Na een lange onderhandelingsperiode stemde de Amerikaanse overheid er omstreeks datzelfde tijdstip mee in om, onder bepaalde voorwaarden, leningen te verstrekken aan *General Motors* en *Chrysler*. Eind december, ten slotte, volgde een reddingsoperatie van *GMAC Financial Services*, een instelling gespecialiseerd in onder meer de financiering van de automobielerkoop. Tegen die achtergrond had de aankondiging van fraude bij de onderneming *Bernard Madoff Investment Securities*, fraude die voor een groot aantal institutionele beleggers zware verliezen impliceerde, slechts een tijdelijk negatief effect op enkele financiële markten. Ondanks de verbetering op de financiële markten aan het einde van het jaar, bleef de situatie duidelijk ongunstiger dan vóór het in gebreke blijven van *Lehman Brothers*.

Gevolgen van de financiële crisis

De financiële crisis heeft aanzienlijke verliezen met zich gebracht. In haar *Financial Stability Report* van oktober 2008 raamde de *Bank of England* de verliezen als gevolg van de depreciatie van geëffectiseerde instrumenten en bedrijfsobligaties voor de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en het eurogebied in totaal op zowat 2.800 miljard VS-dollar. De huidige crisis verschilt van de grote bankcrisis van de afgelopen decennia in die zin dat haar geografische en institutionele bereik veel groter is. Daarenboven kan nog geen volledige balans worden opgemaakt, niet enkel omdat de financiële turbulentie nog niet helemaal is weggeëbd, maar ook omdat de verliezen niet beperkt blijven tot de effecten die zijn opgenomen in de raming van de *Bank of England*, in het bijzonder wat aandelen en andere vormen van financiële participaties betreft.

In de loop van 2008 is duidelijk geworden dat de financiële crisis niet alleen belangrijke gevolgen zou hebben voor de financiële sector, maar ook voor de economie in haar geheel, temeer daar ze samenviel met een conjunctuurvertraging en ze de weerspiegeling was van ontreding zowel op de financiële markten als bij de eigenlijke bankinstellingen. Deze gevolgen kunnen via verschillende kanalen de reële economie beïnvloeden.

Een eerste transmissiekanaal houdt verband met de stijging van de financieringskosten. Tegen de achtergrond van de turbulentie op de financiële markten, is de

ondernemingsfinanciering wereldwijd duurder geworden, als gevolg van de stijging van de risicopremies en de scherpe daling van de aandelenkoersen. Hetzelfde gold, in een aantal gevallen, voor de huishoudens. De vraag naar krediet is bijgevolg teruggelopen, temeer daar deze ontwikkelingen gepaard gingen met een conjunctuurvertraging.

Een tweede transmissiekanaal wordt gevormd door de verstrakking van de andere financieringsvoorwaarden op de financiële markten, bijvoorbeeld met betrekking tot bankkredieten via een beperking van de volumes of de looptijd, of door het eisen van strengere waarborgen. Deze verstrakking kan leiden tot een vermindering van het aanbod van inzetbare middelen voor ondernemingen of huishoudens. Het is evenwel moeilijk het werkelijke belang van dit kanaal te beoordelen, aangezien de opgetekende ontwikkelingen ook het resultaat zijn van een verzwakking van de vraag als gevolg van de conjunctuurvertraging, de hogere financieringskosten en de toenemende onzekerheid. Inzake de uitgifte, door de ondernemingen, van genoteerde aandelen, obligaties of kortlopende effecten, waren de omstandigheden op de markten van die aard dat dit kanaal tijdelijk was opgedroogd. Met betrekking tot de bankkredieten werd zowel in de Verenigde Staten, vanaf het derde kwartaal van 2006, als in het eurogebied, vanaf het derde kwartaal van 2007, een verkrapping van de kredietvoorwaarden opgetekend, als gevolg van de moeilijkheden waarmee de kredietinstellingen werden geconfronteerd. In beide economieën is de kredietverlening door banken aan niet-financiële vennootschappen en huishoudens in de tweede helft van het jaar aanzienlijk vertraagd, hoewel het groeitempo tijdens het derde kwartaal van 2008 nog krachtig bleef. De kredietverlening groeide er met respectievelijk zowat 8 en 9 pct. op jaarbasis.

Een derde transmissiekanaal zijn de negatieve vermogens-effecten die het gevolg waren van de ineenstorting van de aandelenkoersen en, in sommige landen, de vastgoedprijzen. De daaruit voortvloeiende inkrimping van het vermogen van de huishoudens kan deze laatste er immers toe aanzetten meer te gaan sparen teneinde over voldoende activa te beschikken om te voorzien in hun toekomstige behoeften, en dus hun consumptieve bestedingen terug te schroeven. Dit effect kwam sneller en op meer ingrijpende wijze tot uiting in de Verenigde Staten, aangezien de huishoudens in dat land meer mogelijkheden hebben om de waarde van hun onroerend vermogen in te zetten om krediet te verkrijgen voor de financiering van hun lopende uitgaven.

De aantasting van het vertrouwen is een vierde transmissiekanaal waarlangs de reële economie kan worden beïnvloed. Minder gunstige vooruitzichten inzake werkgelegenheid

en rentabiliteit kunnen het vertrouwen in de economie ondermijnen, waardoor de bestedingen kunnen worden gedrukt. Algemeen beschouwd, zijn de indicatoren van het vertrouwen van ondernemers en huishoudens in de tweede helft van 2008 sterk teruggelopen.

Tot slot is er het internationale transmissiekanaal waarlangs de verzwakking van de economische activiteit in bepaalde landen zich langzamerhand verspreidt via de internationale handel. Daarbij heeft de vertraging van de binnenlandse vraag in een bepaalde regio gevolgen voor de externe vraag van de andere economieën. In 2008 vertraagde het groeitempo van de wereldhandel aldus tot 4,8 pct., tegen respectievelijk 9,4 en 7 pct. tijdens de twee voorgaande jaren.

1.3 Belangrijkste ontwikkelingen op de valuta- en grondstoffenmarkten

Wisselkoersen

De neerwaartse trend van de gewogen gemiddelde wisselkoers van de VS-dollar is in de loop van de zomer van 2008 plots omgebogen, als gevolg van de verslechterde groeivoorzichten in de rest van de wereld. De klim van de dollar werd versterkt door de verscherping van de internationale financiële crisis, toen de institutionele beleggers massaal hun toevlucht namen tot beleggingen met een gering risico en de VS-dollar opnieuw aantrekkelijk werd dankzij zijn status van reservemunt en dankzij de hoge liquiditeit van de Amerikaanse obligatiemarkten. Zo won de dollar tussen september en november opnieuw terrein ten opzichte van vrijwel al de belangrijkste munten, met uitzondering van de Japanse yen en de Chinese renminbi.

Het verloop van de gewogen gemiddelde wisselkoers van de dollar tijdens het verslagjaar is in belangrijke mate te verklaren door dat van zijn bilaterale wisselkoers ten opzichte van de euro. In de periode gaande van het uitbreken van de financiële crisis in augustus 2007 tot april 2008 is de appreciatie van de euro ten opzichte van de dollar versneld. Op 15 juli bereikte de wisselkoers een historisch recordpeil van 1,599 dollar voor 1 euro (*ECB fixing*). Die stijging was een gevolg van de toegenomen renteversillen tussen het eurogebied en de Verenigde Staten, evenals van de op dat ogenblik als relatief gunstiger beschouwde groeivoorzichten voor het eurogebied. Toen de relatieve groeivoorzichten zich na juli in het voordeel van de Verenigde Staten ontwikkelden, is de euro ten opzichte van de dollar fors in waarde beginnen te dalen. Tegen medio september herstelde de euro zich enigszins, als gevolg van de bezorgdheid over de tenuitvoerlegging van het reddingsplan van de

Amerikaanse financiële sector, maar nadien deprecieerde hij verder in een gestaag tempo, tegen de achtergrond van de groeiende problemen waarmee Europese financiële instellingen te kampen hadden. In december steeg hij evenwel fors in waarde als gevolg van de beroering die ontstond door de instorting van *Bernard Madoff Investment Securities* en de beslissing van de Amerikaanse monetaire overheid om haar basisrente te verlagen tot nagenoeg 0 pct. In totaal is de wisselkoers van de euro aldus bijna teruggekeerd naar zijn niveau van 31 december 2007, en gaf hij slechts 5,6 pct. prijs ten opzichte van de dollar.

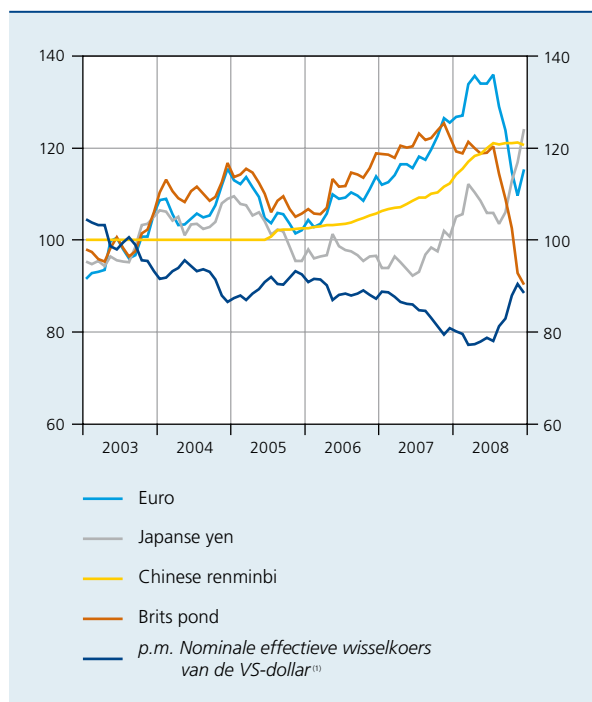
Tijdens diezelfde periode is het Britse pond met 26,5 pct. gedeprimeerd ten opzichte van de dollar. In tegenstelling tot de euro had het Britse pond reeds in de eerste helft van het jaar terrein verloren ten opzichte van de Amerikaanse munt. De groeivoorzichten waren immers minder gunstig voor de Britse economie, omdat de Britse banken in hogere mate waren blootgesteld aan de Amerikaanse *subprime* hypothecaire leningen, en als gevolg van de negatieve effecten van het uiteenspaten van de vastgoedzeepbel in het Verenigd Koninkrijk op de reële economie. Die vooruitzichten werden vanaf oktober

nog veel somberder, waardoor hardnekkiger neerwaartse verwachtingen ontstonden ten aanzien van de rente in Groot-Brittannië. De *Bank of England* verlaagde haar basisrentetarief effectief op drastische wijze van 5 naar 2 pct. Die elementen hebben de neergang van het Britse pond nog in de hand gewerkt.

Het wisselkoersverloop van de yen verschilt van dat van de andere munten, en vertoont tevens een grotere volatiliteit. Dit is onder meer toe te schrijven aan de rol die de yen vervult als bron voor speculatieve transacties (*carry trade*), waarbij beleggingen in munten met een hoge rente gefinancierd worden door middel van leningen in valuta's met een lage rente, zoals de yen en de Zwitserse frank. De aantrekkelijkheid van die transacties is uiterst gevoelig voor de herzieningen van de risicobeoordeling op basis van de macro-economische en financiële ontwikkelingen. Zo hield de afwikkeling van de speculatieve transacties bij het begin van het verslagjaar aan. Ze kwamen echter tot stilstand in de lente, toen op de financiële markten een zekere stabiliteit terugkeerde. In september kwam die afwikkeling weer op gang na het uitbreken van nieuwe financiële schokken. In totaal is de yen ten opzichte van de dollar met 23,2 pct. in waarde gestegen.

De Chinese renminbi is tussen eind december 2007 en juli 2008 met 7,8 pct. in waarde gestegen. Die forse versnelling ten opzichte van 2007 is toe te schrijven aan de noodzaak om de binnenlandse inflatie onder controle te houden. Naarmate de inflatoire druk afnam en de internationale economische crisis om zich heen greep, verplaatste de prioriteit van de *People's Bank of China* zich naar het behoud van de groei en werd teruggekeerd naar een nagenoeg vast wisselkoersstelsel van ongeveer 6,84 renminbi voor 1 VS-dollar.

GRAFIEK 2 BILATERALE WISSELKOERS VAN DE VOORNAAMSTE VALUTA'S TEN OPZICHTE VAN DE VS-DOLLAR
(maandgemiddelden, indexcijfers januari 1999 = 100)



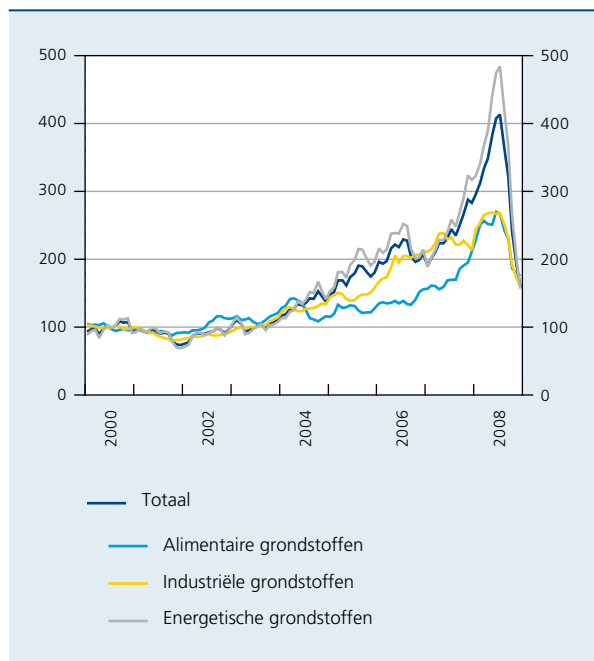
Bronnen : BIB, ECB.

(1) Gemiddelde wisselkoers van de dollar t.o.v. de valuta's van eenentwintig geavanceerde landen en vier opkomende economieën van Azië, gewogen aan de hand van hun gewicht in de buitenlandse handel van de Verenigde Staten.

Grondstoffenprijzen

Op gemiddelde jaarbasis is de in VS-dollar uitgedrukte prijs van de basisproducten met 32,4 pct. gestegen, voornamelijk als gevolg van de prijsstijgingen voor energetische en alimentaire grondstoffen. Het verloop van de prijzen was evenwel uiterst volatiel, en werd gekenmerkt door twee duidelijk onderscheiden periodes, beginnend met een periode van forse stijging, en gevolgd door een periode van zeer uitgesproken daling. Als gevolg van de permanente spanningen tussen vraag en aanbod, in een context van lage voorraadniveaus en beperkte overtollige productiecapaciteit, hield de opwaartse beweging van de voorgaande jaren in het eerste halfjaar aan. Die spanningen zijn in de tweede helft van het jaar grotendeels weggeëbd, als gevolg van de vertraging van de mondiale economische groei en de versombering van

GRAFIEK 3 PRIJZEN VAN BASISPRODUCTEN
(maandgegevens, VS-dollar, indexcijfers 2000 = 100)



Bron: HWWI.

de vooruitzichten ter zake. Een en ander leidde tot een forse prijsdaling, in die mate dat de meeste grondstoffen tegen het einde van het verslagjaar goedkoper waren dan eind 2007. Volgens diverse studies uitgevoerd door internationale instellingen – waaronder het IMF en het Internationaal Energieagentschap – zou de speculatie of de toegenomen belangstelling van de beleggers voor grondstoffen als alternatieve belegging enkel de trend en de volatiliteit van de koersen hebben versterkt, zonder evenwel een blijvend effect op die koersen te sorteren. Uitgedrukt in reële termen, dat wil zeggen wanneer hun verloop wordt getoetst aan dat van de consumptieprijzen in de Verenigde Staten, bevonden de grondstoffenprijzen zich eind 2008 op een niveau dat zo'n 10 pct. lager lag dan het gemiddelde van de afgelopen dertig jaar.

De noteringen voor ruwe aardolie van het type *Brent*, uitgedrukt in VS-dollar, zijn gemiddeld genomen met 35,9 pct. gestegen. De aardolieprijs liet in de loop van het verslagjaar een uiterst volatiel verloop optekenen. Terwijl die prijs tussen november 2007 en februari 2008 vrij stabiel was gebleven, is hij nadien opnieuw gaan stijgen tot een recordprijs van 145,7 dollar op 4 juli. Vanaf medio juli nam de aardolieprijs vervolgens een flinke duik tot een niveau van om en nabij 40 dollar eind december, een prijs die 58 pct. lager is dan die van een jaar eerder. In reële termen bereikten de prijzen, uitgedrukt in zowel euro als

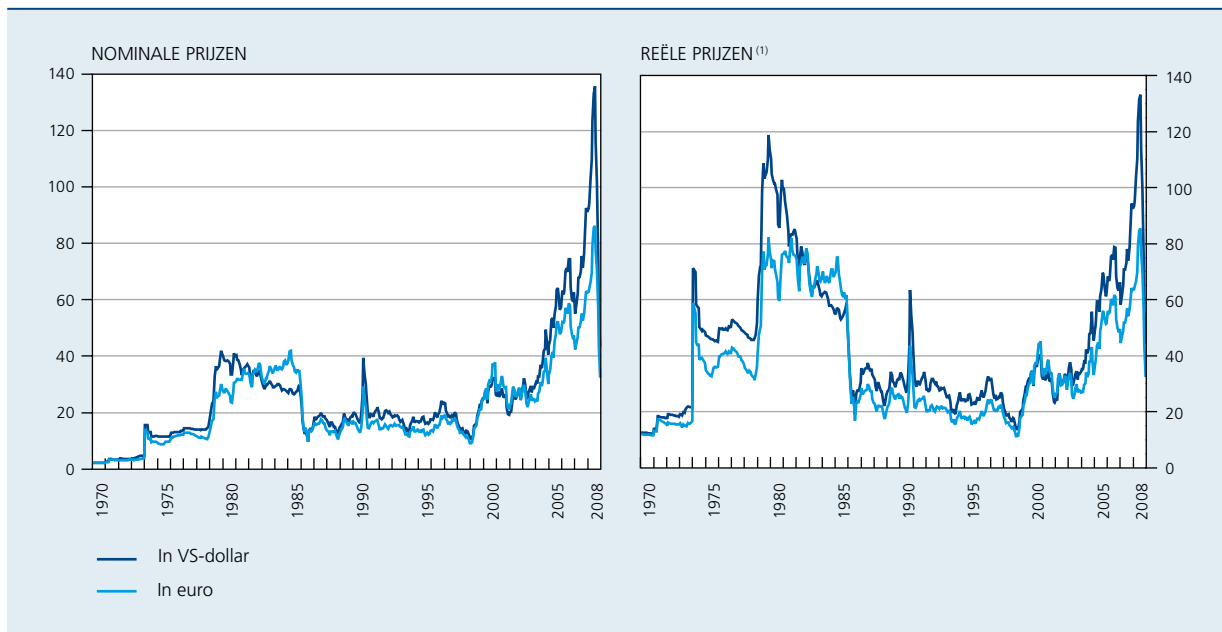
dollar, een recordniveau in juli. De prijzen voor andere energetische grondstoffen dan aardolie, bijvoorbeeld voor aardgas en steenkool, namen eveneens toe. Zo is met name de prijs van steenkool, als gevolg van productie- en bevoorradingsproblemen en de toenemende vervanging van aardolie door steenkool in de energieproducerende centrales, bijzonder fors gestegen, namelijk met gemiddeld 95 pct. over het jaar.

De nieuwe prijsstijging voor een vat *Brent* in de eerste helft van het jaar kan deels worden verklaard door de aanhoudend sterke vraag vanuit de opkomende landen. In die landen werden de consumenten de laatste jaren immers in belangrijke mate gevrijwaard tegen de prijsstijgingen op de internationale markten dankzij een beleid van steeds gullere subsidies. De economische groei is er bovendien krachtig gebleven. Aan de aanbodzijde heerste onzekerheid over de productie, onder meer als gevolg van geopolitieke spanningen, en verliep de uitbreiding van de productiecapaciteit traag. Tot slot speelden ook een aantal factoren van financiële aard, bijvoorbeeld de verdere depreciatie van de dollar, een rol.

De spectaculaire daling van de aardolieprijzen in de tweede helft van het jaar had in eerste instantie te maken met de scherpe achteruitgang van de vraag in de geavanceerde landen en met de aanzienlijke verslechtering van de wereldwijde economische vooruitzichten. Over het geheel van het verslagjaar is de finale vraag naar aardolie voor het eerst sinds 1984 afgenomen, met 0,3 pct., in vergelijking met een stijging met 1,1 pct. in 2007. Het aanbod heeft zich gedurende het hele jaar op een hoog niveau gehandhaafd, ondanks de productiebeperking waartoe de OPEC in de tweede helft van het jaar had besloten. De totale productie is in 2008 met gemiddeld 1,2 pct. gestegen, tegen 0,1 pct. in 2007. Ten slotte heeft ook de sterke appreciatie van de dollar in de tweede helft van het jaar een neerwaartse druk op de prijs van de *Brent* uitgeoefend.

Over het geheel van het verslagjaar beliep de stijging van de prijzen voor alimentaire grondstoffen, uitgedrukt in Amerikaanse dollar, gemiddeld 33,6 pct. ten opzichte van 2007. Deze in 2002 ingezette prijsstijging hield tijdens het eerste halfjaar aan, voornamelijk als gevolg van de opflakering van de energieprijzen en van het toenemende aantal exportbeperkingen. Vanaf juli hebben betere oogsten, de opheffing van een aantal van die beperkingen en de prijsdaling voor energiedragers een neerwaartse beweging teweeggebracht. Tegen het einde van het jaar bevonden de prijzen van de meeste alimentaire grondstoffen zich op een lager niveau dan een jaar voordien, met de opmerkelijke uitzondering van rijst, waarvan de prijs nog steeds meer dan 40 pct. hoger lag.

GRAFIEK 4 PRIJZEN VOOR RUWE AARDOLIE
(maandgemiddelden, per vat Brent)



Bronnen : EC, Thomson Financial Datastream.

(1) Nominale prijzen gedeïndeerd aan de hand van de CPI of, indien beschikbaar, de HICP (indexcijfers 2008 = 100) van de Verenigde Staten en van het eurogebied. Om de prijs van een vat Brent om te rekenen in euro, is het verloop vóór 1999 gebaseerd op dat van de ecu t.o.v. de dollar.

Na hun daling in de tweede helft van 2007 zijn de prijzen voor industriële grondstoffen in de eerste helft van 2008 gestegen onder de impuls van, voornamelijk, de prijsstijging voor ferrometalen. In het tweede halfjaar zijn de prijzen van de meeste metalen gevoelig gezakt, tegen de achtergrond van de vertraging van de mondiale groei en de verslechtering van de economische vooruitzichten. Over het geheel van het jaar 2008 zijn de prijzen voor industriële grondstoffen met gemiddeld 5,4 pct. gestegen, onder de impuls van de ferrometalen, waarvan de prijzen met 60,4 pct. zijn vermeerderd.

1.4 Geavanceerde economieën

1.4.1 Verenigde Staten

De groei van de Amerikaanse economie is in de loop van 2008 negatief geworden onder invloed van de uitdijende malaise in de woningsector en de verscherping van de financiële crisis. De futloze binnenlandse vraag, niet alleen inzake investeringen maar ook – voor het eerst in de huidige conjunctuurcyclus – inzake particuliere consumptie, heeft de economische activiteit sterk afgeremd. De netto-uitvoer, daarentegen, leverde meer nog dan

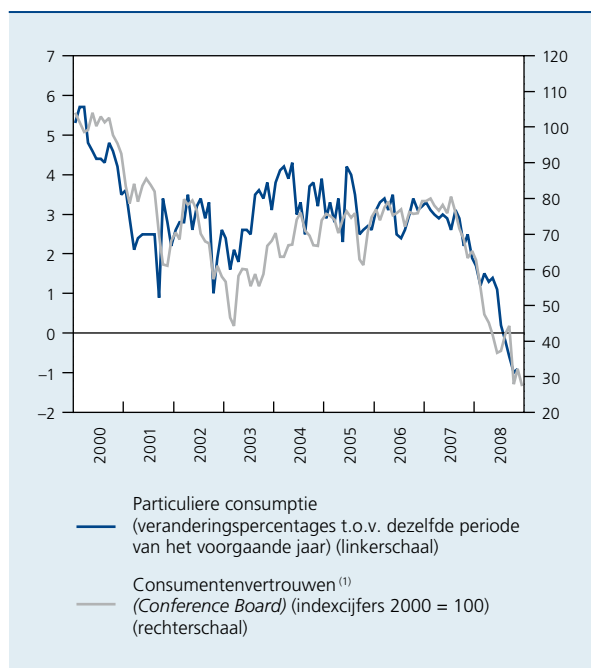
het voorgaande jaar een belangrijke positieve bijdrage. Over het geheel van het jaar haalde de economische groei 1,4 pct., maar dit resultaat was hoofdzakelijk te danken aan het overloopeffect van 2007, evenals aan een nog redelijk gunstig eerste halfjaar, dat onder meer kan worden verklaard door het door de Amerikaanse regering goedgekeurde economische stimuleringspakket. De situatie op de arbeidsmarkt verslechterde evenwel: de werkgelegenheid daalde en de werkloosheidsgraad nam toe.

Na een lichte inkrimping in het laatste kwartaal van 2007 trok de economische activiteit gedurende de twee daaropvolgende kwartalen aan met respectievelijk 0,2 en 0,7 pct. De bbp-groei vertraagde duidelijk gedurende de tweede jaarhelft, en werd in het derde kwartaal negatief ten belope van 0,1 pct. en zelfs van 0,7 pct. in het vierde kwartaal.

De consumptieve bestedingen van de huishoudens waren heel wat minder dynamisch dan de jaren voordien. Over heel het jaar namen ze met slechts 0,4 pct. toe, tegen een gemiddelde stijging met 3 pct. per jaar van 2003 tot 2007. Die ontwikkeling kan worden toegeschreven aan een aantal factoren. Allereerst liep de groei van het beschikbare inkomen in reële termen terug van 2,8 tot 1,3 pct. als gevolg van de gematigder loonontwikkelingen,

GRAFIEK 5 PARTICULIERE CONSUMPTIE EN CONSUMENTEN-
VERTROUWEN IN DE VERENIGDE STATEN

(seizoengezuiverde maandgegevens)



Bron : Thomson Financial Datastream.

(1) Saldo van de antwoorden op de maandelijkse enquête.

de daling van de werkgelegenheid en de stijging van de inflatie. Daarnaast nam het nettovermogen van de gezinnen af als gevolg van de verdere daling van de woningprijzen en de correctie van de beurskoersen: in het derde kwartaal lag dit vermogen ongeveer 11 pct. lager dan het pekniveau van het derde kwartaal van 2007. Ten slotte woog ook de verdere verstrakking van de criteria die door de financiële instellingen worden toegepast voor de kredietverstrekking, op de bestedingen van de huishoudens. Daarentegen werd de particuliere consumptie, voornamelijk gedurende het tweede kwartaal, wel geschraagd door de fiscale kortingcheques (*tax rebate cheques*) die bepaalde gezinnen ontvingen in het kader van de wet op de economische ondersteuning (*Economic Stimulus Act*), waarvan hieronder sprake. De spaarquote van de gezinnen steeg per saldo van 0,6 tot 1,6 pct.

Net als de voorgaande jaren drongen de particulieren hun investeringen in woningen sterk terug, als gevolg van het grote aantal niet verkochte woningen – deels wegens het hoge aantal gedwongen verkopen –, en de hieruit voortvloeiende daling van de woningprijzen. Daarnaast speelde de verdieping van de financiële crisis, die leidde tot een verdere verstrakking van de toekenningsvoorwaarden voor hypothecaire kredieten en tot een tijdelijke verhoging van een aantal richtinggevend hypothecaire

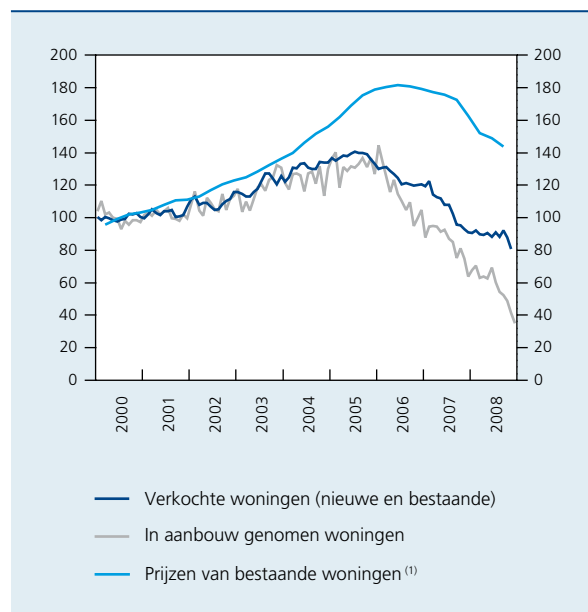
rentevoeten, een belangrijke rol. In november lag het aantal verkochte woningen 42,6 pct. onder zijn hoogste niveau van juli 2005, terwijl het aantal woningen in aanbouw in december 75,8 pct. onder het recordpeil van januari 2006 lag.

De investeringen van de Amerikaanse ondernemingen verloren verder aan kracht en groeiden met slechts 2,4 pct., tegen 4,9 pct. in 2007. Die groeivertraging kan worden toegeschreven aan de verslechtering van het conjunctuurklimaat en de economische vooruitzichten, evenals aan de minder gunstige financieringsvoorwaarden. In tegenstelling tot de uitgaven voor bouwwerken werden die voor uitrusting en software teruggeschroefd, vooral voor industrieel en transportmaterieel. De relatieve dynamiek van de uitgaven voor bouwwerken kan worden verklaard door het feit dat dit type van werkzaamheden wordt voorafgegaan door een lange periode van planning en doordat de vraag naar vervangingsinvesteringen krachtig is gebleven. De meest dynamische bedrijfstakken inzake uitgaven voor bouwwerken waren de chemische sector, de petroleumraffinage, de ruimtevaartindustrie en de elektriciteitsproductie.

In schril contrast met de binnenlandse vraag droeg de buitenlandse handel in toenemende mate bij tot de economische groei, onder de impuls van de sterke stijging van

GRAFIEK 6 ACTIVITEIT EN PRIJSVERLOOP IN DE
WONINGSECTOR IN DE VERENIGDE STATEN

(indexcijfers 2000 = 100; maandgegevens,
tenzij anders vermeld)



Bronnen : Standard & Poor's, Thomson Financial Datastream.

(1) Nationale Case-Schiller-index, kwartaalgegevens.

de uitvoer in combinatie met de inkrimping van de invoer. Gedurende het grootste deel van het jaar werd de uitvoer ondersteund door de krachtige vraag vanwege de belangrijkste handelspartners en door het effect van de depreciatie van de dollar in de voorbije jaren. Het was vooral de uitvoer van industriële materialen die sterk in de lift zat. De invoer, daarentegen, onderging de negatieve weerslag van de stagnerende binnenlandse vraag. Ondanks een aanzienlijke verslechtering van de ruilvoet – voornamelijk als gevolg van de forse stijging van de energieprijzen –, nam het handelstekort af. In combinatie met een verdere verbetering van de inkomensrekening resulteerde die ontwikkeling in een daling van het tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans, dat terugliep van 5,3 tot 4,9 pct. bbp.

De inflatie, afgemeten aan de hand van de wijziging van de CPI, is opgelopen van 2,9 pct. in 2007 tot 3,8 pct. Aan die versnelling is voornamelijk de sterke stijging van de voedings- en energieprijzen debet. Onder de impuls van die prijzen gaf de inflatie een toename te zien van 4,1 pct. eind 2007 tot een piek van 5,6 pct. in juli. Daarna liep ze fors terug tot 0,1 pct. tegen het einde van het jaar. De onderliggende inflatietendens, daarentegen, bleef relatief stabiel gedurende het grootste deel van het jaar, en schommelde tussen 2,2 en 2,5 pct. Daarna daalde zij tot 1,8 pct. in december.

Als reactie op de verdere uitbreiding van de woningcrisis en van de spanningen op de financiële markten namen zowel de *Federal Reserve* als de federale overheidsadministratie een reeks maatregelen om de getroffen sectoren te ondersteunen en om de impact van de financiële crisis op de reële economie te beperken.

Allereerst verlaagde de Amerikaanse centrale bank aanzienlijk haar belangrijkste leidinggevende rentetarieven, zodat het streeftarief van de *federal funds rate* werd teruggebracht van 4,25 pct. eind 2007 tot een vork van 0 à 0,25 pct. en de discontovoet van 4,75 tot 0,50 pct. Daarnaast nam de *Federal Reserve* ook drie soorten van initiatieven om de efficiëntie van het monetaire beleid te verbeteren en om de goede werking van de financiële markten te garanderen. Om te beginnen, verstreekte ze, in de vorm van nieuwe instrumenten of via de uitbreiding van bestaande instrumenten, een ruimere liquiditeit aan een groter aantal financiële instellingen en tegen soepeler voorwaarden inzake onderpand. Ten tweede verschaftte ze rechtstreeks liquiditeiten aan de deelnemers op bepaalde sleutelmarkten voor krediet, bijvoorbeeld die voor *commercial paper*. Ten derde kondigde zij een programma aan voor de overname van maximaal 100 miljard dollar aan schulden van de door de overheid gesponsorde Amerikaanse hypothecaire herfinancieringsmaatschappijen *Fannie Mae*

TABEL 2 **ECONOMISCHE ONTWIKKELING IN DE VERENIGDE STATEN**
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

	2006	2007	2008
Bestedingen (naar volume)⁽¹⁾			
Finale binnenlandse vraag	2,6	1,8	0,2
Consumptieve bestedingen			
Particulieren	3,0	2,8	0,4
Overheid	1,6	1,9	2,8
Bruto-investeringen in vaste activa			
Woningen	-7,1	-17,9	-21,3
Ondernemingen	7,5	4,9	2,4
Overheid	2,1	3,0	3,6
Voorraadwijziging ⁽²⁾	0,0	-0,4	-0,3
Netto-uitvoer van goederen en diensten ⁽²⁾	0,0	0,6	1,4
Uitvoer	9,1	8,4	8,5
Invoer	6,0	2,2	-2,3
Bbp	2,8	2,0	1,4
Arbeidsmarkt⁽³⁾			
Werkgelegenheid	1,9	1,1	-0,5
Werkloosheid ⁽⁴⁾	4,6	4,6	5,8
Prijzen en kosten			
Consumptieprijzen (CPI)	3,2	2,9	3,8
Loonkosten per eenheid product	2,9	3,1	2,2
Invoerprijzen van goederen en diensten	4,3	3,7	12,5
Ruilvoet	-0,8	-0,1	-5,2
Betalingsbalans en begrotingssaldo⁽⁵⁾			
Lopende rekening van de betalingsbalans	-6,0	-5,3	-4,9
Financieringssaldo van de overheid			
Feitelijk	-2,2	-2,9	-5,3
Structureel ⁽⁶⁾	-2,7	-3,0	-5,2
<i>p.m. Spaarquote van de particulieren⁽⁷⁾</i>	0,7	0,6	1,6
<i>Brutoschuldgraad van de overheid⁽⁵⁾</i>	61,7	62,9	73,2

Bronnen: OESO, BLS.

(1) Voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

(2) Bijdrage tot de verandering van het bbp, procentpunten.

(3) Volgens de enquête bij de huishoudens.

(4) Verhouding tussen het aantal werklozen en de beroepsbevolking, in procenten.

(5) Saldo of uitstaand bedrag uitgedrukt in procenten bbp.

(6) Saldo gezuiverd voor de conjunctuur en voor niet-recurrente maatregelen.

(7) Nettosparen uitgedrukt in procenten van het netto beschikbare inkomen.

(*Federal National Mortgage Association*) en *Freddie Mac* (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*), evenals van de *Federal Home Loan Banks*, en tot 500 miljard aan door hypothecaire kredieten gedekte effecten van de eerste twee instellingen en van *Ginnie Mae* (*Government National Mortgage Association*). Ten slotte speelde ze tevens een belangrijke rol bij de redding van een aantal grote financiële instellingen en bij het uitwerken van economische stimulerings- en stabilisatieplannen door de regering.

Zo bekrachtigde het Congres in februari 2008 de *Economic Stimulus Act*. Die wet bevatte steunmaatregelen in de vorm van fiscale voordelen ten behoeve van de bevolkingsgroepen met een laag en gemiddeld inkomen en ten behoeve van de ondernemingen, evenals de tijdelijke verhoging van het maximumbedrag per vastgoedlening dat de door de overheid gesponsorde Amerikaanse hypothecaire herfinancieringsmaatschappijen mogen overnemen. De totale kosten van de wet belopen 168 miljard dollar, dat is ongeveer 1,2 pct. bbp. In oktober keurde het Congres vervolgens de *Emergency Economic Stabilization Act* (Noodwet voor economische stabilisatie (EESA)) goed. Die wet had tot doel de liquiditeit en de stabiliteit op de Amerikaanse financiële markten te herstellen en de weerslag van de financiële crisis te beperken. Een essentieel onderdeel van de EESA is het *Troubled Asset Relief Program*, dat de overheid machtiging verleent om een maximumbedrag van 700 miljard dollar vrij te maken. Dit programma werd gebruikt om verscheidene financiële instellingen te herkapitaliseren, om bepaalde automobieltgroepen te herfinancieren en om de door de *Federal Reserve Bank* van New York, in het kader van een nieuw liquiditeitsinstrument, de *Term Asset-backed Securities Loan Facility*, toegekende kredieten te garanderen. De EESA voorziet tevens in andere maatregelen, zoals de tijdelijke verhoging van de federale depositogarantie, fiscale voordelen ten gunste van de ondernemingen en de particulieren, en de vergoeding van de reserves die door de deposito-instellingen worden gevormd bij de *Federal Reserve*. Daarnaast zette de *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) een programma op, het zogenoemde *Temporary Liquidity Guarantee Program*, om tijdelijk, nieuwe niet-gewaarborgde verplichtingen die door de financiële instellingen worden aangegaan, te dekken en het maximumbedrag van de garantie op de niet rentedragende zichtrekeningen van de ondernemingen af te schaffen.

Het structurele begrotingstekort van de overheid groeide van 3 tot 5,2 pct. bbp in 2008. De stijging van de overheidsuitgaven – die onder meer toe te schrijven is aan de initiatieven om de financiële crisis op te lossen, maar tevens aan de hogere defensie-uitgaven en sociale-zekerheidsuitkeringen – werd niet gecompenseerd door

hogere ontvangsten. De daling van de activaprijzen resulteerde integendeel in lagere ontvangsten uit de personen- en vennootschapsbelastingen. De brutoschuldgraad van de gezamenlijke overheid steeg fors van 62,9 naar 73,2 pct. bbp.

1.4.2 Japan

De Japanse financiële instellingen ondervonden weinig weerslag van de onrust op de markt van de *subprime* hypotheekleningen in de Verenigde Staten, omdat ze hun eigen vermogen hadden versterkt na de bankcrisis die Japan tijdens de jaren negentig had getroffen, en omdat ze sindsdien een zeer voorzichtige beleggingsstrategie hadden gehanteerd. Japan werd evenwel niet gespaard door de vertraging van de buitenlandse vraag. Tijdens het verslagjaar groeide het bbp met slechts 0,5 pct., tegen 2,1 pct. in 2007. In het eerste kwartaal van 2008 werd nog een krachtige groei opgetekend, maar in het tweede en derde kwartaal zakte de Japanse economie in elkaar. Vanaf het tweede kwartaal liet het groeitempo van de uitvoer naar de drie belangrijkste afzetmarkten – de Verenigde Staten, Oost-Azië en de EU – immers een aanzienlijke verzwakking optekenen. Voornamelijk de uitvoer naar China en naar de nieuw geïndustrialiseerde landen van Azië liep fors terug. Oost-Azië, dat iets minder dan de helft van de Japanse uitvoer voor zijn rekening neemt, was de afgelopen jaren de motor van de economische groei in Japan. De appreciatie van de yen in het najaar zette een aanvullende rem op de Japanse export.

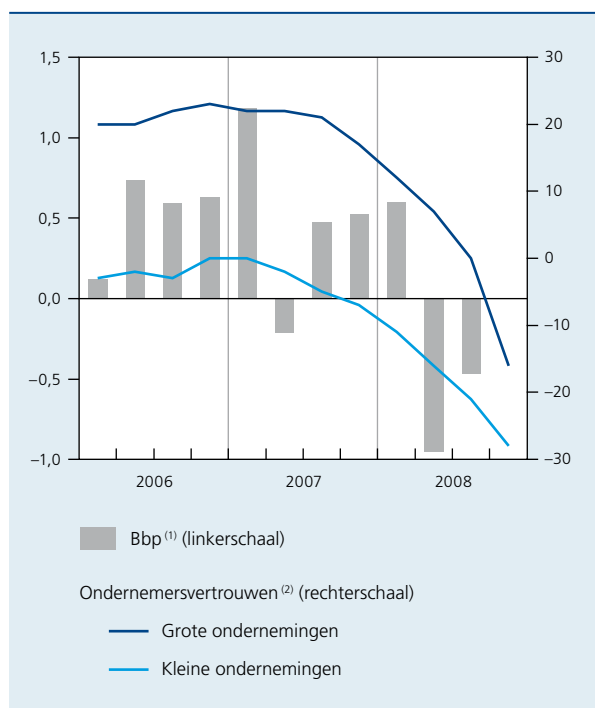
Terwijl de bedrijfsinvesteringen de afgelopen jaren de groei aanzienlijk hadden geschraagd, zijn ze in 2008 licht achteruitgegaan. Die daling is in eerste instantie toe te schrijven aan de afbrokkeling van het ondernemersvertrouwen. In de grote ondernemingen, die doorgaans actief zijn op de exportmarkt, had dat vertrouwen te lijden onder de ongunstige ontwikkelingen op de buitenlandse afzetmarkten, terwijl het in de kleine ondernemingen werd aangetast door de zwakke binnenlandse vraag. Voorts konden de bedrijven, uit concurrentieoverwegingen, de stijging van de grondstoffenprijzen niet volledig doorberekenen aan hun cliënteel, waardoor hun rentabiliteit onder druk kwam te staan. Ten slotte zijn de financiële voorwaarden vanaf medio september heel wat strakker geworden als gevolg van de val van de beurskoersen en de scherpe appreciatie van de yen.

De investeringen in woongebouwen namen een forse duik. Ze hebben zich immers niet volledig hersteld van de inzinking die eind 2007 was teweeggebracht door een verstrakking van de toekenningscriteria voor

GRAFIEK 7

KWARTAALPROFIEL VAN HET BBP EN HET ONDERNEMERSVERTROUWEN IN JAPAN

(indexcijfers 2000 = 100; maandgegevens, tenzij anders vermeld)



Bronnen: Statistisch Bureau (Japan), Bank of Japan.

(1) Seizoengezuiverde gegevens, veranderingspercentages naar volume t.o.v. het voorgaande kwartaal.

(2) Saldo van de antwoorden op de driemaandelijke conjunctuurenquête.

bouwvergunningen, ondanks het feit dat die maatregel snel ongedaan werd gemaakt. De overheidsinvesteringen, van hun kant, werden nog verder teruggeschroefd in het kader van de inspanningen inzake begrotingsconsolidatie.

Doordat de koopkracht van de huishoudens stagneerde, namen de consumptieve bestedingen van de particulieren tijdens het verslagjaar nauwelijks toe. De verhoging van het beschikbare inkomen van de huishoudens werd immers volledig geneutraliseerd door de weerslag van de prijsstijging voor voedingsmiddelen, petroleumproducten, gas en elektriciteit. Bovendien vertraagde de groei van de gezinsinkomens tegen het einde van het verslagjaar als gevolg van de minder gunstige ontwikkelingen op de arbeidsmarkt.

Algemeen beschouwd, leverde de binnenlandse vraag een licht negatieve rechtstreekse bijdrage tot de groei. De afname van de binnenlandse bestedingen resulteerde evenwel ook in een duidelijke vertraging van de invoergroei, zodat de netto-uitvoer van goederen en diensten

TABEL 3

ECONOMISCHE ONTWIKKELING IN JAPAN

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

	2006	2007	2008
Bestedingen (naar volume)⁽¹⁾			
Finale binnenlandse vraag	1,4	0,9	-0,1
Consumptieve bestedingen			
Particulieren	2,0	1,5	0,7
Overheid	-0,4	0,7	0,3
Bruto-investeringen in vaste activa			
Woningen	0,9	-9,5	-9,2
Ondernemingen	4,3	2,1	-0,6
Overheid	-8,1	-2,5	-4,0
Voorraadwijziging ⁽²⁾	0,2	0,1	-0,2
Netto-uitvoer van goederen en diensten ⁽²⁾	0,8	1,1	0,8
Uitvoer	9,7	8,6	5,3
Invoer	4,2	1,7	0,9
Bbp	2,4	2,1	0,5
Arbeidsmarkt			
Werkgelegenheid	0,4	0,5	-0,3
Werkloosheid ⁽³⁾	4,1	3,9	4,1
Prijzen en kosten			
Consumtieprijzen (CPI)	0,2	0,1	1,4
Loonkosten per eenheid product	-0,8	-1,8	0,8
Invoerprijzen van goederen en diensten	11,4	7,1	6,7
Ruilvoet	-6,9	-4,6	-9,0
Betalingsbalans en begrotingssaldo⁽⁴⁾			
Lopende rekening van de betalingsbalans	3,9	4,8	3,8
Financieringssaldo van de overheid			
Feitelijk	-1,4	-2,4	-1,4
Structureel ⁽⁵⁾	-3,7	-3,1	-2,7
<i>p.m. Spaarquote van de particulieren⁽⁶⁾</i>	3,3	3,1	3,3
<i>Brutoschuldgraad van de overheid⁽⁴⁾</i>	171,9	170,6	173,0

Bronnen: OESO, Ministerie van binnenlandse zaken en communicatie (Japan).

(1) Voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

(2) Bijdrage tot de verandering van het bbp, procentpunten.

(3) Verhouding tussen het aantal werklozen en de beroepsbevolking, in procenten.

(4) Saldo of uitstaand bedrag uitgedrukt in procenten bbp.

(5) Saldo gezuiverd voor de conjunctuur en voor niet-recurrerende maatregelen.

(6) Nettosparen uitgedrukt in procenten van het netto beschikbare inkomen.

een positieve bijdrage tot de economische expansie bleef leveren. Ondanks een verslechtering van de ruilvoet boekte Japan een handelsoverschot. Het overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans was echter opnieuw in hoofdzaak toe te schrijven aan het overschot op de inkomensrekening, dankzij de repatriëring van de winsten van buitenlandse dochterondernemingen door de Japanse ondernemingen.

Na gedurende vele jaren rond nul te hebben geschommeld, is de inflatie – gemeten aan de hand van de verandering van de CPI – in de loop van het verslagjaar versneld tot 1,4 pct. Die breuk met het verleden houdt verband met de sterke stijging van de grondstoffenprijzen en met de zwakte van de yen aan het begin van het jaar. De onderliggende inflatie, daarentegen, is onbeduidend gebleven, wat de *Bank of Japan* ertoe heeft aangezet haar spiltarif gedurende het grootste deel van het jaar onveranderd te laten op 0,50 pct. Het uitbreken van de internationale financiële crisis leidde tot een neerwaartse herziening van de economische vooruitzichten alsook tot een verstrakking van de financiële voorwaarden, waardoor de *Bank of Japan* – net als andere centrale banken – haar monetaire beleid ging versoepelen. Eind oktober werd het spiltarif een eerste keer met 20 basispunten verlaagd en werden maatregelen genomen om een voldoende liquiditeitsverschaffing aan het bankwezen te garanderen. De meest opvallende maatregel betrof de beslissing om op de verplichte reserves die de banken bij de *Bank of Japan* aanhouden, tijdelijk een vergoeding toe te kennen. Medio december verlaagde de *Bank of Japan* haar basisrente tot 0,10 pct.

De verslechtering van zowel de binnenlandse vraag als de uitvoer heeft de Japanse overheid genoopt tot het goedkeuren van twee pakketten van fiscale stimuli, die nieuwe maatregelen ten belope van respectievelijk 0,3 en 1 pct. van het bbp bevatten, waaronder cheques aan de gezinnen, een tijdelijke verhoging van de fiscale aftrekbaarheid van hypothecaire leningen, kredietwaarborgen en tijdelijke belastingkortingen voor kmo's alsook nieuwe infrastructuurwerken. De Japanse autoriteiten hebben tevens de mogelijkheid overwogen om nieuwe kapitaalinjecties in de banken te doen, maar dit bleek tijdens het verslagjaar niet nodig. Gelet op de aan de gang zijnde vergrijzing van de bevolking en de uitzonderlijk hoge brutoschuldgraad van de overheid – deze bereikte in 2008 173 pct. bbp –, beschikt de Japanse overheid evenwel over weinig marge om begrotingsimpulsen te geven. Aangezien de voornoemde maatregelen pas aan het einde van het verslagjaar werden goedgekeurd, is hun impact op het structurele financieringstekort van de overheid in 2008 beperkt gebleven, zodat dit saldo zijn in 2003 begonnen herstel voortzette en verbeterde tot –2,7 pct. bbp.

1.4.3 Eurogebied

ACTIVITEIT, ARBEIDSMARKT EN LOPENDE REKENING

In de loop van 2008 kwam het eurogebied, voor het eerst sinds de oprichting van de monetaire unie tien jaar geleden, in een recessie terecht. Gemiddeld over het jaar beschouwd, groeide het bbp met slechts 1 pct., terwijl in de twee voorgaande jaren nog een stevige activiteitsgroei was opgetekend van respectievelijk 3 en 2,6 pct. In het eerste kwartaal gaf de economische situatie nog een gunstig beeld te zien, en liet het bbp nog een krachtige groei van 0,7 pct. optekenen ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Dit was weliswaar deels een gevolg van de uitzonderlijke bouwactiviteit, een gevolg van de milde winter, en ook van de voorraadvorming. Het groeitempo van de economie verzwakte evenwel sterk vanaf het tweede kwartaal, zodat een inkrimping van de activiteit met 0,2 pct. op kwartaalbasis werd opgetekend. In het derde kwartaal hield die neergang aan, en zakte het bbp opnieuw met 0,2 pct.

De consumptieve bestedingen van de particulieren namen in 2008 met slechts 0,4 pct. toe. In het eerste halfjaar werden ze afgeremd door de scherpe stijging van de prijzen voor energie en andere grondstoffen, die woog op de reële groei van het beschikbare inkomen van de particulieren. De stagnatie van de particuliere consumptie weerspiegelde ook het toenemende pessimisme van de consumenten, dat onder meer tot uiting kwam in de kelderende detailhandelsverkoop. De omstreeks medio 2007 begonnen afbrokkeling van het consumentenvertrouwen zette zich in de loop van het verslagjaar immers in een gestaag tempo voort. Onder meer als gevolg van de proporties die de financiële crisis had aangenomen en de afkoeling van de woningmarkt, nam de bezorgdheid van de gezinnen ten aanzien van de algemene economische situatie sterk toe, evenals, vooral in de tweede jaarhelft, hun vrees voor baanverlies.

Het valt niet uit te sluiten dat ook negatieve vermogens-effecten, als gevolg van de afkoeling van de woningmarkt in een aantal lidstaten en de instorting van de aandelenkoersen, reeds een zekere invloed op de particuliere consumptie hebben uitgeoefend. Het residentiële vastgoedvermogen in het eurogebied werd in 2007 geraamd op circa 4,5 maal het bruto beschikbare inkomen van de huishoudens, en maakte het grootste deel van hun vermogen uit. Toch zouden de aan het vastgoedvermogen gerelateerde effecten beperkt zijn gebleven in vergelijking met de effecten in andere geavanceerde economieën, zoals de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk, temeer daar – gemiddeld genomen – de woningprijzen in het eurogebied tijdens de eerste helft van het jaar nog

TABEL 4 ECONOMISCHE ONTWIKKELING
IN HET EUROGEBIED

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

	2006	2007	2008
Bestedingen (naar volume)⁽¹⁾⁽²⁾			
Finale binnenlandse vraag	2,8	2,3	0,7
Consumptieve bestedingen			
Particulieren	2,0	1,6	0,4
Overheid	1,9	2,3	1,8
Bruto-investeringen in vaste activa			
Woningen	6,7	1,4	-3,4
Ondernemingen	6,4	5,5	1,4
Overheid	1,0	3,2	3,0
Voorraadwijziging ⁽³⁾	0,1	0,0	0,2
Netto-uitvoer van goederen en diensten ⁽³⁾	0,1	0,3	0,2
Uitvoer	8,3	5,9	3,1
Invoer	8,2	5,3	2,5
Bbp	3,0	2,6	1,0
Arbeidsmarkt			
Werkgelegenheid ⁽¹⁾	1,6	1,8	1,0
Werkloosheid ⁽⁴⁾	8,3	7,4	7,5
Prijzen en kosten			
Consumptieprijzen (HICP)	2,2	2,1	3,3
Loonkosten per eenheid product ⁽¹⁾	1,1	1,8	3,4
Invoerprijzen van goederen en diensten ⁽¹⁾	3,8	1,3	3,7
Ruilvoet ⁽¹⁾	-1,1	0,2	-1,3
Betalingsbalans en begrotingssaldo⁽⁵⁾			
Lopende rekening van de betalingsbalans ⁽¹⁾	0,4	0,3	-0,4
Financieringssaldo van de overheid			
Feitelijk	-1,3	-0,6	-1,7
Structureel ⁽⁶⁾	-1,8	-1,6	-2,3
<i>p.m. Spaarquote van de particulieren⁽¹⁾⁽⁷⁾</i>	9,3	9,2	9,9
<i>Brutoschuldgraad van de overheid⁽⁵⁾</i>	68,5	66,4	69,0

Bronnen: EC, OESO.

- (1) Ongerekend de landen die na 2006 tot het eurogebied zijn toegetreden.
(2) Voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens, behalve voor de uitvoer en de invoer.
(3) Bijdrage tot de verandering van het bbp, procentpunten.
(4) Verhouding in procenten tussen het aantal werklozen en de beroepsbevolking.
(5) Saldo of uitstaand bedrag uitgedrukt in procenten bbp.
(6) Saldo gezuiverd voor de conjunctuur en voor niet-recurrente maatregelen.
(7) Nettosparen uitgedrukt in procenten van het netto beschikbare inkomen, behalve voor Spanje en Portugal, waar het voor de berekening gehanteerde aggregaat slechts beschikbaar is op brutobasis.

GRAFIEK 8 DETAILHANDELSVERKOPEN EN
CONSUMENTENVERTROUWEN
IN HET EUROGEBIED



Bronnen: EC, ECB.

- (1) Jaarlijkse veranderingspercentages, driemaands voortschrijdend gemiddelde.
(2) Saldo van de antwoorden op de maandelijkse enquête, seizoengezuiverde gegevens.

lichtjes zijn gestegen. Die vaststelling heeft te maken met een aantal institutionele kenmerken die eigen zijn aan de woningmarkt en het hypothecaire krediet van het eurogebied, onder meer de doorgaans beperkte mogelijkheden van overwaardeverzilvering of *mortgage equity withdrawal* (dat wil zeggen de mogelijkheid om een verhoging van het hypothecaire krediet te verkrijgen wanneer de onderliggende waarde van het onroerend goed gestegen is). De situatie op die markten vertoont evenwel zeer grote verschillen tussen de lidstaten. Zo was reeds sinds een aantal kwartalen een prijsdaling in reële termen vastgesteld in die lidstaten waar de vastgoedprijzen de afgelopen jaren fors waren gestegen, in het bijzonder in Spanje en Ierland. Daarnaast ging de toename van het gezinsvermogen, zoals toegelicht in Kader 1, tijdens de recente periode in een aantal lidstaten gepaard met een sterke stijging van de schuldenlast van de gezinnen. Het is mogelijk dat de gezinnen derhalve hebben getracht het evenwicht tussen hun activa en schulden te herstellen, wat hun consumptieve bestedingen misschien nog meer heeft afgeremd.

Hoewel de bruto-investeringen in vaste activa van de ondernemingen tijdens de twee voorgaande jaren de stuwende kracht achter de opleving in het eurogebied waren geweest, vertraagden ze in 2008 scherp, en namen ze met slechts 1,4 pct. toe, tegen 5,5 pct. in

2007. Dit verloop is in eerste instantie toe te schrijven aan de minder snelle expansie van de afzetmarkten, die tot uiting kwam in de scherpe daling van de bezettingsgraad

van het productievermogen in de verwerkende nijverheid gedurende het hele jaar. Onder meer in het licht van hun trager aandikkend orderboekje is het vertrouwen

Kader 1 – Vermogen en schulden van de binnenlandse niet-financiële sectoren in het eurogebied en de Verenigde Staten

Zoals uiteengezet in punt 1.2 van dit hoofdstuk, kan de internationale bancaire en financiële crisis de economische activiteit in de geavanceerde landen op verschillende manieren hebben aangetast. Behalve het feit dat de crisis een domper heeft gezet op het vertrouwen en gewogen heeft op de toegevoegde waarde van de financiële sector, heeft ze geresulteerd in vermogensverliezen en in een verslechtering van de financiële voorwaarden, die mogelijk zijn overgeslagen naar de reële economie. De relatieve kwetsbaarheid van de Verenigde Staten en het eurogebied voor de financiële schokken is deels afhankelijk van het verloop en de structuur van het vermogen en de schulden van de niet-financiële sectoren in die economieën.

In de Verenigde Staten was de gestage daling van de woningprijzen een van de belangrijkste oorzaken van de recessie die in 2008 heeft toegeslagen. In het eurogebied, daarentegen, zijn de woningprijzen in de eerste helft van het jaar gemiddeld genomen nog licht gestegen. Bovendien lijken de vastgoedvermogenseffecten in het eurogebied, algemeen beschouwd, beperkter te blijven, onder meer door de verschillen in de institutionele kenmerken van de vastgoed- en hypothecaire markten. De situatie op de woningmarkt verschilt evenwel sterk van de ene lidstaat van het eurogebied tot de andere. Zo zijn negatieve vermogenseffecten niet uit te sluiten in die landen waar de reële woningprijzen reeds significant zijn gedaald. Het residentiële vastgoedvermogen van de gezinnen in het eurogebied werd in 2007 geraamd op nagenoeg 450 pct. van hun bruto beschikbare inkomen, goed voor ongeveer 60 pct. van hun totale brutovermogen. Die percentages zijn gevoelig hoger dan die in de Verenigde Staten, waar het residentieel vastgoedvermogen, uitgedrukt in procenten van het beschikbare inkomen van de gezinnen, ongeveer de helft lager lag, en *grosso modo* een derde van hun totale vermogen uitmaakte.

Meer nog dan het verloop van het vastgoedvermogen heeft het verloop van het financiële vermogen tijdens het verslagjaar wellicht een invloed uitgeoefend op de economische activiteit in het eurogebied. De instorting van de beurskoersen sinds eind 2007 kan de gezinnen er immers toe hebben aangezet hun vermogen deels te herstellen om hun toekomstige behoeften te dekken, onder meer om zich te verzekeren van een zekere levensstandaard in geval van baanverlies of na pensionering. Die factor kan mede verklaren waarom de spaarquote van de particulieren tijdens het verslagjaar gevoelig is gestegen, terwijl de geringere groei van het reële beschikbare inkomen veeleer het omgekeerde zou doen vermoeden, omdat de ervaring leert dat de particulieren dan de neiging vertonen om hun spaarinspanningen terug te schroeven teneinde hun consumptieve bestedingen op peil te houden. Het effect van het financiële vermogen zou in het eurogebied evenwel beperkter kunnen zijn dan in de Verenigde Staten omdat het financiële vermogen – en in het bijzonder het gedeelte ervan dat wordt aangewend voor beleggingen in de vorm van aandelen en deelbewijzen in gemeenschappelijke beleggingsfondsen – er, uitgedrukt in procenten van het beschikbare inkomen, beperkter is.

Wat de weerslag van de verslechterde financiële voorwaarden op de economische activiteit betreft, is de kwetsbaarheid van een economie voor een verhoging van de rentetarieven, voor een verstrakking van de kredietverleningsvoorwaarden of voor een geringere beschikbaarheid van bankkrediet, afhankelijk van de financiële situatie van de gezinnen en van de niet-financiële ondernemingen.

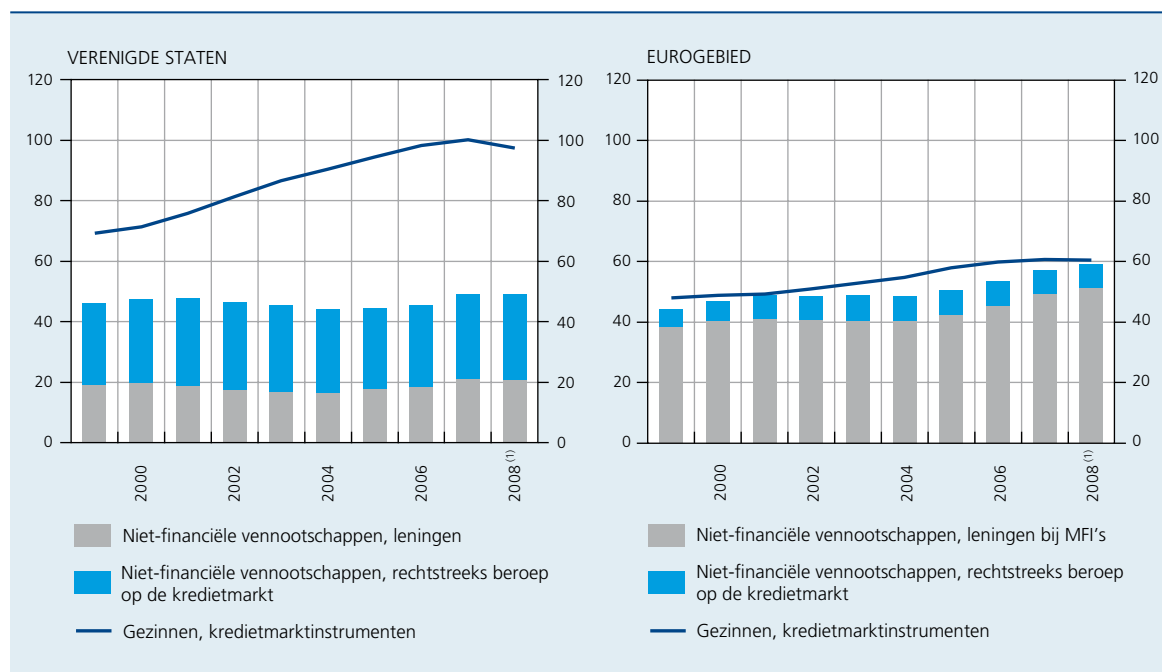
De financiële situatie van de particulieren bleek in 2007 gezonder in het eurogebied dan in de Verenigde Staten, waardoor de Europese gezinnen relatief minder kwetsbaar voor financiële schokken zouden moeten zijn. De Europese gezinnen hebben een minder hoge schuldenlast dan hun Amerikaanse evenknieën. De schulden van de Amerikaanse gezinnen zijn tijdens de recente periode immers aanzienlijk toegenomen, en beliepen in 2007 iets



minder dan 140 pct. van hun beschikbare inkomen, dat is circa 100 pct. bbp. In het eurogebied is de schuldgraad van de gezinnen eveneens in de hoogte gegaan, maar – hoewel de statistieken ter zake niet volledig vergelijkbaar zijn – toch in mindere mate, daar hij er slechts iets meer dan 90 pct. van hun beschikbare inkomen uitmaakt, dat is circa 60 pct. bbp. In een aantal lidstaten liet de schuldgraad van de gezinnen evenwel een veel grotere toename optekenen dan in het eurogebied als geheel: zo is de expansie van de woningbouw in Ierland en Spanje gepaard gegaan met een forse toename van de schuldgraad. Ook in Nederland en Portugal ligt de schuldgraad van de particulieren, uitgedrukt in procenten van hun beschikbare inkomen, heel wat hoger dan gemiddeld in het eurogebied. Met uitzondering van Nederland betreft het landen met een relatief hoog aandeel aan hypothecaire leningen met een variabele rentevoet, waardoor een verhoging van de rente door de banken er ook sneller de schuldenlast van de gezinnen verzwaart en zo op hun beschikbare inkomen weegt.

VERPLICHTINGEN VAN DE BINNENLANDSE NIET-FINANCIËLE SECTOREN

(uitstaande bedragen aan het einde van de periode, procenten bbp)



Bronnen: EC, BEA, Federal Reserve, ECB.

(1) Eerste drie kwartalen voor de Verenigde Staten; twee kwartalen voor het eurogebied.

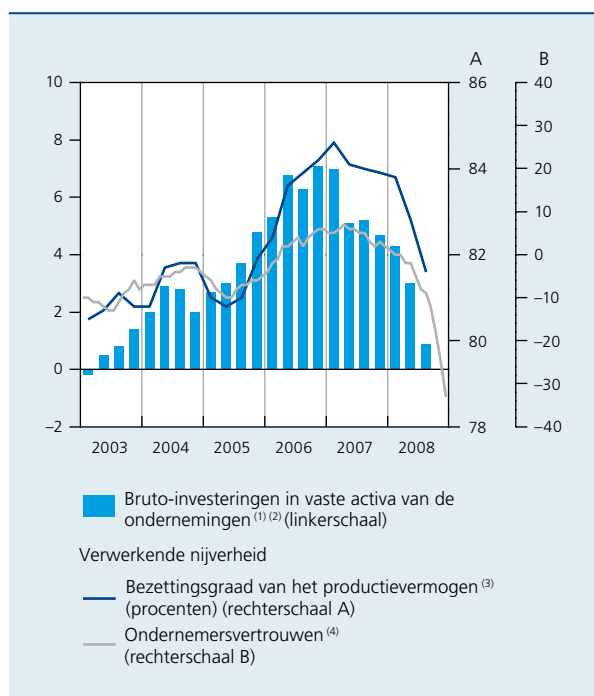
De kwetsbaarheid van de ondernemingen voor een verhoging van de externe financieringskosten en voor een geringere beschikbaarheid van krediet is – *ceteris paribus* – tevens afhankelijk van hun schuldgraad. In het eurogebied is de schuld van de niet-financiële vennootschappen sinds 2004 significant toegenomen. Dit was met name het geval voor het totaal aan uitstaande kredieten en verplichtingen aangegaan in de vorm van schuldbewijzen, dat opgelopen is van nagenoeg 49 pct. bbp in 2004 tot iets meer dan 59 pct. in het midden van het verslagjaar. Er zijn voor de Verenigde Staten geen volledig vergelijkbare statistieken beschikbaar maar, op basis van het meest aanverwante concept, kan worden geraamd dat dit uitstaande bedrag er eveneens is toegenomen, hoewel het er op een lager peil staat, namelijk op circa 49 pct. bbp aan het einde van het derde kwartaal van 2008. Uit die vergelijking kan tevens een significant verschil in de financiering van de ondernemingen tussen de twee economieën worden afgeleid, in die zin dat de aan de kredietmarkten gerelateerde ondernemings schulden in het eurogebied

voornamelijk worden gefinancierd door de kredietinstellingen, terwijl de niet-financiële vennootschappen in de Verenigde Staten voor hun financiering in aanzienlijke mate een beroep doen op kredietmarktinstrumenten (thesauriebewijzen, obligaties, enz.). Dit impliceert dat de scherpe stijging van de financieringskosten voor die instrumenten, die kan worden afgeleid uit de plotselinge toename van de risicopremies op de bedrijfsobligaties en uit de bijzonder geringe uitgiftevolumes van de thesauriebewijzen op de markten in 2008, meer kan hebben gewogen op de financiering en de activiteit van de ondernemingen in de Verenigde Staten dan in het eurogebied. Daartegenover staat dat de ondernemingen in het eurogebied kwetsbaar blijven voor eventuele beperkingen van het volume aan bancaire kredieten.

van de ondernemers aldus sterk afgebrokkeld in de verwerkende nijverheid. Dat vertrouwen kreeg ook klappen in de dienstensector. Zo bereikte het vertrouwen in de twee betrokken sectoren tegen het einde van het verslagjaar een historisch dieptepunt. Daarnaast is ook de winstgevendheid van de ondernemingen verminderd als gevolg van het ongunstige verloop van de productiviteit en de hogere loonkosten. Het is ook waarschijnlijk dat

de minder gunstige financiële voorwaarden in de nasleep van de financiële crisis geleidelijk een negatieve invloed hadden, bijvoorbeeld op de ondernemingen met een hoog aandeel aan schulden op de korte termijn. Zo wijst de enquête naar de bancaire kredietverlening van het Eurosysteem, de *Bank Lending Survey*, op een gevoelige verstrakking van de toekenningscriteria voor de kredieten aan de ondernemingen, in het bijzonder aan de grote ondernemingen, in de loop van het verslagjaar. Overigens zijn de rentetarieven op de bankkredieten die worden verleend aan de niet-financiële vennootschappen van medio 2008 tot oktober opnieuw in de hoogte gegaan, maar vervolgens weer gedaald. Hoewel de verstrekking van die kredieten tijdens het verslagjaar in een stevig tempo is blijven groeien, kon vanaf het tweede kwartaal een vertraging worden waargenomen. Behalve de verkrapping van de bancaire voorwaarden, hebben ook de kelderende beurskoersen en het oplopende ecart tussen de rente op de bedrijfsobligaties en die op de Staatsfondsen bijgedragen tot de minder gunstige financiële voorwaarden. Zoals uiteengezet in Kader 1, zijn de niet-financiële ondernemingen in het eurogebied, in vergelijking met andere geavanceerde economieën, in het bijzonder de Verenigde Staten, minder afhankelijk van rechtstreekse financiering in de financiële markt, en verloopt hun kredietfinanciering hoofdzakelijk via de kredietinstellingen.

GRAFIEK 9 **BEDRIJFSINVESTERINGEN EN**
ONDERNEMERSVERTROUWEN
IN HET EUROGEBIED
(seizoengezuiverde gegevens)



Bronnen: EC, OESO.

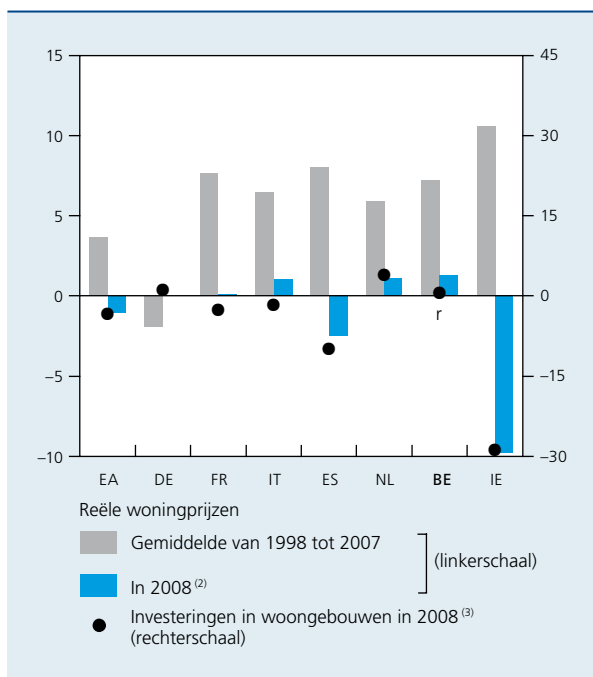
- (1) Voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens; veranderingspercentages naar volume t.o.v. het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar.
- (2) Ongerekend de landen die na 2006 tot het eurogebied zijn toegetreden.
- (3) Gemeten op basis van de kwartaalenquête.
- (4) Saldo van de antwoorden op de maandelijkse enquête.

Na de reeds forse groeivertraging in 2007, zijn de investeringen van de particulieren in woongebouwen met 3,4 pct. gezakt, voornamelijk als gevolg van de verslechtering van het klimaat op de secundaire vastgoedmarkt. De prijsstijgingen zijn er tijdens de eerste helft van het jaar verder vertraagd, terwijl in een aantal lidstaten zelfs gevoelige prijsdalingen in reële termen zijn opgetekend. In sommige van die landen heeft het grote aantal nieuwbouwwoningen in de loop van de laatste jaren geresulteerd in een overaanbod van woningen en aldus in een inkringing van de activiteit in die sector. Voorts zijn de financieringsvoorwaarden op de hypothecaire markten steeds minder gunstig geworden. Terwijl het hypothecaire

GRAFIEK 10

REËLE WONINGPRIJZEN⁽¹⁾ EN INVESTERINGEN IN WOONGEBOUWEN IN HET EUROGEBIED

(veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar)



Bronnen: EC; IMF en OESO, Workshop on Real Estate Price Indexes (Parijs, 6 en 7 november 2006); OESO; Thomson Financial Datastream; Stadim; CBS; Department of the Environment, Heritage and Local Government (IE); Ministerio de Vivienda (ES); ECB; NBB.

- (1) Nominale woningprijzen, gedefleerd aan de hand van de HICP van het eurogebied of van het desbetreffende land.
- (2) Eerste drie maanden voor Italië; eerste zes maanden voor het eurogebied, België, Frankrijk en Ierland; eerste negen maanden voor Spanje en Nederland; gegevens voor Duitsland niet beschikbaar.
- (3) Eurogebied, ongerekend de landen die na 2006 tot dat gebied zijn toegetreden.

krediet reeds sedert het einde van 2005 geleidelijk duurder was geworden, wijst de *Bank Lending Survey* van het Eurosysteem ook op een aanzienlijke verstrakking van de toekenningsvoorwaarden voor dit type van financiering sinds medio 2007. De verslappening van de vraag naar woonkredieten die uit die verschillende ontwikkelingen voortvloeide, heeft zich in de loop van het verslagjaar vertaald in een verdere vertraging van de groei van de uitstaande kredieten.

Het groeitempo van de uitvoer van goederen en diensten is aanzienlijk teruggelopen, namelijk van 5,9 pct. in 2007 tot 3,1 pct. Die ontwikkeling kan niet worden losgekoppeld van de forse groeivertraging van de wereldhandel en, bijgevolg, van de afzetmarkten van het eurogebied. Aanvankelijk bleven de uitgevoerde volumes een vrij krachtige stijging optekenen, mogelijk erwijls omdat de uitvoer naar de snelgroeiende regio's en naar de olie-exporterende landen de negatieve effecten van de, vooral in de geavanceerde economieën, verzwakkende vraag compenseerde. In het tweede en derde kwartaal werd

evenwel een stagnatie van de uitgevoerde volumes opgetekend. De exporteurs hadden niet alleen af te rekenen met een verlies aan dynamiek op de afzetmarkten, maar ook met de vertraagde effecten van de sterke euro: hoewel de euro gedurende het grootste gedeelte van de tweede helft van 2008 aanzienlijk deprecieerde, bleef zijn gewogen gemiddelde wisselkoers over het hele jaar immers hoger dan in 2007. Onder de gecombineerde invloed van de significante verzwakking van de binnenlandse vraag in het eurogebied en de stijging van de invoerprijzen, is de expansie van de invoer van goederen en diensten aanzienlijk vertraagd van 5,3 pct. in 2007 tot 2,5 pct. Meer in het bijzonder zakte de olie-invoer naar volume gedurende de eerste negen maanden van 2008. Met het oog op die ontwikkelingen leverde de netto-uitvoer een iets geringere bijdrage tot de bbp-groei dan in 2007, namelijk 0,2 pct. bbp tegen 0,3 pct.

Die positieve bijdrage weerspiegelde zich evenwel niet in de lopende rekening van de betalingsbalans, waarvan het overschot van 0,3 pct. bbp in 2007 omsloeg in een tekort van 0,4 pct. Dit valt deels te verklaren door het verloop van de saldi uit hoofde van de inkomensbalans en van de lopende overdrachten, maar ook door de daling van het overschot op de goederen- en dienstenbalans als gevolg van de verslechterde ruilvoet. Hoewel de prijsdalingen voor aardolie en andere grondstoffen de stijging van de invoerprijzen sinds het midden van 2008 hadden getemperd, was de toename van de invoerprijzen over het jaar als geheel nog significant groter dan die van de uitvoerprijzen, zodat de invoer – uitgedrukt naar waarde – duidelijk sterker toenam dan de uitvoer.

Geen enkele van de vijftien lidstaten ontsnapte aan de conjunctuurvertraging. De omvang van die vertraging verschilde evenwel van land tot land. Sommige landen werden zwaarder getroffen als gevolg van hun bijzondere kwetsbaarheid voor de ongunstige ontwikkelingen op de woningmarkt. Dit was duidelijk het geval voor Spanje en Ierland. Zo is de crisis op de woningmarkt in Ierland overgeslagen op de gehele economie, en sloeg de activiteitsgroei om in een scherpe recessie. Als gevolg hiervan is Ierland, dat inzake groei nog een van de koplopers van het eurogebied was, op één jaar tijd hekkensluiter geworden. Spanje, waar de activiteit het voorgaande jaar nog stevig was gegroeid, liet eveneens een sterke daling van zijn groei optekenen als gevolg van de inkrimping van de investeringen, voornamelijk in de woningbouw, en de vertraging van het stijgingstempo van de particuliere consumptie. De afkoeling op de woningmarkt eiste ook haar tol in Frankrijk, waar de investeringen in de woningbouw duidelijk terugliepen. Overigens verzwakten er ook de meeste andere componenten van de binnenlandse vraag. In Duitsland, daarentegen, waar de woningprijzen

TABEL 5 BBP-GROEI IN DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED⁽¹⁾

(niet voor kalenderinvloeden gezuiverde volumegegevens; veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)

	2006	2007	2008
Duitsland	3,0	2,5	1,3
Frankrijk	2,2	2,2	0,7
Italië	1,8	1,5	-0,6
Spanje	3,9	3,7	1,2
Nederland	3,4	3,5	1,9
België	3,0	2,8	1,3
Oostenrijk	3,4	3,1	1,7
Griekenland	4,5	4,0	2,9
Finland	4,9	4,5	1,5
Ierland	5,7	6,0	-2,0
Portugal	1,4	1,9	0,2
Slovenië	5,9	6,8	4,0
Luxemburg	6,4	5,2	1,0
Cyprus	4,1	4,4	3,6
Malta	3,2	3,9	2,1

Bron: EC.

(1) De landen van het eurogebied zijn gerangschikt volgens de grootte van hun bbp in 2008.

jarenlang waren gedaald en waar de situatie op de woningmarkt pas tijdens de laatste jaren enigszins was gestabiliseerd, waren de investeringen in woningen krachtiger dan in 2007. Dat land had evenwel te lijden onder de gevoeligheid van zijn activiteit voor de export, in die mate dat de exportgroei nagenoeg is gehalveerd als gevolg van de achteruitgang op de afzetmarkten. In Italië verklaren de inkrimping van de binnenlandse vraag, onder meer als gevolg van de geringere investeringen in woongebouwen, en de vermindering van de uitvoer, waarom de bbp-groei onderbroken is en omgeslagen is in een recessie.

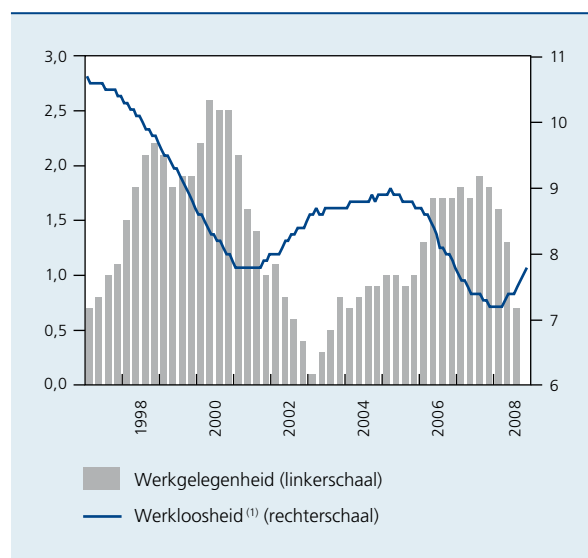
De verzwakking van de economische activiteit deed zich ook op de arbeidsmarkt gevoelen. De banencreatie werd steeds minder robuust, wat in eerste instantie de ontwikkelingen in de bouw weerspiegelde. Die bedrijfstak werd aanvankelijk gekenmerkt door een daling van de banencreatie, en vervolgens, vanaf het tweede kwartaal, door aanzienlijke banenverliezen. De werkgelegenheids-groei verloor ook aan dynamiek in de particuliere dienstverlening, onder meer in de financiële diensten en in de dienstverlening aan ondernemingen. Zo kwam in het tweede kwartaal van 2008 een einde aan de neerwaartse trend van de werkloosheid: terwijl de werkloosheidsgraad begin 2008 nog een dieptepunt van 7,2 pct. van

de beroepsbevolking had bereikt, was hij in november opnieuw opgeklommen tot 7,8 pct.

De scherpe activiteitsverzwakking in Spanje en Ierland vertaalde zich in een aanzienlijke verslechtering van de situatie op de arbeidsmarkt in die landen. Rekening houdend met het relatief hoge aandeel van de werkgelegenheid in de woningbouw, ging de inkrimping in die bedrijfstak er gepaard met banenverliezen over de hele economie beschouwd en met een duidelijke werkloosheidstoename. Zo liet de werkgelegenheid in die twee landen een daling optekenen, terwijl er de voorgaande jaren nog een sterke groei was genoteerd. In Spanje was de werkloosheidstoename des te markanter daar die economie nog steeds werd geconfronteerd met een sterke immigratie: hoewel dit land er, na een nagenoeg ononderbroken daling gedurende meer dan een decennium, in geslaagd was zijn werkloosheidsgraad terug te dringen tot 8,3 pct. in 2007, veerde die werkloosheidsgraad weer op tot ongeveer 11 pct. tijdens het verslagjaar, veruit het hoogste percentage van het eurogebied. Ook in Italië was het aantal nieuw gecreëerde banen onvoldoende om werk te bieden aan alle nieuwe werkzoekenden, al was de toename van de werkloosheid er wel geringer. De overige landen lieten een min of meer stabiele of zelfs nog steeds licht dalende werkloosheidsgraad optekenen. Alleen in Duitsland, waar de economische activiteit minder sterk vertraagde dan gemiddeld, was de daling van de werkloosheid groter, nadat tijdens de afgelopen jaren een reeks belangrijke

GRAFIEK 11 ARBEIDSMARKT IN HET EUROGEBIED

(veranderingspercentages t.o.v. het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)



Bronnen: EC, ECB.

(1) Verhouding, in procenten, tussen het aantal werklozen en de beroepsbevolking.

hervormingen op de arbeidsmarkt ten uitvoer waren gelegd.

PRIJZEN EN KOSTEN

De inflatie in het eurogebied, gemeten aan de hand van de jaarlijkse verandering van de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP), is tijdens het verslagjaar flink gestegen, namelijk van 2,1 pct. in 2007 tot 3,3 pct. Vanaf september 2007 was de inflatie nagenoeg onafgebroken opgelopen tot een piek van circa 4 pct. in juli 2008; daarna volgde een daling tot 1,6 pct. in december. Het inflatieverloop weerspiegelde in belangrijke mate de ontwikkeling van de grondstoffenprijzen in de loop van het verslagjaar. Zo vertaalde het verloop van de energieprijzen zich tot het midden van 2008 in een steile klim van de energiecomponent van de HICP, gevolgd door een markante vertraging. Voor de levensmiddelencomponent werd een soortgelijk verloop opgetekend, zij het dat de omvang ervan heel wat minder groot was dan die van de energiedragers. De onderliggende inflatietendens, dat wil zeggen de verandering van de HICP ongerekend de niet-bewerkte levensmiddelen en energiedragers, liet tot augustus eveneens een stijging optekenen, gevolgd door

een daling. Die toename verliep evenwel veel geleidelijker dan die van de hele HICP, en bedroeg gemiddeld over het jaar 2,4 pct. Voor de HICP ongerekend alle levensmiddelen en energiedragers is het stijgingstempo tijdens het verslagjaar vrijwel onveranderd gebleven op een gemiddelde van 1,8 pct. Die situatie is toe te schrijven aan de grotere prijsstijging voor bewerkte dan voor niet-bewerkte levensmiddelen. De inflatiegraad van de diensten is vrij stabiel gebleven rond zijn jaargemiddelde van 2,6 pct., terwijl die van de niet-energetische industriële goederen gematigd is gebleven, en rond 0,8 pct schommelde.

De loonkosten per eenheid product gaven eveneens een veel forsere groei te zien dan in 2007, namelijk 3,4 pct. tegen 1,8 pct. Die versnelling valt voor een deel te verklaren door het stijgingstempo van de arbeidsproductiviteit, dat tijdens het verslagjaar nagenoeg tot stilstand kwam na een verdere vertraging met 0,8 procentpunt. De snellere stijging van de loonkosten per werknemer speelde echter ook een rol. Zo namen de loonkosten per werknemer in de particuliere sector toe met 3 pct., tegen 2,4 pct. in 2007. Andere indicatoren, zoals de totale arbeidskosten per uur en de contractlonen, wijzen eveneens op een krachtiger loonstijging.

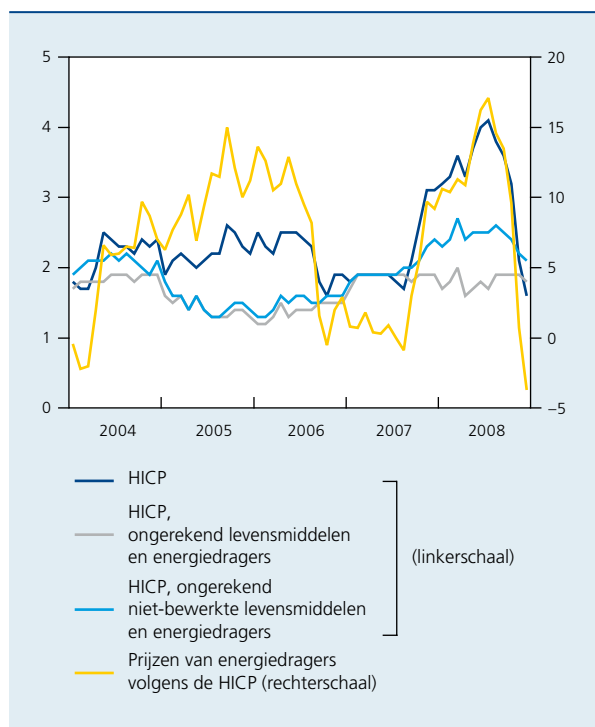
BEGROTINGSBELEID

De in 2003 ingezette trend naar een verbetering van het financieringssaldo van de overheden in het eurogebied is in 2008 afgebroken met de toename van het totale begrotingstekort van 0,6 tot 1,7 pct. bbp. Hoewel die verslechtering voor bijna een derde toe te schrijven is aan de zwakke conjunctuur, is ze voornamelijk te verklaren door de discretionaire begrotingskoers in de lidstaten. Zo is het structurele begrotingstekort met 0,7 procentpunt gestegen tot 2,3 pct. bbp.

Toch geeft het verloop van het begrotingssaldo slechts een gedeeltelijk beeld van de verslechterde overheidsfinanciën in de loop van het verslagjaar te zien, doordat het niet, of slechts in zeer geringe mate, rekening houdt met de weerslag van de vrijwaringsmaatregelen die een aantal regeringen dienden te nemen om verschillende door de financiële crisis ontwrichte financiële instellingen te hulp te schieten. Zoals toegelicht bij het begin van dit hoofdstuk, namen die interventies grotendeels de vorm aan van kapitaalinjecties of toekenningen van garanties. Overeenkomstig de boekhoudkundige regels die van toepassing zijn voor het opmaken van de statistieken i.v.m. de overheidsfinanciën (zie voor meer informatie hieromtrent, Kader 13 in hoofdstuk 6 over de overheidsfinanciën in België), wordt een participatieneming door de overheid in een vennootschap niet beschouwd als een uitgave van harentwege, maar als de vorming van een financieel

GRAFIEK 12 INFLATIE, ONDERLIGGENDE INFLATIETENDENS EN ENERGIEPRIJZEN IN HET EUROGEBIED

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



Bron: EC.

actief voor zover de transactie plaatsheeft tegen marktprijs of tegen de juiste waarde van de bewuste activa, terwijl de impliciete verplichtingen die overeenstemmen met overheidsgaranties, in principe niet worden geboekt. Als gevolg hiervan hebben de reddingsplannen over het algemeen geen weerslag gehad op het financieringssaldo van de overheden, maar droegen ze in 2008 in verschillende landen wel bij tot een significante verzwaring van de bruto geconsolideerde overheidsschuld als gevolg van de kapitaalinjecties, ten belope van ongeveer 1 procentpunt bbp in Duitsland, Oostenrijk, Spanje en Frankrijk, en meer dan 5 punten in België, Luxemburg en Nederland. De bruto overheidsschuld in het eurogebied is aan het einde van het verslagjaar aldus opgelopen tot 69 pct. bbp, tegen 66,4 pct. in 2007.

Het oplopende overheidstekort was in 2008 het resultaat van zowel een stijging van de primaire uitgaven als een daling van de ontvangsten. De primaire uitgaven zijn met 0,5 procentpunt bbp toegenomen, onder meer als gevolg van de hogere uitkeringen in de werkloosheidsverzekering wegens de economische vertraging. De ontvangsten, van hun kant, zijn met 0,7 procentpunt gedaald. Enerzijds ondervonden die ontvangsten de gevolgen van een compositie-effect van de groei, doordat de binnenlandse vraag algemeen beschouwd meer te lijden had onder de conjunctuurneergang dan de buitenlandse vraag, die minder fiscale ontvangsten genereert dan de binnenlandse vraag. Anderzijds heeft de correctie op de financiële en vastgoedmarkten de ontvangsten die verband houden met de activiteit op die markten, negatief beïnvloed.

TABEL 6 FINANCIERINGSSALDO VAN DE OVERHEID IN DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED ⁽¹⁾⁽²⁾
(procenten bbp)

	2004	2005	2006	2007	2008		
					Realisatie ⁽³⁾⁽⁴⁾	Doelstelling van het stabiliteitsprogramma ⁽⁵⁾	Vershil
Duitsland	-3,8	-3,3	-1,5	-0,2	-0,1	-0,5	0,4
Frankrijk	-3,6	-2,9	-2,4	-2,7	-3,2	-2,3	-0,9
Italië	-3,5	-4,3	-3,4	-1,6	-2,8	-2,2	-0,6
Spanje	-0,3	1,0	2,0	2,2	-3,4	1,2	-4,6
Nederland	-1,7	-0,3	0,6	0,3	1,1	0,5	0,6
België	-0,2	-2,6	0,3	-0,3	-1,1 r	0,0	-1,1 r
Oostenrijk	-4,4	-1,5	-1,5	-0,4	-0,6	-0,6	0,0
Griekenland	-7,5	-5,1	-2,8	-3,5	-3,4	-1,6	-1,8
Finland	2,4	2,9	4,1	5,3	4,5	3,7	0,8
Ierland	1,4	1,7	3,0	0,2	-6,3	-0,9	-5,4
Portugal	-3,4	-6,1	-3,9	-2,6	-2,2	-2,4	0,2
Slovenië	-2,2	-1,4	-1,2	0,5	-0,9	-0,9	0,0
Luxemburg	-1,2	-0,1	1,3	3,2	3,0	0,8	2,2
Cyprus	-4,1	-2,4	-1,2	3,5	1,0	0,5	0,5
Malta	-4,7	-2,8	-2,3	-1,8	-3,5	-1,2	-2,3
Eurogebied	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6	-1,7	-0,9	-0,8
<i>p.m. Idem, structureel saldo</i>	-3,0	-2,6	-1,8	-1,6	-2,3		

Bronnen: EC, nationale stabiliteitsprogramma's, NBB.

(1) De landen van het eurogebied zijn gerangschikt volgens de grootte van hun bbp in 2008.

(2) Met inbegrip van de netto rentewinsten van bepaalde financiële transacties, zoals *swaps* of *forward rate agreements (FRA's)*, overeenkomstig de regels die werden vastgesteld voor de procedure inzake buitensporige overheidstekorten (*EDP*).

(3) Volgens de tussentijdse economische prognoses van de EC van januari 2009, behalve voor België, waarvoor men zich baseert op de raming van de Bank.

(4) In principe is geen rekening gehouden met de eventuele rechtstreekse impact, op het financieringssaldo, van de maatregelen om financiële instellingen uit de problemen te helpen, aangezien de statistische verwerking ervan door Eurostat (Europees Bureau voor de Statistiek) moet worden onderzocht teneinde de coherentie ervan te waarborgen op het niveau van alle EU-lidstaten.

(5) Op grond van de bijgewerkte stabiliteits- en convergentieprogramma's van eind 2007 of begin 2008.

Volgens de stabiliteitsprogramma's die eind 2007 of aan het begin van het verslagjaar werden neergelegd, zou het overheidstekort, gemiddeld genomen, in 2008 in het eurogebied 0,9 pct. bbp moeten hebben bereikt. Die doelstelling werd met 0,8 procentpunt gemist, voornamelijk als gevolg van een ontsporing in Frankrijk en in de twee landen die het zwaarst werden getroffen door het uiteenspatten van de vastgoedzeepbel, namelijk Spanje en Ierland. In verscheidene lidstaten werden, onder meer als reactie op het voorstel van de EC met betrekking tot een gecoördineerd budgettaire relanceplan, tegen het einde van het jaar initiatieven aangekondigd ter ondersteuning van de economische activiteit. Deze sluiten aan bij het geheel van inspanningen om de weerslag van de internationale financiële crisis te milderen. Volgens de ramingen van de EC van januari zouden de regeringen van het eurogebied aldus herstelmaatregelen hebben goedgekeurd voor een bedrag dat overeenstemt met 1 pct. bbp in 2009 – waarvan een gedeelte weliswaar reeds eerder was gepland.

Duitsland bleef profijt trekken van de belangrijke inspanningen inzake begrotingsconsolidatie die de afgelopen jaren werden geleverd: volgens de tussentijdse economische prognoses van de EC van januari 2009 werd de begroting van 2008 vrijwel in evenwicht afgesloten, terwijl het stabiliteitsprogramma nog voorzag in een tekort van 0,5 pct. bbp. Die verbetering is voornamelijk te danken aan de goede resultaten op de arbeidsmarkt: niet alleen groeiden de ontvangsten uit werkgelegenheid en lonen, maar bovendien daalden de uitgaven inzake werkloosheidsuitkeringen. Die gunstige ontwikkelingen compenseerden ruimschoots een reeks maatregelen met een negatieve weerslag op de begroting, zoals de hervorming van de vennootschapsbelasting, de verlaging van de bijdrage ten behoeve van de werkloosheidsverzekering en de verhoging van de pensioenen en de lonen van het overheidspersoneel.

In Frankrijk is de verslechtering van de conjunctuur verantwoordelijk voor twee derde van het toegenomen overheidstekort, dat is opgelopen van 2,7 pct. bbp tot 3,2 pct. Het doel om dat tekort terug te dringen tot 2,3 pct. bbp, werd bijgevolg geenszins gehaald. Zowel het verloop van de uitgaven als dat van de ontvangsten heeft tot die ontsporing bijgedragen. Net als de voorgaande jaren overschreden de uitgaven voor de sociale zekerheid ruimschoots de vooruitzichten. Bovendien verzwaarde de inflatieopstoot in de loop van het jaar de rentelasten op de geïndexeerde staatsschuld. De fiscale ontvangsten zijn gedaald als gevolg van de fiscale hervormingen die de voorgaande jaren ten uitvoer werden gelegd, onder meer in het kader van de wet ter bevordering van de arbeid, de werkgelegenheid en de koopkracht van de zomer van 2007.

In Italië hadden de belangrijke inspanningen inzake begrotingsconsolidatie van 2007 tot veel beter dan verwachte resultaten geleid, waardoor de financieringsbehoefte werd teruggedrongen tot 1,6 pct. bbp, het laagste niveau sinds 2000. De conjunctuurverzwakking, die in Italië sneller toesloeg dan in de rest van het eurogebied, evenals een aantal expansieve maatregelen – waaronder de verhoging van de lonen van het overheidspersoneel – hadden echter tot resultaat dat het overheidstekort in 2008 opnieuw opliep tot 2,8 pct. bbp. Bijgevolg werd de doelstelling van een tot 2,2 pct. bbp beperkt overheidstekort niet gehaald.

In Spanje verslechterde het begrotingssaldo in 2008 veel sterker dan verwacht. Vertrekkend van een stevig overschot van 2,2 pct. bbp in 2007, sloot dit land zijn begrotingsoperaties in 2008 af met een tekort van 3,4 pct. bbp. Die ontwikkeling is het resultaat van een budgettaire versoepeling, die bijdroeg tot een vermindering van het structurele saldo met 4,9 procentpunten bbp. De Spaanse regering legde begin 2008 immers een economisch stimuleringsplan ten uitvoer: de genomen maatregelen hadden betrekking op zowel de uitgaven als de ontvangsten, waaronder een verhoging van de kinderbijslag voor pasgeborenen en een hervorming van de personenbelasting, die onder meer een verlaging van de directe belastingen van 400 euro per loontrekkende, gepensioneerde of zelfstandige inhield. Daarbovenop kwamen nog de effecten van de conjunctuurvertraging tijdens het verslagjaar, in combinatie met de ineenstorting van de Spaanse vastgoedmarkt.

1.4.4 Verenigd Koninkrijk

De economische situatie is in het Verenigd Koninkrijk aanzienlijk verslechterd in 2008. De groei, die eind 2007 nog zeer krachtig was, verslaptte snel in de loop van het jaar, en werd negatief vanaf het derde kwartaal. Over het hele jaar groeide het bbp slechts met 0,8 pct. in 2008, tegen 3 pct. in 2007.

De beroering op de financiële markten was bijzonder heftig in het Verenigd Koninkrijk en droeg, gelet op het gewicht van de financiële sector in de Britse economie, in belangrijke mate bij tot de verzwakking van de groei, in combinatie met het effect, op de investeringen in woningen, van de correctie op de vastgoedmarkt.

De regering diende meermaals tussenbeide te komen om te vermijden dat commerciële banken failliet zouden gaan. Zo werden de banken *Northern Rock*, *Bradford & Bingley* en de *Royal Bank of Scotland* genationaliseerd. Op 8 oktober, op het hoogtepunt van de internationale

financiële crisis, kondigde de regering maatregelen aan om de banken te herkapitaliseren, en bood ze een Staatsgarantie aan op sommige van hun schulden op korte en middellange termijn. Tegelijkertijd verstrekke de *Bank of England* overvloedige liquiditeiten aan de geldmarkt, verlengde ze het speciale liquiditeitsplan, waarbij door hypothecaire vorderingen gedekte illiquide effecten en andere door de bancaire sector aangehouden effecten konden worden omgewisseld tegen schatkistbons, en breidde ze de lijst van beleenbare effecten uit die in aanmerking komen voor haar repo-transacties. Het uitermate ongunstige financiële klimaat verscherpte nog de sinds de zomer van 2007 waargenomen verstrakking van de toekenningsvoorwaarden voor bancaire kredieten aan huishoudens en ondernemingen. Wat de ondernemingen betreft, hebben de daling van de beurskoersen en de toename van de risicoaversie op de markten tevens hun financieringsvermogen via de uitgifte van genoteerde aandelen of obligaties sterk beperkt.

Het gecombineerde effect van de verstrakking van de financieringsvoorwaarden en de verslechtering van de vooruitzichten in verband met de vraag heeft geleid tot een abrupte terugval in de brutovorming van vast kapitaal door de ondernemingen, terwijl de daling van de vastgoedprijzen gepaard ging met een ineenstorting van de investeringen in woongebouwen met 16,1 pct. Daarentegen zijn de overheidsinvesteringen, evenals de overheidsconsumptie, krachtig gebleven. De particuliere consumptie is fors blijven groeien tot het eerste kwartaal van het verslagjaar, dankzij de nog licht gunstige ontwikkeling van het beschikbare inkomen en de verdere daling van de spaarquote van de particulieren, die zelfs negatief werd. Nadien is de particuliere consumptie sterk teruggelopen onder de gecombineerde invloed van het ongunstige vermogenseffect als gevolg van de daling van de activaprijzen, de verstrakking van de toegangsvorwaarden tot bankkrediet, de daling van het beschikbare inkomen van de huishoudens, en de versombering van de vooruitzichten voor de arbeidsmarkt. Deze laatste begon vanaf de zomer tekenen van verzwakking te vertonen, met een afname van de werkgelegenheid en een toename van de werkloosheidsgraad. De particuliere consumptie groeide over het hele jaar nog met 1,8 pct., dankzij de groei van die consumptie in het eerste kwartaal.

De buitenlandse handel heeft een licht positieve bijdrage tot de groei geleverd, als gevolg van de aanzienlijke vertraging van de binnenlandse vraag en de groei van de uitvoer. Deze laatste werd onder meer ondersteund door de depreciatie van de effectieve wisselkoers van het Britse pond vanaf september 2007. De lopende rekening bleef echter een tekort vertonen, onder meer door de

verslechtering van de ruilvoet als gevolg van de prijsstijgingen voor grondstoffen en levensmiddelen.

TABEL 7 **ECONOMISCHE ONTWIKKELING IN HET VERENIGD KONINKRIJK**
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

	2006	2007	2008
Bestedingen (naar volume)			
Finale binnenlandse vraag	2,6	3,4	0,7
Consumptieve bestedingen			
Particulieren	2,1	3,0	1,8
Overheid	1,6	1,8	2,3
Bruto-investeringen in vaste activa			
Woningen	8,9	3,3	-16,1
Ondernemingen	-7,2	9,8	-2,2
Overheid ⁽¹⁾	273,5	1,7	4,7
Voorraadwijziging ⁽²⁾	0,0	0,2	-0,2
Netto-uitvoer van goederen en diensten ⁽²⁾	0,1	-0,7	0,3
Uitvoer	11,0	-4,5	1,2
Invoer	9,6	-1,9	0,2
Bbp	2,8	3,0	0,8
Arbeidsmarkt			
Werkgelegenheid	0,9	0,7	0,8
Werkloosheid ⁽³⁾	5,4	5,3	5,7
Prijzen en kosten			
Consumptieprijzen (HICP)	2,3	2,3	3,6
Loonkosten per eenheid product	2,0	1,1	2,8
Betalingsbalans en begrotingsaldo⁽⁴⁾			
Lopende rekening van de betalingsbalans	-3,4	-3,8	-1,9
Financieringssaldo van de overheid			
Feitelijk	-2,7	-2,7	-4,6
Structureel ⁽⁵⁾	-3,2	-3,7	-5,2
<i>p.m. Spaarquote van de particulieren⁽⁶⁾</i>	4,2	2,5	-0,2
<i>Brutoschuldgraad van de overheid⁽⁴⁾</i>	43,4	44,2	56,0

Bronnen: EC, OESO.

(1) Met inbegrip van de overheidsbedrijven.

(2) Bijdrage tot de verandering van het bbp, procentpunten.

(3) Verhouding in procenten tussen het aantal werklozen en de beroepsbevolking.

(4) Saldo of uitstaand bedrag uitgedrukt in procenten bbp.

(5) Saldo gezuiverd voor de conjunctuur en voor niet-recurrente maatregelen.

(6) Nettosparen uitgedrukt in procenten van het netto beschikbare inkomen.

Die prijsstijgingen, die nog werden verscherpt door de depreciatie van het pond, resulteerden in een versnelling van de inflatie, gemeten aan de hand van de HICP, met een piek van 5,2 pct. in september 2008. De verslechtering van de voorwaarden op de arbeidsmarkt droeg bij tot een matiging van de looneisen na de snellere prijsstijgingen. De scherpe correctie van de grondstoffenprijzen vanaf de maand september heeft bijgedragen tot het afremmen van de consumptieprijsstijgingen, waarvan het stijgingstempo gezakt is tot 3,1 pct. tegen het einde van het jaar.

Vanaf het najaar verschoof de *Bank of England* haar prioritaire aandacht van de beheersing van de inflatieverwachtingen – die trouwens duidelijke tekenen van afkoeling vertoonden – naar het herstel van de activiteit. De ontspanning in het vlak van inflatie maakte het voor de *Bank of England* mogelijk haar leidinggevende rentetarieven vanaf oktober aanzienlijk te verlagen. De eerste daling, met 50 basispunten op 8 oktober, werd gevolgd door twee verdere verlagingen op 6 november en 4 december, met respectievelijk 150 en 100 basispunten, zodat de officiële rente in twee maanden tijd terugliep van 5 naar 2 pct.

Net als in 2007 was het begrotingsbeleid expansief, waardoor het structurele overheidstekort steeg van 3,7 tot 5,2 pct. bbp. Verantwoordelijk voor die verslechtering waren, enerzijds, maatregelen ter verlichting van zowel de directe als de indirecte belastingdruk, met de tijdelijke verlaging van het normale btw-tarief van 17,5 tot 15 pct. en, anderzijds, de daling van de ontvangsten, onder meer als gevolg van verliezen in de financiële sector en de teruggang van de prijzen en transacties op de vastgoedmarkt. Daarnaast woog ook de hogere inflatie op de rentelasten die worden betaald op de geïndexeerde obligatieschuld van de Schatkist. Rekening houdend met de ingrepen om het financiële stelsel te redden, is de schuldenlast van de overheid in 2008 met nagenoeg 12 procentpunten opgelopen tot 56 pct. bbp.

1.5 Opkomende economieën

1.5.1 Azië

Over het algemeen zijn de macro-economische *fundamentals* van de opkomende economieën in Azië verbeterd, waardoor ze over een buffer beschikken om de gevolgen van de internationale financiële crisis op te vangen. Eind 2007 lieten deze landen een krachtige economische groei optekenen, alsook een gematigde inflatie, overschotten op de lopende rekening en aanzienlijke

deviezenreserves. Bovendien hadden de banken van die landen na de Aziatische financiële crisis van 1997 hun kapitaalbasis versterkt en een voorzichtige beleggingsstrategie gehanteerd, terwijl de overheid in die landen slechts schoorvoetend maatregelen had genomen om het bankwezen verder te liberaliseren en de restricties op de in- en uitgaande kapitaalstromen te versoepelen. Hoewel de weerslag van de internationale financiële crisis op het Aziatische bankwezen dus relatief beperkt gebleven is, hebben de Aziatische beurzen wel zwaar geleden onder de internationale vlucht naar risicoloze beleggingen, waardoor de neerwaartse druk op de meeste Aziatische munten ten opzichte van de VS-dollar toenam. Bovendien verstrakten ook in Azië de kredietvoorwaarden en ondervonden grote ondernemingen moeilijkheden bij het ophalen van middelen via de uitgifte van obligaties op de internationale markten.

Door hun sterke integratie in de wereldhandel en de zeer exportgerichte oriëntatie van hun groei, zijn de opkomende economieën van Azië erg kwetsbaar voor een recessie in de geavanceerde landen. Tijdens het verslagjaar is de economische activiteit dan ook in al deze landen vertraagd, en vooral in de pas geïndustrialiseerde landen. De minder dynamische uitvoer in combinatie met de verslechtering van de ruilvoet als gevolg van de hoge grondstoffenprijzen, alsook de depreciatie van verschillende Aziatische valuta's na de zomer, hebben geleid tot een inkrimping van de lopende overschotten in alle landen. In Zuid-Korea is het lopende overschot voor het eerst sinds jaren omgeslagen in een tekort en in Indonesië werd ternauwernood een evenwicht bereikt. De vooruitzichten op een scherpe groeivertraging hebben de centrale banken van deze landen ertoe aangezet hun monetaire beleid in het najaar te versoepelen, toen de inflatoire druk was weggeëbd. Daarnaast hebben Japan, China, Zuid-Korea en de leden van de ASEAN besloten in 2009 een gemeenschappelijk hulpfonds op te richten ter waarde van 80 miljard VS-dollar (uitbreiding van het akkoord met betrekking tot het zogenoemde initiatief van Chiang Mai), teneinde elkaar bij te staan in geval van financieringsproblemen op korte termijn.

De groep van opkomende Aziatische landen telt enkele kwetsbare economieën die te lijden hebben onder structurele zwakheden. In Zuid-Korea waren de banken sterk blootgesteld aan de ontwikkelingen op de internationale financiële markten, aangezien ze op grote schaal *carry trade*-transacties hadden uitgevoerd, waarbij ze op korte termijn leningen in vreemde valuta tegen een lage rente aangingen om ter plaatse te beleggen of om leningen te verstrekken tegen een hoge rente. In Indonesië, waar de groei gedreven werd door een snelle kredietexpansie, is het saldo op de lopende rekening sterk

TABEL 8 MACRO-ECONOMISCHE INDICATOREN VOOR OPKOMEND AZIË

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

	Bbp naar volume		Consumptieprijsen		Saldo lopende rekening ⁽¹⁾		Financieringssaldo van de overheid ⁽¹⁾		Officiële deviezen-reserves ⁽²⁾
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2008
Nieuw geïndustrialiseerde landen									
Hongkong	6,4	3,7	2,0	3,9	13,5	11,7	7,6	0,1	161
Zuid-Korea	5,0	4,1	2,5	4,7	0,6	-1,3	0,4	-1,3	212
Singapore	7,7	2,7	2,1	6,5	24,3	19,1	9,0	6,1	162
Taiwan	5,7	3,8	1,8	3,7	8,6	7,8	0,9	-0,1	278
China	11,9	9,7	4,7	6,2	11,3	9,5	1,0	0,8	1.912
India	9,3	7,9	6,4	10,1	-1,4	-2,8	-2,8	-3,8	258
ASEAN-4									
Filipijnen	7,2	4,4	2,8	9,8	4,4	2,4	1,7	-1,0	36
Indonesië	6,3	6,0	6,3	10,0	2,5	0,1	-1,2	-1,0	51
Maleisië	6,3	5,7	2,0	6,0	15,6	14,8	-3,2	-4,6	110
Thailand	4,8	4,5	2,2	5,6	6,4	3,1	-1,1	-0,5	102

Bron: IMF.

(1) Uitgedrukt in procenten bbp, voor India eindigt het fiscaal jaar in maart.

(2) Miljarden VS-dollars, eind oktober.

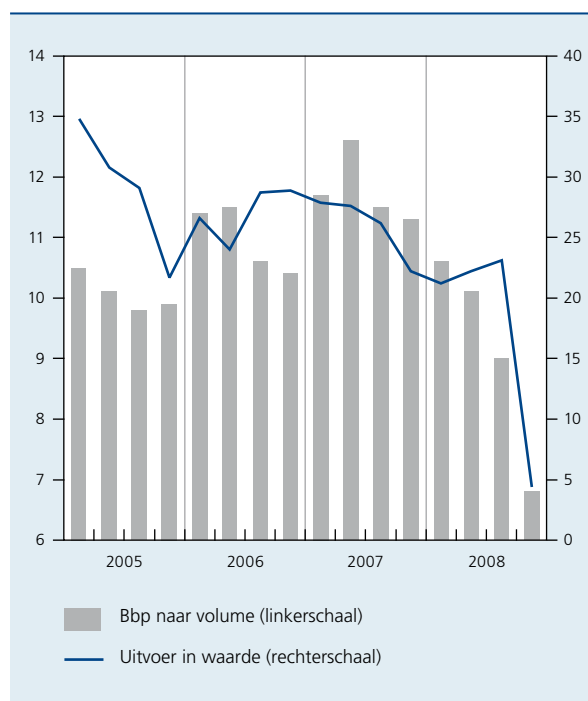
afhankelijk van de prijzen van de uitgevoerde grondstoffen, waardoor het land in hoge mate blootgesteld wordt aan financieringsproblemen in geval van prijsdalingen. India liet de afgelopen twee jaar tekorten optekenen op de lopende rekening en op de overheidsrekeningen, zodat het amper bewegingsruimte heeft om de binnenlandse vraag te ondersteunen.

Vanuit het oogpunt van de mondiale economie verdient China bijzondere aandacht, zowel inzake het verloop van zijn economische situatie als inzake het beleid van de Chinese overheid. China is immers de op een na grootste economie van Azië, na Japan, en speelt een essentiële rol in de Aziatische productieketen. Bovendien beschikt de Chinese overheid over een aanzienlijke budgettaire marge om de binnenlandse vraag te stimuleren. De minder gunstige internationale conjunctuur leidde omstreeks eind 2008 tot een daling van de uitvoer en een vertraging van de industriële productie, die in de zomer eveneens te lijden had onder de tijdens de Olympische Spelen opgelegde beperkingen. De bbp-groei is dan ook teruggelopen tot 9,7 pct., het minst goede resultaat sedert jaren.

Die groeivertraging is ook gedeeltelijk toe te schrijven aan het verloop van de binnenlandse vraag. Zo liep de groei van de investeringen in woningen terug, doordat de woningmarkten in een aantal grote steden afkoelden na

GRAFIEK 13 KWARTAALPROFIEL VAN HET BBP EN VAN DE UITVOER IN CHINA

(niet voor seizoeninvloeden gezuiverde gegevens, veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bronnen: Thomson Financial Datastream, Nationaal statistisch bureau (China).

jaren van forse prijsstijgingen. De consumptieve bestedingen, daarentegen, bleven al met al dynamisch, aangezien de stijging van de inkomens de inflatie ruimschoots compenseerde, hoewel het consumentenvertrouwen geleidelijk afnam.

Met een verdere vertraging van de economische groei in het vooruitzicht, nam de overheid maatregelen ter ondersteuning van de uitvoer en gaf zij aan een proactief begrotingsbeleid te zullen voeren in combinatie met een relatief soepel monetair beleid. Op 9 november werd een aanzienlijk arsenaal aan stimuleringsmaatregelen voorgesteld, naar rata van ongeveer 14 pct. bbp over twee jaar. De maatregelen omvatten grote openbare investeringsprojecten inzake sociale huisvesting, transportinfrastructuur, plattelandontwikkeling en de wederopbouw van de door de aardbeving van mei 2008 getroffen gebieden. Daarnaast wordt voorzien in een verhoging van de overdrachten aan de plattelandsbevolking, belastingverminderingen voor huishoudens in de vorm van een verhoging van het minimuminkomen en een hervorming van de btw (die voortaan betaald wordt door de consumenten en niet langer door de producenten). De Chinese overheid wil de groei niet enkel ondersteunen, maar ook een betere verdeling ervan onder de bevolking verzekeren, en streeft er derhalve naar de rurale inkomens tegen 2020 te verdubbelen. Tevens werd besloten de pachtovereenkomsten voor landbouwgronden – die nog steeds eigendom zijn van de Staat – verhandelbaar te maken met het oog op schaalvergroting en productiviteitswinsten in de landbouw.

Sedert medio september heeft de *People's Bank of China* haar monetaire beleid meerdere malen versoepeld, onder meer op 8 oktober, toen ze besloot haar rentevoeten te laten zakken in het zog van de gecoördineerde actie van

verscheidene centrale banken in de wereld. Al met al werden de referentierentevoeten op leningen en deposito's op een jaar respectievelijk vijf en vier keer verlaagd, eerst met telkens 27 basispunten, vervolgens op 26 november met 108 basispunten en, ten slotte, op 23 december met nogmaals 27 basispunten. Ondertussen werd de coëfficiënt voor de reserveverplichtingen van de banken aanmerkelijk verlaagd, eveneens in meerdere stappen, en werd de administratieve controle op de kredietverlening opgeheven. Na een geleidelijke appreciatie tijdens de eerste zes maanden van het jaar, handhaafde de wisselkoers van de renminbi zich in de tweede helft van het jaar op een min of meer constant niveau ten opzichte van de VS-dollar. In tegenstelling tot andere Aziatische munten, deprecieerde de renminbi niet ten opzichte van de dollar toen de internationale financiële crisis haar hoogtepunt bereikte. In december liep de koers evenwel enigszins terug.

De Chinese deviezenreserves, die hoofdzakelijk worden gevormd door de overschotten op de lopende rekening, bereikten tijdens het verslagjaar een nieuw recordpeil: eind oktober beliepen ze 1.912 miljard dollar. De handelsoverschotten bleven aanzienlijk, ondanks de vertraging van de exportgroei naar volume. Aangezien een deel van de uitvoer bestaat uit geassembleerde producten op basis van ingevoerde onderdelen, is de groei van de invoer naar volume immers ook teruggelopen. Naast de directe investeringen trok China vooral in de eerste helft van het jaar ook speculatieve kapitaalstromen aan – de omvang ervan is moeilijk te schatten – op grond van de verwachte appreciatie van de renminbi. De ongekende accumulatie van deviezenreserves die daaruit voortvloeide, stelde China in staat financiële bijstand te verlenen aan het zwaar door de internationale financiële crisis getroffen Pakistan, en te participeren in het reeds vermelde Aziatische hulpfonds.

Kader 2 – De BRICs : drijvende krachten achter de mondiale economische groei ?

In oktober 2003 publiceerde *Goldman-Sachs* een artikel met als titel *Dreaming with BRICs: The Path to 2050*. In het artikel werd voor het eerst het letterwoord BRIC gebruikt, een samentrekking van de eerste letters van Brazilië, Rusland, India en China, om de vier grootste opkomende economieën ter wereld aan te duiden. De auteurs voorspelden dat het economische gewicht van dit viertal in 2050 groter zou zijn dan dat van de G-7. De snelheid waarmee de Chinese en de Indiase economie zich ontwikkelen, is immers haast nooit eerder vertoond. Bovendien tellen China en India elk een bevolking van meer dan 1 miljard mensen, zodat de terugkeer van deze landen op het wereldtoneel, met Brazilië en Rusland in hun kielzog, uiteraard niet zonder gevolgen blijft voor de mondiale economie. Dit Kader gaat in op het relatieve belang van de BRICs en onderzoekt in hoeverre ze een voortrekkersrol vervullen. Deze laatste vraag is des te relevanter in het licht van de omstandigheden tijdens het verslagjaar, meer bepaald de weerslag van de internationale financiële crisis op de groeieresultaten van de geavanceerde landen. ►

De voorbije vijf jaar leverden de BRICs voor het eerst een grotere bijdrage tot de mondiale groei dan de G-3, die bestaat uit de Verenigde Staten, Japan en de EU. In 2007 evenaarde het aandeel van de BRICs in het mondiale bbp, uitgedrukt in koopkrachtpariteiten, dat van de Verenigde Staten, namelijk 21,4 pct. Worden evenwel de marktwisselkoersen gebruikt in plaats van de koopkrachtpariteiten⁽¹⁾, dan zou het aandeel van de BRICs slechts 12,8 pct. bedragen. De BRICs, met China op kop, zijn er ook in geslaagd de afgelopen vijftien jaar hun aandeel in de goederenhandel te vergroten, ten koste van de gevestigde grote handelsnaties. In 2007 beliep het aandeel van de BRICs in de goederenhandel 15,5 pct., waarvan China 10,2 pct. voor zijn rekening nam, tegen 3 pct. in 1992⁽²⁾. Ondanks een geleidelijke teruggang blijven de Verenigde Staten de belangrijkste handelsnatie, met een aandeel van 17,2 pct. in 2007.

GOEDERENUITVOER NAAR BESTEMMING IN 2007

(procenten van de totale uitvoer van elk land of elke groep van landen)

Bestemming	Oorsprong							
	Verenigde Staten	Japan	EU	Brazilië	Rusland	India	China ⁽¹⁾	Rest opkomend Azië ⁽²⁾
G-3	26,6	35,2	23,8	40,1	57,6	38,6	56,8	45,6
Verenigde Staten	–	20,4	20,4	14,1	4,8	15,0	23,2	17,0
Japan	5,4	–	3,4	3,1	2,6	2,5	9,7	11,3
EU	21,2	14,7	–	22,9	50,2	21,1	23,9	17,3
BRICs	11,5	23,7	18,2	13,4	6,5	14,3	5,8	36,6
Brazilië	2,1	0,6	1,7	–	0,2	1,2	1,0	0,8
Rusland	0,6	1,5	7,0	2,5	–	0,7	2,4	0,8
India	1,5	0,9	2,3	0,7	1,1	–	2,4	3,0
China ⁽¹⁾	7,3	20,7	7,2	10,2	5,2	12,4	–	32,0
Rest opkomend Azië ⁽²⁾	10,8	26,6	7,9	4,5	2,3	17,5	18,7	–
Rest van de wereld	51,0	14,5	50,1	42,0	33,6	29,5	18,7	17,8

Bron: IMF.

(1) Met inbegrip van Hongkong.

(2) Filipijnen, Indonesië, Maleisië, Singapore, Taiwan, Thailand en Zuid-Korea.

De BRICs kunnen de economische groei van andere landen op de eerste plaats beïnvloeden via de internationale handel. Ze vormen evenwel nog geen belangrijke afzetmarkten voor de G-3, op één uitzondering na: China was in 2007 de belangrijkste afzetmarkt van Japan. Omgekeerd is meer dan 40 pct. van de uitvoer van de BRICs bestemd voor de G-3. De EU is een belangrijke afzetmarkt voor de Russische uitvoer, aangezien Rusland een cruciale speler is op de Europese energiemarkt en historische handelsrelaties onderhoudt met veel Centraal- en Oost-Europese landen die nu deel uitmaken van de EU.

(1) Hoewel de prijzen van goederen die op de internationale markten worden verkocht snel convergeren volgens de wet van de eenvormige prijs, geldt dat niet voor de prijzen van goederen die op de binnenlandse markt worden geproduceerd en geconsumeerd. Zo zijn de prijzen van de niet-verhandelbare producten in de minst ontwikkelde landen doorgaans lager dan de prijzen van deze producten in de rijke landen. Een berekening aan de hand van de marktwisselkoers zou derhalve resulteren in een neerwaarts vertekende raming van de koopkracht van de arme landen. Om een dergelijke vertekening te vermijden, wordt gebruik gemaakt van een wisselkoers tegen koopkrachtpariteiten, die rekening houdt met de prijsverschillen tussen de verschillende economieën. De waarde van de productie wordt dus gemeten aan de hand van de prijzen van een referentie-economie, over het algemeen die van de Verenigde Staten. In het kader van het *International Comparison Program* van de Wereldbank en het gemeenschappelijke programma van de OESO en Eurostat werden dergelijke berekeningen uitgevoerd voor een groot aantal landen. De meest recente beschikbare gegevens hebben betrekking op het jaar 2005. Voor China en India beliep de verhouding tussen de wisselkoers tegen koopkrachtpariteiten en de marktwisselkoers in 2007 respectievelijk 1,8 en 2,3. Die verhoudingen nemen af naarmate de landen zich ontwikkelen.

(2) De handel is gedefinieerd als de som van de invoer en de uitvoer en werd gecorrigeerd voor de handel binnen de EU-15.

Daarnaast is China een belangrijke afzetmarkt voor Brazilië, India en de andere opkomende Aziatische landen. De ontwikkeling van de handel tussen China en de andere opkomende landen van Azië weerspiegelt de snelle integratie van het land in de Aziatische productieketen. In de regio is een handelsdynamiek gegroeid waarbij China componenten importeert uit de buurlanden, met inbegrip van Japan, en grondstoffen uit de hele wereld, teneinde ze te assembleren tot afgewerkte goederen en vervolgens in belangrijke mate uit te voeren naar de G-3. De Aziatische productieketen is dus sterk afhankelijk van de finale vraag in de Verenigde Staten en in de EU. Als de vraag daar in elkaar stuikt, wordt in China een aanzienlijke vertraging van de uitvoer opgetekend, alsook van de invoer van componenten en grondstoffen. Een conjuncturele omslag in de landen van de G-3 leidt dus tot een groeivertraging in de BRICs via het handelsverkeer, terwijl het omgekeerde slechts in geringere mate het geval is.

Mede door de opkomst van China en de andere opkomende economieën is de consumptie van grondstoffen in de wereld de afgelopen jaren gestaag toegenomen. Deze vraagstijging heeft bijgedragen tot de opwaartse druk op de grondstoffeprijzen en derhalve tot veranderingen in de relatieve prijzen, zoals de ruilvoet. Dit is het tweede kanaal waarlangs de BRICs invloed uitoefenen op de inkomens, de bestedingen en de productie in andere landen.

De stijging van de mondiale vraag naar alimentaire grondstoffen werd vooral gedreven door de hogere inkomens in de opkomende economieën, waaronder China. De laatste jaren is daar evenwel ook de vraag naar biobrandstoffen vanuit de rijke landen bijgekomen: in 2007 had deze laatste component een grotere bijdrage geleverd tot de totale vraagstijging dan China. Om de stijging van de binnenlandse prijzen in te dijken, had een aantal opkomende landen, waaronder China, India en Rusland, in 2007 maatregelen genomen om de uitvoer van diverse alimentaire grondstoffen te beperken, waardoor de schaarste op de wereldmarkten nog toenam. Dit verschijnsel kwam het sterkst tot uiting voor rijst.

De mondiale vraag naar olie bleef op een hoog peil tot medio 2008. De stijging ervan is eveneens in de eerste plaats toe te schrijven aan de opkomende economieën, waar de hogere inkomens geleid hebben tot een toename van het autobezit. In een aantal opkomende landen, waaronder China en India, wordt de reactie van de vraag naar olie op de marktprijs afgezwakt door een beleid van subsidies en prijscontrole. Doordat de consument er een prijs betaalt die niet representatief is voor de koersen op de internationale markten, is hij (tijdelijk) beschermd tegen mogelijke prijsstijgingen op deze markten. In het voorjaar hebben China en India de benzineprijs aan de pomp met respectievelijk 18 en 10 pct. verhoogd. China's olieconsumptie blijft weliswaar gematigd, aangezien het vooral gebruik maakt van steenkool om in zijn energiebehoeften te voorzien.

Sinds 2002 neemt de mondiale vraag naar metalen elk jaar onafgebroken toe. Deze toename vindt haar oorsprong hoofdzakelijk in China. De prijzen van de meeste metalen waren de afgelopen vijf jaar sterk gecorreleerd met het verloop van de industriële productie in China. Dat was onder meer het geval voor de prijzen van nikkel en zink, twee metalen die als input in de staalproductie gebruikt worden. Ook de bouwwerken in Peking in de aanloop naar de Olympische Spelen stimuleerden de vraag naar metalen.

Aan de andere kant zijn sommige invoerprijzen in de geavanceerde economieën onder invloed van China en de andere opkomende landen mogelijk gedaald of minder sterk gestegen, meer bepaald in die productcategorieën waarin het aandeel van de opkomende economieën in de totale invoer zeer hoog is, zoals textiel en technologische producten⁽¹⁾.

Ten slotte boekten verscheidene opkomende landen, waaronder China en heel wat olie-exporterende landen, de laatste jaren enorme overschotten op de lopende rekening van hun betalingsbalans, tegen de achtergrond van ondergewaardeerde nationale valuta's en een onaangepast wisselkoersbeleid. Dit leidde tot een toename van de deviezenreserves in de opkomende landen. De aanwending hiervan vormt een derde kanaal waarlangs de opkomende landen het verloop van de wereldeconomie kunnen beïnvloeden. Zo dragen deze landen bij tot

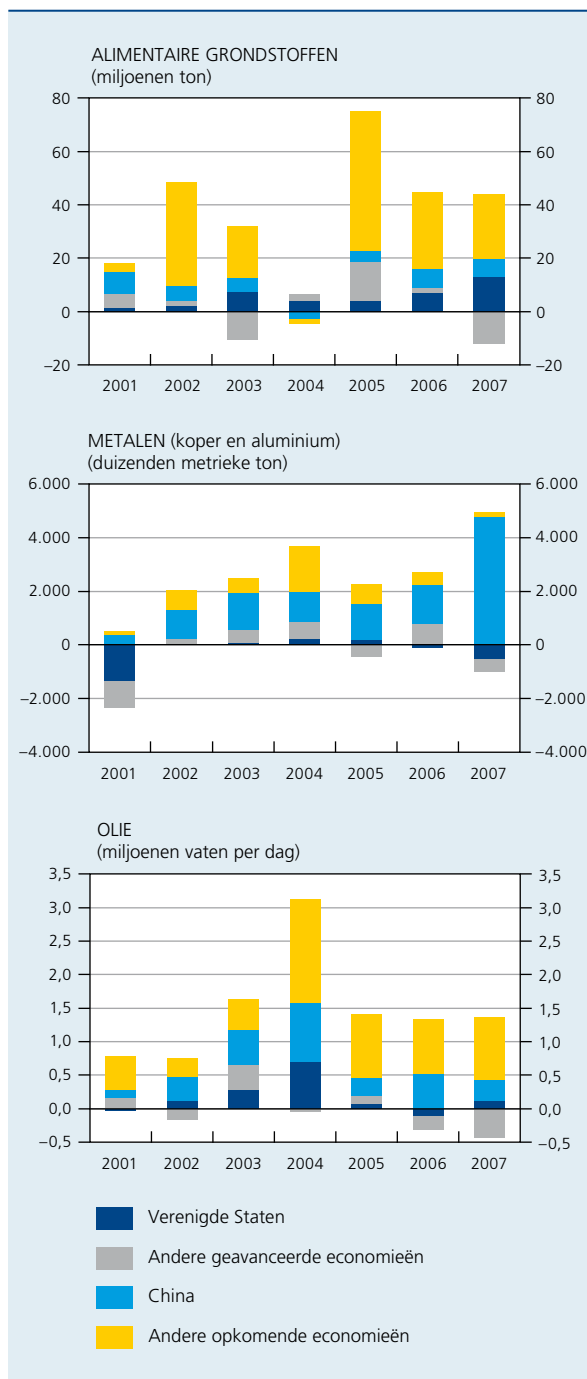
(1) Zie Boeckx J. (2006), *Globalisering en monetair beleid*, NBB, Economisch Tijdschrift, september, pp. 7-23.



de financiering van het tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten. Deze *savings glut*, die in de opkomende landen ten grondslag ligt aan het lopende overschot, leverde een wezenlijke bijdrage tot de daling van het mondiale rentepeil, vooral in de Verenigde Staten, waar ze de ontwikkeling van een zeepbel op de huizenmarkt en de snelle expansie van de consumptieve bestedingen in de hand werkte via zogenoemde vermogenseffecten.

VRAAG NAAR GRONDSTOFFEN

(bijdragen tot de veranderingen ten opzichte van het voorgaande jaar)



Bron : IMF.



De conclusie is dat de BRICs de afgelopen jaren de wereldeconomie hebben geschraagd dankzij de groei van de internationale handel en de financiële beleggingen in de geavanceerde landen. Hun binnenlandse markten zijn echter nog niet krachtig genoeg om de afhankelijkheid van de mondiale economie ten opzichte van de ontwikkelingen in de geavanceerde landen te doorbreken. Het is eveneens onmiskenbaar dat de BRICs hebben bijgedragen tot de aanzienlijke vertraging van de mondiale economische groei tijdens het verslagjaar, namelijk door hun opwaartse druk op de prijzen van de grondstoffen, alsook, gelet op de rol van bepaalde opkomende economieën bij de vergroting van de mondiale evenwichtsverstoringen, via diverse ontwikkelingen die geleid hebben tot de uitbarsting van de in 2007 op gang gekomen internationale financiële crisis.

1.5.2 Opkomende landen die lid zijn van de EU

In de eerste helft van het verslagjaar bleef de groei in de meeste nieuwe Centraal- en Oost-Europese lidstaten van de EU krachtig, vooral dankzij een forse toename van de investeringen en de consumptie, geschraagd door de sterke groei van de binnenlandse kredietverlening en de lonen.

Nadien begon de uitgesproken vertraging van de externe vraag vanuit de andere economieën van de EU, de belangrijkste handelspartners van die landen, te wegen op hun export. Bovendien sloeg de internationale bancaire en financiële crisis vanaf september 2008 over naar die landen. Dit leidde tot een inkrimping van de kapitaalinstroom, een ineenstorting van de aandelenkoersen, een verhoging van de risicopremies, het opdrogen van de liquiditeiten en een verstrakking van de kredietvoorwaarden. Deze factoren hebben de investeringen en de consumptie negatief beïnvloed. Hoewel alle nieuwe lidstaten werden getroffen door de financiële crisis, gebeurde dat niet overal in dezelfde mate, maar hoofdzakelijk volgens de omvang van hun interne en externe evenwichtsverstoringen.

Zo bleven Polen, Tsjechië en Slowakije grotendeels gevrijwaard van de effecten van de financiële crisis. Deze landen hadden de afgelopen jaren de meest evenwichtige groei van de nieuwe lidstaten van de EU laten optekenen, gesteund door zowel de binnenlandse vraag als de uitvoer, in een relatief stabiele omgeving die werd gekenmerkt door een inflatie onder controle, een gunstig verloop van de begrotingssaldi, een beperkt tekort op de lopende rekening en een weinig omvangrijk beroep op kredieten in buitenlandse valuta. Hun economische groei was in 2008 derhalve nog hoog, zij het iets lager dan het voorgaande jaar: van 4,2 pct. voor Tsjechië tot 7,1 pct. voor Slowakije. De vertraging die zich in de tweede helft van het jaar in deze landen voordeed, moet hoofdzakelijk worden toegeschreven aan de minder snelle toename

van de uitvoer, terwijl de binnenlandse bestedingen goed standhielden dankzij de stijging van de inkomens uit arbeid. In Tsjechië beïnvloedde de verhoging van het minimale btw-tarief van 5 tot 9 pct. nochtans de particuliere consumptie.

In deze context van krachtige groei van de economische activiteit werd de sanering van de overheidsfinanciën voortgezet, zodat de procedures inzake buitensporige overheidstekorten die waren ingezet ten aanzien van Tsjechië, Polen en Slowakije, in juni en juli 2008 werden opgeheven. In diezelfde periode gaf de Raad van de EU Slowakije de toelating de euro in te voeren als officiële munt op 1 januari 2009: de omrekeningskoers van de Slowaakse kroon werd onherroepelijk vastgesteld op 30,1260 kroon voor één euro, met andere woorden de spilkoers sedert mei 2008, toen de Slowaakse kroon was gerevalueerd met 17,6 pct. als gevolg van de aanhoudende verbetering van de economische *fundamentals*.

Dankzij het vooruitzicht op een gewisse en snelle toetreding tot het eurogebied, bleef de Slowaakse kroon volledig gevrijwaard van de sterke turbulentie die vanaf oktober, op het hoogtepunt van de internationale financiële crisis, de wisselmarkt van de verschillende valuta's van de nieuwe Centraal- en Oost-Europese lidstaten in haar greep hield, met inbegrip van de nochtans op stevige *fundamentals* gestoelde economieën, zoals Tsjechië en Polen.

De Tsjechische kroon en de Poolse zloty lieten tijdens het verslagjaar een sterk vergelijkbaar verloop optekenen. Van het najaar 2007 tot eind juli 2008 namen de wisselkoersen van beide valuta's gestaag toe ten opzichte van de euro, zodat ze op hun hoogtepunt respectievelijk 17 en 15 pct. boven hun gemiddelde koers van het voorgaande jaar uitkwamen. Vervolgens zijn ze met bijna 8 pct. gedeprimeerd tot medio september, naarmate het perspectief op een zekere loskoppeling van de groei van deze landen ten opzichte van die van het eurogebied verzwakte, en

TABEL 9 ECONOMISCHE SITUATIE IN 2008 VAN DE NIEUWE CENTRAAL- EN OOST-EUROPESE EU-LIDSTATEN ⁽¹⁾

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

	Bbp naar volume	HICP	Verandering op jaarbasis van de vastgoedprijzen tussen eind 2003 en eind 2007	Binnenlandse kredieten in 2007	Overheidsfinanciën		Balans van het lopende verkeer	Uitstaand bedrag van de binnenlandse kredietverlening in valuta's aan de particuliere sector, eind 2007
					Financierings- saldo	Schuld		
(in pct. bbp)								
Polen	5,0	4,2	76,7	40,6	-2,5	45,5	-5,6	9,8
Tsjechië	4,2	6,3	-0,5 ⁽²⁾	30,9	-1,2	27,9	-0,9	4,3
Hongarije	0,9	6,0	1,7	16,2	-3,3	71,9	-7,2	33,6
Slowakije	7,1	3,9	10,6	25,9	-2,2	28,6	-6,0	8,9
Roemenië	7,8	7,9	n.	50,2	-5,2	15,2	-12,9	18,4
Bulgarije	6,4	12,0	31,9	64,1	3,2	13,8	-24,7	32,8
Litouwen	3,4	11,1	35,7	43,2	-2,9	17,1	-12,6	36,0
Letland	-2,3	15,3	36,9	34,4	-3,5	16,0	-14,9	82,1
Estland	-2,4	10,6	24,6	33,6	-2,0	4,3	-10,1	74,8
<i>p.m. Eurogebied</i>	<i>1,0⁽³⁾</i>	<i>3,3</i>	<i>6,4</i>	<i>10,9</i>	<i>-1,7</i>	<i>69,0</i>	<i>-0,4⁽³⁾</i>	<i>4,6</i>

Bronnen: EC, OESO, ECB.

(1) De landen zijn per groep gerangschikt volgens de omvang van hun bbp in 2008.

(2) Tot eind 2006.

(3) Eurogebied, met uitzondering van de landen die na 2006 zijn toetreden.

de risicoaversie op de internationale financiële markten groter werd. Vanaf oktober nam de volatiliteit van de wisselkoers van beide valuta's scherp toe. In tegenstelling tot de Tsjechische kroon, en waarschijnlijk als gevolg van de iets minder solide *fundamentals* in Polen, moest de zloty zeer snel terrein prijsgeven. Tussen 1 en 23 oktober verloor hij nagenoeg 15 pct. van zijn waarde, als gevolg van een besmettingseffect van de Hongaarse forint, die in dezelfde periode ongeveer even sterk terugliep. Maar terwijl de forint zich vervolgens stabiliseerde op een niveau dat 5 pct. onder zijn gemiddelde koers van 2007 uitkwam, bleef de zloty ten opzichte van de euro in waarde dalen tot hij aan het einde van het jaar een disagio van 10 pct. bereikte tegenover zijn gemiddelde van het jaar voordien.

Vergeleken met deze drie landen waren de economische *fundamentals* van Hongarije minder stevig, hoewel het land in dat opzicht flinke vooruitgang heeft geboekt. Zo is de regering erin geslaagd de financieringsbehoefte van de overheid fors terug te dringen, van 9,3 pct. bbp in 2006 tot 3,3 pct. in 2008. Bovendien waren de Hongaarse autoriteiten erin geslaagd de inflatoire spanningen te stabiliseren, de stijging van de grondstoffenprijzen niet te na

gesproken. De belangrijkste bron van ongerustheid bleef bijgevolg het hoge peil van de bruto buitenlandse schuld, die werd opgebouwd als gevolg van grote tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans sedert het begin van de jaren negentig. Eind 2007 beliep deze schuld 112,8 pct. bbp.

In deze fragiele economische context heeft de met de internationale financiële crisis gepaard gaande toename van de risicoaversie de Hongaarse financiële markten zwaar getroffen. Vooral het hoge peil van de schulden van de huishoudens in vreemde valuta heeft het wantrouwen van de buitenlandse beleggers aangewakkerd. Vanaf oktober hebben het stilvallen van de markt voor overheidsobligaties, de beurscrash en de sterke depreciatie van de forint geleid tot een liquiditeitscrisis in het hele bankwezen. Als reactie op deze noodsituatie stond de ECB op 16 oktober de *Magyar Nemzeti Bank* een kredietopening toe voor een bedrag van 5 miljard euro. Niettemin werd deze centrale bank er op 22 oktober, vanwege de spanningen op de valutamarkt, toe genoopt haar rentetarieven fors op te trekken. Zij verhoogde haar basisrente van 8,50 tot 11,50 pct. Daarenboven hebben het IMF, de EU en de Wereldbank gezamenlijk een lening

van 20 miljard euro verstrekt om Hongarije in staat te stellen zijn kortlopende schulden terug te betalen. Deze steun ging gepaard met maatregelen om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te verbeteren en de financiële sector te versterken. Dankzij deze beslissingen konden de Hongaarse financiële markten worden gestabiliseerd en werd de forint minder volatiel, waardoor de *Magyar Nemzeti Bank* aan het einde van het jaar haar basisrente in drie stappen kon terugbrengen tot 10 pct., een en ander tegen de achtergrond van een algemene, wereldwijde verlaging van de basisrentetarieven van de centrale banken.

In de drie Baltische Staten is de binnenlandse vraag de afgelopen jaren extreem snel toegenomen, gedragen door een algemeen optimisme als gevolg van de toetreding tot de EU en het vooruitzicht in de nabije toekomst deel uit te maken van het eurogebied. Deze toename heeft geleid tot aanzienlijke tekorten op de lopende rekening. Ze is ten dele gestoeld op een expansie van de kredieten, die veelal in vreemde valuta werden verstrekt door dochterondernemingen van buitenlandse banken, wat heeft bijgedragen tot een *boom* in de vastgoedsector. Eind 2007 beliepen de uitstaande bankkredieten in vreemde valuta aan de particuliere sector in Estland en Letland zowat 80 pct. bbp, waarvan nagenoeg de helft bestemd was voor de huishoudens. Doordat buitenlandse banken zich later vestigden in Litouwen, vertegenwoordigden de kredieten in vreemde valuta aan de particuliere sector in dit laatste land slechts 36 pct. van het bbp. Bovendien hebben sterke spanningen op de arbeidsmarkt in deze drie landen, versterkt door een aanzienlijke emigratie van arbeidskrachten, aanleiding gegeven tot een snelle stijging van de lonen, die de binnenlandse vraag en de inflatie nog aanwakkerde. Tot slot heeft de koppeling van de nationale valuta aan de euro geleid tot overwegend procyclische monetaire voorwaarden, met negatieve reële rentevoeten die de oververhitting nog in de hand werkten. De omvang van de daaruit voortvloeiende interne en externe evenwichtsverstoringen heeft de onrust bij de banken vanaf 2007 doen toenemen, met een verstrakking van de kredietvoorwaarden en een vertraging van de kredietgroei tot gevolg.

De toename van de risicoaversie op de internationale financiële markten sedert de zomer van 2008 heeft deze beweging versterkt en bijgedragen tot een scherpe daling van de vastgoedprijzen na meerdere jaren van forse stijgingen. Op de aandelenmarkten werd een scherpe correctie opgetekend, terwijl het consumenten- en ondernemersvertrouwen naar beneden dook. De weerslag van de crisis was groter in Letland en Estland, aangezien deze laatste kampen met een zeer hoge buitenlandse schuld. De vertraging van de binnenlandse vraag, die

reeds merkbaar was in 2007, is in 2008 versneld, en deze beide landen konden een recessie niet vermijden. Het groeitempo van de economische activiteit is er zeer bruusk vertraagd, van 10,3 pct. in 2007 tot -2,3 pct. in Letland en van 6,3 tot -2,4 pct. in Estland. In Litouwen daalde de bbp-groei minder sterk, van 8,9 tot 3,4 pct., onder meer dankzij een vermindering van het aanslagtarief van de personenbelasting. In al deze landen zijn de werkloosheidsgraad en de overheidsfinanciën verslechterd. De inkrimping van de binnenlandse vraag heeft het nochtans mogelijk gemaakt de aanzet te geven tot de noodzakelijke correctie van de aanzienlijke lopende tekorten, ondanks de weerslag van de minder snelle groei van de vraag vanuit de rest van de wereld op de uitvoer van die landen. Zo leverde de netto-uitvoer in Estland en Letland in 2008 een positieve bijdrage tot de groei en droeg zodoende bij tot de verbetering van het saldo op de handelsbalans.

De internationale financiële crisis had de zwaarste impact in Letland als gevolg van de problemen in het banksysteem van dat land. Het meest getroffen werd *Parex*, de belangrijkste onafhankelijke binnenlandse bank en de tweede grootste bank van het land. Vanaf augustus werd *Parex* geconfronteerd met massale opvragingen van in deviezen luidende deposito's door niet-ingezetenen (vooral van Russische herkomst). Terzelfder tijd had die bank te kampen met financieringsmoeilijkheden op de internationale kapitaalmarkten, waar het wantrouwen jegens risicodebiteurs sterk was toegenomen. De deposito-opvragingen breidden zich vervolgens over het hele bankwezen uit. Tussen augustus en november daalde het depositobedrag in de hele banksector met 10 pct., en met om en nabij 25 pct. voor enkel de *Parex*-bank.

Door de bankcrisis is de bezorgdheid omtrent de kortetermijnfinanciering van het tekort op de lopende rekening toegenomen en zijn de spanningen op de valutamarkt verscherpt, wat de Letse centrale bank tot massale interventies dwong om de nationale munt aan de euro te blijven verankeren. De snelle vermindering van de deviezenreserves en de terugbetalingslasten van de kortlopende schuld hebben Letland ertoe verplicht internationale hulp te vragen. Eind december kreeg het land een lening van 7,5 miljard euro toegekend door de EU, het IMF, de Wereldbank en de noordse landen. Daartegenover heeft Letland er zich toe verbonden zijn begrotingstekort aanzienlijk te verkleinen (het zou moeten dalen tot 5 pct. bbp in 2009, tegen 12 pct. zonder corrigerende maatregelen) en zijn bankwezen te consolideren, onder meer door de *Parex*-bank integraal te nationaliseren. Gelijklopend daarmee hebben de in Letland opererende buitenlandse banken (voornamelijk de Zweedse) beloofd in voldoende

mate financiering te blijven verschaffen via hun Letse dochtermaatschappijen.

Het convergentietraject van Roemenië en Bulgarije lijkt op dat van de Baltische staten. Ook deze twee landen profiteerden immers van een forse economische expansie onder de impuls van een snel stijgende binnenlandse vraag, geschraagd door overvloedige kredieten en door loonsverhogingen die het groeitempo van de productiviteit ruimschoots overtroffen. In combinatie met een sterke stijging van de prijzen voor grondstoffen en energie, leidde dit tot een versnelling van de inflatie, alsook tot een omvangrijk buitenlands tekort, vooral in Bulgarije, waar de strikte koppeling aan de euro (via een *currency board*) de centrale bank belette een restrictiever monetair beleid te voeren. Daarentegen liet dit land in 2008 een aanzienlijk begrotingssurplus optekenen, terwijl Roemenië een overwegend procyclisch begrotingsbeleid voerde. Zowel in Bulgarije als in Roemenië lag de economische groei in 2008 hoger dan in 2007, doordat de resultaten van de eerste helft van het jaar en het gunstige verloop van

de arbeidsmarkt de tragere groei van de investeringen gedurende de tweede helft van het jaar ruimschoots compenseerden.

Door de aanzienlijke recurrente tekorten op de lopende rekening, zijn deze beide landen sterk afhankelijk geworden van buitenlandse financiering, hoofdzakelijk in de vorm van buitenlandse directe investeringen en bankkredieten in vreemde valuta's. De toename van de risicoaversie op de financiële markten vanaf september 2008 leidde tot een vertraging van de directe investeringen en het risico bestaat dat het wegwerken van de evenwichtsverstoringen – net als in de Baltische Staten – minder ordentelijk verloopt. Het wisselkoersverloop van de Roemeense leu ten opzichte van de euro vertoonde tot eind augustus geen duidelijke tendens. Sedert het hoogtepunt van de internationale financiële crisis tijdens het najaar is de leu echter veel volatieler geworden. Hij is dan snel gedeprecieerd en noteerde aan het einde van het jaar 20 pct. lager dan zijn gemiddelde waarde van 2007.



Emile Floors, detail van een allegorische figuur die de overloed voorstelt, op een ontwerp voor het bankbiljet van 100 frank – 20 belga type 1933, potlood, zonder datum (rond 1930), verzameling Nationale Bank van België

Het monetaire beleid van het Eurosysteem

2.

2.1 Overzicht

In 2008 werd het monetaire beleid van het Eurosysteem geconfronteerd met de zwaarste uitdagingen die het sedert de start van de derde fase van de Economische en Monetaire Unie (EMU) in 1999 heeft moeten aangaan. Tijdens de eerste helft van het jaar bleven de grondstofprijzen stijgen, wat niet alleen de inflatie deed oplopen tot 4 pct. in juni, maar ook effect begon te sorteren op de inflatieverwachtingen. Terzelfder tijd creëerden de aanhoudende problemen op de financiële markten heel wat onzekerheid omtrent de weerslag ervan op de reële economie. In combinatie met een mogelijke inkrimping van het aanbod van bankkrediet, dreigde de verkrapping van de financieringsvoorwaarden, waartoe de financiële beroering had geleid, de economische activiteit immers te bezwaren. Deze laatste hield aan het begin van het jaar nochtans vrij goed stand, terwijl het bankkrediet aan de niet-financiële particuliere sector gestaag bleef groeien. Tegen die achtergrond beklemtoonde de Raad van Bestuur, die zich weliswaar bewust was van de neerwaartse risico's voor de economische groei, in de eerste helft van 2008 het bestaan van als maar duidelijker wordende opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit en besloot uiteindelijk, op 3 juli, de beleidsrente met 25 basispunten op te trekken tot 4,25 pct. Die rente was sedert juni 2007 niet meer gewijzigd. Deze maatregel was bedoeld om, conform de opdracht van het monetaire beleid, de prijsstabiliteit op de middellange termijn te waarborgen, onder meer via een verankering van de inflatieverwachtingen.

In september verslechterde de toestand op de financiële markten echter ongekend snel en scherp. In een klimaat van diep wederzijds wantrouwen waren de banken niet meer bereid hun liquiditeitsoverschotten op de interbankenmarkt te plaatsen bij banken met een liquiditeitstekort. Zij gaven er immers de voorkeur aan hun beschikbare liquiditeiten in de vorm van reserves aan te houden bij het Eurosysteem. Voor bepaalde banken, waarvan sommige reeds volop de weerslag ondervonden van de waardeverminderingen die ze hadden moeten boeken, dreigde derhalve ook een liquiditeitstekort. Teneinde te voorkomen dat het bestaan van dergelijke tekorten het systeemrisico zou vergroten, voerde het Eurosysteem zijn

liquiditeitsverstrekking aan de banksector – zowel in euro als in vreemde valuta – beduidend op en paste de erop van toepassing zijnde regels grondig aan. Zodoende kon worden vermeden dat de problemen op de interbankenmarkt verder zouden verscherpen, maar dit heeft tot gevolg gehad dat het Eurosysteem de intermediaatiedie markt als het ware volledig heeft overgenomen. Al zal die markt vroeg of laat moeten worden gereactiveerd, in eerste instantie hadden overwegingen inzake financiële stabiliteit de overhand.

De centrale banken kunnen in principe onbeperkt liquiditeiten verstrekken, ook al moeten ze ervoor zorgen dat de aan die operaties inherente risico's beheersbaar blijven. Om die reden kunnen de kredietinstellingen, in het kader van de monetaire-beleidsvoering, bij het Eurosysteem slechts liquiditeiten verkrijgen tegen afgifte van passend onderpand. Door de ongemeen scherpe verslechtering van de financiële crisis, werd de liquiditeitsbehoefte van sommige kredietinstellingen echter dermate groot dat zij daarnaast ook nog een beroep moesten doen op dringende liquiditeitsbijstand (*ELA – Emergency Liquidity Assistance*). Dat was onder meer het geval in België, zoals uitvoeriger wordt beschreven in hoofdstuk 8, dat over de financiële stabiliteit gaat. Deze operaties vallen buiten de monetaire-beleidsvoering en ressorteren onder de nationale centrale banken (NCB's) waartoe de bewuste kredietinstellingen zich wendden. Nochtans kan zelfs een massale liquiditeitsinjectie, in het kader van het monetaire beleid of van *ELA*, geen oplossing bieden voor de solvabiliteitsproblemen waarmee sommige banken werden geconfronteerd. Indien de eigen middelen van deze laatste niet opnieuw op peil kunnen worden gebracht middels een inbreng van particulier kapitaal, kan het systeemrisico enkel worden beperkt door een overheidsinterventie. Behalve het herkapitaliseren van de banken, hebben de autoriteiten ook maatregelen genomen die het wantrouwen jegens de kredietinstellingen kunnen doen afnemen, meer bepaald door hun de mogelijkheid te bieden, tegen betaling, een beroep te doen op de staatswaarborg bij de uitgifte van schuldpapier en door het depositogarantiestelsel uit te breiden. In principe zouden deze maatregelen ook moeten bijdragen tot een afzwakking van de spanningen op de interbankenmarkt, al zijn er

weinig aanwijzingen dat dit tijdens het verslagjaar reeds het geval is geweest.

Leidde deze massale liquiditeitsinjectie door het Eurosysteem niet tot een buitensporige geldcreatie en zal ze, derhalve, op termijn niet zorgen voor een stijging van de inflatie? Dat lijkt zeer onwaarschijnlijk, aangezien de kredietinstellingen de hun verstrekte liquiditeiten hebben gebruikt om de bij het Eurosysteem aangehouden tegoeden fors te verhogen teneinde onvoorziene liquiditeitsschokken te kunnen opvangen. Het vervullen van hun intermediatiefunctie met de niet-bancaire sectoren vereist dus een groter bedrag aan centrale-bankreserves dan voorheen het geval was, wat overeenstemt met een daling van de geldmultiplator. Het verstrekken van de gevraagde liquiditeiten heeft enkel tot doel die daling te compenseren en draagt dus bij tot de handhaving van de kredietverlening en derhalve van de normale geldcreatie.

Wat de monetaire-beleidsoriëntatie betreft, is vanaf september 2008 duidelijk gebleken dat de financiële crisis de reële economie niet zou sparen. Bovendien begonnen de grondstoffenprijzen vanaf juli te dalen, een beweging die aantrok naarmate de economische-groeivooruitzichten in de Verenigde Staten, Europa en in toenemende mate in de opkomende landen fors neerwaarts werden bijgesteld. De eerder onderkende opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit zwakten dan ook snel af als gevolg van, enerzijds, de directe weerslag van de gedaalde grondstoffenprijzen en, anderzijds, de minder rooskleurige vooruitzichten voor de economische activiteit in het eurogebied zelf. Tegen die achtergrond verlaagde de Raad van Bestuur van de ECB snel en fors het leidinggevend basisrentetarief, met 50 basispunten in oktober en november en met 75 basispunten in december, zodat het aan het einde van het verslagjaar op 2,50 pct. uitkwam. Na een verdere verlaging met 50 basispunten op 15 januari 2009 is het basisrentetarief gezakt tot 2 pct. Deze renteverlagingen waren noodzakelijk teneinde te voorkomen dat de inflatie te sterk zou vertragen tegen de voor het monetaire beleid relevante horizon. De Raad van Bestuur heeft prijsstabiliteit immers gedefinieerd als een jaarlijkse stijging van de HICP van het eurogebied met minder dan – maar dicht bij – 2 pct. op de middellange termijn, zodat een aanzienlijke daling van de inflatie en van de inflatieverwachtingen onder die drempel, precies zoals een overschrijding ervan, kan leiden tot een aanpassing van de monetaire-beleidsoriëntatie.

2.2 Het functioneren van de geldmarkt

Het bankwezen in zijn geheel is afhankelijk van het Eurosysteem om zijn structurele liquiditeitstekort in euro te financieren. Dit tekort resulteert in de eerste plaats uit het liquiditeitsabsorberende effect van de « autonome factoren », dat zijn factoren die losstaan van de monetaire-beleidstransacties, zoals de bankbiljetten in omloop en de tegoeden die sommige overheden bij de centrale banken aanhouden. De liquiditeitsbehoefte van de kredietinstellingen wordt opgevoerd door de reserveverplichtingen die de banken moeten aanhouden in de vorm van tegoeden in rekening-courant bij de NCB's. De toename van het liquiditeitstekort die daaruit voortvloeit, garandeert het Eurosysteem dat het financiële systeem behoefte heeft aan herfinanciering, wat het monetaire beleid in staat stelt de geldmarktrente beter te sturen door de nodige liquiditeiten te verstrekken. Om het bankwezen niet te belasten, worden die tegoeden, voor zover ze de reserveverplichtingen niet overstijgen, vergoed tegen de marginale rente op de basis-herfinancierings-transacties. Aangezien die verplichting gemiddeld moet worden nagekomen over een aanhoudingsperiode van ongeveer één maand, kunnen onverwachte liquiditeitstekorten of -overschotten bovendien makkelijk worden opgevangen door korte-termijnschommelingen van de tegoeden in rekening-courant. De eventuele overreserves – dat zijn de tegoeden die de banken zonder vergoeding aanhouden bovenop de reserveverplichting – vormen een laatste, zij het weinig belangrijke component van de herfinancieringsbehoefte.

Het liquiditeitsbeheer tot het einde van de zomer

Het Eurosysteem beschikt over relatief betrouwbare ramingen van de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte van het bankwezen, die in normale omstandigheden volstaan om de omvang van de te verstrekken liquiditeiten in te schatten. Bij het ontstaan van de financiële turbulenties in augustus 2007 overtrof de vraag van de afzonderlijke banken echter ruimschoots die geconsolideerde liquiditeitsbehoefte, aangezien de kredietinstellingen meer reserves wensten aan te houden bij het Eurosysteem, om het hoofd te kunnen bieden aan liquiditeitsschokken zonder een beroep te moeten doen op de interbankenmarkt, die vrijwel was stilgevallen. Gelet op de onzekerheid over hun eigen liquiditeits situatie en op het kredietrisico ten aanzien van hun tegenpartijen, waren de kredietinstellingen immers nauwelijks bereid hun liquiditeitsoverschotten uit te lenen en gaven ze er de voorkeur aan deze op hun rekening-courant bij het Eurosysteem te plaatsen. Vanaf het begin van de financiële turbulenties kwam het Eurosysteem aan die toegenomen vraag naar

liquiditeiten tegemoet, zodat op geconsolideerde basis het bedrag van de reserveverplichtingen reeds relatief vroeg in de reserve-aanhoudingsperiodes was bereikt. Aangezien de spanningen op de geldmarkt niet wegebden, bleef dat verschijnsel van *frontloading* van de verplichte reserves tot het einde van de zomer aanhouden.

Aan de krachtige vraag naar liquiditeiten werd voldaan door bij de wekelijkse basis-herfinancieringstransacties aanzienlijke bedragen toe te wijzen, die de zogeheten referentiebedragen ruimschoots overtroffen. De referentiebedragen worden zo berekend dat ze de kredietinstellingen de gelegenheid bieden op een evenwichtige wijze aan hun reserveverplichtingen te voldoen, tot de volgende basis-herfinancieringstransactie wordt vereffend. Ze berusten echter uitsluitend op parameters die relevant zijn voor de geconsolideerde banksector, aangezien in normale marktomstandigheden het aanbod van en de vraag naar liquiditeiten van partijen met respectievelijk een overschot of een tekort elkaar vlot vinden op de interbankenmarkt. Bij spanningen op de markt en wanneer de marktpartijen zich terughoudend opstellen, verliezen die referentiebedragen evenwel hun relevantie bij de beoordeling van de totale liquiditeitsbehoefte.

Om te voorkomen dat de daggeldrente onder neerwaartse druk kwam te staan, heeft het Eurosysteem geleidelijk, in de loop van elke reserve-aanhoudingsperiode, de bij de wekelijkse basis-herfinancieringstransacties toegewezen bedragen verlaagd, en bijgevolg ook de daarmee gepaard gaande tegoeden in rekening-courant. Ondanks de geleidelijke verlaging van het bij de basis-herfinancieringstransacties toegewezen bedrag, zag het Eurosysteem zich ertoe genoopt op de laatste dag van de reserve-aanhoudingsperiodes systematisch omvangrijke *fine-tuning*-transacties te verrichten om evenwichtige liquiditeitsvoorwaarden tot stand te brengen. Zo werd tussen 15 januari en 9 september 2008 op de laatste dag van elke reserve-aanhoudingsperiode gemiddeld 18 miljard euro aan de markt onttrokken tegen de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, behalve op 11 maart, toen 9 miljard euro moest worden geïnjecteerd wegens een verkeerde inschatting van de liquiditeitsbehoefte. De spanningen op de financiële markten zetten het Eurosysteem er ook toe aan additionele liquiditeiten te verlenen via andere *fine-tuning*-transacties. Dat was het geval toen, in reactie op de spanningen die gepaard gingen met de overname van de Amerikaanse zakenbank *Bear Stearns*, voor 15 miljard euro extra liquiditeiten werden toegewezen voor een looptijd van vijf dagen vanaf 20 maart, alsook bij het afsluiten van het eerste kwartaal, toen de liquiditeitsverstrekking eveneens met 15 miljard euro moest worden vergroot, zij het slechts tot de volgende dag.

Het in 2007 opgezette beleid om een groter deel van het geldmarkttekort te financieren via aanvullende langerlopende herfinancieringstransacties met een looptijd van drie maanden, werd in 2008 voortgezet. Bovendien werden begin april langerlopende herfinancieringstransacties met een looptijd van zes maanden ingevoerd. Tegen de achtergrond van de verscherping van de financiële turbulenties nam de vraag naar financiering op langere termijn immers toe, gelet op de grotere zekerheid die zo'n financiering aan de financiële instellingen biedt. Op 3 april en 9 juli werd aldus telkens 25 miljard euro toegewezen met een looptijd van zes maanden. Daarentegen werd, op 22 mei en 12 juni, bij de vernieuwing van langerlopende herfinancieringstransacties met een looptijd van drie maanden, het vooraf vastgestelde toe te wijzen bedrag teruggebracht van 60 tot 50 miljard euro, zodat het uitstaande totaalbedrag van de langerlopende herfinanciering begin september ongeveer 300 miljard euro bedroeg, tegen 150 miljard eind juni 2007, dus vóór het ontstaan van de onrust op de financiële markten.

Ondanks een onmiskenbare toename van de volatiliteit van de Eonia, dat is de effectieve daggeldrente op de geldmarkt, slaagde het Eurosysteem er vóór de financiële crisis verergerde in september 2008, net als in de tweede helft van 2007, vrij goed in die rente te handhaven rond het leidinggevende tarief. Tussen 1 januari en 9 september was het gemiddelde renteverskil tussen beide tarieven vrijwel nihil, ook al bleef de standaardafwijking ervan, namelijk zowat 8 basispunten, vrij hoog, vooral in vergelijking met het vóór de maand augustus 2007 opgetekende peil. Tijdens die periode bleef bovendien de bereidheid van de kredietinstellingen om het Eurosysteem te vergoeden voor een herfinanciering groot, zoals blijkt uit de ecarts van de marginale en de gewogen gemiddelde rente ten opzichte van de minimale inschrijvingsrente op basis-herfinancieringstransacties, die respectievelijk 14,8 en 19,3 basispunten bedroegen. Bovendien nam de spreiding van de geboden rentetarieven enigszins toe.

Reactie van het Eurosysteem op de verscherping van de financiële crisis

Vanaf medio september namen de turbulenties op de geldmarkt ongekende proporties aan. In de ochtend van 15 september leidde dit tot een forse opwaartse druk op de daggeldrente en een inkrimping van de verhandelde volumes in het zeer korte segment van de geldmarkt. Daarom besloot het Eurosysteem een *fine-tuning*-transactie te verrichten waarbij 30 miljard euro in de markt werd geïnjecteerd. In de daaropvolgende dagen vonden nieuwe *fine-tuning*-transacties plaats om

liquiditeiten te verstrekken bovenop de aanzienlijke toewijzingen via de basis-herfinancieringstransacties. Bij de laatste basis-herfinancieringstransactie van de toen lopende aanhoudingsperiode, op 30 september, was de toewijzing bijzonder omvangrijk, gelet op de uitstaande herfinancieringstransacties. Van 1 tot 7 oktober bood het Eurosysteem de kredietinstellingen daarom de mogelijkheid hun overtollige liquiditeiten tegen gunstige voorwaarden bij de centrale bank te herbeleggen via een reeks *fine-tuning*-transacties. Bovendien werd besloten dat met ingang van 6 oktober alle instellingen die aan de reguliere open-markttransacties mogen deelnemen, ook aan de in het kader van de *fine-tuning*-transacties verrichte *quick tenders* zouden mogen deelnemen, teneinde kleinere financiële instellingen een vlotte toegang tot centrale-bankliquiditeiten te garanderen.

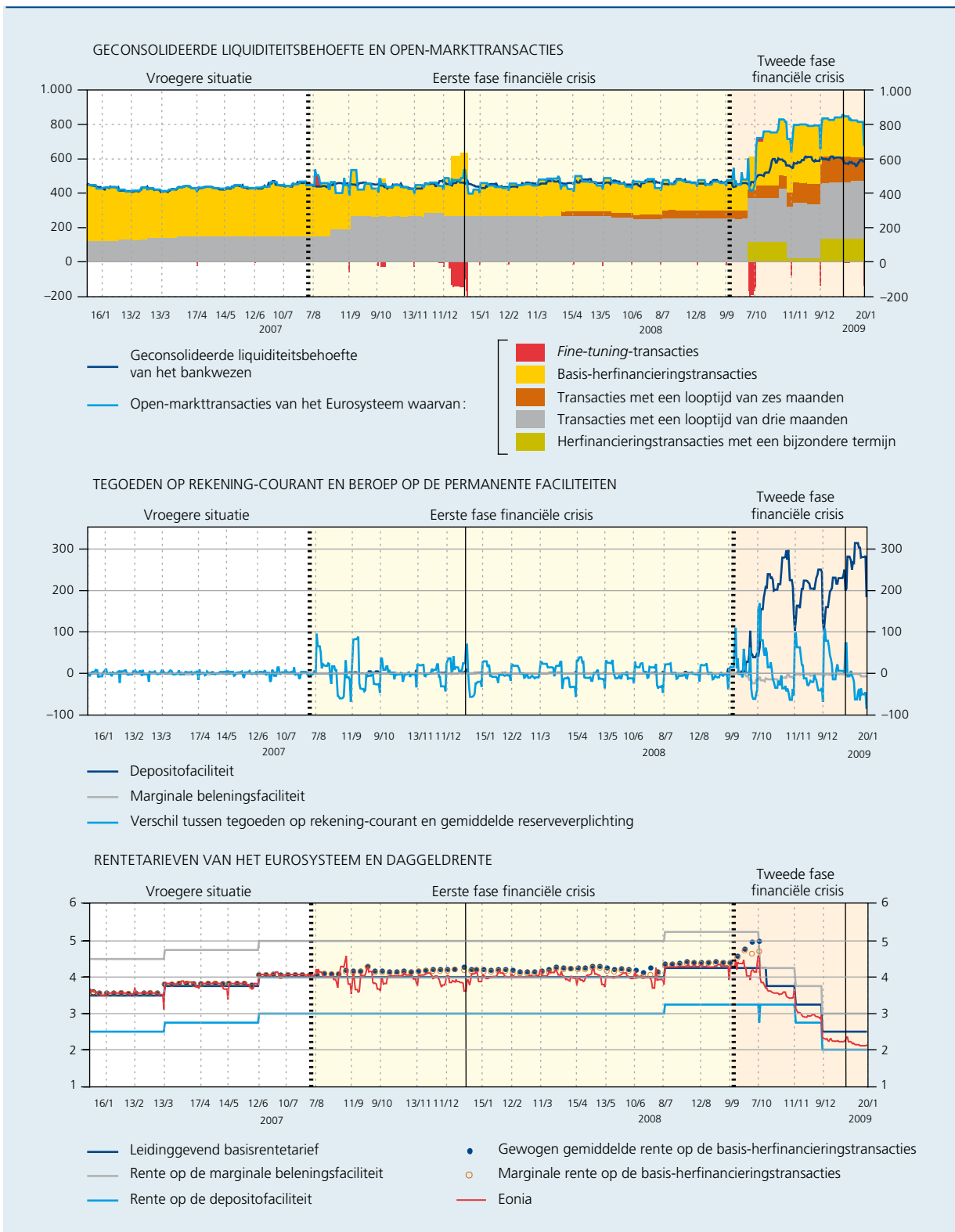
Tijdens die periode verkozen sommige kredietinstellingen echter niet aan die liquiditeitsabsorberende *fine-tuning*-transacties deel te nemen en liquiditeiten aan te houden via de depositofaciliteit, ondanks de hieraan verbonden kosten. De depositofaciliteit biedt de banken de mogelijkheid tegoeden bij de centrale bank te plaatsen tot de volgende dag, maar wel tegen een penalisierend tarief, aangezien het 100 basispunten onder de minimale inschrijvingsrente lag. De marginale beleningsfaciliteit die het mogelijk maakt liquiditeiten voor één dag te verkrijgen bij de centrale bank – opnieuw tegen een ontradend tarief, aangezien het 100 basispunten hoger was dan de minimale inschrijvingsrente – werd eveneens overvloedig gebruikt in de laatste week van die reserve-aanhoudingsperiode. Ook het ruimere beroep op de marginale beleningsfaciliteit is toe te schrijven aan het grote onderlinge wantrouwen tussen de banken, dat een vlotte verhandeling van liquiditeitsoverschotten en -tekorten verhinderde. In het verleden bleef het beroep op die permanente faciliteiten zeer beperkt en kwam het bijna uitsluitend voor op de laatste dag van de aanhoudingsperiode.

De spanningen op de geldmarkt bleken hardnekkig: de op de daggeldmarkt verhandelde volumes bleven gering en in het langere segment was de activiteit zelfs nagenoeg onbestaande. Derhalve werden in het kader van de basis-herfinancieringstransacties zeer hoge biedingen ingediend: tussen 9 september en 7 oktober liep het gemiddelde ecart tussen de marginale en de gemiddelde gewogen rente, enerzijds, en de minimale inschrijvingsrente op basis-herfinancieringstransacties, anderzijds, dan ook op tot respectievelijk 35 en 49 basispunten, met uitschieters tot respectievelijk 45 en 74 basispunten op 7 oktober. Dit betekende dat de banken zich tijdens de basistransacties herfinancierden tegen voorwaarden die heel wat minder gunstig waren dan het centrale rentetarief, dat fungeerde als minimale inschrijvingsrente.

Om die reden heeft het Eurosysteem, vanaf de reserve-aanhoudingsperiode die aanving op 8 oktober, een belangrijkere rol als intermediair op de geldmarkt in euro vervuld. Door de banken die daaraan behoefte hadden liquiditeiten te verschaffen tegen gunstige voorwaarden en de mogelijkheid te bieden hun overtollige liquiditeiten tegen voordelige tarieven te herbeleggen, trachtte het Eurosysteem te voorkomen dat de verlamming van de markt financieringsproblemen zou teweegbrengen voor de banken van het eurogebied. Na te hebben vastgesteld dat de dag voordien bij de eerste basis-herfinancieringstransactie van de nieuwe aanhoudingsperiode opnieuw een hoge marginale en gewogen gemiddelde rente waren betaald, besloot de Raad van Bestuur van de ECB op 8 oktober om niet alleen de rente op die transacties te verlagen met 50 basispunten, zoals in deel 2.3 wordt uiteengezet, maar ook vanaf 15 oktober voor de wekelijkse basis-herfinancieringstransacties over te schakelen op een toewijzingssysteem met vaste rente, namelijk het leidinggevende basisrentetarief, en waarbij alle inschrijvingen worden toegewezen, teneinde volledig te voldoen aan de vraag naar liquiditeiten en een opwaartse druk op de daadwerkelijk aan het Eurosysteem betaalde rentetarieven te vermijden. Voor zover ze over voldoende passend onderpand beschikken, waren de kredietinstellingen dus niet meer afhankelijk van de geldmarkt om hun dagelijkse liquiditeitsbehoefte aan te zuiveren. Bovendien werd besloten dat vanaf 9 oktober het verschil tussen de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit zou worden teruggebracht tot 100 basispunten, in plaats van de gebruikelijke 200 basispunten. Dit plaatste de banken in een comfortabeler positie, aangezien ze konden terugvallen op de permanente faciliteiten om hun tekorten te financieren of hun liquiditeitsoverschotten te plaatsen tegen een gunstiger tarief dan voorheen. Vooral die laatste factor, die de kosten verbonden aan een uitgesproken vraag naar liquiditeiten tijdens de herfinancieringstransacties aanzienlijk verminderde, heeft de overname door het Eurosysteem van de intermediatiefunctie die in normale tijden door de geldmarkt wordt vervuld, nog meer gestimuleerd. Het Eurosysteem kondigde bovendien aan dat die maatregelen van kracht zouden blijven zolang dat nodig was, en aanvankelijk ten minste tot het einde van de aanhoudingsperiode die het jaareinde overspant, met andere woorden tot 20 januari 2009. Vervolgens werd op 18 december aangekondigd dat het toewijzingssysteem met een vaste rente en een volledige toewijzing van de inschrijvingen op zijn minst zou worden voortgezet tot de laatste toewijzing van de derde reserve-aanhoudingsperiode van 2009, op 31 maart. De corridor die wordt gevormd door de rentetarieven van de permanente faciliteiten, werd op 18 december door de Raad van Bestuur opnieuw op 200 basispunten gebracht met ingang van 21 januari 2009, teneinde de banken ertoe

GRAFIEK 14 OPERATIONELE MONETAIRE-BELEIDSVOERING VAN HET EUROSISTEEM IN 2007 EN 2008

(daggegevens, miljarden euro's, tenzij anders vermeld)



Bronnen : Thomson Financial Datastream, ECB.

aan te sporen hun activiteit op de interbancaire markt te hervatten.

Het uitstaande bedrag van de basis-herfinancieringstransacties steeg derhalve fors vanaf 15 oktober. Bovendien verdubbelde het aantal deelnemers aan die transacties ten opzichte van de periode vóór de verscherping van de financiële crisis. De grootste stijging deed zich overigens voor bij de kleine banken. In het verleden financierden deze laatste zich in belangrijke mate op de interbancaire markt, maar de verlamming van die markt verplichtte hen een beroep te doen op het Eurosysteem, dat van zijn kant de herfinancieringsvoorwaarden zojuist had versoepeld.

Om ook de financiering op langere termijn van de banken te vrijwaren, besloot het Eurosysteem zijn liquiditeitsverstrekking via langerlopende transacties verder te verhogen. Om die reden werd op 29 september een herfinancieringstransactie met een bijzondere termijn aangekondigd, met verrekening de volgende dag. Deze transactie, waarbij 120 miljard euro werd toegewezen tot 7 november, vulde de reeds bestaande langerlopende herfinancieringstransacties met een looptijd van drie en zes maanden aan. Bovendien nam het volume van de herfinanciering op zes maanden nog toe: op 9 oktober, bij de vernieuwing van een transactie, werd het toegewezen bedrag verdubbeld tot 50 miljard. Op 15 oktober werd verduidelijkt dat de herfinancieringstransactie met een bijzondere termijn zou worden vernieuwd op de vervaldag en een looptijd van ongeveer een maand zou hebben, zoals die van de aanhoudingsperiodes. Diezelfde dag werd tevens aangekondigd dat alle langerlopende herfinancieringstransacties eveneens zouden worden gehouden tegen een vaste rente, namelijk het leidinggevende basisrentetarief, en met een volledige toewijzing, en dit ten minste tot maart 2009. Bovendien werd een tijdschema voor de langerlopende herfinancieringstransacties gepubliceerd, op grond waarvan maandelijks, alvast tot en met maart 2009, twee transacties met een looptijd van drie maanden, één transactie met een looptijd van zes maanden en één transactie met een looptijd van ongeveer een maand zouden plaatsvinden. Gemiddeld bereikte het totale uitstaande bedrag van de langerlopende herfinanciering tussen 30 september 2008 en 20 januari 2009 511 miljard euro, dat is een aanzienlijke stijging ten opzichte van het bedrag van ongeveer 300 miljard dat uitstond vlak vóór de verscherping van de financiële crisis in september.

Door de inschrijvingen bij de open-markttransacties volledig toe te wijzen, kwam er een einde aan de geleidelijke vermindering van het geconsolideerde liquiditeitsoverschot. Vanaf het derde kwartaal werd het aldus opgebouwde liquiditeitsoverschot, naarmate het einde van de reserve-aanhoudingsperiode naderde, steeds meer

via de depositofaciliteit geplaatst. Op 9 januari 2009, bijvoorbeeld, werd een recordbedrag van 315 miljard euro geplaatst bij het Eurosysteem, terwijl bedragen van meer dan 10 miljard zeer uitzonderlijk waren vóór het uitbreken van de financiële crisis. De vernauwing van de rentecorridor maakte het gebruik van de depositofaciliteit immers minder duur. Ondanks de overvloedige liquiditeitsverstrekking op geconsolideerde basis, moesten de afzonderlijke banken in ruimere mate een beroep doen op de marginale beleningsfaciliteit, wat eveneens symptomatisch is voor de verlamming van de geldmarkt. Zo bedroeg het opgenomen bedrag begin oktober 25 miljard euro en bleef het beroep op de marginale beleningsfaciliteit hoog tijdens de daaropvolgende aanhoudingsperiodes, zodat gemiddeld 6,1 miljard euro werd opgenomen tussen 8 oktober 2008 en 20 januari 2009. Op 11 november en 9 december 2008 en op 20 januari 2009, telkens de laatste dag van een reserve-aanhoudingsperiode, werd via *fine-tuning*-transacties tegen een variabele rente echter een grote hoeveelheid liquiditeiten geabsorbeerd, voor een volume van respectievelijk 80, 137 en 140 miljard euro.

Gelet op de zeer ruime liquiditeitsverstrekking sinds de aanpassingen aan het operationele kader in oktober, was de daggeldrente doorgaans lager dan de rente op de basis-herfinancieringstransacties. Het verschil tussen deze laatste rente en de Eonia beliep 27 basispunten tussen 8 oktober 2008 en 20 januari 2009 en de standaardafwijking ervan bedroeg zo'n 11 basispunten. Het feit dat de daggeldrente, ondanks de overvloedige liquiditeiten op geconsolideerde basis, niet terugliep tot het peil van de rente op de depositofaciliteit, toont bovendien aan dat de banken zeer weinig geneigd bleven om elkaar geld te lenen op de interbancaire markt.

De open-markttransacties en het beroep op de marginale beleningsfaciliteit dienen steeds te worden gedekt met passend onderpand om het Eurosysteem tegen financiële risico's te beschermen. De zogeheten «*Single List*» van beleenbaar onderpand omvat zowel verhandelbare activa, waaronder *Asset-backed Securities (ABS)*, als niet-verhandelbare activa, zoals kredietvorderingen, en was dus van bij de aanvang ruim opgevat. Na zijn tweejaarlijkse herziening van de maatregelen ter beheersing van de risico's, besloot de Raad van Bestuur, op 4 september, om vanaf 1 februari 2009 technische verfijningen aan te brengen in de regels met betrekking tot het onderpand, en werden nog verdere aanpassingen aangebracht op 20 januari 2009. Zo werden nieuwe *haircuts* – dat zijn verminderingen van de marktwaarde van de gemobiliseerde effecten naargelang van het hiermee samenhangende risico – vastgesteld voor de *ABS* en voor de niet-gewaarborgde bankobligaties, en werden de vereisten betreffende de

openbaarheid van de rating van de voorgestelde effecten verstrakt.

Het geheel van instrumenten die de banken kunnen aanbieden als onderpand bij de transacties met het Eurosysteem, kwam door de financiële beroering echter onder druk te staan. Ten eerste zorgde de grotere rol van het Eurosysteem als intermediair op de geldmarkt voor een groter uitstaand bedrag aan open-markttransacties, die alle een indekking door passend onderpand vergen. Vervolgens woog ook de liquiditeitsverstrekking in deviezen, die in het vierde kwartaal aanzienlijk toenam, op de beschikbaarheid van door het Eurosysteem beleenbaar geachte activa. Ten slotte werden ook op de markt voor gewaarborgde kredieten strengere eisen opgelegd in verband met het vereiste onderpand, wat de druk op het geheel van passende garanties nog verhoogde. Sommige kredietinstellingen hadden derhalve met een tekort aan beleenbare activa kunnen geconfronteerd worden, wat zou hebben bijgedragen tot een verzwakking van hun liquiditeitspositie. Daarom besloot het Eurosysteem, op 15 oktober, de lijst van beleenbare activa uit te breiden; die nieuwe lijst zal ten minste tot eind 2009 van toepassing blijven. Daarbij werd echter benadrukt dat de versoepeling van de criteria die bepalen of effecten beleenbaar zijn, net als voorheen gepaard zou gaan met

een uiterste waakzaamheid van de NCB's, die de vrijheid behouden om geval per geval te beoordelen of de aangeboden activa passend zijn en eventueel bepaalde activa te weren.

Ten eerste werd de minimale rating van de schuldbewijzen, met uitzondering van *ABS*, vanaf 22 oktober verlaagd van «A-» tot «BBB-». Voor instrumenten met een «BBB-» rating wordt echter een additionele *haircut* van 5 pct. toegepast. Vervolgens werd vanaf 22 oktober een ruimer gamma van verhandelbare schuldbewijzen toegelaten, met toepassing van additionele *haircuts*. Ten slotte werden, vanaf 14 november, in het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen in Amerikaanse dollar, Brits pond en Japanse yen eveneens aanvaard.

Teneinde de problemen te verlichten die de banken ondervinden om liquiditeiten in vreemde valuta te verkrijgen, werd de liquiditeitsverstrekking in deviezen door het Eurosysteem, die eind 2007 was gestart, tijdens het verslagjaar aanzienlijk opgevoerd. In Kader 3 worden die transacties toegelicht, evenals de overige factoren die verband houden met de verscherping van de financiële crisis en die aan de oorsprong liggen van de aanzienlijke uitbreiding van de balans van het Eurosysteem tijdens het verslagjaar.

Kader 3 – Verloop van de balans van het Eurosysteem tijdens de periode van financiële beroering

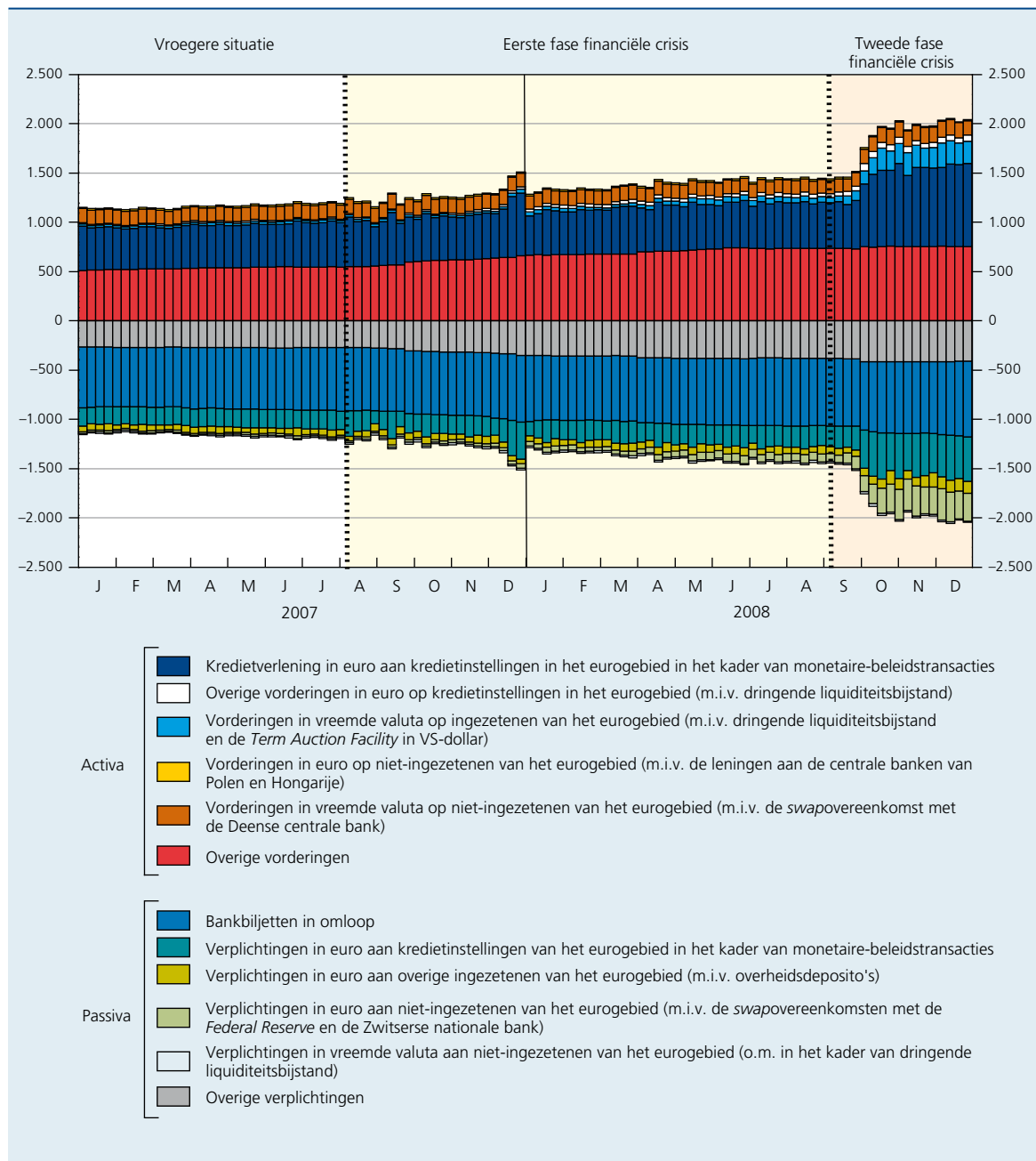
De balans van het Eurosysteem geeft een overzicht van het aanbod van en de vraag naar liquiditeiten. De posten met een positieve invloed op de liquiditeiten die ter beschikking staan van de banksector en de liquiditeitsverkrappende posten zijn respectievelijk op de actief- en de passiefzijde opgenomen. Tijdens de periode van verscherpte financiële spanningen nam het balanstotaal van het Eurosysteem fors toe wegens het gedrag van het publiek en door factoren waarop het Eurosysteem geen vat heeft. De voornaamste redenen waren echter specifieke maatregelen van het Eurosysteem om in de plaats te treden van de in gebreke blijvende interbancaire markt, zowel in euro als in vreemde valuta's. Dat totaal steeg aldus van minder dan 1.500 miljard euro in augustus 2008 tot meer dan 2.000 miljard in november. Hoewel die uitbreiding van de balans van het Eurosysteem aanzienlijk was, vloeit ze enkel voort uit transacties met de kredietinstellingen, terwijl de *Federal Reserve* ook een deel van de intermediaat met de niet-bancaire sectoren overnam.

De kredietverlening in euro aan kredietinstellingen van het eurogebied in het kader van de monetaire-beleidstransacties omvat de uitstaande liquiditeitsverstreckende open-markttransacties en het beroep op de marginale beleningsfaciliteit. Die posten namen fors toe tegen de achtergrond van de oplopende financiële spanningen in september, doordat de rol van het Eurosysteem als intermediair op de geldmarkt werd versterkt. De hogere tegoeden in rekening-courant en het grotere beroep op de depositofaciliteit, die het gros van de verplichtingen aan kredietinstellingen van het eurogebied in verband met monetaire-beleidstransacties uitmaken, vormen daarvan de tegenpost.



BALANS VAN HET EUROSISTEEM

(weekgegevens, miljarden euro's)



Bron : ECB.

Het Eurosysteem verstreekte ook meer liquiditeiten in euro omdat het liquiditeitsverkrappende effect dat uitgaat van de autonome factoren begin oktober aanzienlijk steeg. Tussen 1 oktober en 31 december 2008 bedroeg dat effect aldus gemiddeld 352 miljard euro, tegen 249 miljard voor de eerste negen maanden van het jaar. De toegenomen onzekerheid omtrent het voortbestaan van sommige financiële instellingen veroorzaakte bijvoorbeeld een stijging van de vraag naar bankbiljetten in oktober, die op haar beurt leidde tot een verhoging van de totale

liquiditeitsbehoefte van de banksector. Het totale uitstaande bedrag van de bankbiljetten in omloop liep aldus op tot gemiddeld 730 miljard euro tussen 1 oktober en 31 december, tegen gemiddeld 670 miljard tijdens de eerste negen maanden van 2008. De deposito's, die de overheid in sommige landen van het eurogebied bij de NCB's aanhoudt, vertegenwoordigen eveneens een liquiditeitsbehoefte, die verscherpte tijdens de periode waarin de financiële turbulenties intenser werden.

De door het Eurosysteem verrichte deviezentransacties brachten tevens een aanzienlijke uitbreiding van zijn balans met zich. Door de aanhoudende spanningen op de internationale geldmarkten ondervonden de Europese financiële instellingen immers moeilijkheden om de liquiditeitsbehoeften in deviezen, vooral die in dollar, te financieren. De markt voor deviezenswaps, die voorheen een belangrijke bron van financiering in deviezen vormde voor de financiële instellingen, droogde op. Om die reden kregen de kredietinstellingen van het eurogebied, in het kader van de *Term Auction Facility* die het resultaat is van een gecoördineerde actie van centrale banken, de gelegenheid liquiditeiten in dollar te ontlenen tegen onderpand van door het Eurosysteem beleenbaar geachte activa. De twee in december 2007 gestarte operaties voor een totaalbedrag van 20 miljard dollar werden in januari vernieuwd, maar begin maart opgeschort. Niettemin werden die operaties, met een looptijd van 28 dagen, eind maart hervat, naar aanleiding van nieuwe moeilijkheden voor banken in het eurogebied om liquiditeiten in dollar te verkrijgen, zodat eind juli de herfinanciering in deviezen 50 miljard dollar bedroeg. Op 30 juli werd aangekondigd dat bovenop de operaties met een looptijd van 28 dagen, operaties met een looptijd van 84 dagen zouden worden opgezet, zonder evenwel het totaalbedrag te verhogen. In de loop van september en oktober werden nieuwe maatregelen genomen om de verder toenemende spanningen op de markt voor financiering in dollar tegen te gaan. Zo werd de banken de kans geboden liquiditeiten in dollar tot de volgende dag te verkrijgen, terwijl ook herfinanciering met een looptijd van één week werd ingevoerd. Nadat het volume van de financiering in dollar geleidelijk was verhoogd in september en oktober, werden vanaf 16 oktober transacties in dollar verricht tegen een vaste rente, waarbij alle inschrijvingen volledig werden toegewezen. Met ingang van 23 oktober voerde het Eurosysteem bovendien een tweede soort transactie in dollar uit: de kredietinstellingen van het eurogebied konden dollars krijgen via deviezenswaps met het Eurosysteem. De voor beide soorten transacties benodigde dollars werden door de *Federal Reserve* ter beschikking gesteld via een in 2007 afgesloten swapovereenkomst. Het Eurosysteem en de *Federal Reserve* kwamen tijdens het verslagjaar bovendien overeen de bedragen van de swapovereenkomst aan te passen om zo aan de volledige liquiditeitsbehoefte in dollar te kunnen voldoen. Het Eurosysteem injecteerde aldus gemiddeld 262 miljard dollar tussen 16 oktober en 31 december, waarvan gemiddeld ongeveer 16 miljard via deviezenswaps. Daarnaast werden vanaf 20 oktober deviezenswaps in Zwitserse frank gesloten, aan de hand waarvan de kredietinstellingen in het eurogebied met het Eurosysteem euro's konden ruilen tegen Zwitserse franken voor looptijden van 7 en 84 dagen, ten belope van een gemiddeld uitstaand bedrag van 14 miljard euro tussen 20 oktober en 31 december. Die Zwitserse franken werden via een swapovereenkomst tussen het Eurosysteem en de Zwitserse nationale bank ter beschikking gesteld.

Hoewel die deviezentransacties het balanstotaal van het Eurosysteem hebben verhoogd, was hun directe weerslag op de liquiditeitsbehoefte in euro beperkter. De stijging van de verplichtingen in euro aan niet-ingezetenen, meer bepaald de tegoeden in euro die de *Federal Reserve* en de Zwitserse nationale bank op een rekening bij het Eurosysteem aanhouden en die voortvloeien uit de swaps tussen het Eurosysteem en die centrale banken, wordt immers grotendeels gecompenseerd door de toename van de vorderingen in vreemde valuta op ingezetenen van het eurogebied. Daarentegen doet de liquiditeitsverschaffing in vreemde valuta via deviezenswaps met de kredietinstellingen in het eurogebied – dat wil zeggen een fractie van de liquiditeitsverstrekking in dollar en alle transacties in Zwitserse frank – de liquiditeitsbehoefte in euro van de banksector met eenzelfde bedrag toenemen. De deviezen werden immers aan de Europese banksector verschaft in ruil voor euro's en niet, zoals het geval was voor de andere transacties, tegen een onderpand van beleenbaar geachte activa.

Omdat sommige kredietinstellingen in september en oktober te kampen hadden met liquiditeitsproblemen die hun voortbestaan bedreigden, werden de NCB's van verscheidene lidstaten ertoe genoopt dringende liquiditeitsbijstand (ELA) te verlenen, en dat zowel in euro als in deviezen. Terwijl de in dat kader verrichte deviezentransacties, die



werden gefinancierd via de *swap*overeenkomst met de *Federal Reserve* of via leningen in vreemde valuta bij de BIB, geen direct effect sorteerden op de netto liquiditeitsbehoefte in euro bij de reguliere monetaire-beleidstransacties, gold dat niet voor de noodkredieten die in euro dienden te worden verstrekt. Door middel hiervan werden immers, buiten die transacties om, liquiditeiten in euro ter beschikking gesteld van de kredietinstellingen. De via het kanaal van de *ELA* in euro verleende bedragen waren evenwel relatief gering, zeker in vergelijking met het balanstotaal van het Eurosysteem.

In oktober raakten kredietinstellingen buiten het eurogebied moeilijk aan liquiditeiten in euro, zoals de Europese banken ook moeilijkheden hadden om zich liquiditeiten in dollar en Zwitserse frank aan te schaffen. Om die reden sloot het Eurosysteem op 27 oktober met de centrale bank van Denemarken een *swap*overeenkomst; krachtens deze overeenkomst konden 12 miljard euro worden geruild tegen Deense kronen die het Eurosysteem op een rekening bij die centrale bank aanhoudt. De euro's werden door de Deense centrale bank aan het bankwezen van dat land verstrekt. Op 16 oktober en 21 november opende het Eurosysteem voor respectievelijk de Hongaarse en de Poolse centrale bank een kredietlijn tegen onderpand, ten belope van een totaalbedrag van 15 miljard euro, om de liquiditeitsverstrekking in euro in die landen te garanderen. Naarmate van die kredietlijnen gebruik werd gemaakt, oefende de daaruit voortvloeiende liquiditeitsverstrekking in euro door buitenlandse centrale banken in het eurogebied een liquiditeitsverruimend effect uit.

De rentestructuur op de geldmarkt

De niet-gewaarborgde interbancaire rentetarieven voor meer dan één dag (Euribor) zijn in de loop van januari gedaald, na het geleidelijk wegebben van de traditionele nervositeit van het jaareinde die verband houdt met het afsluiten van de jaarrekening door de kredietinstellingen. In de lente en de zomer begonnen ze echter opnieuw toe te nemen, vooral voor de langere looptijden. Die beweging vloeide voort uit de verwachting dat de leidinggevende rente zou stijgen, een verwachting die zich ook weerspiegelde in de gewaarborgde rentetarieven met eenzelfde looptijd (Eurepo). Zoals blijkt uit het feit dat de niet-gewaarborgde rentetarieven krachtiger stegen dan de gewaarborgde, kwam hierbovenop ook een toegenomen risicopremie, die compensatie bood voor het risico van wanbetaling en voor het liquiditeitsrisico.

In de tweede helft van september gingen de tarieven voor leningen zonder onderpand fors omhoog, vooral voor de kortere looptijden. Een forse toename van de risicopremie lag ten grondslag aan die stijging, zoals blijkt uit het feit dat de gewaarborgde rentetarieven in dezelfde periode terugliepen naarmate daarin rekening werd gehouden met verwachte toekomstige dalingen van de leidinggevende rente. Hierdoor bereikte het verschil tussen de gewaarborgde en de niet-gewaarborgde rentetarieven voor drie maanden op 10 oktober een recordwaarde van 184 basispunten. In de eerste helft van 2007, dus vóór het uitbreken van de financiële spanningen, bedroeg het gemiddeld 7 basispunten.

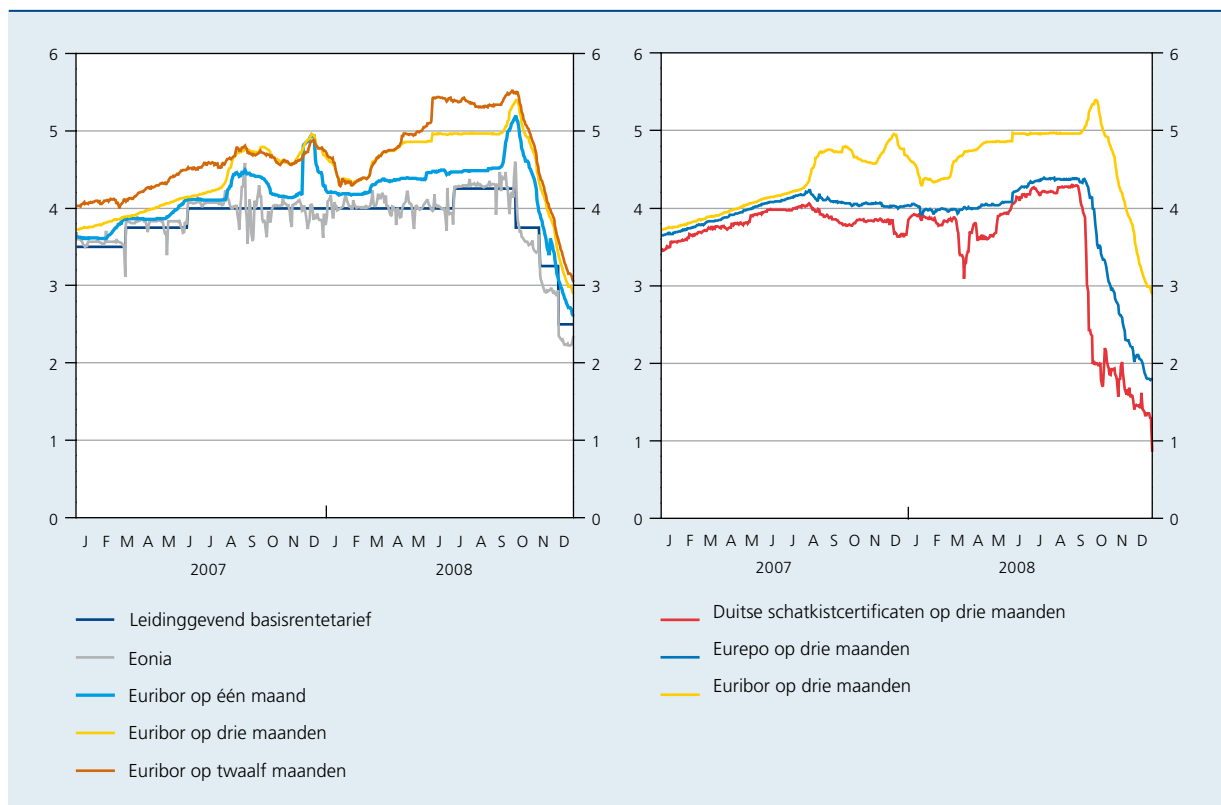
De opeenvolgende verlagingen van de leidinggevende rente en de toenemende vooruitzichten op verdere renteverlagingen leidden tot een rentedaling op de geldmarkt tijdens het najaar. Die daling was sterker voor de niet-gewaarborgde dan voor de gewaarborgde rentetarieven, zodat het ecart tussen beide soorten leningen, en dus ook de perceptie van het risico van wanbetaling, terugliepen. Aan het einde van het jaar bedroeg dat ecart evenwel nog steeds zowat 110 basispunten.

De jongste opwelling van de financiële turbulenties ging gepaard met een zeer aanzienlijke daling van de rendementen van kortlopend overheidspapier. Zo liep het rendement van de Duitse driemaands schatkistcertificaten terug tot ongeveer 1 pct. eind december. Die uitgesproken dalingen weerspiegelen wijzigingen van de monetaire-beleidskoers en de verwachtingen daaromtrent, maar zijn bovenal toe te schrijven aan de status van vluchthaven die de genoemde activa genieten in periodes van financiële onrust. Bovendien waren die activa zeer gegeerd als onderpand voor gewaarborgde leningen, zowel bij het Eurosysteem als op de particuliere markt. Daardoor bereikte het ecart tussen de rentetarieven op de interbankenmarkt van de gewaarborgde leningen en het rendement van het Duitse overheidspapier, voor de looptijd van drie maanden, op 3 oktober een maximale waarde van 200 basispunten.

De centrale bank heeft geen directe greep op de risicopremies die in de niet-gewaarborgde rentetarieven vervat zijn. Deze resulteren immers uitsluitend uit de inschatting

GRAFIEK 15 RENTESTRUCTUUR OP DE GELDMARKT IN HET EUROGEBIED

(daggegevens)



Bronnen : Bloomberg, Thomson Financial Datastream.

van het wanbetalingsrisico van de tegenpartijen, terwijl het monetaire beleid enkel de risicoloze rente kan sturen. Bij het uitstippelen van de monetaire-beleidskoers worden evenwel de bewegingen van de niet-gewaarborgde interbancaire rentetarieven in aanmerking genomen, aangezien ze dienst doen als referentierente voor tal van financiële contracten. Een stijging van de Euribor die enkel voortvloeit uit een verhoogde risicopremie, impliceert dus een verstrakking van de financieringsvoorwaarden in de economie, die losstaat van het monetaire beleid. Zonder in staat te zijn de risicopremie direct te beïnvloeden, kan het monetaire beleid echter, indien dat nodig is, de weerslag ervan compenseren door de leidinggevende rentetarieven te verlagen of minder snel te verhogen.

2.3 Beslissingen met betrekking tot de monetaire-beleidskoers

Net zoals de verscherping van de internationale financiële crisis, medio september, de liquiditeitsverstrekking veranderde, leidde ze ook tot een drastische verandering van de monetaire-beleidskoers.

Van januari tot het einde van de zomer: toenemende opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit

Uit de bij de aanvang van het verslagjaar beschikbare gegevens bleek dat de economische activiteit slechts in geringe mate werd beïnvloed door de financiële onrust die in augustus 2007 de kop opstak. De kwartaalgroei van het bbp naar volume was in het derde kwartaal van 2007 weliswaar teruggevallen tot 0,3 pct., tegenover 0,6 pct. in het voorgaande kwartaal, maar de meeste kortetermijnindicatoren bleven toch op een relatief hoog peil staan. Mede hierdoor werden de groeivoorzichten voor 2008 en 2009 slechts licht neerwaarts herzien tijdens het eerste halfjaar. De Raad van Bestuur van de ECB was van oordeel dat de economische *fundamentals* van het eurogebied nog steeds gezond waren en dat zij werden geschaagd door de aanhoudende dynamiek van de buitenlandse vraag. De opkomst van de nieuwe industrielanden en de vaststelling dat de krachtige economische groei er alsmat minder stoelde op de uitvoer en meer werd gesteund door de binnenlandse vraag, wettigden immers de hypothese dat de mondiale groei zich zou kunnen loskoppelen van de Amerikaanse cyclus. Bovendien leken

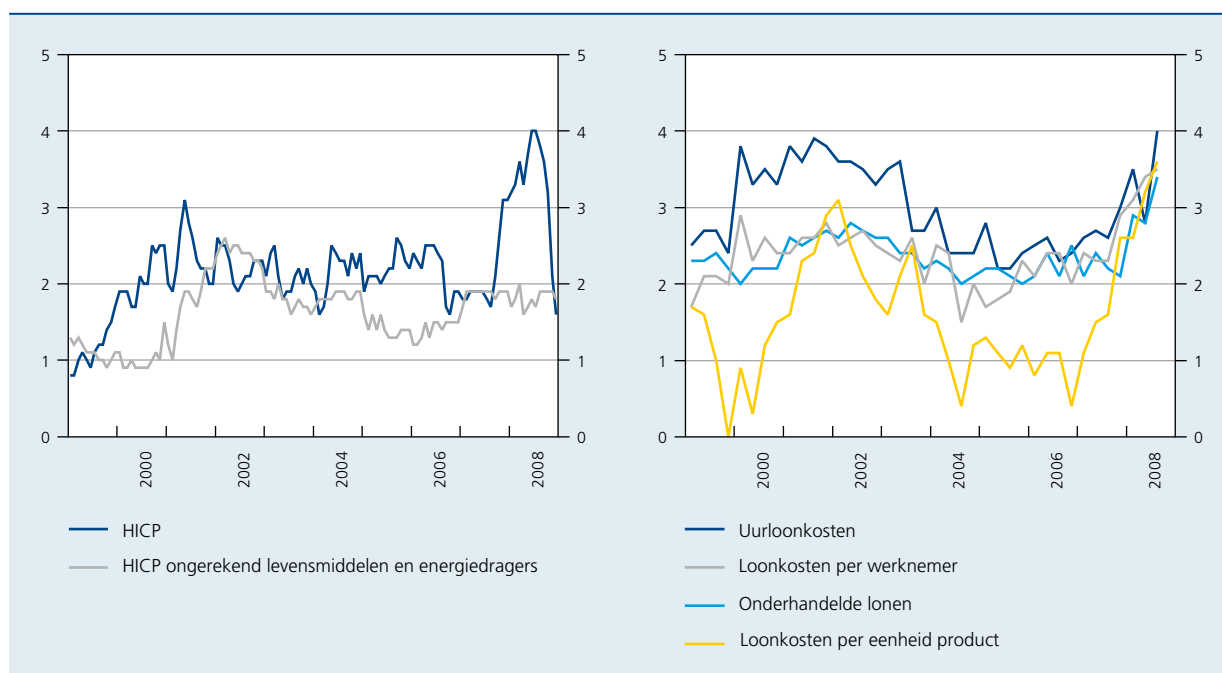
de hoge bezettingsgraad van het productievermogen en de winstgevendheid van de bedrijven van het eurogebied de ontwikkeling van hun investeringen te zullen blijven ondersteunen. Terzelfder tijd zag het ernaar uit dat de particuliere consumptie, ondanks de significante stijging van de grondstoffenprijzen, nog zou kunnen bijdragen tot de economische expansie, dankzij de groei van de werkgelegenheid en de daling van de werkloosheidsgraad tot 7,2 pct., het laagste niveau van de afgelopen 25 jaar. Die twee factoren waren op hun beurt niet enkel het resultaat van het gunstige conjunctuurverloop, maar ook van het structurele hervormingsbeleid op de arbeidsmarkt en van de loonmatiging. Ten slotte bleek uit de aanhoudende groei van de kredietverlening aan de particuliere sector dat de problemen op de financiële markten nog niet wogen op het aanbod van kredieten.

Het hierboven geschetste basisscenario ging evenwel gepaard met een hoge graad van onzekerheid en met risico's die in hoofdzaak neerwaarts gericht waren. De belangrijkste risico's die door de Raad van Bestuur werden geïdentificeerd, hielden voor het merendeel verband met de problemen op de financiële markten. Die problemen zouden niet alleen langer kunnen aanhouden, maar ook een groter effect op de reële economie kunnen sorteren dan in het basisscenario was aangenomen. Bovendien bestond de vrees dat de verdere prijsstijgingen voor

grondstoffen, in het bijzonder voor ruwe aardolie, zouden wegen op de consumptie en op de bedrijfsinvesteringen. Tot slot kon niet worden uitgesloten dat ook de opkomende economieën een forse groeivertraging zouden kennen, waardoor de buitenlandse vraag lager zou kunnen uitvallen dan aangenomen in het basisscenario.

Ondanks de lichte neerwaartse herziening van de groei-vooruitzichten die het Eurosysteem begin maart publiceerde, bleef de activiteitsgroei in het eerste kwartaal van het verslagjaar onverwacht robuust, met een kwartaalgroei van het bbp naar volume in het eurogebied van 0,7 pct. Dit resultaat was evenwel in belangrijke mate toe te schrijven aan tijdelijke factoren, met name de gunstige weersomstandigheden, die de bouwactiviteit tijdens de winter hadden ondersteund. Daarom werd een terugval van de reële bbp-expansie in het tweede kwartaal verwacht, en werd van meet af aan benadrukt dat de groeicijfers van het eurogebied over het eerste halfjaar van 2008 in hun geheel dienden te worden beoordeeld. Een en ander kwam duidelijk tot uiting in de projecties die begin juni door het Eurosysteem werden gepubliceerd. De verwachte activiteitstoename voor 2008 werd slechts in beperkte mate opwaarts herzien – er werd van uitgegaan dat de groei zich in 2008 zou situeren tussen 1,5 en 2,1 pct. –, terwijl de groeivooruitzichten voor 2009 enigszins neerwaarts werden herzien, als gevolg van de

GRAFIEK 16 INDICATOREN VAN INFLATOIRE DRUK IN HET EUROGEBIED
(veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar)



Bronnen : EC, ECB.

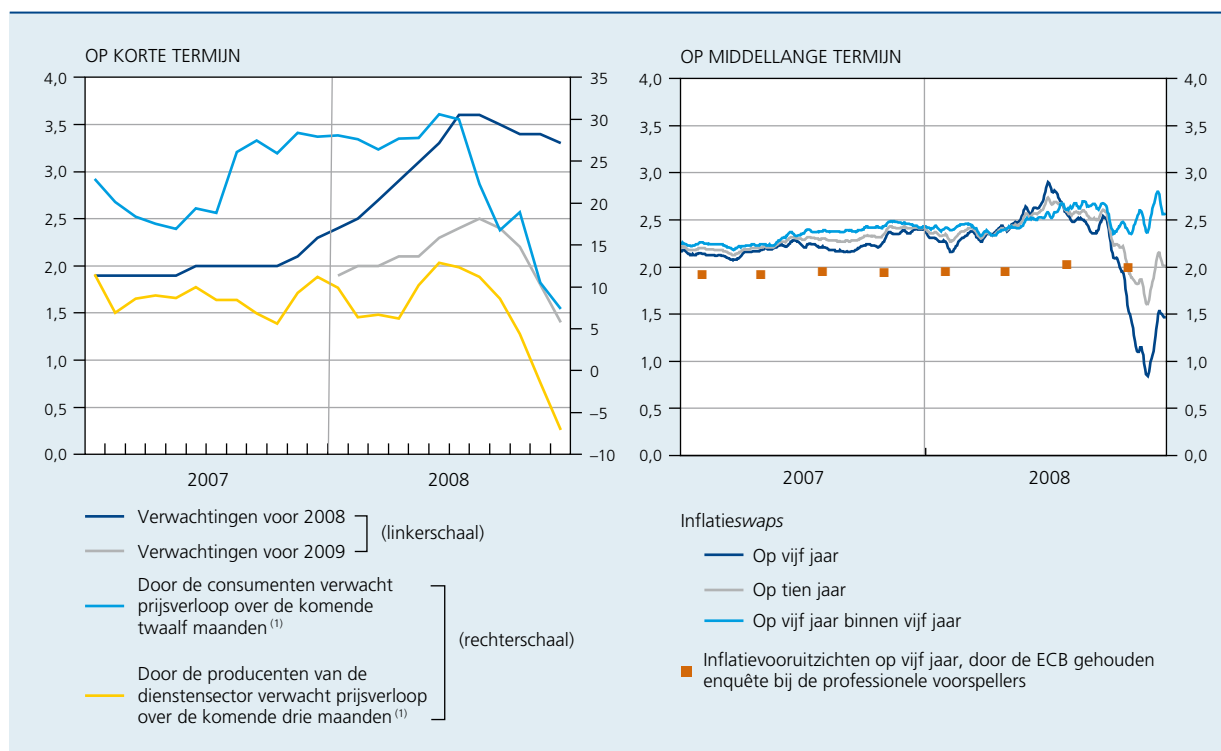
verdere prijsstijgingen voor grondstoffen. Op dat ogenblik schommelden de groeivoorzichten voor 2009 tussen 1 en 2 pct. De belangrijkste internationale instellingen alsook de meeste professionele voorspellers kwamen, tijdens het eerste halfjaar, tot soortgelijke prognoses voor de economische groei voor 2008 en 2009.

In tegenstelling tot de activiteitsontwikkelingen, baarde het inflatieverloop de Raad van Bestuur in toenemende mate zorgen. Tijdens het eerste halfjaar bereikte de aan de hand van de HICP gemeten inflatie in het eurogebied het hoogste niveau sinds 1999, en kwam ze ruim boven de bovengrens van 2 pct. uit, die is vastgelegd in de kwantitatieve definitie van de prijsstabiliteit. De aanhoudende dynamiek van de vraag naar energie en levensmiddelen vanuit de opkomende economieën evenals, in het geval van sommige alimentaire grondstoffen, weliswaar vooral tijdelijke negatieve ontwikkelingen aan de aanbodzijde, resulteerden in aanzienlijke prijsstijgingen voor grondstoffen, die snel een substantieel effect sorteerden op de energie- en voedingscomponenten van de HICP. Het is mogelijk dat de prijsopflakking voor die componenten werd aangewakkerd door een toegenomen belangstelling voor afgeleide financiële instrumenten die gebaseerd

zijn op de grondstoffenprijzen. De doorsijpeling van die prijsstijgingen naar de prijzen van de andere goederen en diensten is evenwel beperkt gebleven, zoals aangetoond door de nagenoeg constante stijging van de HICP ongerekend levensmiddelen en energiedragers in een tempo van iets minder dan 2 pct., alsook door het verloop van de loonkosten dat – op basis van de op dat ogenblik beschikbare gegevens, dat wil zeggen tot het laatste kwartaal van 2007 – nog steeds matig bleek.

Die bevinding staafde de in de voorzichten van het Eurosysteem gehanteerde hypothese, althans in het basisscenario, dat de weerslag van de prijsstijgingen voor grondstoffen op de totale inflatie van tijdelijke aard zou zijn en geen veralgemeende tweederonde-effecten zou sorteren. Naarmate de prijsstijgingen voor grondstoffen, in tegenstelling tot de eerdere prognoses, aanhielden en derhalve ook de inflatie hoger uitviel dan de initiële voorspellingen, werd het evenwel steeds duidelijker dat het een hele tijd zou kunnen duren vooraleer de inflatie opnieuw onder 2 pct. zou uitkomen. Bijgevolg werd de inflatieprojectie van het Eurosysteem voor 2009 opwaarts herzien, zowel in maart als in juni, zodat deze zich situeerde in een marge van respectievelijk [1,5;2,7] en

GRAFIEK 17 INFLATIEVERWACHTINGEN IN HET EUROGEBIED
(jaarlijkse veranderingspercentages, tenzij anders vermeld)



Bronnen : EC, Consensus Economics, Thomson Financial Datastream, ECB.
(1) Saldo van de antwoorden op de maandelijkse enquête.

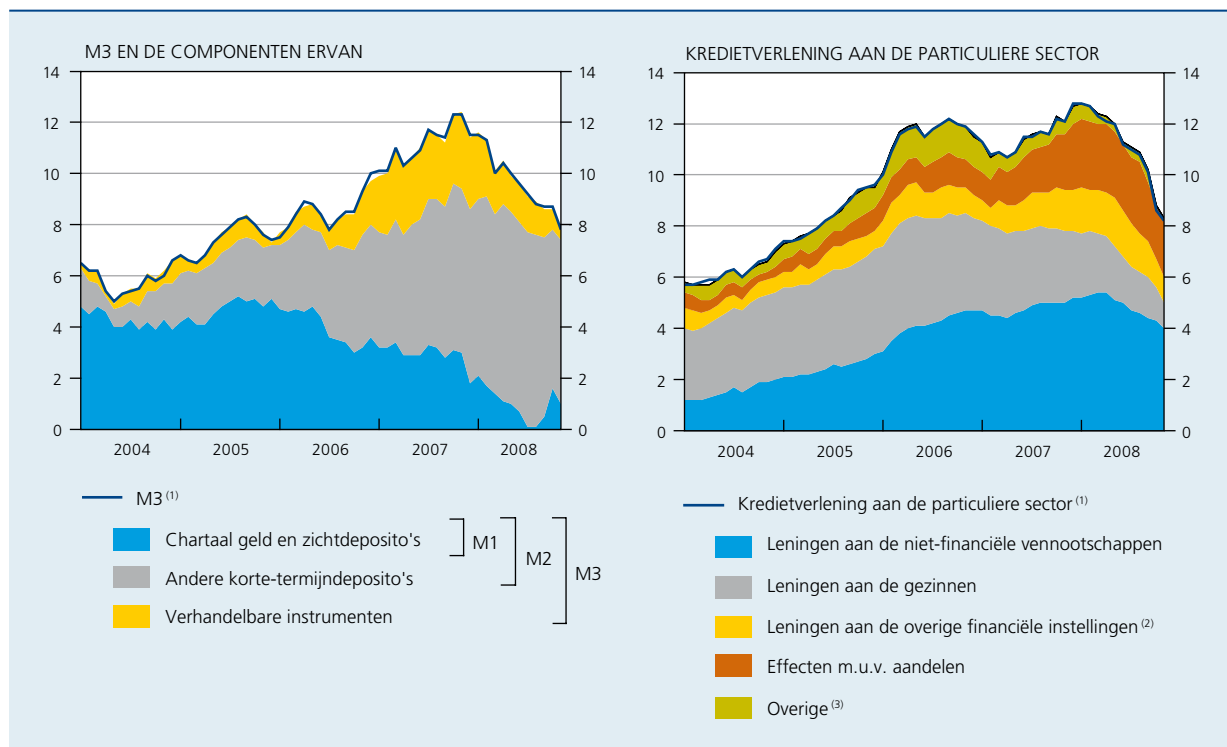
[1,8;3,0] pct. Naarmate de omvang en de verwachte persistentie van de inflatieopflakking toenamen, vestigde de Raad van Bestuur bovendien met meer aandrang de aandacht op het risico van tweederonde-effecten op de prijszetting en de loonvorming. Om die reden riep de Raad de betrokken partijen, zowel in de particuliere als in de openbare sector, op hun verantwoordelijkheid op te nemen, opdat onder meer de loonontwikkelingen gelijke tred zouden houden met het productiviteitsverloop. De Raad drukte tevens haar bezorgdheid uit over het bestaan van mechanismen waardoor de nominale lonen worden geïndexeerd aan de hand van de consumptieprijsindex. Tegelijkertijd werd stelselmatig het belang van een stevige verankering van de inflatieverwachtingen benadrukt. De verwachtingen ten aanzien van het toekomstige inflatieverloop sorteren immers reeds op het ogenblik waarop ze tot stand komen een effect op de prijszetting en loonvorming, zodat ze een onmiddellijke impact hebben op de inflatie zelf. Een verontrustende ontwikkeling was dat in het tweede kwartaal niet alleen de inflatieverwachtingen op korte termijn opwaarts werden herzien, in lijn met de projecties van het Eurosysteem, maar tevens de inflatieverwachtingen op middellange termijn. Het zijn vooral die

laatste verwachtingen die informatie verschaffen omtrent de geloofwaardigheid van het monetaire beleid met betrekking tot het handhaven van de prijsstabiliteit tegen de relevante beleidshorizon. Zowel de lichte maar niettemin duidelijke stijging van de inflatievooruitzichten op vijf jaar in de ECB-enquête bij de professionele voorspellers, als de stijging van de verwachte vijfjaarsinflatie binnen vijf jaar, zoals afgeleid uit de inflatieswapcontracten, baarden de Raad van Bestuur grote zorgen.

In de eerste helft van 2008 bevestigde de monetaire analyse het bestaan van opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op middellange en lange termijn. Ondanks een lichte vertraging die kon worden toegeschreven aan de verstrakking van het monetaire beleid in 2006 en 2007, bleven zowel de jaarlijkse groei van M3 als die van de kredietverlening aan de particuliere sector robuust. Het dient evenwel benadrukt dat de Raad van Bestuur van oordeel was dat de groeicijfers van M3 de onderliggende groei van de geldhoeveelheid vermoedelijk enigszins overschatten, onder meer doordat het relatief vlakke profiel van de rentecurve aanleiding gaf tot portefeuilleherschikkingen in het voordeel van kortlopende beleggingsinstrumenten

GRAFIEK 18 GELDHOEVEELHEID EN KREDIETVERLENING AAN DE PARTICULIERE SECTOR IN HET EUROGEBIED

(bijdrage tot de verandering t.o.v. de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar, in procentpunten, tenzij anders vermeld)



Bronnen : EC, ECB.

(1) Veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende maand van het voorgaande jaar.

(2) Leningen aan niet-monetaire financiële instellingen, met uitzondering van verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen.

(3) Aandelen en leningen aan verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen.

die deel uitmaken van M3. Bovendien zette de substitutie tussen de componenten van M3 zich voort als gevolg van de stijging van de korte rente, die de termijndeposito's aantrekkelijker maakte ten nadele van de zichtdeposito's.

Ook de toename van de kredietverlening bleef krachtig, en schraagde aldus de robuuste groei van de geldhoeveelheid. Toch wees de dynamiek op korte termijn, namelijk het verloop van de kwartaalgroei, op een lichte vertraging vanaf het eerste kwartaal. Deze leek evenwel veeleer toe te schrijven aan een afgenomen vraag naar krediet, onder meer als gevolg van de stijging van de rente en de verdere afkoeling op de woningmarkt, dan wel aan een beperking door de banken van hun aanbod als gevolg van de moeilijkheden die ze op de financiële markten ondervonden. Op korte termijn sorteerde de financiële beroering zelfs een opwaarts effect op het groeitempo van sommige componenten van de kredietverlening, hetgeen was toe te schrijven aan de herintermediatie waartoe die beroering aanleiding gaf en geenszins wees op een toename van het totaal aan financiële middelen waarover de niet-financiële sector beschikte. Drie ontwikkelingen wezen in die richting. Ten eerste was de sterke groei van de kredietverlening aan de « overige financiële instellingen » de weerspiegeling van het feit dat de *special purpose vehicles (SPV's)*, die werden geconfronteerd met financieringsproblemen in de markt van handelspapier en bedrijfsobligaties, zich genoodzaakt zagen een beroep te doen op hun kredietlijnen bij de banken waarmee ze verbonden waren. Ten tweede werden de balansen van die SPV's ook ontlast door de overname van effecten, hetgeen tot uiting kwam in een stijging van de post « effecten met uitzondering van aandelen » in de geconsolideerde balans van de MFI-sector. Het feit dat de banken die effecten konden gebruiken als onderpand in het kader van de herfinancieringstransacties van het Eurosysteem, was voor hen een aanvullende reden om ze op te nemen in hun balans. Ten slotte werd de groei van de kredietverlening aan de niet-financiële vennootschappen geschraagd door een substitutie-effect, namelijk een verschuiving van de financiering van de niet-financiële ondernemingen van de markt naar de banken.

Nadat de Raad van Bestuur tijdens de eerste jaarhelft systematisch had gewezen op de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit, die zowel uit de economische als uit de monetaire analyse waren gebleken, besliste hij op 3 juli het basisrentetarief met 25 basispunten te verhogen tot 4,25 pct., een beslissing waarop de markten overigens volledig hadden geanticipeerd.

Tijdens de zomer bleef de Raad van Bestuur een gematigde groeivertraging verwachten, maar bleef hij tegelijk de nadruk leggen op de overwegend neerwaarts gerichte

risico's die het verloop van de groei konden bepalen. Daarnaast werd ook het bestaan van opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit bevestigd. Wat de economische activiteit betreft, werd ervan uitgegaan dat de aanhoudende dynamiek van de buitenlandse vraag, in het bijzonder vanuit de opkomende economieën, een ondersteunende factor voor de groei zou blijven, al zouden de prijsstijgingen voor levensmiddelen en energiedragers op de binnenlandse vraag gaan wegen. De inkrimping met 0,2 pct. bbp in het tweede kwartaal kwam dan ook als een verrassing, al werd een technische correctie van de bbp-groei wel verwacht. Bovendien waren ook verscheidene vertrouwensindicatoren in toenemende mate neerwaarts omgebogen. Niettemin bleef de inflatie uitzonderlijk hoog, ondanks een daling van de in euro uitgedrukte aardolieprijs met 20 pct. tussen begin juli en begin september. In augustus kwam ze nog uit op 3,8 pct., tegenover 4 pct. in juli. De Raad van Bestuur bleef dan ook waakzaam ten aanzien van de risico's van tweederonde-effecten op het gebied van loonvorming en prijszetting. De eerste gegevens met betrekking tot het loonkostenverloop in 2008, die in de zomer werden gepubliceerd, gaven bovendien een gevoelige stijging te zien, terwijl de arbeidsproductiviteit was vertraagd, hetgeen leidde tot een forse toename van de loonkosten per eenheid product. Ten slotte bleef de groei van de geldhoeveelheid en de kredietverlening krachtig, maar vertoonde de kortetermijndynamiek van die variabelen tekenen van matiging, en was de verdere teruggang van de groei van M1 – de component van M3 die het nauwst aansluit bij de door transactiemotieven ingegeven geldvraag – een aanwijzing dat de vertraging van de economische groei wellicht nog niet ten einde was. Die elementen bevestigden dat er opwaartse risico's op de prijsstabiliteit wogen, maar leken ook aan te geven dat ze niet meer in kracht toenamen.

Vanaf medio september: verscherping van de financiële crisis en duidelijk merkbare vermindering van de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit

In de loop van september ging de crisis op de financiële markten een nieuwe fase in. Dit stelde nieuwe uitdagingen, zowel op het vlak van de financiële stabiliteit als met betrekking tot het handhaven van de macro-economische stabiliteit. Meer in het bijzonder moest worden nagegaan in welke mate de tot op dat ogenblik gangbare scenario's voor de bbp-groei en de inflatie moesten worden bijgesteld, en wat die bijstelling impliceerde voor de monetaire-beleidskoers. Net zoals het onontbeerlijk is de wijzigingen in het economische en financiële klimaat tijdig te onderkennen en hun impact zo goed als mogelijk in te schatten, is het tevens van essentieel belang vast te

houden aan de doelstelling van het monetaire beleid, namelijk het handhaven van prijsstabiliteit op middellange termijn, en aan het daaraan verbonden analytische kader. Op die manier wordt aan de economische actoren een duidelijk verankeringspunt geboden, wat in tijden van grote onzekerheid nog belangrijker is dan anders. In het geval van het Eurosysteem zijn zowel de doelstelling als het analytische kader voldoende algemeen, en bovendien ook symmetrisch ontworpen, waardoor ze ook in geval van omvangrijke neerwaartse schokken relevant blijven. In die context heeft de Raad van Bestuur meermaals bevestigd dat alles in het werk zou worden gesteld om de inflatieverwachtingen op middellange termijn stevig te verankeren op een niveau dat lager dan – maar toch in de buurt van – 2 pct. zou liggen, om op die manier niet alleen optimaal bij te dragen tot het bewerkstelligen van een duurzame economische groei en jobcreatie op middellange termijn, maar ook tot de financiële stabiliteit. Aangezien de weerslag van de financiële crisis op de reële economie in de eerste plaats kon worden beschouwd als zijnde voornamelijk het resultaat van een vraagschok, moest het nastreven van de doelstelling inzake prijsstabiliteit bovendien in belangrijke mate bijdragen tot het stabiliseren van de economische groei op de korte termijn.

Vanaf eind september werd het, onder meer in het licht van de forse verslechtering van de conjunctuurindicatoren, al snel duidelijk dat ook de reële economie het zwaar te verduren zou krijgen. Die besmetting van de reële economie vloeide hoofdzakelijk voort uit de stijging van de financieringskosten, de verstrakking van de toegang tot het bankkrediet, die onder meer werd vermeld in de enquête naar de bancaire kredietverlening van het Eurosysteem, de negatieve vermogenseffecten en de afbrokkeling van het vertrouwen. Bovendien greep de financiële crisis alsmaar verder om zich heen, waardoor de buitenlandse vraag op haar beurt rake klappen kreeg. In lijn met die bevinding gaf het bbp naar volume van het eurogebied opnieuw een inkrimping te zien in het derde kwartaal. Al die elementen verleenden geloofwaardigheid aan de hypothese van een diepere maar vooral meer langdurige terugval van de economische activiteit. Tegen die achtergrond werden de projecties met betrekking tot de economische groei van het Eurosysteem in december fors neerwaarts herzien, aangezien ze werden teruggebracht tot $[-1,0;0,0]$ pct. in 2009, terwijl voor 2010 slechts een gematigd herstel in het vooruitzicht kon worden gesteld, met een geraamde bbp-groei van $[0,5;1,5]$ pct. De belangrijkste internationale instellingen en de meeste professionele voorspellers kwamen tot soortgelijke conclusies aan het einde van het jaar.

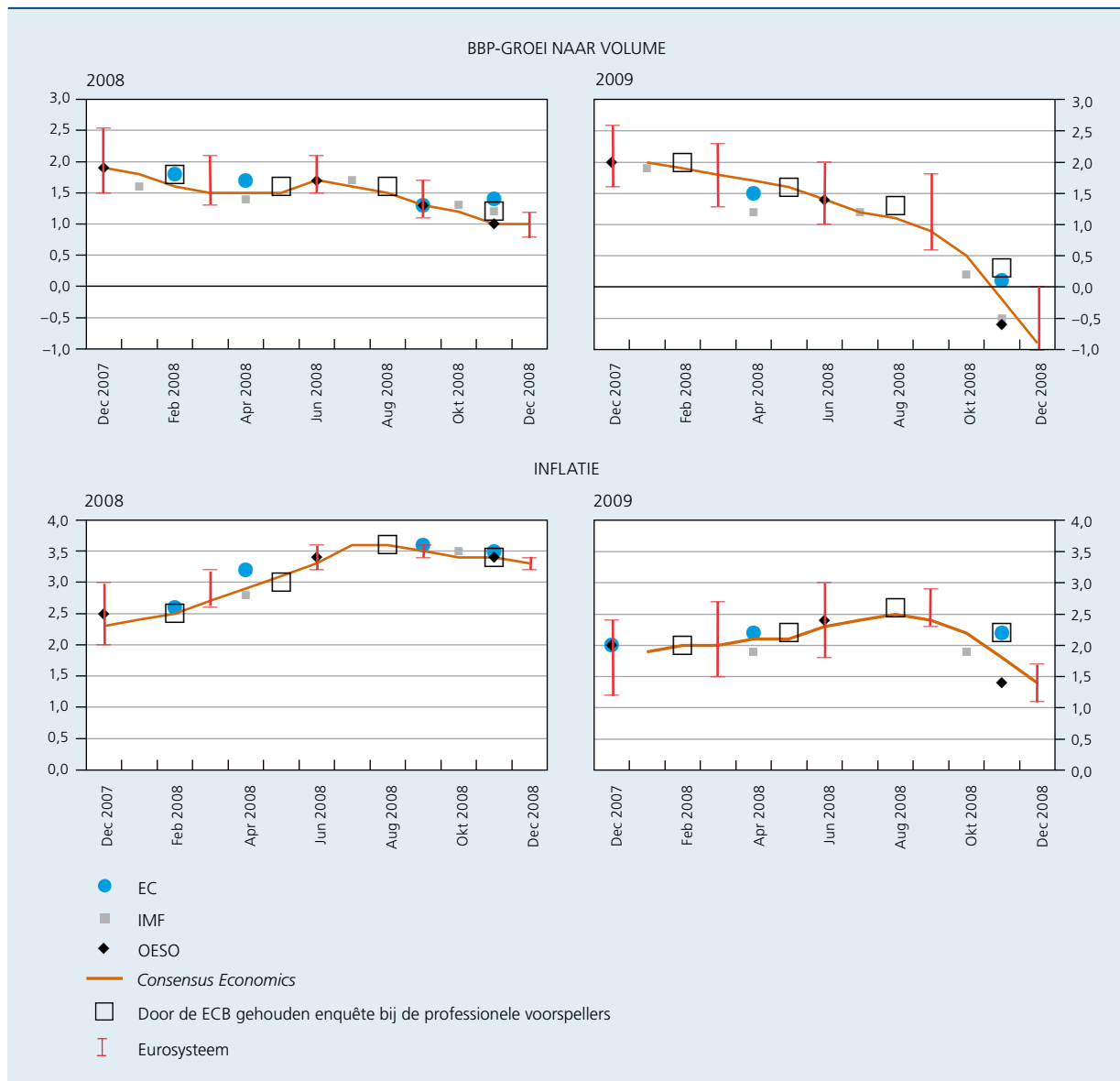
De Raad van Bestuur van de ECB was van oordeel dat een aantal van de eerder geïdentificeerde neerwaartse risico's vaste vorm hadden gekregen, en nam aan dat die gedurende een relatief lange periode een substantiële weerslag op de economische activiteit zouden hebben. Bovendien bleef de Raad, ondanks de herziening van het basisscenario, ervan uitgaan dat de risico's voor de projecties ten aanzien van de economische groei duidelijk neerwaarts gericht waren, en dat de onzekerheid veel groter was dan het geval zou zijn geweest in normalere omstandigheden.

Behalve de effecten op de economische activiteit werd snel duidelijk dat de verscherping van de internationale financiële crisis ook implicaties zou hebben voor de risico's inzake prijsstabiliteit. De reeds ingezette daling van de prijs voor ruwe aardolie, maar ook voor andere grondstoffen, versnelde zich. Daardoor viel de inflatie terug tot 1,6 pct. in december, terwijl op korte termijn een verdere forse vertraging werd verwacht, deels als gevolg van basiseffecten. Ook op middellange termijn zijn de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit weggeëbd, als gevolg van de herziening van de vooruitzichten voor de economische groei, waardoor op een beleidsrelevante horizon een inflatiepeil in het verschiet kwam te liggen dat in overeenstemming was met de definitie van prijsstabiliteit. Dit kwam tot uiting in de inflatieprojecties die in december door het Eurosysteem werden gepubliceerd. Die projecties werden sterk neerwaarts herzien voor 2009, aangezien ze werden teruggebracht tot $[1,1;1,7]$ pct., terwijl de inflatie zich volgens die projecties binnen een marge van $[1,5;2,1]$ pct. zou bevinden in 2010.

De daling van de inflatie en de herziening van de vooruitzichten werden ook weerspiegeld in diverse maatstaven van inflatieverwachtingen, al dienen deze afgeleid uit financiële instrumenten met grote omzichtigheid te worden geïnterpreteerd, aangezien het mogelijk is dat ze los van de eigenlijke inflatieverwachtingen de invloed van de financiële crisis hebben ondergaan, zoals toegelicht in Kader 4. De monetaire analyse, die gebaseerd is op de gegevens tot en met de maand november, bevestigde de beoordeling van de Raad van Bestuur dat de inflatoire druk aan het afnemen was, aangezien de groei van de geldhoeveelheid en van de kredietverlening verder vertraagde. Hierbij dient opgemerkt dat de kortetermijndynamiek van de kredietverlening, zowel aan de niet-financiële vennootschappen als aan de gezinnen, vanaf oktober een sterke terugval te zien gaf.

Nadat de centrale banken onderling overleg hadden gepleegd over de liquiditeitsvoorziening en ook tot gecoördineerde acties ter zake waren overgegaan, werd op 8 oktober besloten tot een gecoördineerde rentedaling.

GRAFIEK 19 PROGNOSES VOOR DE BBP-GROEI EN DE INFLATIE IN HET EUROGEBIED
(jaarlijkse veranderingspercentages)



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

Gelet op de ernst van de economische crisis, verlaagden zes centrale banken van grote geavanceerde economieën – met name de Verenigde Staten, het eurogebied, het Verenigd Koninkrijk, Zweden, Zwitserland en Canada – gelijktijdig hun respectievelijke basisrentetarief met 50 basispunten, terwijl ook de *Bank of Japan* haar krachtige steun betuigde voor die monetaire-beleidsbeslissingen. Nadat duidelijk werd dat de impact van de financiële crisis op de reële economie aanzienlijk matigde, werd de basisrente van het Eurosysteem nog verder verlaagd met 50 basispunten in november en met 75 basispunten in

december, zodat ze tegen het einde van het jaar werd teruggebracht tot 2,50 pct. Een verdere daling van de basisrente met 50 basispunten werd goedgekeurd op 15 januari 2009, zodat de basisrente werd vastgelegd op 2 pct.

Kader 4 – Interpretatie van de maatstaven van inflatieverwachtingen afgeleid uit financiële instrumenten tijdens de financiële crisis

De verankering van de inflatieverwachtingen is van cruciaal belang voor het monetaire beleid, zodat het onontbeerlijk is dat men over indicatoren kan beschikken om die verwachtingen te meten. Naast de enquêtes, zoals die van de ECB of van *Consensus Economics* bij professionele voorspellers, bestaan er verschillende financiële instrumenten waaruit inflatieverwachtingen kunnen worden afgeleid. Dit kader bespreekt de meest relevante van die producten, evenals de indicaties die er tijdens het verslagjaar uit konden worden afgeleid in verband met het verloop van de inflatieverwachtingen.

Die instrumenten omvatten allereerst de geïndexeerde overheidsobligaties, dat wil zeggen de obligaties waarvan het rendement behalve een vaste component ook een component bevat die overeenstemt met de inflatie. Door hun rendement te vergelijken met dat van een vastrentende overheidsobligatie met vergelijkbare looptijd, in het vervolg van de tekst omschreven als nominale obligatie, komt men tot de zogenaamde *break-even*-inflatie, d.i. de impliciete inflatievergoeding die is inbegrepen in het nominale rendement van de vastrentende obligatie en die, na aftrekking ervan, het reële rendement oplevert. Een ander product, de *inflatieswaps*, bestaat voor een breed spectrum van vaste looptijden. Het betreft contracten waarbij tegenpartijen het inflatieafhankelijke deel van hun toekomstige kasstromen uitwisselen of speculeren op het neerwaartse of opwaartse verloop ervan. Een inflatievergoeding kan rechtstreeks worden afgeleid uit de notering waartegen deze contracten worden verhandeld.

De inflatiemaatstaven die uit die financiële instrumenten worden afgeleid, worden niet alleen bepaald door de eigenlijke inflatieverwachtingen, maar ook door andere factoren, zoals de inflatierisicopremie en de liquiditeitspremie. De inflatierisicopremie, die in zekere zin een vergoeding vormt voor de onzekerheid omtrent de inflatievoorspellingen, is logischerwijze groter voor langere looptijden. De liquiditeitspremie is hoger voor minder liquide markten.

Het verschil tussen de liquiditeitspremies van de nominale en de geïndexeerde obligaties is derhalve van cruciaal belang voor de *break-even*-inflatie, omdat het op basis van het rendementsverschil tussen die twee instrumenten is dat de *break-even*-inflatie wordt afgeleid. Aangezien de markt voor nominale obligaties liquider is, wordt immers een neerwaarts effect gesorteerd op de *break-even*-inflatie. Dat effect is in de loop der jaren evenwel zeer fors afgenomen, als gevolg van de sterke ontwikkeling van de markt voor geïndexeerde obligaties. In het geval van de *inflatieswaps*, daarentegen, is de door de liquiditeitspremie uitgeoefende vertekening positief. Zoals voor de geïndexeerde obligaties is het effect mettertijd verzwakt, door de toename van de activiteit op de markt waar de *inflatieswaps* worden verhandeld, zodat deze, net als de geïndexeerde obligaties, alsmaar nuttiger zijn geworden voor het meten van de inflatieverwachtingen in het eurogebied.

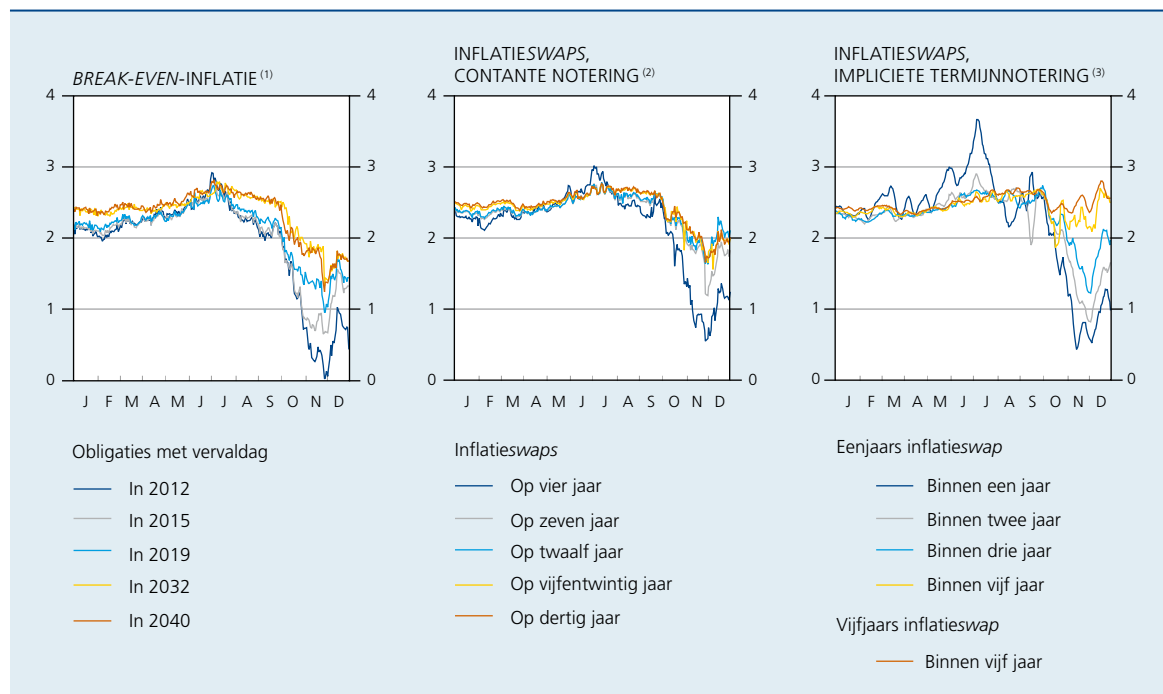
Als men de inflatierisico- en liquiditeitspremies in hun geheel beschouwt, leidt hun globale impact op de maatstaf van de inflatieverwachtingen in normale omstandigheden tot een overschatting van de verwachte inflatie, ongeacht welk van de twee voornoemde instrumenten wordt gebruikt, maar toch in iets hogere mate voor de *inflatieswaps*. Die laatste vertonen immers de neiging om een lichtjes hogere inflatie te laten zien dan de overeenstemmende *break-even*-inflatie. Bovendien dient rekening te worden gehouden met een zekere graad van volatiliteit eigen aan de financiële markten, die een invloed zal hebben op die premies. Dit is uiteraard zeker het geval sinds augustus 2007 en nog meer sinds de verscherping van de financiële crisis in september 2008, waardoor de interpretatie van de *break-even*-inflatie en van de *inflatieswaps* complexer is geworden.

Sinds augustus 2007 volgden de periodes met verhoogde volatiliteit op de financiële markten zich in een snel tempo op, hetgeen noopte tot een voorzichtige interpretatie van de kortetermijnfluctuaties van de *break-even*-inflatie. Die laatste bleef evenwel een waardevolle input vormen in de eerste helft van het verslagjaar. Haar verloop gaf aan dat de risico's voor de prijsstabiliteit waren toegenomen. Zo liet de *break-even*-inflatie van februari tot juli



MAATSTAVEN IN 2008 VAN DE INFLATIEVERWACHTINGEN AFGELEID UIT FINANCIËLE INSTRUMENTEN

(procenten)



Bron : Thomson Financial Datastream.

(1) De *break-even*-inflatie stemt overeen met het verschil tussen het rendement van de nominale overheidsobligaties en dat van de geïndexeerde obligaties afkomstig van eenzelfde emittent en met vergelijkbare looptijden.

(2) De looptijden, die vast zijn in het geval van de inflatieswaps, zijn vergelijkbaar met de resterende looptijd van de obligaties op basis waarvan de *break-even*-inflatie wordt berekend.

(3) Voortschrijdend gemiddelde van de laatste vijf dagen.

2008 voor de verschillende horizonten een duidelijke stijging optekenen, wat strookte met de informatie afgeleid uit de inflatieswaps. Dit signaal werd bovendien ook bevestigd door de aan de enquêtes ontleende maatstaven van de inflatieverwachtingen.

Vanaf eind september 2008 werd de *break-even*-inflatie evenwel in sterke mate beïnvloed door de verscherping van de internationale financiële crisis, hetgeen haar signaalfunctie ten aanzien van de eigenlijke inflatieverwachtingen ernstig verstoorde. De beleggers legden immers een duidelijke voorkeur aan de dag voor de nominale overheidsobligaties, en vluchtten weg naar liquide waarden (*flight-to-liquidity*), waardoor de risicopremie op de markt voor nominale overheidsobligaties werd gedrukt en die op de markt voor geïndexeerde obligaties sterk werd omhooggestuwd. Dit resulteerde in een significante daling van de *break-even*-inflatie, los van het verloop van de eigenlijke inflatieverwachtingen, ook al zijn die laatste eveneens teruggelopen in de nasleep van de afgenomen grondstoffenprijzen en de verslechterde vooruitzichten voor de economische activiteit. Het is onmogelijk die twee effecten los van elkaar in te schatten, waardoor de *break-even*-inflatie tijdens de laatste maanden van het verslagjaar aan waarde verloor als indicator van de inflatieverwachtingen.

De contante noteringen van de inflatieswaps waren vanaf eind september 2008 eveneens neerwaarts gericht, zij het in mindere mate dan de *break-even*-inflatie voor vergelijkbare horizonten. Waarschijnlijk heeft de verscherping van de financiële crisis de noteringen van deze instrumenten enigszins opwaarts beïnvloed, ook al zijn ze minder



onderhevig aan de gevolgen van wijzigingen in de volatiliteit op de financiële markten. Het naar historische maatstaven zeer grote verschil in verloop tussen de twee indicatoren weerspiegelt in belangrijke mate de weerslag van de *flight-to-liquidity*.

Wat de impliciete termijnnoteringen van de inflatieswaps betreft, blijkt dat die laatste niet alleen zijn teruggelopen voor de zeer korte termijn, als gevolg van de forse daling van de grondstoffenprijzen, maar ook dat ze duidelijk onder de bovengrens van de kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit zijn uitgekomen voor de eenjaars inflatie binnen één, twee en drie jaar. De financiële markten lijken bijgevolg een forse en tegelijk aanhoudende terugval van de inflatie te verwachten. Ze zijn er evenwel van blijven uitgaan dat de inflatie opnieuw geleidelijk zal aantrekken en in de buurt van 2 pct. zal komen te liggen. Ondanks een zekere volatiliteit zijn zowel de eenjaars als de vijfjaars impliciete inflatieswap binnen vijf jaar – die de inflatieverwachtingen op middellange termijn weerspiegelen en daarom vaak worden gebruikt om de geloofwaardigheid van het monetaire beleid te beoordelen – tijdens de laatste maanden van het verslagjaar op een niveau gebleven dat – gelet op het bestaan van inflatierisico- en liquiditeitspremies – mag worden beschouwd als zijnde in overeenstemming met prijsstabiliteit.

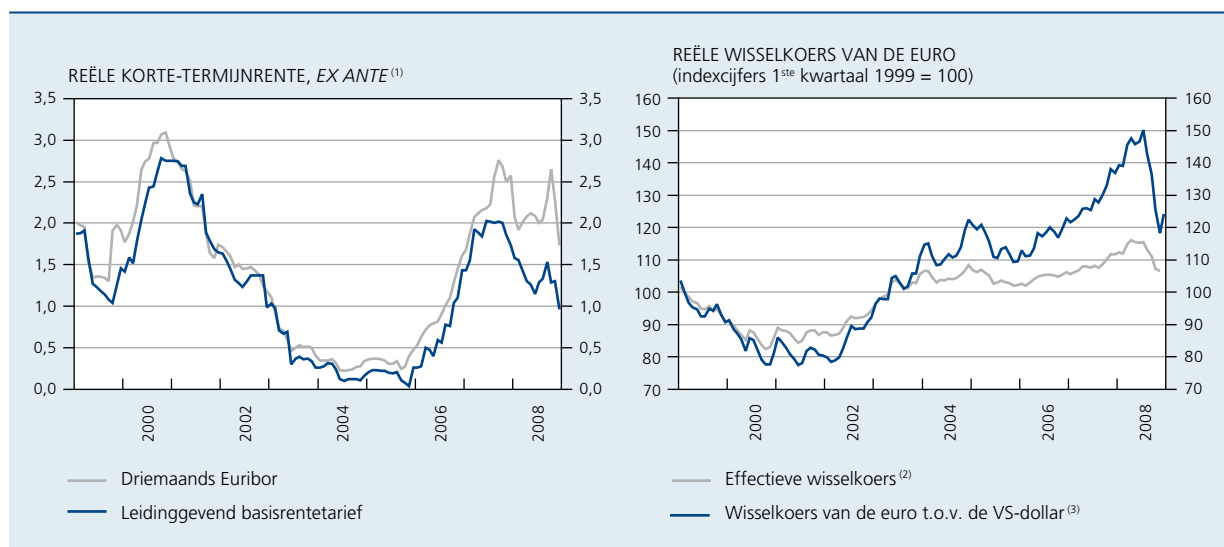
2.4 Monetaire en financiële voorwaarden

Monetaire voorwaarden

Ondanks een pauze in de opgaande fase van de cyclus van de leidinggevende tarieven van het Eurosysteem in de tweede helft van 2007 en de eerste helft van 2008

hield de eind 2005 ingezette stijging van de reële korte rente nog enigszins aan, als gevolg van de toename van de risicopremie die vervat zit in de driemaands rente op de markt van de niet-gewaarborgde interbancaire leningen. Tijdens het verslagjaar kwam een einde aan de opwaartse tendens van de reële korte rente. Aanvankelijk ontstond een neerwaartse druk op de reële korte rente als gevolg van de gestegen inflatieverwachtingen. De verhoging van het leidinggevende tarief van begin juli bood evenwel

GRAFIEK 20 MONETAIRE VOORWAARDEN IN HET EUROGEBIED



Bronnen : Consensus Economics, Thomson Financial Datastream, ECB.

(1) Rentetarief gedeïndeerd aan de hand van een gewogen gemiddelde van de inflatieverwachtingen voor het lopende jaar en het volgende jaar. Het gewicht van het lopende (volgende) jaar neemt af (toe) in de loop van het jaar.

(2) Effectieve wisselkoers van de euro ten opzichte van de valuta's van de tweeëntwintig belangrijkste handelspartners, gedeïndeerd aan de hand van de verhouding tussen de CPI's.

(3) Wisselkoers van de euro t.o.v. de VS-dollar, gedeïndeerd aan de hand van de verhouding tussen de CPI's.

tegenwicht. Later op het jaar kwamen de forse verlagingen van dat tarief maar gedeeltelijk tot uiting in het verloop van de reële korte rente, gelet op de sterk teruggelopen inflatieverwachtingen en de nieuwe toename van de risicopremie op de interbankenmarkt.

Die verlagingen van het leidinggevende tarief kunnen een belangrijke impuls zijn voor het herstel van de economische activiteit, mocht de werking van de interbankenmarkt normaliseren, met name dankzij de grotere liquiditeitsinjecties, de overheidsmaatregelen ter ondersteuning van de kredietinstellingen en de aan het einde van het jaar genomen beslissing om de door de rentetarieven van de permanente faciliteiten gevormde corridor terug op 200 basispunten te brengen. Dit is echter maar mogelijk indien de banksector werk maakt van een betere functionering van die markt.

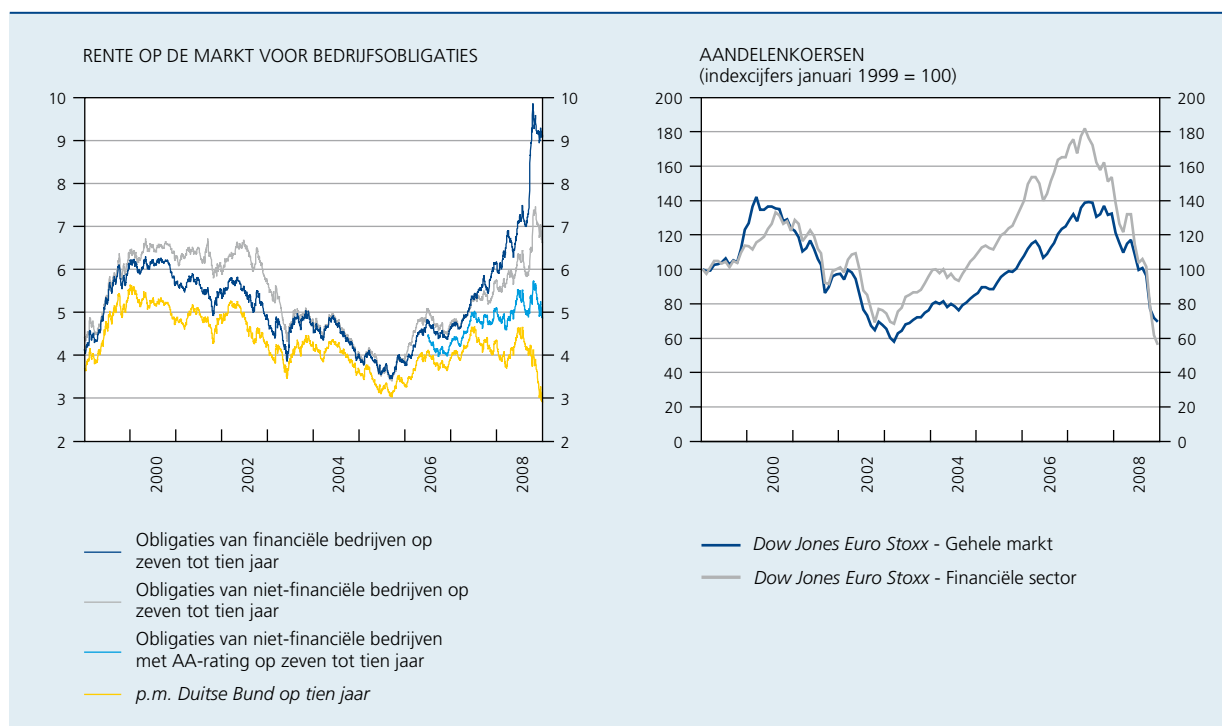
De forse appreciatie van de reële wisselkoers van de euro in de eerste helft van 2008 impliceerde dat de werkelijke monetaire voorwaarden restrictiever waren dan louter blijkt uit het verloop van de reële korte rente. Die opwaartse beweging kwam grotendeels door het verschil tussen de groeiverwachtingen voor het eurogebied en voor de Verenigde Staten en de daarmee gepaard gaande divergentie van het monetaire beleid en de verwachtingen

daaromtrent. Vervolgens deprecieerde de euro evenwel tot begin december. Het werd immers duidelijk dat de financiële crisis ook in het eurogebied de reële economie zou treffen. Voorts begonnen de inflatierisico's weg te ebben en verkleinde eerst het verwachte en later het werkelijke verschil in de korte rente met de Verenigde Staten. De aanzienlijke versoepeling van het Amerikaanse monetaire beleid in december heeft echter een einde gemaakt aan de depreciatie van de euro tegenover de VS-dollar. De wisselkoers van de euro is overigens gedurende het hele verslagjaar gestegen ten opzichte van het pond sterling.

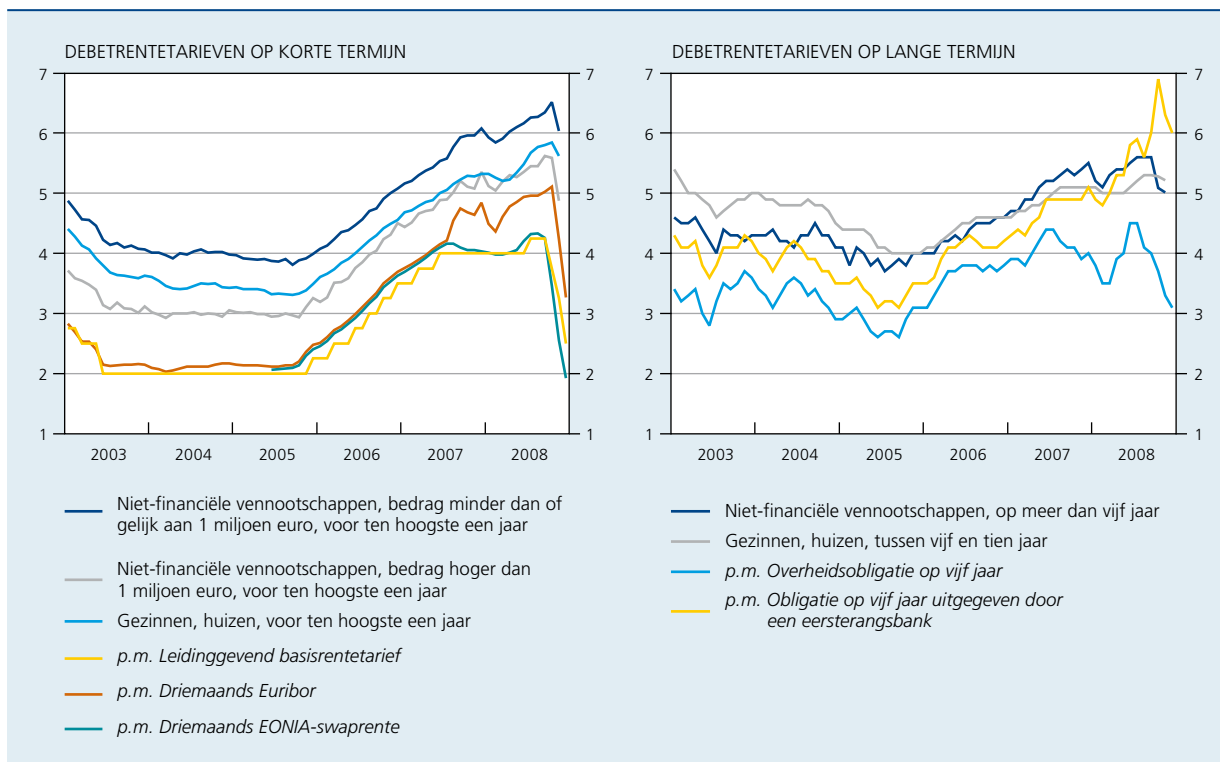
Financiële voorwaarden.

In de meeste sectoren van de economie zijn de financieringsvoorwaarden in 2008 blijven verkrappen, zowel voor financiering via de uitgifte van effecten op de financiële markten als voor financiering via bankkrediet. Die verstrakking was het gevolg van de verscherping van de financiële crisis, die de risicopremies opstuwde. Aangezien ook de differentiatie in de vergoeding van de verschillende risico's toenam, was de verstrakking van de financieringsvoorwaarden in sommige gevallen zeer uitgesproken.

GRAFIEK 21 FINANCIERINGSVOORWAARDEN VAN DE ONDERNEMINGEN OP DE FINANCIËLE MARKTEN IN HET EUROGEBIED
(daggegevens)



Bron : Thomson Financial Datastream.



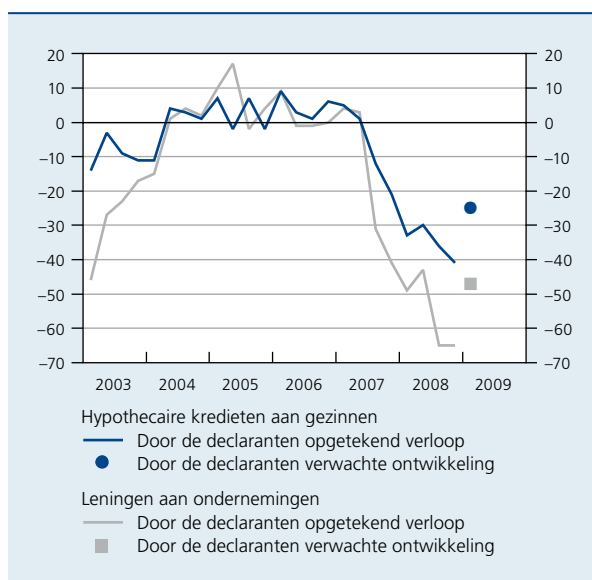
Bronnen : Thomson Financial Datastream, ECB.

De rente op langlopende overheidsobligaties van de hoogste kwaliteit, namelijk de Duitse Bund, steeg tijdens het verslagjaar in eerste instantie tot 4,6 pct. in juli, in een klimaat van groeiende bezorgdheid over de versnellende inflatie. Vervolgens liet ze in de tweede helft van het jaar een aanzienlijke daling optekenen als gevolg van de verscherping van de financiële crisis, niet alleen omdat de economische vooruitzichten versomberden en de inflatierisico's afnamen, maar ook als gevolg van de sterk toegenomen risicoaversie en de daaruit voortvloeiende vlucht naar kwaliteit en liquiditeit. Duits overheidspapier geniet immers de hoogst mogelijke rating en wordt doorgaans gekenmerkt door een grotere liquiditeit. Eind 2008 was de rente op Duits overheidspapier op tien jaar aldus teruggelopen tot minder dan 3 pct. Voor de andere landen van het eurogebied leidde de verscherping van de financiële crisis tot een aanzienlijke verbreding van het rente-ecart tussen de overheidsobligaties en de Duitse Bund, zodat de daling van de lange rente tijdens de tweede helft van het jaar er geringer was. Voor sommige soevereine emittenten van het eurogebied bleef de lange rente tijdens die periode zelfs stijgen.

De financiële beroering had van meet af aan een sterke weerslag op de rente van de door de financiële instellingen uitgegeven obligaties en op hun beurskoersen,

gelet op hun bijzondere blootstelling aan risicovolle instrumenten. De verscherping van de crisis in september versterkte die impact aanzienlijk, waardoor de rente op obligaties van financiële instellingen steeg tot niveaus die sinds tien jaar niet meer waren opgetekend. Op hetzelfde ogenblik vertoonden de beurskoersen van de financiële sector eveneens een scherpe terugval. Die nieuwe fase van de financiële crisis ging ook gepaard met een plotselinge verbreding van het rente-ecart van obligaties van niet-financiële vennootschappen ten opzichte van overheidsobligaties en met een koersval van hun aandelen. Dit wijst erop dat de marktpartijen meer en meer verwachtten dat de financiële crisis de gehele economie zou gaan besmetten. De toegenomen risicoaversie leidde zelfs tot een scherpe stijging van de risicopremies van de emittenten van goede kwaliteit. Vanzelfsprekend was die beweging nog meer uitgesproken voor het geheel van de niet-financiële ondernemingen, omdat groter geachte risico's meer werden bestraft. Bovendien onderschat de toename van de referentierentes van bedrijfsobligaties van een bepaalde kwaliteit de werkelijke verstrakking van de financieringsvoorwaarden, omdat ze geenszins rekening houdt met de neerwaartse herziening van de ratings die met de verslechtering van het economische klimaat gepaard is gegaan.

GRAFIEK 23 TOEKENNINGSCRITEIA VOOR KREDIETEN IN HET EUROGEBIED ⁽¹⁾
(kwartaalgegevens)



Bron : ECB.

(1) Nettoprocentages (niet-gewogen) van de antwoorden van de kredietinstellingen op de enquête van het Eurosysteem naar de kredietverlening, die de mate aangeven waarin de criteria voor het verlenen van kredieten werden versoepeld of verstrakt (-).

Wat de financiering via bankkrediet betreft, liep de ontwikkeling van de rente op kortlopende leningen aan de gezinnen en de bedrijven parallel met die van de niet-gewaarborgde interbankenrente op drie maanden, die in normale marktomstandigheden de marginale financieringskosten van de banken op de korte termijn weergeeft. Hoewel de activiteit op de interbankenmarkt zonder onderpand tijdens het verslagjaar nagenoeg volledig was stilgevallen, bleef de Euribor op drie maanden relevant voor de bepaling van de debetrentetarieven op de korte termijn voor de gezinnen en bedrijven.

Deze laatste bleven immers tot oktober toenemen en lieten in november een aanzienlijke daling optekenen. Daaruit blijkt duidelijk dat de persistentie van de spanningen op de interbankenmarkt effectief een rol heeft gespeeld in de verkrapping van de financieringsvoorwaarden voor de niet-financiële sectoren, ook al stond ze de transmissie van de monetaire-beleidsimpulsen niet in de weg.

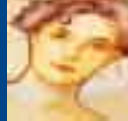
Omdat de debetrentetarieven op lange termijn van de kredietinstellingen veeleer de rente van de bankobligaties – die een goede indicator van de financieringskosten van de banken is – dan die van de overheidsobligaties volgen, waren zij opwaarts gericht tot oktober. Een en ander wijst erop dat de financiële crisis ook het lange segment van het bankkrediet beïnvloedde. In november liepen de debetrentetarieven op lange termijn voor de niet-financiële sector evenwel terug.

Ook uit de driemaandelijkse enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening blijkt een verstrakking van de kredietvoorwaarden. In het vierde kwartaal van het verslagjaar was het nettoprocentage van de kredietinstellingen die verklaarden striktere criteria te hebben toegepast voor het verlenen van kredieten aan ondernemingen en gezinnen, opgelopen tot respectievelijk 64 en 41 pct. van het totale aantal deelnemende instellingen. Daarentegen verwachtte een kleiner nettoprocentage onder hen een verdere verstrenging van de kredietvoorwaarden in het eerste kwartaal van 2009. Die verstrakking was niet enkel toe te schrijven aan factoren die rechtstreeks verband hielden met de precare situatie waarin de banken zich bevonden, namelijk de aantasting van hun eigen middelen en de toenemende moeilijkheden om hun liquiditeitspositie op de markt te financieren, maar vloeide ook steeds meer voort uit de verslechterde vooruitzichten betreffende de economische activiteit, zowel voor de economie als geheel als voor specifieke ontwikkelingen in verschillende bedrijfstakken of ondernemingen.



Fernand Toussaint, gezicht van de allegorie van België, detail van een ontwerp voor een niet-gerealiseerd bijjet van 20 frank, waterverf en potlood, 1907, verzameling Nationale Bank van België

Productie, bestedingen en lopend verkeer in België



3.

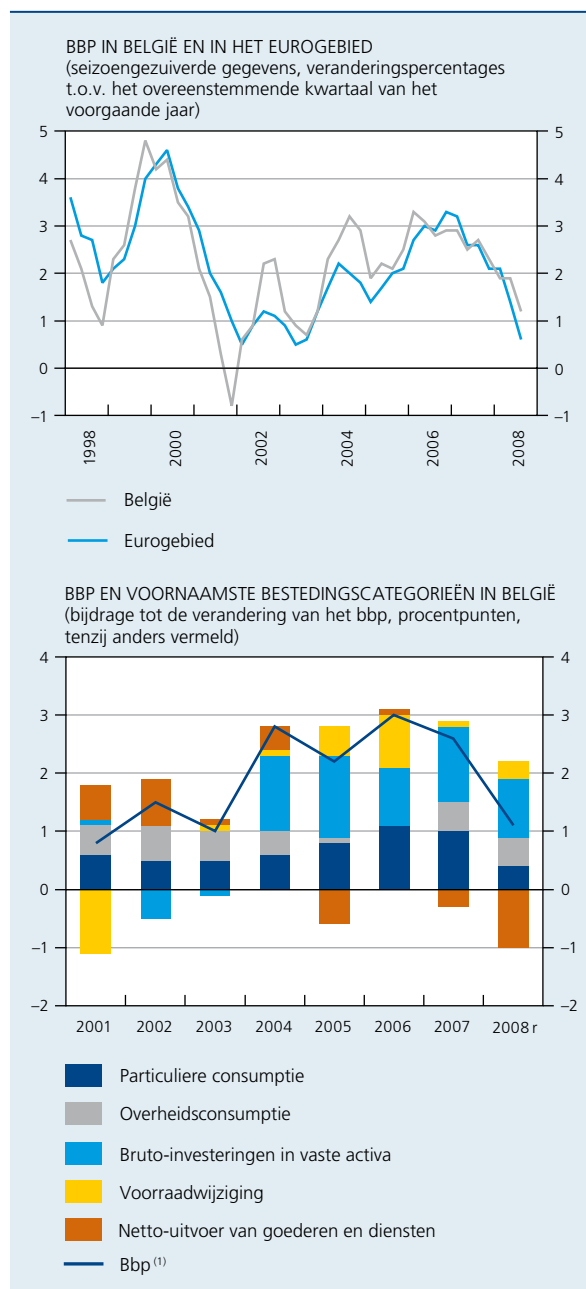
3.1 Overzicht

In 2008 versnelde in België de, in de loop van 2006 begonnen, geleidelijke vertraging van de activiteit. Nadat het stijgingstempo van het bbp gedurende vier jaar rond of boven de potentiële groei van de economie had gelegen, liep het gemiddeld terug van 2,6 pct. in 2007 tot 1,1 pct.

Hoewel ze grotendeels dezelfde oorzaken had – meer bepaald de prijsstijging van grondstoffen, het verlies aan vaart van de wereldhandel en de appreciatie van de euro – was de verslechtering van de activiteit aanvankelijk minder uitgesproken in België dan in het eurogebied als geheel. In tegenstelling tot wat in het eurogebied werd waargenomen, bleef de verandering van het bbp op kwartaalbasis in het tweede en derde kwartaal van 2008 immers positief, zij het aan de lage kant. Berekend ten opzichte van het voorgaande jaar bedroeg de bbp-groei in België tijdens het derde kwartaal nog 1,2 pct., tegen 0,6 pct. in het eurogebied, voornamelijk door toedoen van een krachtigere binnenlandse vraag.

In het vierde kwartaal werd de Belgische economie, net als de andere Europese economieën, evenwel voluit getroffen door de zeer bruuske verslechtering van de algemene economische omstandigheden, in het verlengde van de wereldwijde financiële spanningen en de extreme toename hiervan vanaf medio september 2008. Het bbp daalde met 1,3 pct. ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Op kwartaalbasis ging het om een achteruitgang die vergelijkbaar was met die tijdens de forse conjunctuurvertragingen in de periodes 1980-1981 en 1992-1993, en gelet op de duik van de vertrouwensindicatoren van de bedrijfsleiders en de consumenten valt er geen snelle kentering op korte termijn te verwachten. De tussentijdse vooruitzichten die de Bank tegelijk met dit Verslag publiceerde, gaan inderdaad uit van een verdere contractie van het bbp tijdens het grootste deel van 2009. Zoals heel wat geavanceerde economieën zou België dus in een economische recessie beland zijn.

GRAFIEK 24 BBP EN VOORNAAMSTE BESTEDINGSCATEGORIEËN
(voor kalenderinvloeden gezuiverde volumegegevens)



Bronnen : EC, INR, NBB.
(1) Jaarlijkse veranderingspercentages.

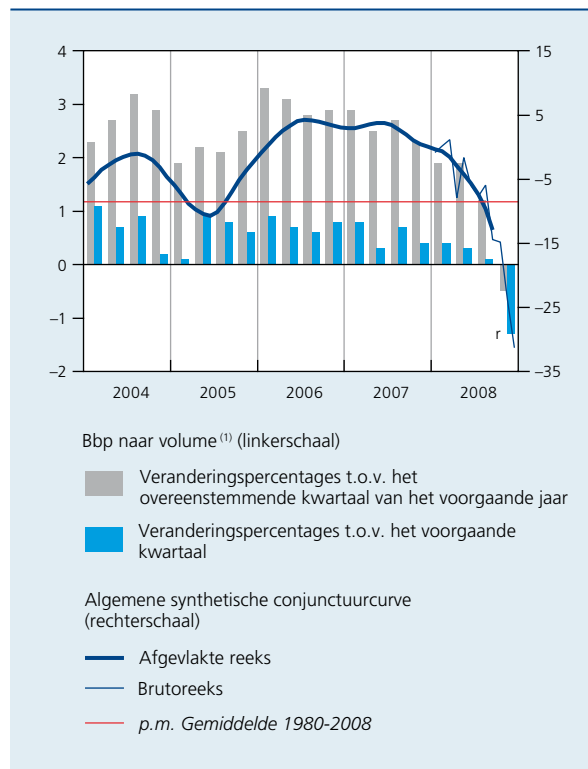
Terwijl de robuuste expansie van het bbp in de periode van 2004 tot 2007 een breed draagvlak had, werden de grondslagen ervan in 2008 uitgehold door de verschillende schokken die de economie troffen. Het verloop van de uitvoer van goederen en diensten verzwakte het eerst, als gevolg van de minder krachtige buitenlandse vraag en de appreciatie van de euro. De forse stijging van de inflatie tijdens het eerste halfjaar, van haar kant, woog geleidelijk sterker op de particuliere consumptie, en droeg bij tot de verdere vertraging van de groei van de investeringen in woongebouwen, die reeds in 2006 was ingezet. Daarentegen gaven de bedrijfsinvesteringen nog altijd blijk van een zekere dynamiek gedurende de eerste maanden van 2008. Vanaf september leidde de duidelijke en snelle versombering van de economische vooruitzichten, met name in het eurogebied, weliswaar tot een afkoeling van de inflatie en de wisselkoers, maar het ondersteunende effect van die bewegingen op de vraag en de activiteit was ruim onvoldoende om de nadelige gevolgen van de financiële crisis tegen te gaan. Zoals nader wordt toegelicht in deel 1.2 van hoofdstuk 1 over de internationale omgeving, trof die crisis via verschillende kanalen *in fine* alle particuliere bestedingscategorieën. Terwijl de lichte verzwakking van de bbp-groei in 2007 vooral haar oorsprong vond in de netto-uitvoer, is de sterkere daling in 2008 al met al toe te schrijven aan alle componenten van de vraag, afgezien van de voorraadwijziging.

3.2 Activiteit

Het expansietempo van de economische activiteit, dat in 2006 op om en nabij 3 pct. bleef, begon in 2007 geleidelijk te vertragen. Deze tendens zette zich, tijdens de eerste helft van het verslagjaar, in een nog gematigd tempo voort. Samenvallend met de verscherping van de financiële spanningen en de verzwakking van de internationale handel, won die vertraging vervolgens duidelijk aan kracht. Aldus is de bbp-verandering op jaarbasis in de loop van het verslagjaar omgeslagen van een toename met 1,9 pct. in een daling met ongeveer 0,5 pct.

Ook het verloop van de conjunctuurindicator van de Bank toont aan dat de vertraging in twee fasen verliep. Tijdens de eerste acht maanden van 2008 brokkelde het ondernemersvertrouwen verder af, in het verlengde van de tijdens de tweede helft van 2007 opgetekende nog gematigde neerwaartse tendens, maar de bruto-indicator overschreed tot en met augustus zijn lange-termijngemiddelde, wat erop wees dat de groeivertraging nog binnen de perken bleef. Vanaf september liep de bruto-indicator evenwel fors terug en in december bevond hij zich op zijn

GRAFIEK 25 BBP EN CONJUNCTUURINDICATOR
(seizoengezuiverde gegevens)



Bronnen: INR, NBB.
(1) Voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

laagste niveau sedert het begin van de periode waarvoor de indicatoren in hun huidige vorm worden berekend, namelijk 1980. Het ondernemersvertrouwen nam bovendien ongekend sterk en snel af, aangezien over een tijdsperiode van amper zes maanden nooit een verslechtering is opgetekend vergelijkbaar met die tijdens de tweede helft van het verslagjaar.

Zoals blijkt uit Kader 5, is het lage niveau van het ondernemersvertrouwen voor een groot deel toe te schrijven aan de uiterst pessimistische visie van de bedrijfsleiders wat de vraagvooruitzichten betreft. In dat opzicht waren de enquêteresultaten veruit de slechtste sedert 1980. In het algemeen ging het ondernemersvertrouwen er in 2008 zwaar op achteruit in alle bedrijfstakken waar de enquête wordt afgenomen, niet alleen in de verwerkende nijverheid – de branche die traditioneel het meest gevoelig is voor de internationale conjunctuur – en in de handel, dit laatste onder de negatieve invloed van de stijging van de inflatie en van de toename, aan het einde van het jaar, van de economische onzekerheid, maar ook in de dienstverlening aan bedrijven. In de bouw, daarentegen, werd het vertrouwen in de loop van 2008 minder sterk aangetast.

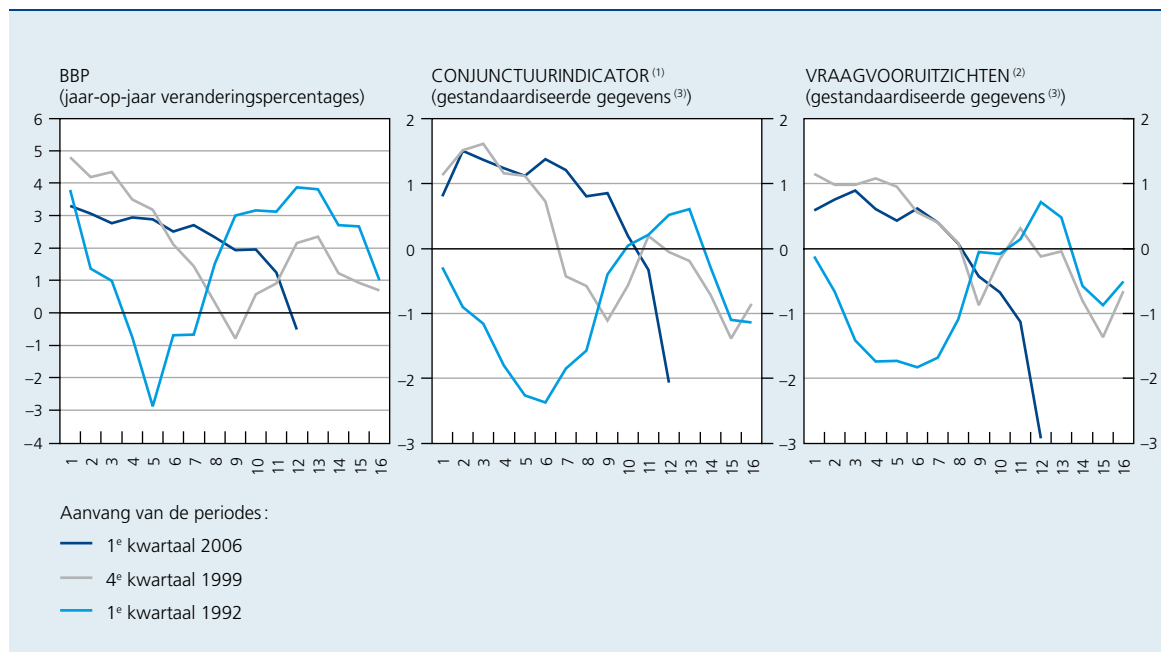
Kader 5 – De signaalfunctie van de vraagvooruitzichten

Beschouwd vanaf het eerste kwartaal van 2006 tot en met het einde van 2008, bleef de vertraging van de economische activiteit relatief beperkt in vergelijking met die tijdens voorgaande conjunctuurcycli. De schokken die zich tijdens het verslagjaar hebben voorgedaan, blijken evenwel het vertrouwen, en meer in het bijzonder de vraagvooruitzichten, te hebben aangetast. Deze laatste bevonden zich aan het einde van de periode op een historisch dieptepunt. De signaalfunctie van de indicator met betrekking tot de vraagvooruitzichten in de conjunctuurenquête moet niet worden onderschat. In het recente verleden heeft die indicator immers een correct en tijdig beeld verschaft van het toekomstige verloop van de economische activiteit.

De vertraging van de economische activiteit in de loop van 2008 sluit aan bij een conjuncturele achteruitgang die, gemeten aan de hand van de jaar-op-jaar groei van het bbp, begin 2006 aarzelend inzette en in de loop van 2007 duidelijker werd. Deze fase werd tot en met de eerste helft van 2008 gekenmerkt door een langdurige, doch geleidelijke afname van het expansietempo van de economische activiteit, waarbij de jaar-op-jaar groei van het bbp terugliep van 3,3 naar 1,9 pct. Hoewel de vertraging in de tweede helft van het verslagjaar duidelijk aan kracht won, bleef zij toch merkbaar langzamer en, tot dusver, ietwat minder sterk dan vorige uitgesproken conjuncturele vertragingen, bijvoorbeeld die welke werden opgetekend na de pieken in de bbp-groei tijdens het eerste kwartaal van 1992 en het vierde kwartaal van 1999. Na elf kwartalen bleef de jaar-op-jaar groei immers nog uitsteken boven de dieptepunten van die twee periodes.

VERGELIJKING VAN HET VERLOOP VAN DE ECONOMISCHE ACTIVITEIT, HET VERTROUWEN EN DE VRAAGVOORUITZICHTEN

(kwartaalgemiddelden, piek in de jaar-op-jaar groei van het bbp in periode 1)



Bronnen: INR, NBB.

(1) Bruto algemene synthetische conjunctuurindicator.

(2) Gemiddelde van de vraagvooruitzichten uit de maandelijkse conjunctuurenquête in de verwerkende nijverheid, de handel en de bouw.

(3) Originele reeksen, verminderd met hun gemiddelde en gedeeld door hun standaardafwijking.

In vergelijking met de vertraging van de activiteit, werd het ondernemersvertrouwen tijdens de tweede helft van 2008 zwaar aangetast. In tegenstelling tot de activiteit, daalde het kwartaalgemiddelde van de algemene synthetische conjunctuurindicator immers tot onder het tijdens de cyclus van 1999 opgetekende dieptepunt, hoewel het dicht bij het laagtepunt van 1993 bleef.

Dit lage niveau van het vertrouwen is in hoge mate toe te schrijven aan de deelindicatoren met betrekking tot de vraagvooruitzichten. Eind 2008 bevond het gemiddelde van de vraagvooruitzichten in de industrie, de handel en de bouw zich op het laagste niveau sedert de indicatoren in 1980 in hun huidige vorm beschikbaar werden: het kwam duidelijk lager uit dan de dieptepunten van 1993 en 2001. Ook de vraagvooruitzichten in de dienstverlening aan bedrijven, waarvoor pas sedert juni 1994 gegevens beschikbaar zijn, bereikten een absoluut minimum. De zware daling van de vraagvooruitzichten valt te verklaren door de omvang, de diversiteit en de snelheid van de schokken die zich in 2008 hebben voorgedaan. De verslechtering kan er tevens op wijzen dat de ondernemers er zijn van uitgegaan dat deze schokken de economische activiteit langduriger zullen beïnvloeden dan in 1992 en 1999 het geval was.

Verwachtingen spelen een cruciale rol in de economie. Zij zijn bijvoorbeeld van primordiaal belang bij de beslissing om arbeidskrachten in dienst te nemen of te ontslaan, of nog, bij de beslissing om te investeren, waarbij de toekomstige opbrengstenstromen van een uitbreiding van de productiecapaciteit worden vergeleken met de kosten ervan. Hoe hoger de verwachtingen ten aanzien van het activiteitsverloop en, derhalve, van het verwachte rendement van de investering, hoe groter de geneigdheid van de ondernemingen om te investeren.

ONDERNEMERSVERTROUWEN

(kwartaalgemiddelden, gestandaardiseerde gegevens⁽¹⁾)



Bron : NBB.

- (1) Originele reeksen, verminderd met hun gemiddelde en gedeeld door hun standaardafwijking.
- (2) Gemiddelde van de deelindicatoren uit de maandelijkse conjunctuurenquête in de verwerkende nijverheid, de handel en de bouw, met uitzondering van de deelvragen omtrent de vraagvooruitzichten en de prijzen.
- (3) Gemiddelde van de vraagvooruitzichten uit de maandelijkse conjunctuurenquête in de verwerkende nijverheid, de handel en de bouw.

In het omgekeerde geval, zullen de ondernemingen wellicht van investeringen afzien, met nefaste gevolgen voor de activiteit. Op die manier kunnen verwachtingen voor een deel *self-fulfilling* zijn en de conjunctuurbewegingen versterken. Ten tijde van de conjuncturele achteruitgang van 1992 en 1999 werden de vraagvooruitzichten echter enigszins gevrijwaard, waardoor zij mogelijkwerijs een stabiliserende werking uitoefenden.

Het belang en de voorspellende kracht van de vraagvooruitzichten voor het toekomstige verloop van de economische activiteit variëren echter in de tijd, zodat de forse verslechtering van die vooruitzichten in 2008 enigszins omzichtig moet worden beoordeeld. Dit neemt niet weg dat hun band met het toekomstige verloop van de economische activiteit tijdens de afgelopen periode vrij hecht is gebleken: op de significante verslechtering van de vooruitzichten tijdens de eerste helft van het jaar volgde immers een vergelijkbare achteruitgang van de andere componenten van de conjunctuurindicator tijdens het tweede halfjaar en, tegelijkertijd, een verdere vertraging van de activiteit.

De daling van de indicator met betrekking tot de vraagvooruitzichten, die weliswaar voor een deel ook zou kunnen te maken hebben met een bovenmatig pessimisme van de ondernemers, voorspelt duidelijk een intense en langdurige periode van laagconjunctuur.

Parallel met de afname van het ondernemersvertrouwen, liep de groei van de toegevoegde waarde, volgens de nationale rekeningen, tijdens de eerste drie kwartalen van 2008 terug in alle marktgebonden bedrijfstakken, terwijl de conjuncturele neergang het jaar voordien beperkt bleef tot de industrie en de bouw.

De achteruitgang bleek het meest uitgesproken in de industrie, waar de volumegroei van de toegevoegde waarde tijdens de eerste negen maanden van 2008 vertraagde tot 0,6 pct. ten opzichte van de overeenstemmende periode een jaar eerder. Dit gemiddelde verhult evenwel een achteruitgang van de activiteit in de loop van het jaar, waarbij de toegevoegde waarde in het

TABEL 10 TOEGEVOEGDE WAARDE IN DE BEDRIJFSTAKKEN

(voor kalenderinvloeden gezuiverde volumegegevens; veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

	<i>p.m.</i> Gewicht ⁽¹⁾	2004	2005	2006	2007	2008 Eerste drie kwartalen ⁽²⁾
Landbouw	0,8	5,2	-11,6	-4,3	3,4	2,9
Industrie	19,2	2,9	0,3	3,6	2,5	0,6
Bouwnijverheid	5,1	2,9	4,7	8,5	3,5	1,7
Diensten	74,9	1,8	2,7	2,4	2,5	2,1
waarvan:						
Marktdiensten ⁽³⁾	51,8	2,1	3,2	3,0	3,1	2,5
Niet-marktdiensten ⁽⁴⁾	23,0	1,3	1,6	1,1	1,1	1,3
Totaal	100,0	2,1	2,2	2,9	2,6	1,8
<i>p.m. Bbp</i>		2,8	2,2	3,0	2,6	1,7

Bron: INR.

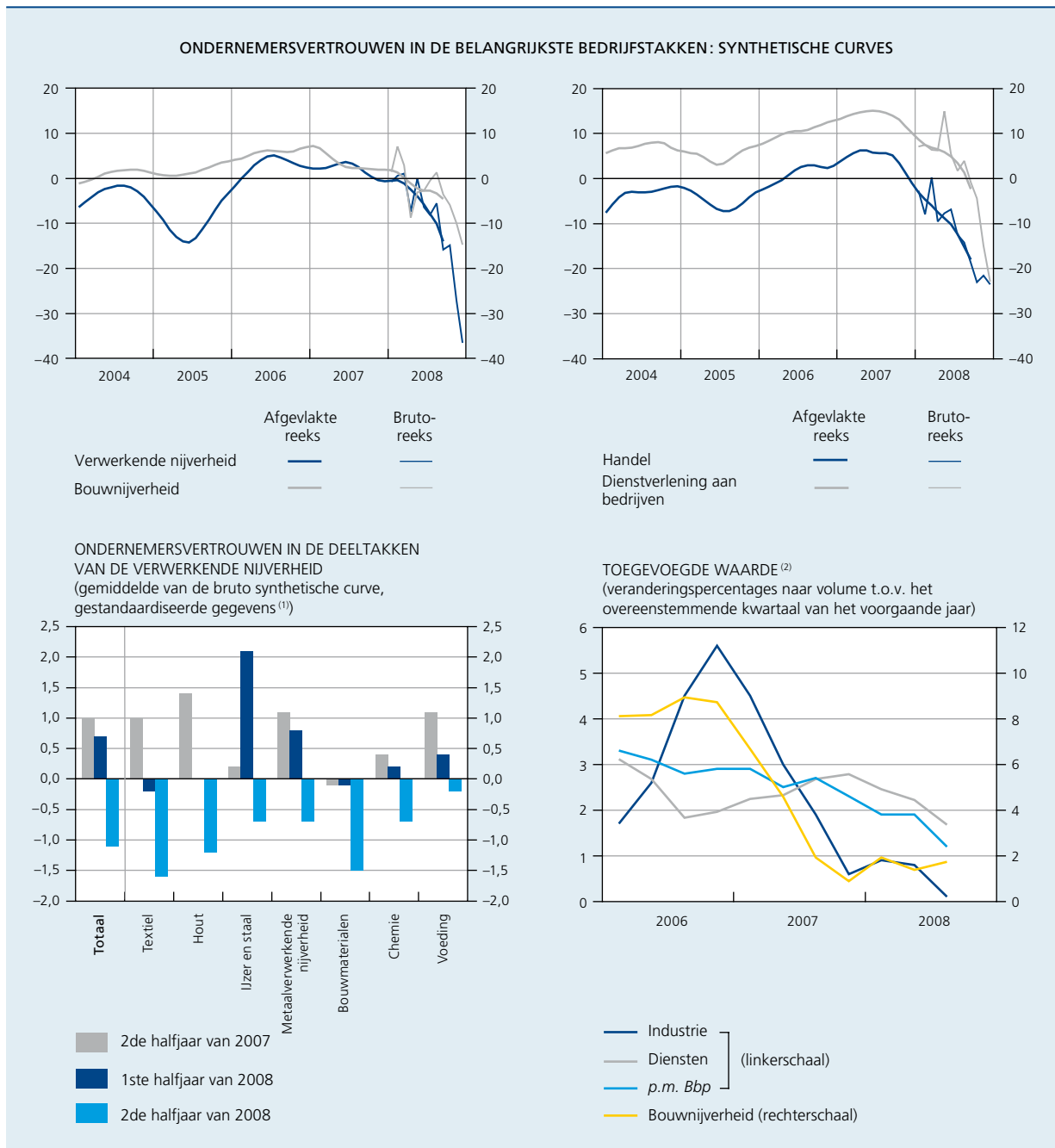
(1) Procenten van de totale toegevoegde waarde in 2007.

(2) Veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende periode van 2007.

(3) Handel en horeca, vervoer en communicatie, financiële dienstverlening en verzekeringen, en vastgoed en diensten aan ondernemingen.

(4) Overheid en onderwijs, en overige diensten.

(seizoengezuiverde gegevens, tenzij anders vermeld)



Bronnen : INR, NBB.

(1) Originele reeksen, verminderd met hun gemiddelde en gedeeld door hun standaardafwijking.

(2) Voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

derde kwartaal kromp. Volgens de conjunctuurenquête liet de industriële activiteit in vrijwel alle deeltakken een duidelijke vertraging optekenen. In sommige bedrijfstakken, vooral die welke het meest gevoelig zijn voor de internationale conjunctuur, was de verzwakking van het economische klimaat dermate abrupt, dat ze in

enkele maanden tijd van een fase van hoogconjunctuur in één van laagconjunctuur terechtkwamen. Zo bevond de bruto synthetische curve van de ijzer- en staalnijverheid zich in maart nog op haar hoogste niveau ooit, vooraleer zij in november in de buurt kwam van haar dieptepunt.

De activiteit in de dienstensector, die in België ongeveer drie vierde van de totale toegevoegde waarde genereert, is meer gematigd vertraagd. Tijdens de eerste drie kwartalen beliep de groei in deze sector 2,1 pct., wat een lichte verzwakking impliceert ten opzichte van de expansie met 2,5 pct. in 2007. Die vertraging deed zich in de loop van het jaar evenwel steeds krachtiger voelen. Deze ontwikkeling trof voornamelijk de handel *sensu lato*, waarvan de toegevoegde waarde vanaf het derde kwartaal terugliep als gevolg van de slabakkende particuliere consumptie. De consumenten waren vooral terughoudend tegenover het aankopen van duurzame consumptiegoederen, zoals blijkt uit de sterke daling van de indicator betreffende het verloop van de omzet in de maandelijkse conjunctuurenquête voor de bedrijfstakken «handel in personenwagens» en «handel in elektronische toestellen». In deze branches zakte de synthetische indicator in de tweede helft van het jaar tot zijn laagste niveau sedert 1980. Ook de overige marktdiensten, zoals de dienstverlening aan bedrijven, lieten in de loop van het verslagjaar een groeivertraging optekenen, die grotendeels te maken had met de verslechtering in de industrie, de bedrijfstak waar hun activiteiten grotendeels op berusten. Enkel de niet-marktdiensten droegen in 2008, zoals doorgaans het geval is bij een conjuncturele achteruitgang, niet bij tot de economische vertraging, aangezien hun toegevoegde waarde tijdens het verslagjaar stabiel bleef toenemen met ongeveer 1,3 pct., tegen een stijging met 1,1 pct. in 2006 en 2007.

Ook in de bouw werd over de eerste drie kwartalen van 2008 een groeivertraging opgetekend, namelijk tot 1,7 pct., nadat de groei er in 2007 3,5 pct. en tijdens de twee voorgaande jaren gemiddeld meer dan 6,5 pct. bedroeg. Op basis van het kwartaalprofiel blijkt evenwel dat de vertraging die in de loop van 2007 duidelijk werd, voornamelijk onder invloed van de woningbouw, zich in het verslagjaar niet heeft voortgezet. Met name in deze laatste branche zou de vertraging minder uitgesproken zijn geweest dan in 2007, getuige de minder sterke teruggang van het aantal bouwvergunningen. Anderzijds trof de vertraging ditmaal ook andere segmenten van de bouwnijverheid, bijvoorbeeld de niet-woningbouw en de burgerlijke bouwkunde. Volgens de enquête is het conjunctuurklimaat in de bouw er stelselmatig op achteruitgegaan en dit in vergelijkbare mate als tussen 2000 en 2002. Anders dan tijdens die periode het geval was, bleef de toegevoegde waarde in 2008 evenwel toenemen, waardoor de situatie in België heel wat minder ongunstig was dan die in verschillende landen van het eurogebied, met name in Ierland en in Spanje waar de bouwsector in hoge mate bijdroeg tot de conjuncturele ommekeer.

3.3 Reële ontwikkelingen in de voornaamste sectoren

Ondernemingen

Net als tijdens de vier voorgaande jaren, bleven de ondernemingen begin 2008 hun productievermogen uitbreiden, zowel wat de kapitaalvoorraad als wat de werkgelegenheid betreft. Over het geheel van het jaar hebben ze aldus hun bruto-investeringen in vaste activa verhoogd met 6,7 pct. in reële termen ten opzichte van het voorgaande jaar. De groei van de bedrijfsinvesteringen, die ruimschoots hoger ligt dan die van het bbp, is dus slechts matig vertraagd in vergelijking met 2007, toen de investeringen met 8,5 pct. waren gestegen. Het gemiddelde resultaat op jaarbasis verhult evenwel een verzwakking in de loop van het jaar, aangezien het stijgingstempo met de helft is afgenomen tussen eind 2007 en het tweede kwartaal van het verslagjaar en het nadien negatief is geworden op kwartaalbasis.

Deze geringere investeringsneiging van de ondernemingen was het resultaat van uiteenlopende factoren, waarvan er een aantal reeds in verband kunnen worden gebracht met de internationale financiële crisis. Zo werden de ondernemingen bij hun investeringsbeslissingen sterk beïnvloed door de negatieve omslag van de vooruitzichten omtrent het verloop van de afzetmogelijkheden. De buitenlandse vraag is immers teruggelopen als gevolg van de wereldwijde groeivertraging en de verzwakking van de internationale handel. Hoewel de finale binnenlandse vraag tijdens het eerste kwartaal nog goed standhield, is ze nadien eveneens geleidelijk verzwakt. Volgens de gegevens van de btw-aangiften was de verwerkende nijverheid de eerste die haar investeringen terugschroefde, maar in het derde kwartaal vertraagde het groeitempo van de investeringen ook in de dienstensector. Door de verheviging van de financiële crisis aan het eind van het jaar, werd het overigens steeds minder waarschijnlijk dat de vraagvooruitzichten zich snel zouden herstellen, zoals bleek uit de duidelijke verslechtering van de desbetreffende component van de indicator van het ondernemersvertrouwen.

Een en ander wordt bevestigd door het feit dat de bezettingsgraad van het productievermogen, volgens de kwartaalenquête bij de verwerkende nijverheid, aan het einde van het jaar drastisch terugliep. Zowat 71 pct. van de ondernemingen vermeldde eind 2008 de ontoereikende afzetmogelijkheden als een van de belangrijkste redenen voor de onderbezetting van het productievermogen, tegen slechts 44 pct. in het tweede kwartaal van 2007.

TABEL 11 BBP EN VOORNAAMSTE BESTEDINGS-CATEGORIEËN

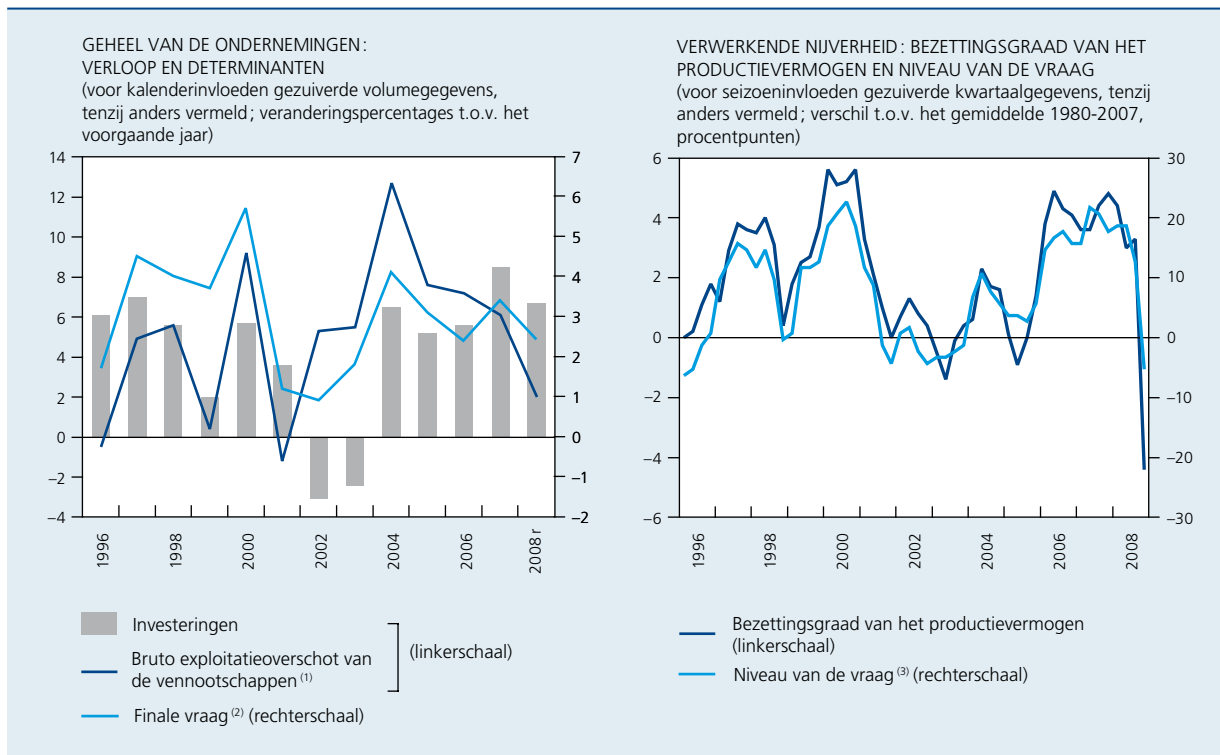
(voor kalenderinvloeden gezuiverde volumegegevens; veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

	2004	2005	2006	2007	2008 r
Consumptieve bestedingen van de particulieren	1,1	1,5	2,1	2,0	0,8
Consumptieve bestedingen van de overheid	1,8	0,4	0,1	2,3	2,1
Bruto-investeringen in vaste activa	6,8	7,3	4,8	6,1	4,4
Woningen	9,8	10,0	7,9	1,3	0,9
Ondernemingen	6,5	5,2	5,6	8,5	6,7
Overheid	0,5	15,5	-10,6	3,4	-3,2
<i>p.m. Totaal van de finale binnenlandse bestedingen</i>	2,4	2,4	2,2	3,0	1,9
Voorraadwijziging ⁽¹⁾	0,1	0,5	0,9	0,1	0,3
Uitvoer van goederen en diensten	6,1	3,9	2,7	3,9	3,0
Invoer van goederen en diensten	6,0	4,9	2,7	4,4	4,2
<i>p.m. Netto-uitvoer van goederen en diensten</i> ⁽¹⁾	0,4	-0,6	0,1	-0,3	-1,0
Bbp	2,8	2,2	3,0	2,6	1,1

Bronnen: INR, NBB.

(1) Bijdrage tot de verandering van het bbp, procentpunten.

GRAFIEK 27 BEDRIJFSINVESTERINGEN



Bronnen: INR, NBB.

(1) Niet voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens naar waarde.

(2) Ongerekend de voorraadwijziging.

(3) Aandeel van de ondernemingen die de ontoereikende vraag niet vermeldten als verklaring voor een onderbezetting van het productievermogen in de kwartaalenquête van de Bank bij de verwerkte nijverheid; niet-seizoengezuiverde gegevens.

Naast de teruglopende vraag heeft ook de stijging van de financieringskosten het verloop van de investeringen gedrukt. Zo zijn de kosten van externe financiering het afgelopen jaar sterk toegenomen, zoals uitvoerig wordt toegelicht in hoofdstuk 7 van dit Verslag. Als gevolg van de financiële crisis en het effect ervan op de reële economie gingen de aandelenkoersen onderuit en ook voor de overige financieringsinstrumenten vroegen de beleggers steeds hogere risicopremies, terwijl deze laatste tijdens de periode 2004-2006 wel ongewoon laag waren geweest. Deze stijging van de risicopremies weerspiegelde enerzijds een prijsaanpassing voor een bepaald risico en anderzijds een toegenomen risico op wanbetaling in het licht van de verslechtering van de conjunctuur. Al met al deed de sterkste kostenstijging zich voor bij de financiering via

eigen vermogen, gevolgd door de uitgifte van obligatieleeningen. Ook bankkredieten werden duurder, zij het in beperktere mate. Toch lijken de banken tijdens het verslagjaar over het algemeen geen kwantitatieve beperkingen te hebben gehanteerd bij de kredietverstrekking aan de niet-financiële vennootschappen. Wel toonden ze zich veeleisender met betrekking tot de voorwaarden voor de kredietverstrekking.

Bovendien konden de ondernemingen de verslechtering van de externe-financieringsvoorwaarden niet langer compenseren door meer interne middelen te gebruiken, zoals ze de twee voorgaande jaren hadden gedaan. Het bruto exploitatieoverschot van de ondernemingen is in 2008 immers met slechts 2 pct. gestegen, terwijl het

TABEL 12 VOORNAAMSTE COMPONENTEN EN DETERMINANTEN VAN HET BRUTO EXPLOITATIEOVERSCHOT VAN DE VENNOOTSCHAPPEN, TEGEN LOPENDE PRIJZEN

	2004	2005	2006	2007	2008 r
Determinanten van het bruto exploitatieoverschot van de vennootschappen (veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)					
Bruto exploitatieoverschot	12,7	7,6	7,2	6,1	2,0
Bruto exploitatiemarge per verkochte eenheid ⁽¹⁾	7,3	4,5	4,2	2,1	-1,1
Verkoopprijs per eenheid ⁽¹⁾	2,7	3,3	3,3	2,3	4,2
Op de binnenlandse markt ⁽¹⁾	3,1	2,4	3,1	1,6	4,9
Bij de uitvoer	2,4	4,1	3,4	3,0	3,6
Kosten per verkochte eenheid ⁽¹⁾	2,0	3,1	3,1	2,4	5,1
Ingevoerde goederen en diensten					
Kosten van binnenlandse oorsprong					
per geproduceerde eenheid ⁽¹⁾⁽²⁾	0,4	0,7	1,4	1,8	2,3
waarvan: loonkosten per eenheid product	-0,7	1,0	1,6	3,1	3,6
Eindverkopen naar volume ⁽¹⁾	5,0	3,0	2,9	3,9	3,1
Op de binnenlandse markt ⁽¹⁾	3,3	2,3	3,2	3,9	3,0
Bij de uitvoer	6,5	3,6	2,6	4,0	3,2
Voornaamste componenten van de rekening van de vennootschappen (procenten bbp)					
Bruto beschikbaar inkomen	14,6	14,5	14,8	14,9	14,8
Bruto exploitatieoverschot	22,4	23,1	23,5	23,7	23,3
Overige componenten van het beschikbare inkomen ⁽³⁾	-7,7	-8,6	-8,7	-8,8	-8,5
Aanwending	12,5	10,0	13,4	13,7	16,0
Bruto kapitaalvorming	12,9	12,9	14,0	14,4	16,4
Kapitaaloverdrachten ⁽⁴⁾	-0,3	-2,9	-0,6	-0,6	-0,5
Financieringssaldo	2,1	4,4	1,4	1,1	-1,2

Bronnen: INR, NBB.

(1) Met inbegrip van de voorraadwijziging.

(2) Deze post omvat, naast de lonen, de indirecte belastingen min de subsidies en het bruto gemengde inkomen van de huishoudens.

(3) Netto-inkomens uit vermogen en netto lopende overdrachten, met inbegrip van de wijziging in de rechten van de huishoudens op de pensioenfondsen.

(4) Het gaat om nettobedragen, dat wil zeggen het verschil tussen de aan andere sectoren betaalde en de van andere sectoren ontvangen overdrachten, met inbegrip van de netto-aankopen van niet-geproduceerde niet-financiële activa, bijvoorbeeld gronden of octrooien en *goodwill*.

tijdens de vijf voorgaande jaren met gemiddeld 7,8 pct. was toegenomen. Meer dan aan een verzwakking van de groei van het verkoopvolume, was deze aanzienlijke verslechtering toe te schrijven aan een daling van de bruto exploitatiemarge van de ondernemingen per verkochte eenheid, ten belope van 1,1 pct. Tijdens de eerste helft van het verslagjaar lag de forse stijging van de grondstofprijzen in het algemeen, en van de olieprijs in het bijzonder, immers aan de basis van een sterke toename van de kosten voor ingevoerde goederen en diensten. Ook de stijging van de kosten van binnenlandse oorsprong versnelde, met name die van de loonkosten per eenheid product. De zichtbare arbeidsproductiviteit is immers licht gedaald als gevolg van de conjunctuurvertraging, terwijl de nominale uurloonkosten, net als in 2007, sterker zijn gestegen dan de voorgaande jaren, waarbij de stijging van 2008 onder meer voortvloeyde uit de forse

inflatieopstoot gelet op het automatische loonindexeringsmechanisme. In het licht van de verzwakkende finale vraag, waren de ondernemingen niet in staat die hogere kosten volledig door te berekenen in hun verkoopprijzen, in tegenstelling tot de voorgaande jaren, toen de finale vraag nog zeer dynamisch was.

De geringe stijging van het bruto exploitatieoverschot van de vennootschappen werd gecompenseerd door het gunstiger verloop van de overige componenten van hun beschikbare inkomen. Uitgedrukt in procenten bbp, betaalden de vennootschappen immers minder belastingen en sociale uitkeringen. Het is dan ook vooral de forse toename van hun bruto kapitaalvorming – met inbegrip van de voorraadvorming – die heeft gewogen op het financieringssaldo van de vennootschappen, dat derhalve voor het eerst sedert 2001 negatief is geworden.

Kader 6 – Hoe sterk staan de ondernemingen aan de vooravond van een ernstige mondiale groeivertraging?

Tijdens de periode van 2004 tot 2007 groeide de Belgische economie met gemiddeld 2,6 pct. per jaar, een tempo dat iets hoger ligt dan de potentiële groei. De ondernemingen waren een belangrijke stuwende kracht achter deze dynamiek. Dat blijkt onder meer uit het feit dat de bedrijfsinvesteringen tijdens die periode een gemiddelde bijdrage van 0,8 procentpunt hebben geleverd tot de bbp-groei, wat aanzienlijk meer is dan het sedert 1996 opgetekende gemiddelde van 0,6 procentpunt. Een ander kanaal waarlangs de ondernemingen de bbp-groei hebben bevorderd, is dat van de werkgelegenheidscreatie, die op haar beurt de koopkracht van de particulieren en hun consumptieve bestedingen heeft geschraagd. In 2008 kwam hierin echter een kentering. Zowel de investeringsgroei als de netto banencreatie begonnen in de loop van het jaar immers te vertragen, tegen de achtergrond van de verergerende financiële crisis en de mondiale groeivertraging. Het is dan ook de vraag hoe goed de ondernemingen gewapend zijn tegen deze ongunstige economische omstandigheden, die naar verwachting verscheidene kwartalen zullen aanhouden.

De situatie inzake rentabiliteit vormt een bepalende factor voor het weerstandsvermogen van de ondernemingen. Tijdens de periode van 2004 tot 2007 hebben deze laatste hun bruto exploitatieoverschot – dat veruit hun belangrijkste inkomensbron is – uitzonderlijk fors kunnen vergroten. Deze verbetering van de resultaten weerspiegelt zowel de aanzienlijke toename van hun verkoopvolume als de verruiming van de bruto exploitatiemarge per verkochte eenheid, tegen de achtergrond van een krachtige binnen- en buitenlandse vraag. Tot in 2006 werd de verruiming van deze marge geschraagd door de relatief beperkte toename van de loonkosten per eenheid product, aangezien de conjuncturele stijging van de productiviteitswinsten de hogere uurloonkosten gedeeltelijk compenseerde. In totaal is het bruto exploitatieoverschot van de vennootschappen toegenomen van zowat 20,5 pct. bbp tijdens de periode 1995-2003 tot 23,7 pct. bbp in 2007. Tijdens het verslagjaar steeg het weliswaar minder snel dan het bbp, maar bleef het niettemin ruim boven het peil van de periode van 1995 tot 2003. Dit geeft aan dat de positie van de ondernemingen in dat opzicht nog steeds vrij comfortabel was.

De effecten van de vraagverzwakking zijn echter reeds merkbaar geworden en een verdere inkrimping van de vraag zal de ondernemingen zeker aanzetten tot aanpassingen, onder meer wat de werkgelegenheid betreft. De voorbije twee jaar zijn de loonkosten per eenheid product in versneld tempo toegenomen, namelijk met



3,1 pct. in 2007 en 3,6 pct. in 2008, tegen een gemiddelde jaarlijkse stijging met 1,5 pct. sedert 1995. Deze forse stijging is grotendeels toe te schrijven aan de vertraging van de zichtbare arbeidsproductiviteit, die het resultaat is van een krachtige groei van de werkgelegenheid in de particuliere sector en in 2008 nog werd versterkt door de verzwakkende conjunctuur. Bovendien gingen de uurloonkosten gestaag omhoog, wat kan worden verklaard door de druk op bepaalde segmenten van de arbeidsmarkt als gevolg van de hoogconjunctuur, alsook, specifiek voor 2008, door de grotere weerslag van de loonindexering in het licht van de inflatieversnelling. Aangezien de ondernemingen deze hogere kosten door de verslechtering van de conjunctuur niet meer konden doorberekenen in de verkoopprijzen, kwam hun bruto exploitatiemarge onder druk. Ze zouden derhalve moeten trachten de zichtbare arbeidsproductiviteit op te drijven, in eerste instantie via een vermindering van het aantal gewerkte uren – door een beroep te doen op tijdelijke werkloosheid of, in mindere mate, door het aantal overuren terug te schroeven – maar ook door hun personeelsbestand te reduceren. Het aanhoudende tekort aan geschoolde arbeidskrachten in bepaalde segmenten van de arbeidsmarkt zou het neerwaartse effect op de werkgelegenheid echter enigszins kunnen temperen, voor zover de ondernemingen een schaarse productiefactor zouden willen behouden.

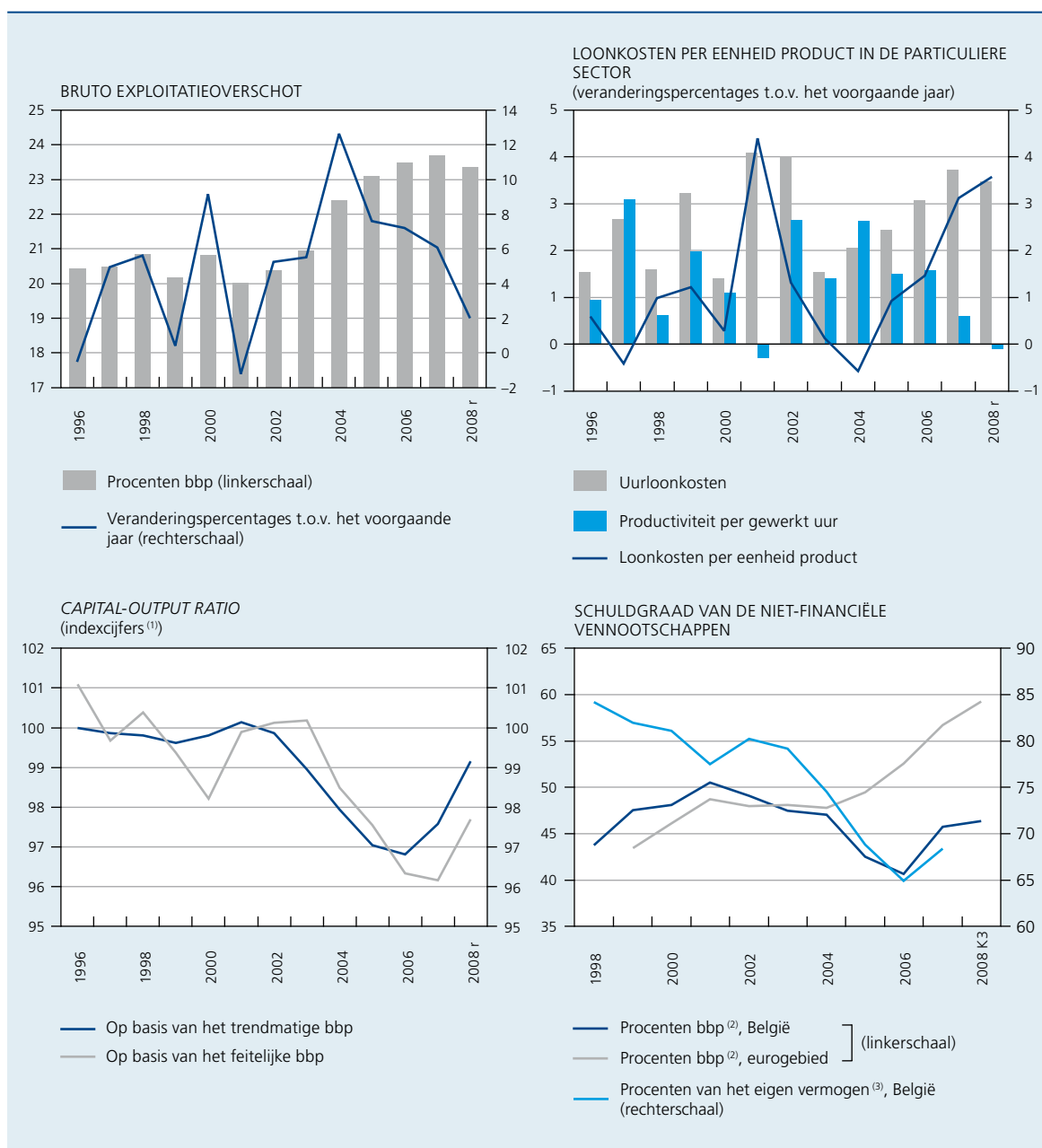
Naast de inspanningen om de bedrijfskosten te verminderen teneinde hun bedrijfsresultaten te ondersteunen, zouden de ondernemingen hun investeringsuitgaven sterker moeten terugschroeven, in het licht van de verslechtering van de vraagvooruitzichten. De mate waarin dit zal gebeuren, hangt echter ook af van het verloop van de externe-financieringskosten. In hoofdstuk 7 over de financiële rekeningen wordt getoond dat deze kosten tijdens het verslagjaar zeer snel zijn gestegen. In combinatie met een geringere inbreng van de interne financieringsbronnen, zal de duurdere externe financiering wellicht sterk wegen op de investeringsneiging van de ondernemingen. Daar staat tegenover dat deze laatste bij het uitbreken van de financiële crisis niet leken te kampen met overtollig productievermogen. Met name de *capital-output ratio* – dat wil zeggen de verhouding tussen de netto kapitaalvoorraad en de productie – gemeten op basis van het trendmatige bbp, bleef, ondanks een stijging tijdens de voorbije twee jaar, onder het peil van de periode van 1996 tot 2002, als gevolg van de aanpassingen van de bedrijfsinvesteringen in 2002 en 2003. Het relatief geringe niveau van de kapitaalvoorraad wordt nog zichtbaarder wanneer het gerelateerd wordt aan het feitelijke bbp. Ceteris paribus zouden de investeringen derhalve minder ingrijpend moeten worden aangepast dan tijdens de vorige conjunctuurvertraging, in het begin van het millennium. De bezettingsgraad van het productievermogen in de verwerkende nijverheid bleef dan weer op een relatief hoog niveau, namelijk op zowat 83 pct. gedurende de eerste drie kwartalen van 2008. Vervolgens liep de bezettingsgraad echter fors terug in het vierde kwartaal.

Behalve de rentabiliteit speelt ook de financiële positie een cruciale rol in de soliditeit van de vennootschappen. Door het feit dat de ondernemingen erin geslaagd zijn een financiële buffer op te bouwen, zijn ze in staat het effect van de afbrokkeling van hun rentabiliteit minstens tijdelijk te temperen. De sterke groei van het bruto exploitatieoverschot van de ondernemingen tijdens de periode 2004-2007 resulteerde jaar na jaar in een financieringsvermogen, dat in 2005 een piek bereikte van 4,4 pct. bbp. Deze overschotten hebben bijgedragen tot een vermindering van de schuldgraad van de niet-financiële vennootschappen. Zo daalde het geheel van hun schulden bij kredietinstellingen van het eurogebied en hun verplichtingen in de vorm van vastrentende effecten van 50,5 pct. bbp in 2001 tot 40,6 pct. bbp in 2006. Ter vergelijking, in datzelfde jaar bedroeg de schuldgraad van de niet-financiële vennootschappen van het eurogebied als geheel 52,6 pct. bbp, terwijl hij in de periode van 2001 tot 2004 nagenoeg even hoog was als in België. Ook de verhouding tussen het vreemd vermogen (met inbegrip van de financiële schulden ten aanzien van andere niet-financiële vennootschappen) en het eigen vermogen van de Belgische niet-financiële vennootschappen is tussen 2002 en 2006 fors gedaald. Deze laatste hebben immers een deel van de tijdens die zeer rendabele periode geboekte winsten gereserveerd om hun balansen daarmee te saneren. Voorts was de uitgifte van aandelen naar verhouding interessanter dan schuldfinanciering, onder meer als gevolg van de uitstekende beursprestaties. Ten slotte heeft de invoering van de belastingaftrek voor risicokapitaal, via het mechanisme van de zogenoemde notionele interest, de vennootschappen ertoe aangezet vanaf 2005 hun eigen vermogen verder te versterken, wat gezorgd heeft voor een reductie van de schuldgraad, in tegenstelling tot de ontwikkeling in het eurogebied tijdens deze periode.



De voorbije twee jaar is dit positieve beeld echter enigszins verslechterd. Als gevolg van de forse groei van de bruto-investeringen in vaste activa en het minder snel groeiende bruto exploitatieoverschot, is het financieringsvermogen van de ondernemingen omgeslagen in een tekort van 1,2 pct. bbp in 2008. De schuldgraad van de niet-financiële vennootschappen is de voorbije twee jaar opnieuw opgelopen, mede als gevolg van de krachtige groei van de

INDICATOREN BETREFFENDE DE POSITIE VAN DE ONDERNEMINGEN



Bronnen : EC, ECB, INR, NBB.

(1) Capital-output ratio, op basis van het trendmatige bbp, in 1996 = 100.

(2) Uitstaande schulden bij de kredietinstellingen van het eurogebied en verplichtingen in de vorm van vastrentende effecten, uitgedrukt in procenten bbp; gegevens afkomstig van de financiële rekeningen.

(3) Totaal bedrag van de uitstaande financiële schulden, uitgedrukt in procenten van het eigen vermogen; gegevens afkomstig van de ondernemingsbalansen.

verstrekking van bankkredieten aan de ondernemingen. Voorts zijn de gemiddelde rentelasten van de financiële schulden sedert 2006 toegenomen. Deze ontwikkelingen leiden ertoe dat de ondernemingen kwetsbaarder zijn geworden voor een verstrakking van de kredietvoorwaarden door de banken. Toch blijft de schuldgraad ver beneden het peil dat werd opgetekend voor het eurogebied als geheel. Er kan dan ook worden verwacht dat de Belgische ondernemingen in vergelijking met hun Europese tegenhangers blij zullen geven van meer veerkracht tijdens de moeilijke periode die in het verschiet ligt.

Op het ogenblik dat de financiële crisis verergerde, in september 2008, verkeerden de Belgische ondernemingen in een al met al solide uitgangspositie, aangezien ze de afgelopen jaren amper aanzienlijke onevenwichtigheden hadden opgebouwd, die in het zog van de conjunctuurvertraging significante correcties zouden kunnen vereisen. Gelet op de verslechtering van de economische situatie die zich eind 2008 aftekende, staat het niettemin vast dat ze de ondersteunende rol die ze in het recente verleden hebben gespeeld voor de activiteit, via de investeringen en de werkgelegenheidscreatie, zullen moeten terugschroeven.

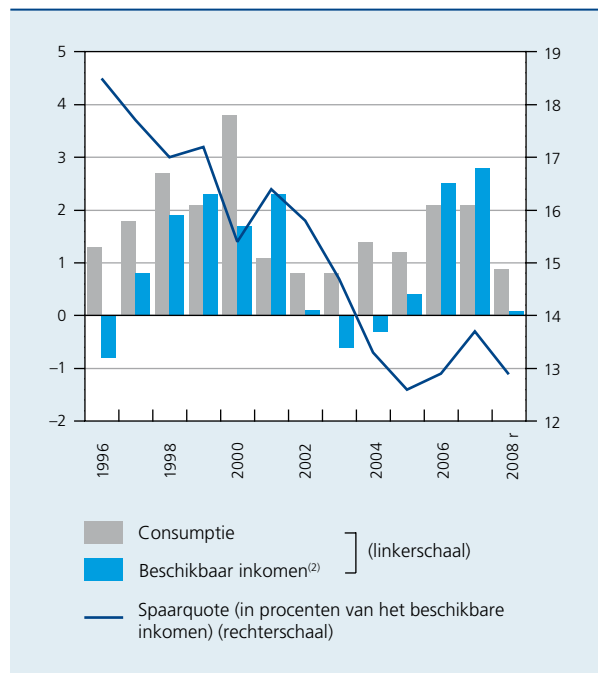
Particulieren

De consumptieve bestedingen van de particulieren namen in 2008 toe met 0,8 pct. in reële termen, na een stijging met zowat 2 pct. in 2006 en in 2007. Deze aanmerkelijke vertraging moet vooral worden toegeschreven aan de stagnatie van het reële beschikbare inkomen van de huishoudens en, in mindere mate, aan de inkrimping van hun netto financiële vermogen als gevolg van de duik van de beurskoersen tijdens de tweede helft van het verslagjaar.

Het totale reële beschikbare inkomen van de particulieren nam met slechts 0,1 pct. toe, grotendeels als gevolg van de forse versnelling van de inflatie. De beloning van alle werknemers samen – die ongeveer 70 pct. van het primaire inkomen van de huishoudens uitmaakt – is weliswaar in een vrij krachtig tempo blijven groeien, onder meer dankzij de nog steeds aanzienlijke werkgelegenheidscreatie, maar het effect van de indexering van de lonen, net als die van de sociale uitkeringen overigens, bleef achter bij het werkelijke verloop van de consumptieprijzen. De indexering heeft de uitholling van de koopkracht door de inflatie immers niet volledig gecompenseerd, gelet op het gebruik van de gezondheidsindex als referentie voor de tenuitvoerlegging ervan, het vertragingseffect dat inherent is aan de bestaande indexeringsmechanismen en het feit dat een aantal collectieve loonovereenkomsten *all-in* clausules omvat, die precies tot doel hebben de weerslag van onverwachte inflatieschokken te temperen. Het geheel van de inkomens bestaande uit het bruto exploitatieoverschot en het bruto gemengde inkomen van de particulieren is minder sterk gestegen dan de voorgaande jaren, als gevolg van de meer gematigde activiteitsontwikkeling.

Het netto-inkomen uit vermogen onderging in 2008 de weerslag van de lagere dividendgroei, die zijn oorsprong vond in de geringere rentabiliteit van de ondernemingen. Tot slot zijn de belastingen op inkomen en vermogen sneller toegenomen dan het primaire inkomen van

GRAFIEK 28 CONSUMPTIE, BESCHIKBAAR INKOMEN EN SPAARQUOTE VAN DE PARTICULIEREN
(veranderingspercentages naar volume t.o.v. het voorgaande jaar⁽¹⁾, tenzij anders vermeld)



Bronnen : INR, NBB.

(1) Niet voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

(2) Gegevens gedeïflecteerd aan de hand van de deflator van de consumptieve bestedingen van de particulieren.

TABEL 13 DETERMINANTEN VAN HET BRUTO BESCHIKBARE INKOMEN VAN DE PARTICULIEREN, TEGEN LOPENDE PRIJZEN

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

	2004	2005	2006	2007	2008 r	p.m. 2008 r, mijarden euro's
Bruto primair inkomen	2,2	3,2	4,5	5,8	4,7	255,5
<i>p.m. In reële termen</i> ⁽¹⁾	-0,4	0,4	1,6	2,9	0,4	
Beloning van werknemers	2,7	3,4	4,8	5,8	5,0	180,9
Aantal werknemers	0,9	1,3	1,5	1,9	1,7	
Bezoldiging per persoon	1,9	2,0	3,3	3,8	3,2	
Bruto exploitatieoverschot en bruto gemengd inkomen	1,9	4,3	4,3	5,8	3,9	45,9
waarvan: beroepsinkomen van zelfstandigen	3,6	2,0	2,2	4,6	4,2	23,7
Inkomen uit vermogen ⁽²⁾	-0,2	0,5	3,0	5,8	3,8	28,7
Lopende overdrachten ⁽²⁾	2,0	2,9	0,8	6,6	5,9	-46,5
Ontvangen lopende overdrachten	4,0	3,8	2,4	4,9	5,0	73,7
Betaalde lopende overdrachten	3,2	3,4	1,8	5,5	5,4	120,2
Bruto beschikbaar inkomen	2,3	3,3	5,4	5,6	4,4	209,0
<i>p.m. In reële termen</i> ⁽¹⁾	-0,3	0,4	2,5	2,8	0,1	
Consumptieve bestedingen	4,0	4,1	4,9	4,9	5,2	184,2
Spaarquote ⁽³⁾	13,3	12,6	12,9	13,7	12,9	

Bronnen: INR, NBB.

(1) Gegevens gedeïflecteerd aan de hand van de deflator van de consumptieve bestedingen van de particulieren.

(2) Het betreft nettobedragen, dat wil zeggen het verschil tussen de inkomens of overdrachten ontvangen van andere sectoren en die betaald aan andere sectoren, exclusief de overdrachten in natura.

(3) Brutospaars in procenten van het bruto beschikbaar inkomen, waarbij de wijziging in de rechten van de huishoudens op de pensioenfondsen in die twee aggregaten begrepen is.

de particulieren, in tegenstelling tot de twee voorgaande jaren, toen ze minder sterk waren gestegen dankzij de belastinghervorming. Al met al is het beschikbare inkomen van de particulieren in nominale termen dan ook minder sterk gegroeid dan tijdens de twee voorgaande jaren.

De particulieren hebben de stijging van hun consumptieve bestedingen echter niet in diezelfde mate teruggeschroefd. Wanneer ze geconfronteerd worden met tijdelijke grote schommelingen van hun beschikbare inkomen, blijken ze immers geneigd te zijn het verloop van hun consumptieve bestedingen enigszins af te vlakken. Zo hadden de huishoudens in 2006 en 2007, toen hun beschikbare inkomen fors was toegenomen, hun consumptieve bestedingen naar verhouding minder sterk verhoogd en een groter gedeelte van hun beschikbare inkomen gespaard. Hierdoor was hun spaarquote opgelopen van 12,6 pct. in 2005 tot 13,7 pct. in 2007. In 2008, daarentegen, hebben de particulieren op de stagnatie van hun reële beschikbare inkomen gereageerd door minder te sparen.

Deze kentering betekent niet dat het verloop van de spaarquote opnieuw aanknoopt bij de van 1994 tot 2005 opgetekende dalende tendens. Integendeel, de ontwikkeling van 2008 ligt in het verlengde van de vier voorgaande jaren, toen de spaarquote schommelde binnen een nauwe marge rond een gemiddeld peil van 13 pct. van het beschikbare inkomen. Bovendien valt het te verwachten dat de particulieren in de onmiddellijke toekomst zullen trachten meer te sparen, gelet op de aanzienlijke inkrimping van hun financiële vermogen, meer bepaald van de waarde van hun aandelenbezit, en op het vooruitzicht op een aanhoudende verslechtering van de arbeidsmarkt. De zeer snelle daling van de indicator van het consumentenvertrouwen vanaf oktober 2008, vooral als gevolg van een fors toegenomen pessimisme omtrent de werkloosheidsvooruitzichten voor de volgende twaalf maanden, geeft aan dat de huishoudens hun inkomensvooruitzichten neerwaarts hebben bijgesteld, wat hen er wellicht zal toe aanzetten meer aan voorzorgssparen te doen.

Net als de stijging van de consumptieve bestedingen, is ook de toename van de investeringen in woningen vertraagd in 2008. Terwijl de particulieren hun uitgaven voor nieuwbouw en renovatie tijdens de periode van 2004 tot 2006 gemiddeld met 9,2 pct. per jaar hadden verhoogd, is dat groeitempo teruggelopen tot 1,3 pct. in 2007 en 0,9 pct. in 2008. Deze ontwikkeling kan gedeeltelijk worden toegeschreven aan de afkoeling van de woningprijzen op de secundaire markt, die de aankoop van bestaande huizen en appartementen relatief aantrekkelijker maakte en woog op de bouw van nieuwe woningen. Bovendien vertoonden de hypothecaire rentetarieven vanaf 2006 een opwaartse tendens, nadat ze in de loop van 2005 een uitzonderlijk laag peil hadden bereikt. Daarnaast werd het moeilijker om de lasten van een hypothecair krediet te dragen, gelet op het feit dat het beschikbare inkomen van de particulieren zich in 2008 in reële termen stabiliseerde. Al met al lieten de investeringen in woningen in België een minder sterke groeivertraging optekenen dan in het eurogebied als geheel.

In verhouding tot het bbp bleven de investeringen in woningen in 2008 op vrijwel hetzelfde niveau als in 2007. De inkrimping van de brutobesparingen was dan ook de voornaamste factor die ten grondslag lag aan de daling van het financieringssaldo van de particulieren, van 1,3 tot 0,7 pct. bbp.

Overheid

De consumptieve bestedingen van de overheid namen in 2008 toe met 2,1 pct. in reële termen, dat is een groeitempo dat 0,4 procentpunt sneller is dan het sedert 1995 opgetekende gemiddelde. Net als in 2007 gingen vooral de sociale uitkeringen in natura – en in het bijzonder de uitgaven voor gezondheidszorg – fors omhoog. Wel dient te worden opgemerkt dat de stijging van deze uitgaven in 2008 werd opgedreven doordat de « kleine risico's » voor het stelsel van de zelfstandigen werden opgenomen in de verplichte uitkeringen inzake gezondheidszorg ten laste van het RIZIV. Deze uitgaven worden voortaan geboekt als consumptieve bestedingen van de overheid in plaats van als particuliere consumptie.

De overheidsinvesteringen zijn in 2008 gedaald met 3,2 pct. in reële termen. Deze daling hing voornamelijk samen met de investeringen van de lokale overheid, die net als in 2007 sterk terugliepen. Gelet op het feit dat in 2006 gemeenteraadsverkiezingen plaatsvonden, is een dergelijk verloop echter niet ongewoon: terwijl de investeringsuitgaven van de lokale overheid over het algemeen sterk stijgen in het jaar dat de gemeenteraadsverkiezingen

voorafgaat, worden ze tijdens de twee jaren die volgen op die verkiezingen doorgaans teruggeschoefd.

Rest van de wereld

Terwijl de vertraging van de binnenlandse vraag zich geleidelijk deed gevoelen in de loop van 2008, onderging de uitvoer reeds vanaf het einde van het voorgaande jaar de weerslag van de verslechtering van de internationale handel. Na de krachtige groei met gemiddeld 7,6 pct. per jaar tussen 2004 en 2006 en met 5,1 pct. in 2007, is het groeitempo van de buitenlandse afzetmarkten immers teruggevallen tot 2,8 pct. De groei van het uitvoervolume van goederen en diensten, van zijn kant, beliep nog slechts 3 pct., tegen 3,9 pct. in 2007.

Tot het midden van 2008 verloor de buitenlandse vraag geleidelijk aan dynamiek, waarna deze blijkbaar is ingestort tijdens het tweede halfjaar. Gedurende het hele jaar was de indicator van de conjunctuurenquête die betrekking heeft op de beoordeling door de ondernemers van het verloop van de buitenlandse orders neerwaarts gericht, maar in de meest recente resultaten, vanaf oktober, is een significante daling opgetreden. Al met al, als ook rekening wordt gehouden met de negatieve weerslag van de appreciatie van de euro op het prijsconcurrentievermogen gedurende een groot deel van het jaar, bood de uitvoer vrij goed weerstand aan de verslechtering van de vraag in 2008. Op basis van die vaststelling voor het verslagjaar mag evenwel niet worden besloten dat de structurele tendens van de Belgische uitvoer om langzamer te groeien dan in de andere Europese landen, duurzaam omgeslagen is.

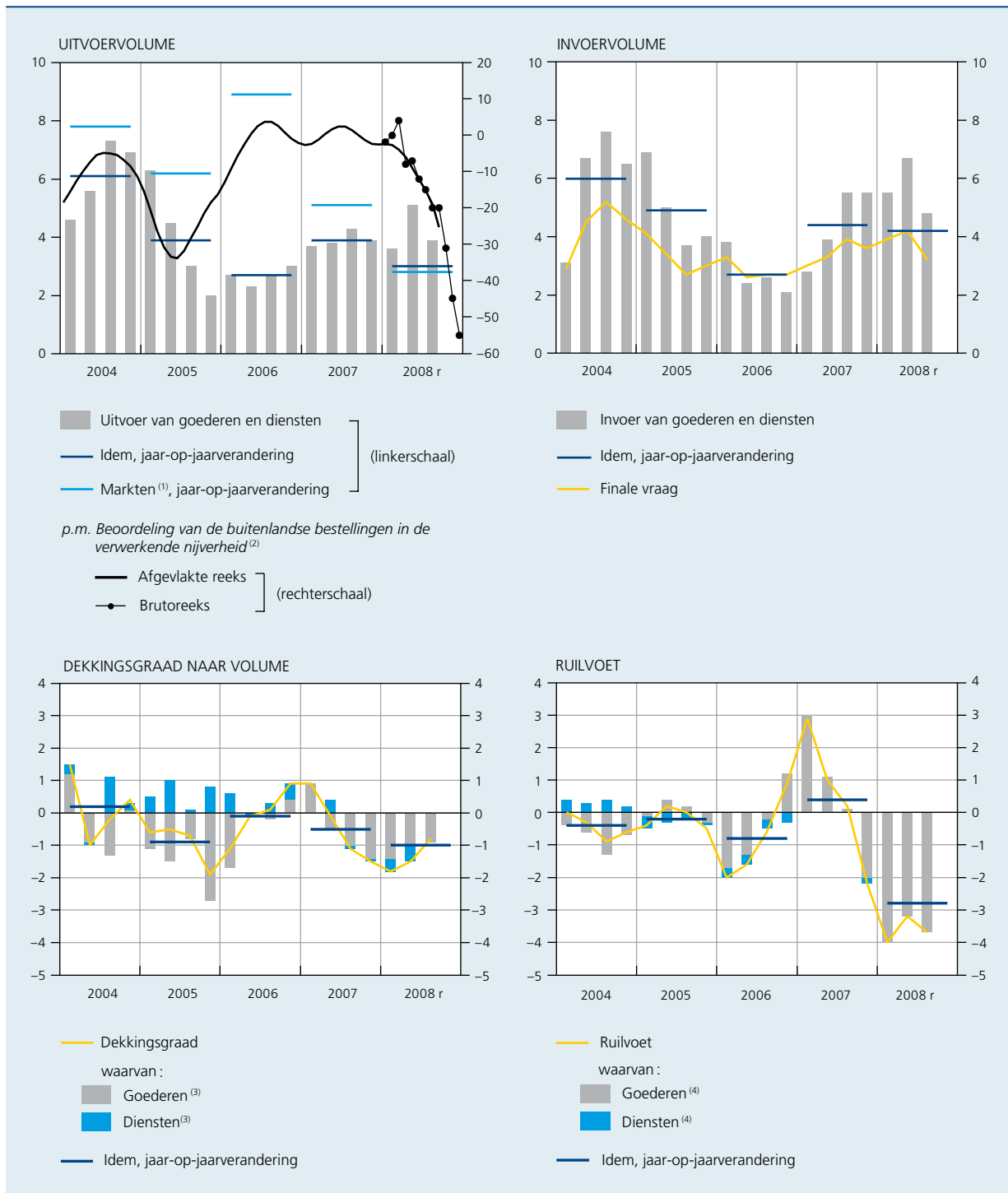
De minder snelle groei van de uitvoer, evenals die van de particuliere consumptie, had een impact op de vraag naar ingevoerde goederen. De invoer werd evenwel nog geschraagd door de bruto kapitaalvorming van de ondernemingen, in het bijzonder tijdens de eerste helft van het verslagjaar. Over het geheel genomen is het jaarlijkse groeitempo van de invoer licht teruggevallen, namelijk van 4,4 pct. in 2007 tot 4,2 pct. Per saldo heeft de netto-uitvoer van goederen en diensten een negatieve bijdrage tot de bbp-groei van 1 procentpunt geleverd.

Bovenop dit negatieve effect van het verloop naar volume kwam nog een forse verslechtering van de ruilvoet. Die viel sterk terug in 2008, namelijk met 2,8 pct., vooral onder impuls van het verloop van de grondstoffenprijzen in de eerste helft van het verslagjaar. In het vierde kwartaal remde de val van de aardolieprijzen de groei van de deflatoren evenwel af, in het bijzonder die van de invoer.

GRAFIEK 29

UITVOER EN INVOER VAN GOEDEREN EN DIENSTEN

(voor seizoen- en kalenderinvloeden gezuiverde gegevens, veranderingspercentages t.o.v. het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)



Bronnen : EC, OESO, ECB, INR, NBB.

(1) Uitvoermarkten, berekend als het gewogen gemiddelde van de toename van de invoer van de handelspartners.

(2) Seizoengezuiverde gegevens, niveaus.

(3) Bijdrage tot de totale verandering van de dekkinggraad.

(4) Bijdrage tot de totale verandering van de ruilvoet.

Hoewel het verloop van de uitvoer- en invoerdeflatoren in belangrijke mate wordt beïnvloed door dat van de grondstoffenprijzen, was het netto-effect van hun stijging in 2008 zeer verschillend van dat tijdens voorgaande jaren. Die uiteenlopende reactie van de ruilvoet is grotendeels toe te schrijven aan het vermogen of onvermogen van de producenten om de stijging van de inputprijzen door te berekenen in hun verkoopprijzen; fundamenteel is ze dus afhankelijk van de marktvoorwaarden.

Zo zijn de prijzen van de meeste grondstoffen sedert 2003 zeer fors de hoogte ingegaan, onder impuls van

een aanzienlijke stijging van de wereldvraag, tegen de achtergrond van een hoge bezetting van het productievermogen. Uitgedrukt in Amerikaanse dollar, zijn de prijzen voor aardolie van het type *Brent* evenals die van metaalhoudende mineralen bijvoorbeeld verdrievoudigd tussen 2002 en 2007. In euro beliep de prijsstijging respectievelijk 100 en 118 pct. Vanaf 2007 stabiliseerde die beweging zich voor de mineralen, maar de aardolieprijzen in euro zijn nog met meer dan 40 pct. gestegen tussen het derde kwartaal van 2007 en dat van 2008.

TABEL 14 RUILVOET VOOR DE GOEDEREN
(veranderingspercentages, tenzij anders vermeld)

	Uitvoerprijzen ⁽¹⁾	Invoerprijzen ⁽¹⁾	p.m. Bijdrage tot de verandering van de ruilvoet
Gecumuleerd verloop over de periode 2002-2007			
Totaal	15,3	16,2	-0,7
Minerale brandstoffen	64,2	66,3	-2,9
waarvan:			
Aardolie	88,5	94,4	-2,8
Gas	24,1	15,6	-0,1
Overige grondstoffen	26,7	44,3	-1,1
waarvan:			
Metaalhoudende mineralen	117,5	100,6	-0,8
Geheel van de andere producten ⁽²⁾	11,5	9,0	3,2
waarvan:			
Kunststoffen	34,9	31,0	0,9
Ijzer- en staalproducten	74,3	59,2	1,7
Verloop tussen het derde kwartaal van 2007 en dat van 2008			
Totaal	5,4	10,1	-4,3
Minerale brandstoffen	47,5	51,7	-3,1
waarvan:			
Aardolie	38,1	43,8	-2,0
Gas	72,0	69,1	-0,9
Overige grondstoffen	14,4	12,7	-0,2
waarvan:			
Metaalhoudende mineralen	23,7	8,5	0,0
Geheel van de andere producten ⁽²⁾	1,1	1,5	-1,0
waarvan:			
Kunststoffen	5,5	6,5	0,2
Ijzer- en staalproducten	3,9	20,1	-0,5

Bron: INR.

(1) Gemiddelde eenheidswaarden, gegevens van de buitenlandse handel volgens het nationale concept.

(2) Bijdrage berekend per saldo.

Die ontwikkelingen zijn volledig doorgesijpeld in de Belgische invoer- en uitvoerprijzen voor die producten. Rekening houdend met het feit dat België netto-invoerder is van die grondstoffen, heeft hun prijsstijging de ruilvoet voor de economie als geheel negatief beïnvloed, een weerspiegeling van de inkomensoverdracht naar de landen die de voornoemde grondstoffen produceren.

Al met al leverde het prijsverloop van de buitenlandse handel in grondstoffen een negatieve bijdrage van 4 procentpunten tot de ruilvoet voor het geheel van alle goederen samen over de periode gaande van 2002 tot 2007, waarvan 2,9 punten voor de brandstoffen en 1,1 punt voor de overige niet-alimentaire grondstoffen. Tijdens die periode waren de ondernemingen die deze grondstoffen gebruiken als input, evenwel grotendeels in staat om de prijsstijgingen door te berekenen in hun verkoopprijzen, tegen de achtergrond van een krachtige wereldvraag, onder meer voor ijzer- en staalproducten en kunststoffen in primaire vorm.

Gelet op de overige kostenfactoren die een rol spelen – in het bijzonder de loonkosten – zijn de verkoopprijzen van de ondernemingen weliswaar niet in hetzelfde tempo gestegen als die van de grondstoffen. De toename van de eenheidswaarden met meer dan 30 pct. voor de uitvoer van kunststoffen en met 60 tot 70 pct. voor die van ijzer- en staalproducten overtrof echter ruimschoots de gemiddelde stijging van de prijzen van de buitenlandse handel. Gelet op de specialisatie van België in die producten, leverden die prijsontwikkelingen een positieve bijdrage tot de totale ruilvoet. Die bijdrage wordt geraamd op 0,9 procentpunt voor de kunststoffen. Voor de ijzer- en staalproducten was ze echter nog groter, namelijk 1,7 punt, doordat het specialisatie-effect werd versterkt door de intrinsieke verbetering van de ruilvoet voor die categorie zelf.

Behalve dit positieve effect, droeg ook de appreciatiebeweging van de euro – met circa 20 pct. ten opzichte van de dollar in 2003, met 10 pct. in 2004 en met nog eens bijna 10 pct. in 2007 – bij tot de bijna-stabiliteit van de ruilvoet over de periode van 2002 tot 2007, ondanks de significante stijging van de grondstoffenprijzen. Bij overigens gelijkblijvende omstandigheden geeft een appreciatie van de munt immers aanleiding tot een verbetering van de ruilvoet op de korte termijn voor alle producten. Die verbetering is evenwel grotendeels van tijdelijke aard, aangezien de exporteurs hun prijzen geleidelijk moeten aanpassen aan de voorwaarden van hun concurrenten teneinde hun marktaandeel te behouden.

De situatie is daarentegen volledig omgeslagen in de loop van 2007 en in 2008, aangezien de nationale producenten niet meer in staat bleken de extra prijsstijgingen

voor gas, aardolie en, in mindere mate, ijzerertsen door te berekenen in de verkoopprijzen bij de uitvoer van de bewerkte producten. Integendeel, tegen de achtergrond van de slabakkende wereldvraag kwamen de uitvoerprijzen van alle fabricaten onder druk te staan, wat ook bijdroeg tot de ruilvoetverliezen met 4,3 pct., volgens de statistieken van de buitenlandse handel, tussen het derde kwartaal van 2007 en dat van 2008. In het bijzonder voor de ijzer- en staalproducten is de stijging van de uitvoerprijzen fors achtergebleven bij die van de invoerprijzen.

Lopende rekening van de betalingsbalans

Aangezien het negatieve effect van het prijsverloop nog bovenop dat van de volumebewegingen komt, groeide het bedrag van de invoer in een veel hoger tempo dan dat van de uitvoer, wat in 2008 resulteerde in een zeer belangrijke afname van het saldo van de goederentransacties. Tijdens het verslagjaar is het handelssaldo van België immers duidelijk deficitair geworden, ten belope van 10,5 miljard euro, terwijl het in 2007 nog een overschot van 1,5 miljard te zien gaf.

Die verslechtering komt op dezelfde manier tot uiting in het saldo van de lopende rekening, dat voor het eerst sinds meer dan twee decennia een tekort liet optekenen. Volgens de ramingen afgeleid uit de betalingsbalans van de BLEU tot 1994 en nadien uit de gegevens voor België alleen, was het lopende saldo systematisch positief vanaf het midden van de jaren tachtig, met een piekniveau van 5,5 pct. bbp in 1998. Van 2002 tot 2007 trad evenwel een aanhoudende verslechtering van het lopende overschot op ten belope van 0,5 punt bbp per jaar, als gevolg van de daling van het overschot op het goederenverkeer. Die ontwikkeling versnelde in het laatste kwartaal van 2007 en in 2008, hetgeen resulteerde in een geraamd tekort van 2 pct. bbp voor het hele jaar.

Behalve het goederenverkeer hebben ook de andere hoofdcomponenten van de lopende rekening, in hun geheel beschouwd, bijgedragen tot de verslechtering van het saldo, maar in veel beperktere mate. Het op het dienstenverkeer geboekte overschot is wel ietwat toegenomen tijdens het verslagjaar. Die ontwikkeling is toe te schrijven aan de stijging van het overschot op de diverse diensten aan ondernemingen, zoals boekhouding, juridisch advies, reclame of engineering en aan het slinkende tekort op reizen voor professionele doeleinden. Die bewegingen werden evenwel deels gecompenseerd door de stijging van de door Belgische farmaceutische ondernemingen in het buitenland gemaakte O&O-uitgaven, en door het slinkende saldo op de internationale driehoekshandel en het vervoer.

TABEL 15 NETTOLENING AAN DE REST VAN DE WERELD

(saldi; miljarden euro's, tenzij anders vermeld)

	2005	2006	2007	2008 r	Eerste negen maanden	
					2007	2008
1. Lopende rekening	7,9	6,3	5,6	-6,8	7,9	-3,3
Goederen en diensten	8,7	7,6	6,3	-5,5	7,8	-3,2
Goederen	4,7	2,6	1,5	-10,5	3,8	-7,5
Diensten	4,0	5,0	4,8	5,1	4,0	4,3
Inkomens	4,2	4,0	4,3	4,1	3,7	3,7
Inkomens uit arbeid	3,9	4,1	4,2	4,2	3,1	3,1
Inkomens uit beleggingen en investeringen	0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,7	0,5
Lopende overdrachten	-5,1	-5,2	-5,0	-5,3	-3,7	-3,7
Overdrachten van de overheid	-3,8	-4,3	-4,3	-4,7	-3,2	-3,3
Overdrachten van de andere sectoren	-1,3	-1,0	-0,7	-0,7	-0,5	-0,4
2. Kapitaalrekening	-0,7	-0,3	-1,1	-1,4	-0,5	-1,0
3. Nettolening aan het buitenland (1 + 2)	7,1	6,0	4,5	-8,1	7,4	-4,2
<i>p.m. Idem, procenten bbp</i>	2,4	1,9	1,4	-2,3	3,0	-1,7
<i>Financieringsbehoefte (-) of -vermogen van de binnenlandse sectoren volgens de nationale rekeningen, procenten bbp</i>	2,8	2,5	2,1	-1,5		

Bronnen: INR, NBB.

Het saldo van de factorinkomens, van zijn kant, is enigszins teruggelopen in 2008, voornamelijk doordat het lichte overschot op de inkomens uit beleggingen en investeringen verdwenen is en omgeslagen is in een gering tekort. Uitgedrukt in euro is het gemiddelde rendement op rentedragende beleggingen of kredieten aldus sneller toegenomen voor de verplichtingen van de Belgische sectoren ten aanzien van de rest van de wereld dan voor de Belgische activa in het buitenland, onder meer als gevolg van de stijging van de korte-termijnrente en de appreciatie van de euro. De daling van de door België geïnde netto renteontvangsten werd evenwel deels gecompenseerd door een daling van de aan de rest van de wereld betaalde dividenden. Het structurele overschot op de inkomens uit arbeid, dat voornamelijk bestaat uit de lonen die door de EU worden uitbetaald aan haar personeel dat in het land verblijft, is onveranderd gebleven.

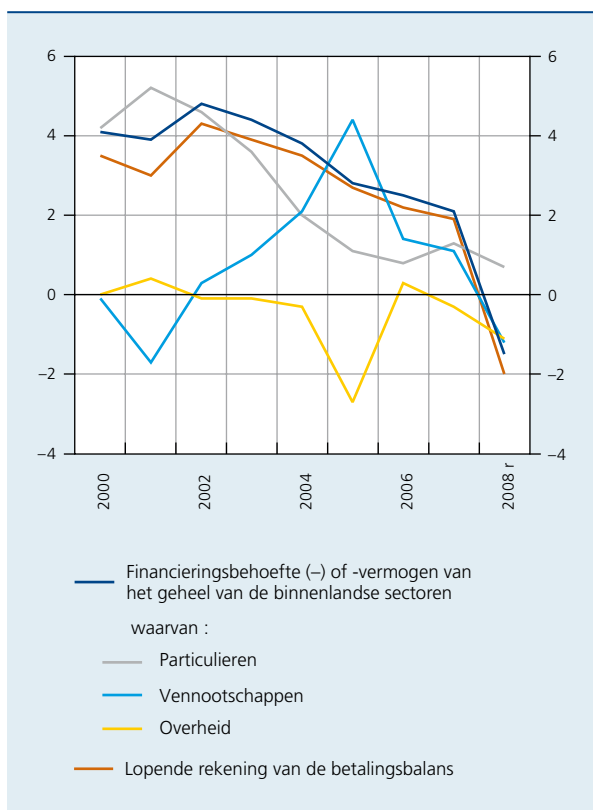
Ten slotte is het tekort op de lopende overdrachten van de overheid ook opgelopen. In het bijzonder zijn de bijdragen van België aan de Europese begroting – uit hoofde van zowel de douanerechten als de btw-ontvangsten en de bni-bijdrage – toegenomen, terwijl de door de Belgische producenten van levensmiddelen

ontvangen marktsteun een daling liet optekenen, als gevolg van de goede prestaties van de markten voor landbouwproducten.

Behalve door de verslechtering van het saldo van de lopende rekening, werd het financieringssaldo van de economie in haar geheel in 2008 ook aangetast door het oplopende tekort op de kapitaalrekening. Deze vertoonde gedurende de eerste negen maanden van het jaar een tekort van 1 miljard euro, als gevolg van de resultaten van het door de EU ingestelde ruilsysteem voor quota in verband met de uitstoot van broeikasgassen in het kader van de Kyoto-akkoorden. De vrij omvangrijke netto-aankopen van uitstootrechten door de Belgische ondernemingen werden evenwel afgeremd door de economische vertraging tegen het einde van het jaar. Al met al is de nettolening van België aan de rest van de wereld, die in 2007 nog 4,5 miljard euro bedroeg, tijdens het verslagjaar omgeslagen in een financieringsbehoefte van circa 8 miljard. Uitgedrukt in procenten van het bbp stemt die ontwikkeling overeen met een daling met 3,7 procentpunten, waarbij het financieringsoverschot van de economie ten belope van 1,4 pct. is veranderd in een tekort van 2,3 pct.

GRAFIEK 30

FINANCIERINGSBEHOEFTE (-) OF -VERMOGEN VAN DE BINNENLANDSE SECTOREN EN LOPENDE REKENING VAN DE BETALINGSBALANS
(procenten bbp)



Bronnen : INR, NBB.

Uit de statistieken van de nationale rekeningen blijkt dat alle belangrijkste sectoren van de economie hebben bijgedragen tot de verslechtering van het financieringssaldo in 2008. De belangrijkste inkrimping had betrekking op de vennootschappen – hun bruto kapitaalvorming overtrof het bedrag van hun besparingen – terwijl ook de financieringsbehoefte van de overheid is toegenomen en het financieringsvermogen van de particulieren verder is afgenomen. Die laatste ontwikkeling sluit aan bij een tussen 2002 en 2006 waargenomen tendens, die in belangrijke mate de achteruitgang voor de gehele economie had bepaald in de afgelopen jaren.

3.4 Structurele ontwikkelingen

In de context van mondialisering en verscherpte concurrentie tussen de economieën, zijn de geavanceerde economieën inzake groei meer dan ooit aangewezen op hun innovatievermogen. Idealiter dient zulks betrekking te hebben op alle bedrijfstakken, teneinde de efficiëntie van hun productie te verbeteren. In dat opzicht blijkt uit

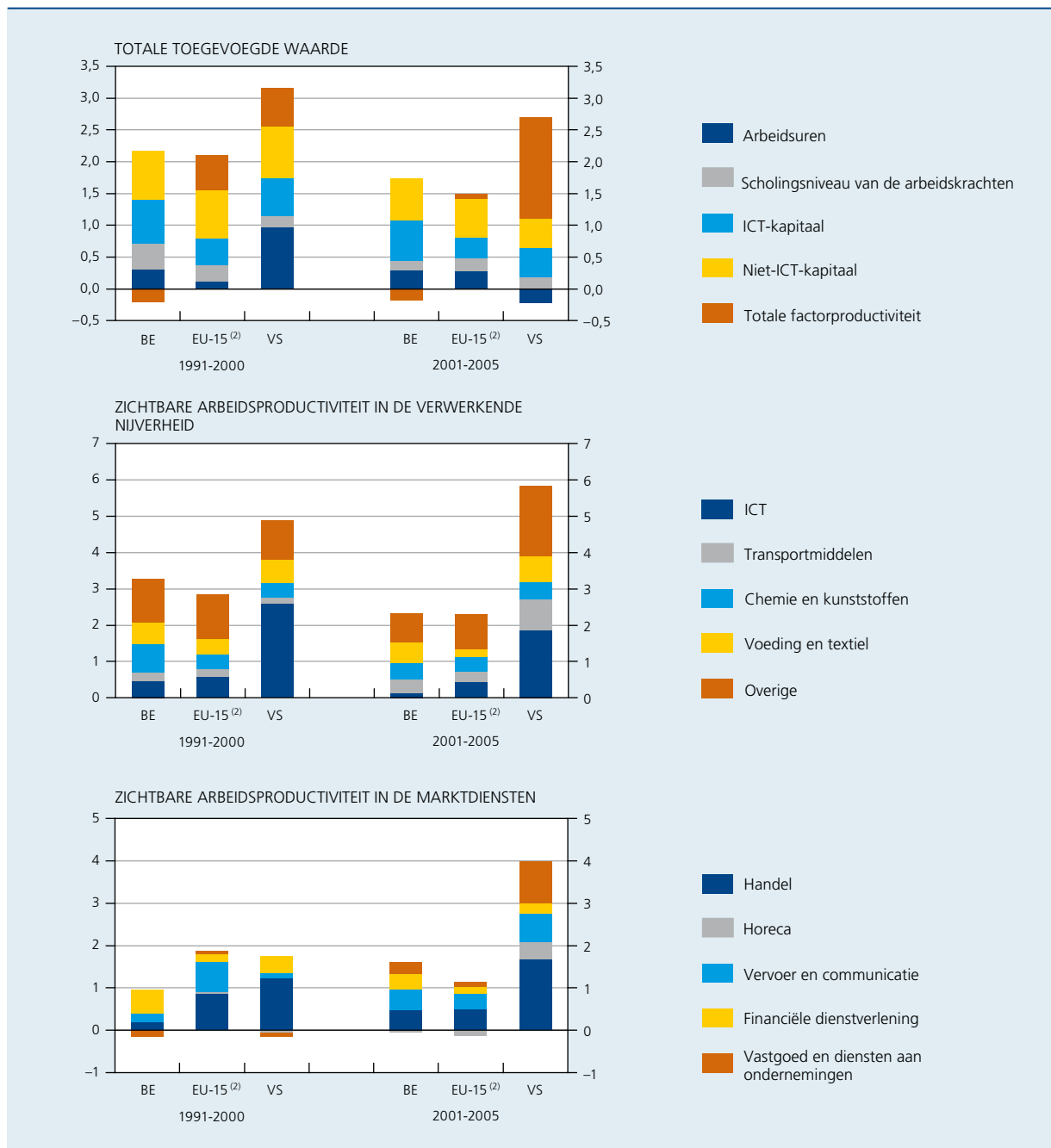
een vergelijking tussen de recente ontwikkelingen aan weerszijden van de Atlantische Oceaan dat er vooruitgang mogelijk is in Europa en in België.

In de afgelopen vijftien jaar is de groei van de activiteit immers veel krachtiger gebleken in de Verenigde Staten dan in de EU-15 of in België. Zowel van 1991 tot 2000 als van 2001 tot 2005 bedroeg het groeiverschil in het voordeel van de eerstgenoemde economie gemiddeld 1 procentpunt per jaar of lag het zelfs licht hoger. Volgens geharmoniseerde gegevens, die in het kader van het EU KLEMS-programma werden opgesteld onder de auspiciën van de EC, berustte de Amerikaanse dynamiek in het eerste decennium op relatief evenwichtige bijdragen van de diverse verklarende factoren en was het groeideficit van de Europese economie vooral toe te schrijven aan een aanzienlijk lagere bijdrage van het arbeidsvolume. Omgekeerd is het verschil de vijf jaar daarop voornamelijk tot uiting gekomen in de totale factorproductiviteit (TFP), waarvan de bijdrage aan de groei gemiddeld 1,6 procentpunt per jaar bedroeg in de Verenigde Staten, terwijl ze nauwelijks positief was in de EU-15. In België, daarentegen, woog de TFP tijdens de twee beschouwde periodes op de economische expansie.

De TFP geeft de algemene efficiëntie aan waarmee de productiefactoren kapitaal en arbeid worden gecombineerd; de toename ervan geeft de mogelijkheid aan een stijging van de productie te verkrijgen met dezelfde hoeveelheden factoren. In dat opzicht wordt ze grotendeels gelijkgesteld met innovatie, die het, bijvoorbeeld via technologische vooruitgang en wijzigingen van de bedrijfsorganisatie, mogelijk maakt het productieproces te verbeteren en nieuwe producten op de markt te brengen. De TFP omvat echter ook institutionele en reglementaire factoren die het algemene werkingskader van de economie beïnvloeden. Daar ze gewoonlijk op residuele wijze wordt berekend, maken nog andere elementen er in de praktijk deel van uit, met inbegrip van conjuncturele effecten en eventuele meetfouten. Hoewel enige omzichtigheid dan ook geboden is bij de beoordeling ervan, is de TFP evenwel, naast het beleid tot mobilisering van de werkgelegenheid, een noodzakelijke groeibron voor de al sterk gekapitaliseerde ontwikkelde economieën.

Samen met de kapitaalintensiteit van de economie – de verhouding tussen de kapitaalvoorraad en het arbeidsvolume – en het scholingsniveau van de arbeidskrachten, bepaalt de TFP de zichtbare arbeidsproductiviteit. Uit de Amerikaanse gegevens blijkt dat het behalen van productiviteitswinsten door middel van de TFP potentieel betrekking kan hebben op alle bedrijfstakken van de economie en niet enkel op de verwerkende nijverheid. In de laatstgenoemde branche vinden de verschillen die

GRAFIEK 31 DETERMINANTEN VAN DE ECONOMISCHE GROEI⁽¹⁾
(bijdragen tot de gemiddelde jaarlijkse verandering van het totaal, procentpunten)



Bronnen : EU KLEMS Databank, maart 2008 ; Biatour B. en C. Kegels (2008), *Growth and productivity in Belgium*, FPB, Working Paper 17-08.

(1) De gegevens betreffende de decompositie van de groei zijn die van de Europese databank EU KLEMS. Die decompositie maakt niet alleen een sectorale analyse mogelijk, maar vertoont ook de specifieke eigenschap dat ze de bijdragen van de productiefactoren veeleer meet aan de hand van de diensten die ze verlenen dan op basis van de verandering van hun voorraad, zoals gebruikelijk in de meeste studies over de bronnen van de groei. Daartoe worden verscheidene werkgelegenheids- en kapitaalcategorieën onderscheiden, verbonden aan hun respectieve marginale productiviteit. Voor de werkgelegenheid worden die categorieën opgesteld naar leeftijd, geslacht en scholingsniveau; een factor « scholingsniveau van de arbeidskrachten » geeft dan het effect van de wijzigingen in de werkgelegenheidsstructuur weer. Voor het kapitaal worden zeven types van goederen onderkend, die vervolgens worden ingedeeld in technologisch en niet-technologisch kapitaal. Bijgevolg kan de bijdrage van de productiefactoren verschillen van de bevindingen in andere studies, net als die van de TFP.

(2) Beperkt tot de volgende landen : België, Denemarken, Duitsland, Spanje, Frankrijk, Italië, Nederland, Oostenrijk, Finland en het Verenigd Koninkrijk.

tussen de Verenigde Staten en Europa worden opgetekend grotendeels – en van 1991 tot 2000 zelfs bijna uitsluitend – hun oorsprong in de bedrijfstakken die

informatie- en communicatietechnologieën (ICT) vervaardigen. Van 2001 tot 2005 hebben die branches ten belope van 1,9 procentpunt bijgedragen aan de gemiddelde

jaarlijkse toename met 5,8 pct. van de zichtbare arbeidsproductiviteit in de Verenigde Staten; tegelijkertijd bleef de bijdrage ervan beperkt tot 0,4 procentpunt in de EU-15 en tot 0,1 procentpunt in België. De rol van de ICT houdt verband met de belangrijke plaats die de desbetreffende industrieën snel hebben verworven in de Verenigde Staten, en geeft aan dat het voor een economie belangrijk is zich aan nieuwe en potentieel dynamische activiteiten te kunnen aanpassen. Op het hier beschouwde relatief geaggregeerde niveau blijken de totale productiviteitswinsten vooral afkomstig te zijn van ontwikkelingen binnen de bedrijfstakken, daar de effecten van verschuivingen naar meer productieve branches relatief beperkt zijn. Meer recentelijk hebben andere industriële bedrijfstakken dan de ICT, te weten de machines en de transportmiddelen, eveneens ertoe bijgedragen de kloof ten gunste van de Verenigde Staten te vergroten.

Voor de marktdiensten lagen evenwel ten grondslag aan de sterke stijging van de zichtbare arbeidsproductiviteit in de Verenigde Staten van 2001 tot 2005. Ze vertegenwoordigen immers nagenoeg de helft van de toegevoegde waarde van de economie. Hun doorslaggevende bijdrage is echter vooral toe te schrijven aan de aanzienlijke versnelling van hun eigen productiviteit, die tussen 2001 en 2005 in een jaarlijks tempo van 4 pct. is toegenomen. Overigens hebben alle grote dienstverlenende bedrijfstakken, uitgezonderd de financiële dienstverlening, aan die beweging deelgenomen, in eerste instantie de handel en de diensten aan ondernemingen.

Van nature volgen de verwerkende nijverheid en de diensten wellicht andere wegen om de voor hun groei noodzakelijke productiviteitswinsten te genereren. Ze zullen bijgevolg verderop in dit deel afzonderlijk worden behandeld. De hoge mate waarmee die twee activiteiten met elkaar verweven zijn, mag echter niet uit het oog worden verloren.

Verwerkende nijverheid

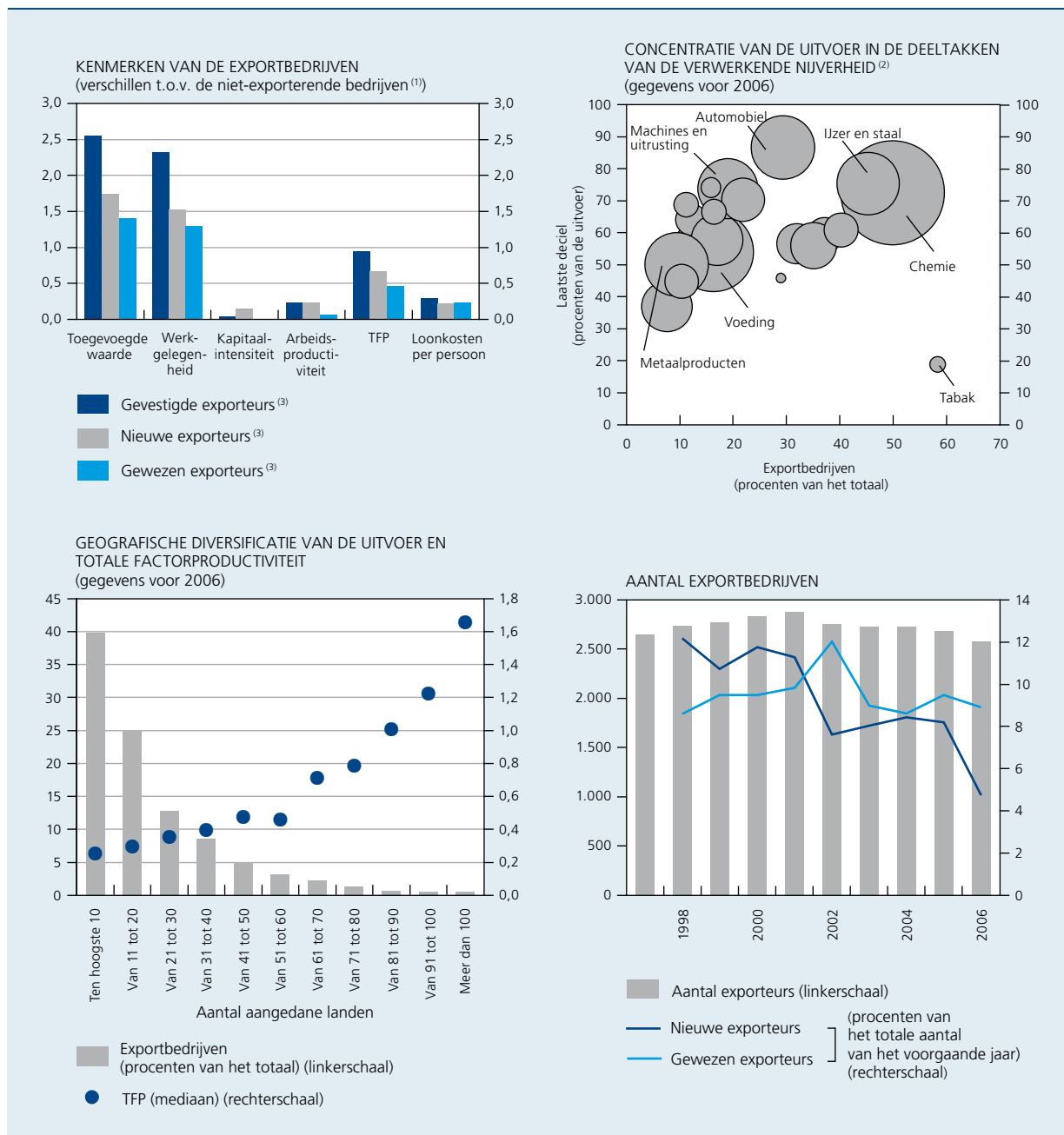
De versnippering van de productieketen is een van de kenmerken van de huidige golf van mondialisering. Ze beoogt de totale productiviteit te verhogen door in elk stadium een beroep te doen op de efficiëntste productie-eenheid. Voor de industriële bedrijfstakken van een kleine open economie vergt zulks contacten met de rest van de wereld, hetzij via het handelsverkeer, hetzij via de directe-investeringsrelaties, teneinde voordeel te kunnen trekken van gespecialiseerde inputs of know-how en de afzetmogelijkheden te verruimen.

De exploitatie van een databank met individuele gegevens voor België, die verzameld zijn door de Bank, maakt het in dit verband mogelijk aan te tonen dat de ondernemingen die langdurig uitvoeractiviteiten verrichten, zich in verscheidene opzichten onderscheiden van bedrijven die dat niet doen. In de eerste plaats zijn ze over het algemeen groter, hetzij in termen van toegevoegde waarde, hetzij in termen van werkgelegenheid. In tegenstelling met de context van een algemene achteruitgang van de industriële werkgelegenheid, hebben de Belgische ondernemingen die betrokken zijn bij de buitenlandse handel, tussen 1998 en 2005 bijgedragen tot een nettotoename van de werkgelegenheid ten belope van nagenoeg 3.000 VTE per jaar. Bovendien heeft de werkgelegenheid er een geringere rotatiegraad te zien gegeven. Ten slotte blijken die ondernemingen, zelfs nadat rekening werd gehouden met de verschillen naar grootte en bedrijfstak, productiever, waardoor ze hogere lonen kunnen bieden.

De empirische analyses hebben de facto aangetoond dat de ondernemingen, zowel in België als in andere landen, die actief willen zijn in de uitvoer, voldoende productief moeten zijn, teneinde de niet-terugvorderbare uitgaven voor toetreding tot een buitenlandse markt (marktstudies, opzetten van een distributienetwerk, enz.) te kunnen bekostigen. Omgekeerd kan de productiviteit van een voor de buitenlandse handel openstaand bedrijf erdoor worden verhoogd via de overdracht van technologie – een dergelijk proces van *learning-by-exporting* wordt echter a priori veeleer opgetekend in de economieën die een inhaalbeweging maken – of via de uitbesteding tegen geringere kosten van een gedeelte van zijn productie, wat het in staat stelt zich op zijn kernactiviteit toe te spitsen. Voorts vertonen de ondernemingen die een stap verder gaan en directe investeringen in het buitenland verrichten, om dezelfde redenen een nog hoger productiviteitsniveau dan die welke zich beperken tot de uitvoer. De kosten verbonden aan de directe investeringen zijn immers over het algemeen hoger dan die in verband met de buitenlandse handel.

De noodzaak om vooraf een voldoende hoog productiviteitsniveau te bereiken, verklaart dat de uitvoer overal sterk geconcentreerd blijkt, zelfs in een economie zoals België, waar de macro-economische indicatoren wijzen op een hoge openheidsgraad. Die concentratie komt op verscheidene niveaus tot uiting, in de eerste plaats op het gebied van het aantal betrokken ondernemingen. Zo waren in 2006 slechts 17,3 pct. van de Belgische industriële ondernemingen significant aanwezig in de uitvoer, wat betekent dat hun uitvoer een jaarlijkse waarde van ten minste 1 miljoen euro bereikte. In talrijke branches lag dat percentage binnen een marge van 11 tot 20 pct.

GRAFIEK 32 EXPORTBEDRIJVEN IN DE VERWERKENDE NIJVERHEID



Bron : NBB.

- (1) Coëfficiënten afkomstig van regressies over de periode 1998-2006. Vermenigvuldigd met 100, kunnen ze worden geïnterpreteerd als het procentuele verschil ten opzichte van de niet-exporterende ondernemingen.
- (2) De oppervlakte van de cirkels is evenredig met het aandeel van de deeltak in de toegevoegde waarde van de verwerkende nijverheid.
- (3) Statuut gedefinieerd op basis van het lopende jaar (t) en van het voorgaande jaar (t-1). De gevestigde exporteurs waren actief in t en t-1, de nieuwe uitsluitend in t en de gewezen exporteurs uitsluitend in t-1.

en, met uitzondering van de productie van tabak, lag het systematisch onder 50 pct. De concentratie komt ook tot uiting in de spreiding van de uitvoervolumes over de ondernemingen. Zo nam in 2006 10 pct. van de ondernemingen ongeveer drie vierde van de waarde van de uitvoer van de verwerkende nijverheid voor zijn rekening. Dat is met name het geval in de chemie en de ijzer- en

staalnijverheid, deeltakken die zich evenwel onderscheiden omdat ze meer – nagenoeg 50 pct. – exportbedrijven tellen. De concentratie van de uitvoer ligt minder hoog in de voedingsnijverheid, zelfs al maakt het laatste deciel – de 10 pct. ondernemingen die de hoogste uitvoerbedragen laten optekenen – er nog iets meer uit dan de helft van de uitvoer, terwijl ze in de automobielsector

het hoogst is, namelijk 86,7 pct. voor het laatste deciel. De concentratie van de uitvoer vertoont ten slotte een geografische dimensie, die op haar beurt verband houdt met de TFP. Wegens de niet-terugvorderbare kosten die werden gemaakt bij de toetreding tot elke nieuwe markt, zijn de minst productieve ondernemingen aanwezig op een kleiner aantal markten. In totaal beperkt nagenoeg 40 pct. van de exporterende industriële ondernemingen zich ertoe minder dan tien landen aan te doen. De drie voornaamste buurlanden krijgen daarbij logischerwijs de voorkeur, elk van 84 tot 90 pct. van de exporteurs.

De positie van exporteur van een onderneming ligt niet voor eeuwig en altijd vast, maar vertoont niettemin een zekere mate van persistentie. Van 1998 tot 2006 kwamen er gemiddeld per jaar nagenoeg 10 pct. nieuwe exporteurs bij, terwijl tegelijkertijd zowat 10 pct. van de exporteurs, waarvan ongeveer een vierde het jaar voordien was begonnen uitvoeren, die activiteit opgaven. Doordat het percentage nieuwe exporteurs mettertijd een neerwaartse tendens vertoonde en in 2006 zelfs fors terugliep tot 5 pct., terwijl het percentage ondernemingen dat

ermee stopte stabiel bleef, is het totale aantal exporterende industriële ondernemingen over het geheel van de beschouwde periode met 2,7 pct. gedaald. In het algemeen komt de overgang van een uitsluitend lokale activiteit naar de uitvoer weinig voor: slechts 7 pct. van de in 1997 uitsluitend op de binnenlandse markt gerichte ondernemingen, die in 2006 nog actief waren, bleken exporteur te zijn geworden.

De exportresultaten van België berusten dus op een relatief beperkt aantal grote ondernemingen die al geruime tijd op de buitenlandse markten aanwezig zijn. Het is dan ook van belang te beschikken over een omgeving die bevorderlijk is voor een krachtige opgang van nieuwe exporteurs, door te zorgen voor een ruime verspreiding van de productiviteitswinsten binnen de economie, via het opzetten van een performant innovatiesysteem en de bevordering van de ondernemerszin.

Op macro-economisch niveau hangt de groei van de uitvoer in de eerste plaats af van de markten waarop de Belgische ondernemingen werkzaam zijn. Welnu, in

TABEL 16 RESULTATEN VAN DE GOEDERENUITVOER NAAR WAARDE
(gemiddelde jaarlijkse veranderingspercentages, tenzij anders vermeld, van 1996 tot 2007)

	Markten ⁽¹⁾	<i>p.m.</i> Producteffect ⁽²⁾	Marktaandeelen ⁽³⁾	Uitvoer ⁽⁴⁾
België	8,1	0,3	-2,3	5,6
Overige landen van de EU-15 ⁽⁵⁾ : mediaan	8,4	0,8	-1,5	6,9
Nederland	7,7	1,4	1,3	9,2
Oostenrijk	8,7	-0,4	0,1	8,8
Ierland	7,4	5,5	0,9	8,4
Duitsland	8,9	0,5	-1,2	7,6
Spanje	7,7	0,3	-0,5	7,2
Finland	9,3	0,8	-2,1	7,0
Zweden	8,4	1,3	-1,4	6,9
Portugal	8,1	0,8	-1,6	6,4
Italië	8,6	-0,3	-2,4	6,0
Griekenland	9,4	-1,7	-3,1	6,0
Verenigd Koninkrijk	8,2	3,3	-3,1	4,9
Frankrijk	8,4	0,9	-3,5	4,6

Bronnen: EC, IMF, OESO, UNCTAD, INR.

(1) Verkregen door geografische weging van de wereldmarkten.

(2) Verschil tussen de groei van de markten van de EU berekend door dubbele weging, geografisch en naar product, en de groei van de markten van de EU berekend door gewone geografische weging; bijdragen in procentpunten.

(3) Winst of verlies (-) aan marktaandeelen gemeten aan de hand van de verhouding tussen het verloop van de uitvoer en het verloop van de wereldmarkten, enkel gewogen op geografische basis.

(4) Reeksen uitgedrukt in ecu vóór 1999, daarna in euro. Gegevens volgens het nationale concept voor België.

(5) Ongerekend Denemarken en Luxemburg. Landen gerangschikt in dalende volgorde van het gemiddelde jaarlijkse veranderingspercentage van de uitvoer van 1996 tot 2007.

vergelijking met een groep van twaalf landen van de EU-15, wegen, in het algemeen, zowel de geografische als de productspecialisaties van België op de totale dynamiek van de uitvoermarkten. Vanuit geografisch oogpunt heeft de geprefereerde gerichtheid van de Belgische uitvoer op de landen van de EU-15, en op de buurlanden in het bijzonder, tot gevolg dat België's buitenlandse markten van 1996 tot 2007 maar met 8,1 pct. per jaar zijn gegroeid, tegen 8,4 pct. voor de rest van de EU-15. De buitenlandse afzetmarkten van Finland en Duitsland behoorden tot de meest dynamische: die twee landen profiteerden van het grotere gewicht van Rusland en van de Aziatische landen in het eerste geval en van de Centraal- en Oost-Europese landen in het tweede geval. De buitenlandse markten van België waren evenwel gunstiger dan die van Ierland, Spanje of Nederland.

Het al dan niet gunstige karakter van de productstructuur van de uitvoer wordt bepaald door de relatieve intensiteit van de vraag waaraan de producten onderhevig zijn. Daarom is het beter gespecialiseerd te zijn in progressieve producten, waarvoor de buitenlandse vraag sterker is dan het gemiddelde, en zich af te wenden van regressieve producten. Het progressieve of regressieve karakter van een product moet evenwel met de nodige omzichtigheid worden geïnterpreteerd. Enerzijds zijn de productcategorieën die in de statistische analyse worden gebruikt om tot die beoordeling te komen, niet homogeen. Anderzijds blijkt dat karakter variabel te zijn in de tijd: zo zijn de wegvoertuigen in de recente periode regressief geworden, in tegenstelling tot de ijzer- en staalproducten, die beide belangrijke specialisaties zijn van de Belgische industrie. In totaal was de productstructuur van de Belgische uitvoer over het geheel van de periode 1996-2007 minder gunstig dan elders; hoewel het « producteffect », te weten de marginale bijdrage van de productstructuur aan de groei van de uitvoermarkten ten opzichte van de groei van enkel op geografische basis berekende markten, ten belope van zowat 0,3 procentpunt per jaar positief is, ligt het toch aanzienlijk lager dan in de meeste andere Europese landen, met name in de drie voornaamste buurlanden.

Voorts zou de Belgische economie gedurende de beschouwde twaalf jaar marktaandeelen naar waarde hebben verloren ten belope van 2,3 pct. per jaar, vooral in de recente periode. Dat resultaat is ongunstiger dan wat werd opgetekend in de meeste andere landen van de EU-15 – een mediaanverlies van 1,5 pct. per jaar – hoewel sommige landen, waaronder Frankrijk, Italië en het Verenigd Koninkrijk, nog grotere verliezen hebben geleden.

De combinatie van enigszins minder gunstige markten en een relatief groot verlies aan marktaandeelen verklaart de aanmerkelijk minder hoge groei van de Belgische uitvoer dan die van andere landen. Van 1996 tot 2007 is de Belgische uitvoer in waarde in een gemiddeld jaarlijks tempo van 5,6 pct. toegenomen, tegen een mediaan van 6,9 pct. in de rest van de EU-15. Enkel in Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk is de uitvoer minder snel gegroeid.

Diensten

De diensten ontsnappen niet aan de noodzaak om te innoveren en productiviteitswinsten te boeken. In de marktdiensten werden op het niveau van de EU twee branches geregeld aangestipt om hun productiviteitstekort ten opzichte van de Verenigde Staten: de handel en de diensten aan ondernemingen. Die twee bedrijfstakken, waarvan het economische gewicht niet verwaarloosbaar is, werden geselecteerd in het kader van de screeningprocedure van de EC om aan te geven welke markten van de Europese economie mogelijk een gebrekkige werking vertonen. Het vermogen van die bedrijfstakken om de ICT in te passen in hun productieproces is a priori belangrijk, te meer daar sommige activiteiten die een hoge kennisgraad impliceren, ondergebracht zijn in de diensten aan ondernemingen, een overigens sterk heterogene sector. Hoewel het, net als voor de ICT-producerende nijverheid, moeilijk is die activiteiten precies te omschrijven, kan men er de informaticadiensten, O&O en het verstrekken van juridisch en technisch advies in situeren.

De handel en de diensten aan ondernemingen bekleeden een belangrijke plaats in de Belgische economie. In 2005 vertegenwoordigde de groot- en kleinhandel er 13,1 pct. van de toegevoegde waarde, tegen zowat 10 pct. in de EU-15 en in de Verenigde Staten. Van 2001 tot 2005 is hun activiteit in België sneller gegroeid dan in de EU-15, in een jaarlijks tempo van 2,2 pct., tegen 1,5 pct., heel wat minder nochtans dan de toename in de Verenigde Staten. De diensten aan ondernemingen met een hoge kennisgraad, van hun kant, bedroegen in 2005 in totaal 9 pct. van de toegevoegde waarde, tegen nagenoeg 7 pct. in de EU-15 en in de Verenigde Staten en kwamen daarmee op de tweede plaats van de landen van de EU-15, na het Verenigd Koninkrijk. De recente groei van de diensten aan ondernemingen, die overal boven het gemiddelde van de economie uitkomt, was bovendien aanzienlijk krachtiger in België dan elders, wat het bestaande verschil heeft doen toenemen.

In België berust de groei van die twee bedrijfstakken over de periode van 2001 tot 2005 meer dan elders op

TABEL 17

PRODUCTIVITEIT, REGLEMENTERING EN INNOVATIE IN DE HANDEL EN DE DIENSTEN AAN ONDERNEMINGEN

	Handel			Diensten aan ondernemingen ⁽¹⁾		
	België	EU-15	Verenigde Staten	België	EU-15	Verenigde Staten
Aandeel in de toegevoegde waarde in 2005 (procenten van de totale economie)	13,1	9,9	10,9	9,0	7,3	7,0
Groei van de toegevoegde waarde naar volume (gemiddelde jaarlijkse veranderingspercentages van 2001 tot 2005)	2,2	1,5	3,9	3,7	2,5	2,8
waarvan:						
Bijdrage (procentpunten):						
ICT-kapitaal	0,9	0,3	0,7	1,6	0,8	1,2
TFP	-0,5	0,5	2,9	-0,2	-1,3	0,9
Scholingsniveau van de arbeidskrachten ...	0,3	0,1	0,3	0,0	0,3	0,6
Weerslag van de reglementering ⁽²⁾ (2003)	0,45	0,39	0,32	0,34	0,32	0,23
Reglementering in de kleinhandel ⁽³⁾ (2003)	4,52	2,60	2,63	-	-	-
Innovatiegraad ⁽⁴⁾ : verschil t.o.v. (procentpunten)						
De marktdiensten	3,2	-1,5	-	23,5	15,6	-
De totale economie	-2,9	-5,0	-	17,3	12,1	-

Bronnen: CIS 2006; EU KLEMS Databank, maart 2008; OESO.

(1) Met uitzondering van verhuur en handel in onroerende goederen en voor zover mogelijk beperkt tot de diensten met een hoge kennisgraad, te weten de informaticadiensten, O&O en het verstrekken van juridisch en technisch advies.

(2) Weerslag, in de handel en de diensten aan ondernemingen, van de reglementering in sommige niet-verwerkende bedrijfstakken (energie, vervoer, communicatie). De verbanden tussen de handel en de diensten aan ondernemingen, enerzijds, en die niet-verwerkende bedrijfstakken, anderzijds, worden gelegd aan de hand van de *input-output* tabellen. Een hogere waarde van de indicator betekent een grotere weerslag van stringente reglementeringen in die niet-verwerkende bedrijfstakken (bron: OESO).

(3) Synthetische indicator die de belemmeringen inzake toetreding, de operationele beperkingen en de prijscontroles omvat. Gezien zijn constructie, ligt de waarde ervan tussen 0 en 6; een hogere waarde wijst op een hogere mate van belemmeringen voor de concurrentie (bron: OESO).

(4) Aantal ondernemingen die verklaard hebben tussen 2004 en 2006 een product- of procesinnovatie te hebben geïntroduceerd, uitgedrukt in procenten van het totale aantal ondernemingen van de overeenkomstige bedrijfstak. Voor de handel enkel de groothandel (bron: CIS 2006).

het ICT-kapitaal, dat als een innovatie-input kan worden beschouwd. De jaarlijkse groeibijdrage van dat kapitaal bedroeg gemiddeld 0,9 procentpunt in de handel en 1,6 procentpunt in de diensten aan ondernemingen. De TFP, daarentegen, die veeleer aanwijzingen verschaft over de innovatie-effecten, heeft ten belope van respectievelijk 0,5 en 0,2 procentpunt per jaar gewogen op de groei van de bedrijfstakken handel en diensten aan ondernemingen, terwijl ze die in de Verenigde Staten, vooral in de handel, sterk stimuleerde. Het scholingsniveau van de arbeidskrachten, dat wijst op het vermogen van de arbeidskrachten om zich de technologische vooruitgang eigen te maken, draagt van zijn kant in België, net als in de Verenigde Staten, 0,3 procentpunt per jaar bij aan de groei van de handel, maar bleek neutraal in de diensten aan ondernemingen, terwijl de bijdrage in de EU-15 gemiddeld positief was en nog hoger lag in de Verenigde Staten.

Hoewel er geen gebrek is aan productiefactoren, met name technologische, blijkt er een probleem te rijzen bij een doelmatige combinatie ervan. Vooral het reglementaire kader waarin de activiteit wordt uitgeoefend,

lijkt in dat opzicht een rol te spelen. Welnu, op basis van de weinige beschikbare indicatoren, die uit 2003 dateren, lijkt de positie van de handel in België in dat verband ongunstig. Volgens een OESO-indicator – die de impact van de geldende reglementering in sommige niet-verwerkende bedrijfstakken op iedere branche van de economie meet – zijn de gevolgen van diverse concurrentiebelemmerende bepalingen bijzonder uitgesproken in de handel in België. Op het niveau van de diensten aan ondernemingen is de impact van de reglementering in België dezelfde als in de EU-15, maar ongunstiger dan in de Verenigde Staten. Voorts haalt België, op basis van een andere door de OESO opgestelde reeks indicatoren die enkel verband houden met de reglementering voor de kleinhandel, de slechtste samenvattende score van de EU-15. Voor alle deelindicatoren, met uitzondering van de inschrijving in het handelsregister, zijn de scores van België aanzienlijk minder goed dan die van de EU-15, met name voor de vergunningen om een activiteit uit te oefenen, de bescherming van de bestaande ondernemingen en de openingsuren. Sedert 2003 beogen verschillende wijzigingen in de wetgeving een vlotter verloop van de

handelsactiviteit in België, zowel wat de vestiging van nieuwe warenhuizen als de flexibiliteit van de openingsuren betreft. Overigens is, algemeen beschouwd, de tijd die nodig is om een vennootschap op te richten, aanzienlijk ingekort, onder meer via de toekenning van een uniek ondernemingsnummer.

Het innoverende gedrag van de Belgische bedrijven die actief zijn in de handel of in de diensten aan ondernemingen, van zijn kant, blijft niet achter bij dat in de andere bedrijfstakken of bij het gemiddelde van de EU-15.

Volgens de CIS 2006, heeft 52,2 pct. van alle Belgische ondernemingen verklaard tussen 2004 en 2006 een voor zichzelf of voor de markt nieuw product of productieproces te hebben geïntroduceerd. Dat is het op één na hoogste resultaat van de landen van de EU-15, na Duitsland. De innovatiegraad in de meest innoverende diensten aan ondernemingen overschrijdt in België meer dan in de EU-15 de gemiddelde percentages van de marktdiensten en de gehele economie. Hoewel de groothandel minder innoverend is, staat deze in België ook hoger gerangschikt dan in de EU-15.



Constant Montald, ontwerp voor een detail van het biljet van 50 frank
type 1909, waterverf en Oost-Indische inkt, zonder datum (rond 1907),
verzameling Nationale Bank van België

Arbeidsmarkt en loonkosten

4.

4.1 Arbeidsmarkt

Recente ontwikkeling en arbeidsmarktindicatoren

De expansie van de binnenlandse werkgelegenheid handhaafde zich gedurende heel 2007 en begin 2008 op een relatief stabiel en historisch hoog peil. Pas aan het einde van het jaar verzwakte de werkgelegenheidsgroei duidelijk, toen de conjunctuuromslag effect begon te sorteren op de arbeidsmarkt. In het eerste kwartaal waren er aldus nog ongeveer 84.000 banen meer dan twaalf maanden eerder, dat is een toename met 1,9 pct.; in het laatste kwartaal was de stijging teruggelopen tot 1,2 pct. Naast het feit dat de schommelingen in het bbp-verloop gewoonlijk maar na ongeveer drie kwartalen zichtbaar worden in de werkgelegenheid, verliep de vertraging van de economische groei sinds het begin van 2006 immers

over het geheel genomen geleidelijker dan in voorgaande periodes waarin de activiteit afkoelde.

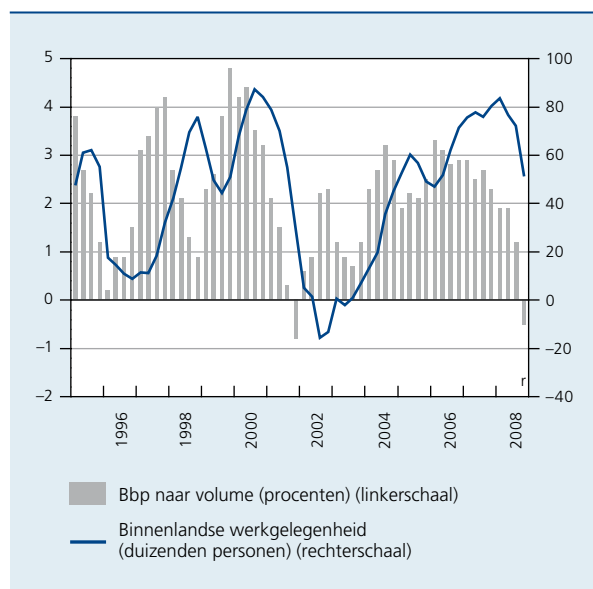
Het aantal werkenden steeg in 2008 gemiddeld nog met zowat 72.000 eenheden, of slechts 6.000 minder dan het voorgaande jaar, waarin nochtans de grootste stijging sinds 2000 werd opgetekend. De geharmoniseerde werkgelegenheidsgraad nam in 2008 nog enigszins toe: naar raming was gemiddeld 62,5 pct. van de bevolking op arbeidsleeftijd aan het werk, tegen 62 pct. in 2007.

De vertraging van de werkgelegenheidscreatie in 2008 vindt haar oorsprong in de particuliere sector. In de bedrijfstakken waar de activiteit grotendeels wordt bepaald door de economische conjunctuur – die vooral de industrie, de bouwnijverheid en de marktdiensten omvatten – was de toename van het aantal werknemers immers geringer dan in 2007: gemiddeld liep ze terug van 54.000 tot 43.000 eenheden. In het vierde kwartaal van 2008 bedroeg die stijging er nog slechts 24.000 eenheden op jaarbasis. In de industrie ging de gesalarieerde werkgelegenheid begin 2008 verder achteruit, hoewel in mindere mate dan de voorgaande jaren, en stabiliseerde zich daarna in het tweede en het derde kwartaal. In de tertiaire sector bleef het tempo van de werkgelegenheidscreatie tot het derde kwartaal krachtig, vooral in de bedrijfstak financiële diensten, vastgoed en diensten aan ondernemingen, maar in de marktdiensten werd in de loop van het jaar enige vertraging opgetekend.

Volgens de resultaten van de maandelijkse conjunctuurenquête van de Bank zijn de verwachtingen van de bedrijfsleiders omtrent het verloop van hun personeelsbestand tijdens de komende drie maanden versomberd. In alle conjunctuurgevoelige bedrijfstakken veranderde het oordeel over de toekomstige werkgelegenheid aan het einde van het jaar zeer sterk. In de industrie daalde de afgevlakte curve in de tweede helft van 2007 en het saldo van de antwoorden is vervolgens aanhoudend verslechterd. In november vertoonde de bruto-indicator de grootste daling sinds 1980; in december zakte hij nog met enkele punten tot zijn laagste peil ooit. Dat was eveneens het geval in de branche dienstverlening aan de bedrijven, waar de achteruitgang in november de sterkste

GRAFIEK 33 ACTIVITEIT EN ARBEIDSMARKT

(voor seizoen- en kalenderinvloeden gezuiverde gegevens, veranderingen t.o.v. het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar)



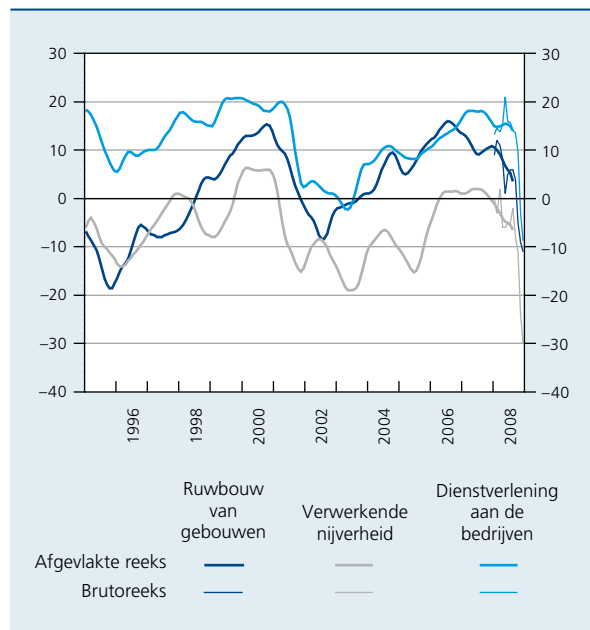
Bronnen: INR, NBB.

was sinds 2001. Ten slotte werd de in de tweede helft van 2006 ingezette daling van de reeks over de werkgelegenheidsvooruitzichten in de ruwbouw van gebouwen korte tijd onderbroken, maar vanaf begin 2008 was de trend opnieuw neerwaarts gericht.

De subsidiëring van het systeem van de dienstencheques bleef de werkgelegenheidscreatie ondersteunen. Gemiddeld werden in 2008 in het kader van dat stelsel nog ongeveer 12.000 extra arbeidsplaatsen gecreëerd in de marktdiensten, nadat er in 2007 op die wijze al 11.000 nieuwe banen waren bijgekomen en 7.000 in 2006. Het gaat om een netto banencreatie, met andere woorden na aftrek van de banen die, volgens de voor het opmaken van de nationale rekeningen gehanteerde methodologie, overeenstemmen met «regularisaties» van personen die voorheen in de informele economie werkzaam waren. Om het systeem betaalbaar te houden, werden bepaalde aanvullende maatregelen genomen: op 1 mei 2008 werd de aankoop prijs van een dienstencheque voor de gebruiker verhoogd van 6,7 tot 7 euro en vanaf 1 juni 2008 werd het aantal dienstencheques beperkt tot 750 per gebruiker en per kalenderjaar (bepaalde categorieën van gebruikers genieten echter een hoger plafond). Daarentegen bleef de belastingvermindering voor de gebruikers onveranderd op 30 pct. van het werkelijk betaalde bedrag.

GRAFIEK 34 VOORUITZICHTEN INZAKE HET WERKGELEGENHEIDSVERLOOP

(saldo van de antwoorden op de maandelijkse enquête, seizoengezuiverde gegevens)



Bron: NBB.

TABEL 18 AANBOD VAN EN VRAAG NAAR ARBEID

(jaargemiddelden; veranderingen in duizenden personen t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

	2004	2005	2006	2007	2008 r	p.m. 2008 r, niveau ⁽¹⁾
Bevolking op arbeidsleeftijd ⁽²⁾	30	44	63	70	59	7.070
Beroepsbevolking	69	75	52	23	44	4.998
Nationale werkgelegenheid	30	55	61	78	72	4.493
Grensarbeiders	2	1	2	1	1	57
Binnenlandse werkgelegenheid	28	55	58	77	71	4.436
Zelfstandigen	0	8	7	8	7	710
Loontrekkenden	28	47	51	69	64	3.726
Conjunctuurgevoelige bedrijfstakken ⁽³⁾ ..	9	23	35	54	43	2.346
Overheid en onderwijs	10	14	7	2	2	770
Overige niet-marktdiensten ⁽⁴⁾	10	10	9	13	19	611
Werkloosheid ⁽⁵⁾	39	20	-8	-56	-28	505

Bronnen: ADSEI, FPB, INR, RVA, NBB.

(1) Duizenden personen.

(2) Bevolking van 15 tot 64 jaar.

(3) Namelijk de bedrijfstakken «landbouw, jacht, bosbouw en visserij», «industrie», «bouwnijverheid», «handel, vervoer en communicatie» en «financiële diensten, vastgoed, verhuur en diensten aan ondernemingen». De met dienstencheques betaalde banen komen vooral in deze laatste bedrijfstak voor.

(4) Namelijk de bedrijfstakken «gezondheidszorg en maatschappelijke dienstverlening», «gemeenschapsvoorzieningen en sociale en persoonlijke diensten» en «particuliere huishoudens met werknemers».

(5) Niet-werkende werkzoekenden, bestaande uit de uitkeringsgerechtigde volledig werklozen exclusief de niet-werkzoekende oudere werklozen, alsook de andere verplicht of vrijwillig ingeschreven werkzoekenden.

In de niet-marktsector ongerekend de overheid en het onderwijs groeide het aantal werknemers nog altijd krachtiger dan in 2007, namelijk met 19.000 eenheden. Die toename wordt beïnvloed door het ingrijpen van de overheid die, onder meer via haar subsidiebeleid, de creatie en het behoud van de werkgelegenheid ondersteunt: dit is onder meer het geval voor de ondernemingen uit de bedrijfstak gezondheidszorg en maatschappelijke dienstverlening, die het grootste gedeelte van de niet-marktdiensten uitmaakt.

Het aantal zelfstandigen nam toe met zowat 7.000 eenheden. Na gedurende zes opeenvolgende jaren – tot in 2003 – te zijn gedaald, vertoonde de zelfstandige werkgelegenheid vanaf 2005 een regelmatig groeiprofiel, onder meer doordat onderdanen van de nieuwe EU-lidstaten zich als zelfstandige in België inschreven. De tijdelijke maatregelen om de rechtstreekse toegang van die personen tot een baan als loontrekkende in België te beperken, werden immers verlengd tot in 2009.

Het overheids- en onderwijspersoneel nam in dezelfde mate toe als in 2007, namelijk met zowat 2.000 personen, terwijl tot in 2005 veel hogere stijgingen waren opgetekend. Die verzwakking was zowel bij de overheid als in het onderwijs merkbaar.

In de particuliere sector liep de stijging van het arbeidsvolume – dit is het totale aantal gewerkte uren – dat nauwer samenhangt met het verloop van de activiteit, terug van 2,3 pct. in 2007 tot 1,4 pct. Deze verzwakking was hiermee groter dan die van het aantal werkenden, waarvan de groei tijdens die periode gemiddeld slechts 0,2 procentpunt prijs gaf en die in 2008 uitkwam op 1,9 pct. Als reactie op een verzwakking van de economische groei zijn de ondernemingen immers geneigd eerst het aantal gewerkte uren per persoon te verlagen.

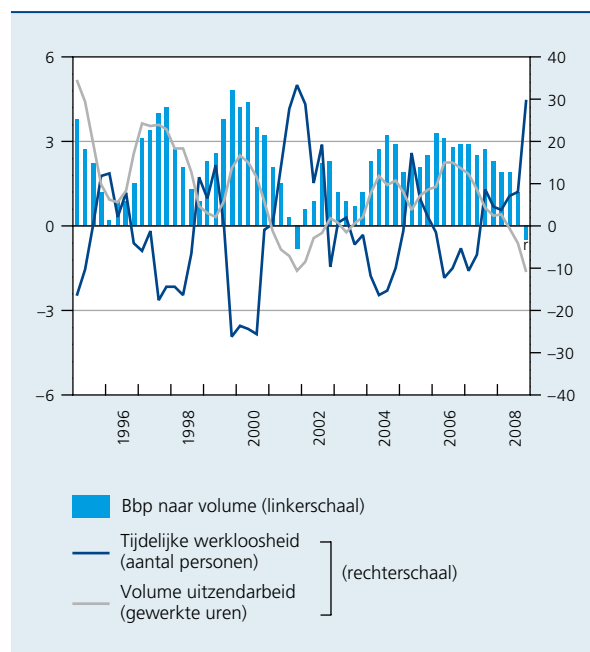
Door allerhande systemen van arbeidsorganisatie, zoals de vermindering van het aantal overuren en het gebruik van het stelsel van tijdelijke werkloosheid of wijzigingen in het arbeidsstelsel, kunnen de ondernemingen immers hun productiecapaciteit variëren zonder werknemers te moeten ontslaan. Bovendien blijkt dat de aanpassing van de werkgelegenheid aan een vertraging van de economische groei veeleer tot stand komt door minder aan te werven dan door personeel te ontslaan, niet alleen omdat dit duur is, maar ook wegens de kosten en de tijd die nodig zijn om geschoold personeel in dienst te nemen wanneer de conjunctuur weer gunstig wordt. In België spelen die beperkingen nog een grotere rol doordat de arbeidsmarkt, zoals hierna wordt aangetoond, te kampen heeft met structurele mismatches tussen het aanbod van en de vraag naar arbeid, die onder meer toe te schrijven

zijn aan een beperkte geografische mobiliteit van de werkzoekenden en aan een ontoereikend of onaangepast scholingsniveau.

De tijdelijke werkloosheid wijkt af van het algemene stelsel van de werkloosheidsverzekering in die zin dat een tijdelijk werkloze werknemer via een arbeidsovereenkomst aan zijn werkgever verbonden blijft, terwijl in het algemene stelsel zo'n relatie niet of niet meer bestaat. Gelet op de internationaal gebruikelijke statistische conventies wordt een – zelfs voltijdse – tijdelijk werkloze daardoor nog steeds beschouwd als een op de arbeidsmarkt werkzame persoon. Derhalve brengt het beroep op het stelsel van tijdelijke werkloosheid geen daling van het aantal banen, maar wel van het aantal gewerkte uren teweeg. Het kan onder meer worden gerechtvaardigd door een technisch ongeval dat het productieapparaat stillegt, door slechte weersomstandigheden of, wat het vaakst voorkomt, door economische redenen. Uit historische waarnemingen blijkt dat het verloop van de tijdelijke werkloosheid negatief gecorreleerd is met dat van de activiteit. Het aantal tijdelijk werklozen liep in 2006 sterk terug, met een daling die in het tweede kwartaal opliep tot 12 pct. op jaarbasis. De afname vertraagde in de loop van de volgende kwartalen en maakte vanaf de tweede helft van 2007 plaats voor een geleidelijk groter wordende stijging, die, gelijktijdig met de forse verslechtering van de economische

GRAFIEK 35 ACTIVITEIT, UITZENDARBEID EN TIJDELIJKE WERKLOOSHEID

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



Bronnen: Federgon, INR, RVA.

situatie, in het vierde kwartaal van het verslagjaar opliep tot 30 pct. Op dat ogenblik waren gemiddeld ongeveer 157.000 personen voltijds of deeltijds tijdelijk werkloos, wat circa 4,2 pct. van de gesalarieerde werkgelegenheid vertegenwoordigde.

Ook door minder gebruik te maken van uitzendarbeid en arbeidsovereenkomsten voor bepaalde duur niet te verlengen, kan een werkgever het aantal arbeidskrachten aan het werk aanpassen zonder werknemers te moeten ontslaan; deze maatregelen leiden wel tot een vermindering van het aantal in de werkgelegenheidsstatistiek opgenomen personen. De activiteit in de uitzendsector hangt de facto nauw samen met het conjunctuurverloop. Na een piek te hebben bereikt in het tweede kwartaal van 2006, vertraagde de groei op jaarbasis van het totale aantal door uitzendkrachten gewerkte uren dan ook stelselmatig en werd hij negatief vanaf het tweede kwartaal van 2008. Deze inkrimping deed zich zowel bij de bedienden als bij de arbeiders voor, maar voor deze laatsten was het effect van de conjunctuurvertraging sterker. Het aantal door arbeiders gewerkte uitzenduren is sinds het laatste kwartaal van 2007 immers voortdurend en in een steeds meer uitgesproken tempo teruggelopen: eind 2008 vertoonde het trouwens de grootste daling op jaarbasis sinds het begin van de jaren 1990. De groei van het aantal door bedienden gewerkte uitzenduren, van zijn kant, is sinds eind 2006 aanhoudend vertraagd.

De vastgestelde ontwikkeling van het gebruik door de ondernemingen van die vormen van aanpassing wijst op een afzwakking van de spanningen op de arbeidsmarkt. De conjunctuurenquête van de Bank, die een vraag bevat over de belemmeringen voor de ondernemingsactiviteit die voortvloeien uit een tekort aan geschoolde arbeidskrachten, vult die vaststelling aan. Onder invloed van de vertraging van de economische groei werd de productie in de betrokken bedrijfstakken tijdens het verslagjaar doorgaans minder sterk afgeremd door een tekort aan personeel. De indicator voor de Waalse verwerkende nijverheid is vanaf medio 2007 voortdurend gedaald. Deze daling deed zich later voor in Vlaanderen, namelijk vanaf het derde kwartaal van 2008. In de bouwnijverheid zijn de spanningen, die in 2006 waren opgedoken en zich het volgende jaar hadden gehandhaafd, vanaf begin 2008 afgenomen. In de diensten is het tekort aan arbeidskrachten, dat sinds begin 2004 vrijwel onophoudelijk scherper was geworden, eind 2007 en meer nog in 2008 afgezwakt, waarbij de indicator in het vierde kwartaal de sterkste daling vertoonde sinds hij beschikbaar is.

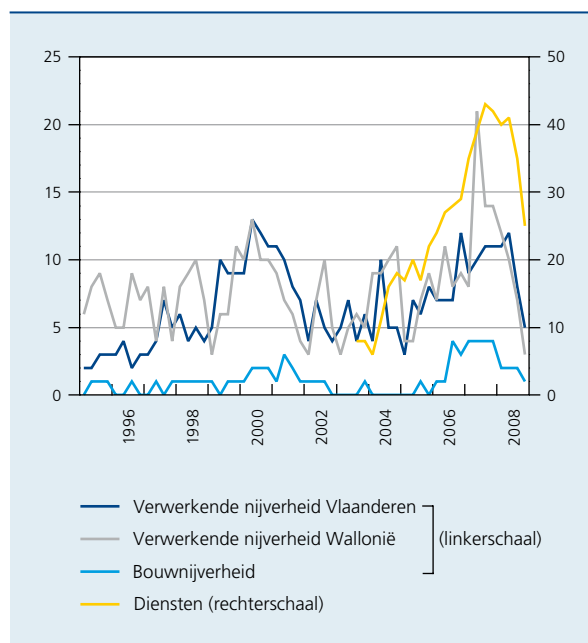
Net als het verloop van het aantal werklozen een aanwijzing geeft omtrent de ontwikkeling van het niet-gevolde arbeidsaanbod, kan uit de door de regionale diensten

voor arbeidsbemiddeling meegedeelde statistieken over het aantal vacatures de omvang van de niet-beantwoorde vraag naar arbeid worden afgeleid. Aangezien een belangrijk deel van de werkaanbiedingen wordt bekendgemaakt via andere kanalen dan die diensten – informele kanalen bijvoorbeeld – en ze derhalve meestal niet opgetekend worden, verschaffen die statistieken echter maar een gedeeltelijk beeld, dat niet alleen afhankelijk is van het marktaandeel van de genoemde diensten, maar ook van de verandering ervan in de tijd. Bovendien hanteert elk van die overheidsdiensten zijn eigen methodologie om vacatures te registreren.

Van de ontvangen werkaanbiedingen blijven er uiteindelijk een aantal over die noch vervuld, noch geannuleerd worden. Eind 2008 noteerden Actiris, de FOREM en de VDAB aldus respectievelijk 2.270, 4.287 en 38.661 openstaande vacatures. Om de problemen op te vangen die het meest de regionale vergelijkbaarheid van de gegevens inzake vacatures kunnen beïnvloeden of het totaal ervan kunnen vertekenen, werden de werkaanbiedingen van de uitzendsector, de aanbiedingen ten gevolge van werkgelegenheidsmaatregelen, de vacatures vanuit het buitenland en die afkomstig van een uitwisseling tussen de overheidsdiensten uit die cijfers weggelaten. De openstaande

GRAFIEK 36 BELEMMERINGEN VOOR DE ACTIVITEIT WEGENS EEN TEKORT AAN GESCHOOLED E ARBEIDSKRACHTEN

(kwartaalgegevens, aandeel van de ondernemingen die verklaren deze moeilijkheden te ondervinden⁽¹⁾)



Bron: NBB.

(1) Gewogen aan de hand van de relatieve omvang van de ondernemingen, gemeten op basis van de omzet of de werkgelegenheid.

vacatures vormen een niet te verwaarlozen potentieel reservoir aan arbeidsplaatsen, maar zoals de indicatoren uit de conjunctuurenquête van de Bank doen vermoeden, zou die bron in een nabije toekomst kunnen opdrogen voor bepaalde beroepen uitgeoefend in bedrijfstakken die gevoelig zijn voor de schommelingen van de economische activiteit.

Sommige vacatures zijn moeilijker dan gemiddeld te vervullen en de regionale diensten voor arbeidsbemiddeling stellen jaarlijks een inventaris op van de zogenoemde « knelpuntfuncties », die onder meer gebaseerd is op criteria in verband met het vervullingspercentage van de vacatures en met de tijd dat ze openstaan. De structurele factoren die ten grondslag liggen aan de gebrekkige afstemming tussen het aanbod van en de vraag naar arbeid kunnen kwantitatief of kwalitatief van aard zijn of te maken hebben met ongunstige arbeidsvoorwaarden; meestal spelen meerdere factoren een rol. Een kwantitatief tekort aan arbeidskrachten komt tot uiting in een gebrek aan kandidaten voor een bepaald beroep, dat kan worden veroorzaakt door het verval van sommige studierichtingen, het onvoldoende afstemmen van de leerstof op de behoeften van de bedrijfswereld of de negatieve perceptie van bepaalde bedrijfstakken. Een kwalitatief tekort aan arbeidskrachten is te wijten aan ontoereikende vaardigheden van de kandidaten, omdat ze bijvoorbeeld niet voldoen aan de vereisten inzake ervaring, technische kennis of taalbeheersing of omdat ze niet de geschikte persoonlijkheid hebben. Tevens kunnen ongunstige arbeidsomstandigheden, zoals atypische uren, weinig aantrekkelijke lonen, zwaar werk of een grote afstand tussen woon- en werkplaats, iemand ontmoedigen om bepaalde beroepen uit te oefenen. Het is noodzakelijk de aanwervingsproblemen duidelijk te onderkennen, aangezien de mogelijke oplossingen van die problemen afhangen van hun oorzaak.

Werkloosheid en activeringsbeleid

In 2008 nam de beroepsbevolking met 44.000 eenheden toe. Deze stijging was geringer dan die van de werkgelegenheid, zodat het aantal niet-werkende werkzoekenden verder daalde, met 28.000 eenheden. Tijdens het verslagjaar werden aldus gemiddeld ongeveer 500.000 niet-werkende werkzoekenden opgetekend. De geharmoniseerde werkloosheidsgraad bedroeg 7,1 pct., tegen 7,5 pct. in 2007.

Het werkloosheidsverloop ondervond vanaf 2007 de gevolgen van de conjunctuurromslag. Terwijl in het eerste halfjaar de vanaf medio 2006 ingezette daling op jaarbasis van het aantal werklozen nog was versneld, begon

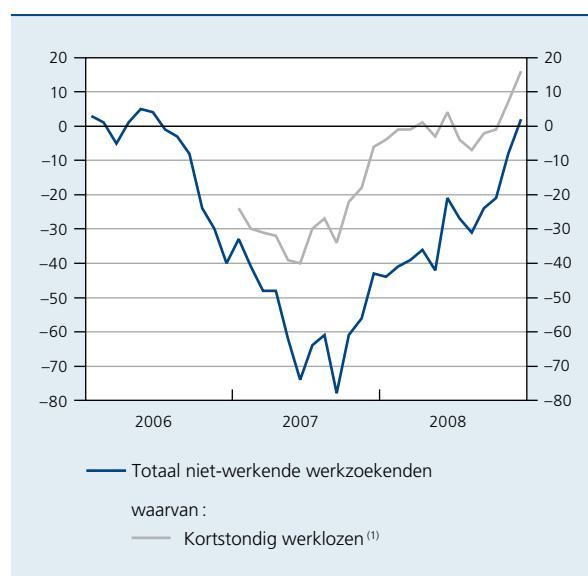
ze in het laatste kwartaal van 2007 af te zwakken. Die verzwakking zette zich tijdens het verslagjaar voort. Maar pas eind 2008 kwam het aantal werklozen uit boven het niveau van een jaar eerder: in december bedroeg de toename op jaarbasis 2.000 eenheden.

Het aantal niet-werkende werkzoekenden die minder dan een jaar werkloos zijn, was daarentegen al sinds begin 2008 niet langer afgenomen. De kortstondige werkloosheid is immers conjunctuurgevoeliger: tijdens een neergaande fase van de economische cyclus is immers niet alleen de « instroom » groter, aangezien meer personen hun werk verliezen en jongeren na hun studie moeilijker een baan vinden, maar is de « uitstroom » ook kleiner omdat minder werklozen aan de slag kunnen. Zo bereiken meer werklozen de grens van één jaar werkloosheid, zodat de « uitstroom » uit de kortstondige werkloosheid in grotere mate leidt tot de « instroom » in de langdurige werkloosheid. Derhalve stijgt na verloop van tijd ook het aantal personen die langer dan een jaar werkloos zijn. Die toename wordt bovendien versterkt doordat de betrokkenen, bij gebrek aan recente ervaring op de arbeidsmarkt, minder kansen hebben om werk te vinden. Het gevaar bestaat dus dat ze in de werkloosheid verstrikt raken, zelfs wanneer de activiteit hervat.

Aan het einde van het verslagjaar nam het aantal niet-werkende werkzoekenden in Vlaanderen op jaarbasis toe, terwijl Wallonië en Brussel nog een beperkte daling

GRAFIEK 37 NIET-WERKENDE WERKZOEKENDEN

(veranderingen t.o.v. de overeenstemmende maand van het voorgaande jaar, duizenden personen)



Bron: RVA.

(1) Niet-werkende werkzoekenden die minder dan één jaar werkloos zijn. De desbetreffende gegevens zijn in deze vorm pas sinds januari 2006 beschikbaar.

lieten optekenen. Wegens een groter aandeel van de werkgelegenheid in de particuliere sector, onder meer in de industrie, is de werkloosheid conjunctuurgevoeliger in Vlaanderen: de veranderingen op jaarbasis zijn er niet alleen groter, maar de keerpunten tekenen zich er doorgaans ook vroeger af dan in de beide andere gewesten.

De overheid beschikt via haar werkgelegenheidsbeleid over krachtige hefboomen om in te grijpen op de arbeidsmarkt, in het bijzonder door de nodige voorwaarden en stimulansen te scheppen om de overgang van werkloosheid naar werk te bevorderen.

Het in juli 2004 ingevoerde programma tot activering van het zoekgedrag naar werk, waarin begeleiding bij het zoeken naar werk wordt gekoppeld aan de controle op de naleving van de criteria die recht geven op een uitkering van de werkloosheidsverzekering, werd geleidelijk uitgebreid en geldt sinds juli 2006 voor alle uitkeringsgerechtigde volledig werklozen van minder dan 50 jaar. Er werd overeengekomen dat later zou worden onderzocht of een uitbreiding naar de werklozen van 50 jaar en ouder wenselijk is. Het programma beoogt de werkzoekenden individueel te volgen om hen te helpen bij hun zoekinspanningen, of te starten met een beroepsopleidingsproject dat

uitzicht geeft op een (her)inschakeling op de arbeidsmarkt. Ter aanvulling van de door de regionale diensten voor arbeidsbemiddeling verstrekte informatie over de deelname aan de in het kader van hun opdracht georganiseerde acties, ontbiedt de RVA de werkzoekenden op één of meerdere persoonlijke gesprekken, teneinde hun inspanningen bij het zoeken naar werk te beoordelen. Als deze ontoereikend worden geacht, legt de RVA een actieplan op. Hierbij wordt rekening gehouden met de specifieke situatie, zoals de leeftijd, het opleidingsniveau, de vaardigheden, de verplaatsingsmogelijkheden en de situatie op de arbeidsmarkt van de subregio waar de werkloze woont. Deze dient te reageren op een bepaald aantal werkaanbiedingen of spontaan te solliciteren bij potentiële werkgevers. Indien het plan niet wordt nageleefd, leidt het activeringsprogramma tot sancties, die de vorm aannemen van een verlaging of een schorsing van de uitkeringen.

Van juli 2004 tot december 2008 had de RVA ongeveer 389.000 uitnodigingen voor een eerste gesprek verstuurd, waarvan 221.000 aan werkzoekenden in Wallonië, 100.000 in Vlaanderen en 68.000 in Brussel. De helft van de geadresseerden was jonger dan 30 jaar, 32 pct. van hen 30 tot 39 jaar oud en 18 pct. tussen 40 en 49 jaar. Deze leeftijdsverdeling weerspiegelt niet

TABEL 19 **ACTIVERING VAN HET ZOEKGEDRAG NAAR WERK: SITUATIE VAN EIND DECEMBER 2008**
(duizenden eenheden, tenzij anders vermeld)

	Brussel	Vlaanderen	Wallonië	België
Aantal uitnodigingen van de RVA voor een eerste gesprek	68	100	221	389
Werklozen jonger dan 30 jaar	30	50	115	196
Werklozen van 30 tot 39 jaar	25	31	69	124
Werklozen van 40 tot 49 jaar	13	19	37	69
Aandeel van de werklozen die meteen voldoende inspanningen leverden (procenten)	55,1	52,0	58,5	56,3
Werklozen jonger dan 30 jaar	57,1	55,5	60,6	58,8
Werklozen van 30 tot 39 jaar	55,9	49,8	58,1	55,7
Werklozen van 40 tot 49 jaar	48,8	46,1	52,4	50,1
Aantal sancties (t.e.m. december 2008) ⁽¹⁾	12	18	33	64
Beperkte schorsing voor vier maanden ⁽²⁾	2	4	10	15
Uitsluiting ⁽³⁾	1	2	5	8
Schorsing op grond van artikel 70 ⁽⁴⁾	9	12	19	40
<i>p.m. Sanctiepercentage</i> ⁽⁵⁾	3,8	5,6	5,1	5,0

Bron: RVA.

- (1) Het aantal betrokken werklozen ligt lager, aangezien sommige werklozen in de loop van de procedure verschillende sancties kunnen hebben gekregen.
- (2) Samenwonenden of schoolverlaters die ofwel bij het eerste gesprek negatief geëvalueerd worden en het contract (waarmee ze zich ertoe verbinden een actieplan te volgen) niet willen tekenen, ofwel bij het tweede gesprek een negatieve evaluatie krijgen en daarna het contract tekenen.
- (3) Werklozen die bij het tweede gesprek een negatieve evaluatie krijgen en het contract niet willen tekenen of die bij het derde gesprek negatief geëvalueerd worden.
- (4) Schorsing nadat een werkloze ongewettigd afwezig was bij een gesprek of niet heeft gereageerd op een uitnodiging om een contract te sluiten. Deze schorsing kan worden opgeheven indien de betrokkene zich bij de RVA aanmeldt.
- (5) Verhouding van het aantal onherroepelijke sancties (beperkte schorsing voor vier maanden en uitsluiting) tot het aantal werklozen dat eventueel in aanmerking kwam voor een sanctie. De gegevens betreffen de periode van juli 2004 tot en met juni 2008.

zoeder de leeftijdsstructuur van de werklozen dan wel de gefaseerde tenuitvoerlegging van het programma en de uiteenlopende timing volgens de leeftijd van de betrokkenen. Personen jonger dan 25 jaar worden immers sneller gevolgd om te vermijden dat ze in de langdurige werkloosheid verzeild raken.

Gemiddeld 56 pct. van de personen die zich voor een eerste gesprek aanboden, hadden voldoende inspanningen geleverd om een baan te vinden. Dit aandeel lag, met 58 pct., iets hoger in Wallonië, terwijl het in Vlaanderen het laagst was, namelijk 52 pct. In alle gewesten vermindert het percentage positieve evaluaties duidelijk met de leeftijd.

Van juli 2004 tot en met december 2008 werden in totaal zowat 64.000 sancties opgelegd: ongeveer twee derde daarvan waren herroepbare sancties wegens ongewettigde afwezigheid bij de evaluatiegesprekken (artikel 70). De overige sancties werden opgelegd na negatieve evaluaties in de loop van de procedure: van 15.000 werklozen werd de uitkering voor vier maanden geschorst en 8.000 personen werden in dat kader definitief uit de werkloosheidsverzekering uitgesloten. Net als voor de uitnodigingen neemt Wallonië van alle sanctievormen het grootste deel voor zijn rekening. In relatieve termen, wanneer het aantal onherroepelijke sancties wordt gereleerd aan het aantal werkzoekenden die eventueel konden worden bestraft, was het sanctiepercentage in Vlaanderen evenwel vergelijkbaar met dat in Wallonië, met telkens meer dan 5 pct., terwijl het in Brussel minder dan 4 pct. bedroeg.

Overigens worden de werkzoekenden van wie de zoekinspanningen als voldoende werden beschouwd, na verloop van tijd weer opgeroepen voor een nieuwe procedure, indien ze nog steeds werkloos zijn. Eind december 2008 liep voor 15.034 werklozen een derde procedure en voor 17 personen een vierde.

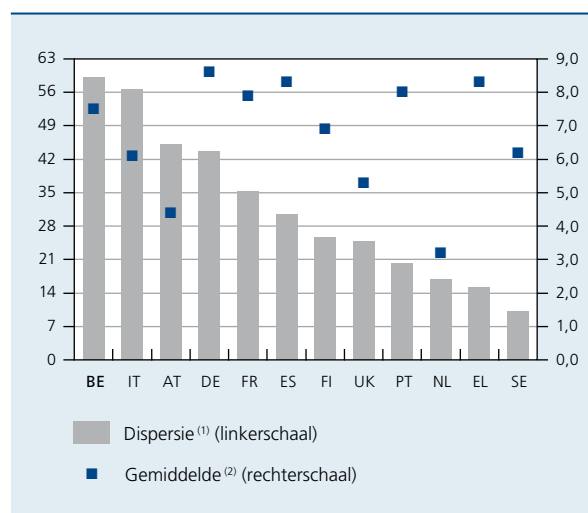
De RVA publiceerde in oktober 2008 een evaluatieverslag over het programma voor de periode tot en met 30 juni 2008. Volgens de Rijksdienst heeft de invoering van het programma bijgedragen tot een aanzienlijke daling van de werkloosheid in alle beoogde leeftijdscategorieën. Daarentegen is het aantal werklozen van 50 jaar en ouder, waarvoor het programma niet geldt, fors gestegen, deels omdat nieuwe werklozen van 50 tot 58 jaar sinds enkele jaren verplicht zijn beschikbaar te blijven voor de arbeidsmarkt. Ten slotte concludeert het verslag dat de wetgeving in de drie gewesten op uniforme wijze wordt toegepast.

Structurele regionale verschillen en geografische mobiliteit

De arbeidsmarktsituatie loopt sterk uiteen in de verschillende regio's van België. Volgens de resultaten van de arbeidskrachtentelling voor 2007 was de regionale spreiding van de werkloosheidsgraden in ons land de grootste van de hele EU-15. België gaat thans Italië vooraf dat, wegens de grote verschillen tussen het noorden en het zuiden van het land, tot en met 2006 de rangschikking had aangevoerd. Die indicator moet voorzichtig worden geïnterpreteerd, want hoewel er in België grote verschillen in werkloosheidsgraad zijn tussen de provincies, ligt de gemiddelde werkloosheidsgraad er lager dan in Duitsland, Frankrijk, Spanje, Portugal en Griekenland, landen met een evenwichtiger territoriale spreiding van de werkloosheid.

In België komen de verschillen in werkloosheidsgraad niet alleen tot uiting op het niveau van de gewesten en de provincies, maar bestaan er ook binnen deze laatste aanzienlijke verschillen. Om dit te illustreren, wordt hier een werkloosheidsgraad gebruikt die tot een zeer gedetailleerd geografisch niveau kan worden berekend als de verhouding tussen het administratieve aantal werklozen

GRAFIEK 38 GEHARMONISEERDE WERKLOOSHEIDSGRADEN IN DE LANDE VAN DE EU-15 IN 2007 : GEMIDDELDE EN DISPERSIE
(personen van vijftien jaar en ouder)



Bron: EC.

(1) De dispersie-indicator, uitgedrukt in procenten, is gelijk aan de verhouding tussen de vierkantswortel van de variantie (gewogen aan de hand van het aandeel, per regio, van de beroepsbevolking in de totale beroepsbevolking) van de regionale geharmoniseerde werkloosheidsgraden op het aggregatieniveau NUTS2 (dat in België overeenstemt met de provincies) en de totale werkloosheidsgraad. Die indicator geeft dus aan in hoeverre de werkloosheidsgraad verschilt tussen de administratieve onderverdelingen van een bepaald land. Aangezien die gegevens niet voorhanden zijn voor Denemarken, Ierland en Luxemburg, zijn deze landen niet in de grafiek opgenomen.

(2) Verhouding, in procenten, tussen het aantal werklozen volgens de definitie van het IAB – d.w.z. de personen zonder baan die actief werk zoeken en beschikbaar zijn voor de arbeidsmarkt – en de beroepsbevolking.

en de bevolking op arbeidsleeftijd. Dit concept verschilt van de in de rest van dit verslag gehanteerde werkloosheidsgraad, die wordt berekend volgens een methodologie die de internationale vergelijkbaarheid waarborgt, namelijk als de ratio tussen het aantal niet-werkende werkzoekenden volgens de definities van het IAB en de beroepsbevolking. Tijdens de eerste elf maanden van het verslagjaar bedroeg de aldus gedefinieerde administratieve werkloosheidsgraad gemiddeld 5,6 pct. in België, terwijl hij voor de gewesten uitkwam op respectievelijk 3,3 pct. in Vlaanderen, 8,5 pct. in Wallonië en 9,7 pct. in Brussel. Uit de gedetailleerde statistieken blijkt bovendien ook dat de regionale spreiding van de werkloosheid veel geringer is in Vlaanderen dan in Wallonië: op het niveau van de arrondissementen lag de werkloosheidsgraad tussen 2 en 4,3 pct. in Vlaanderen en tussen 4,4 en 12 pct. in Wallonië.

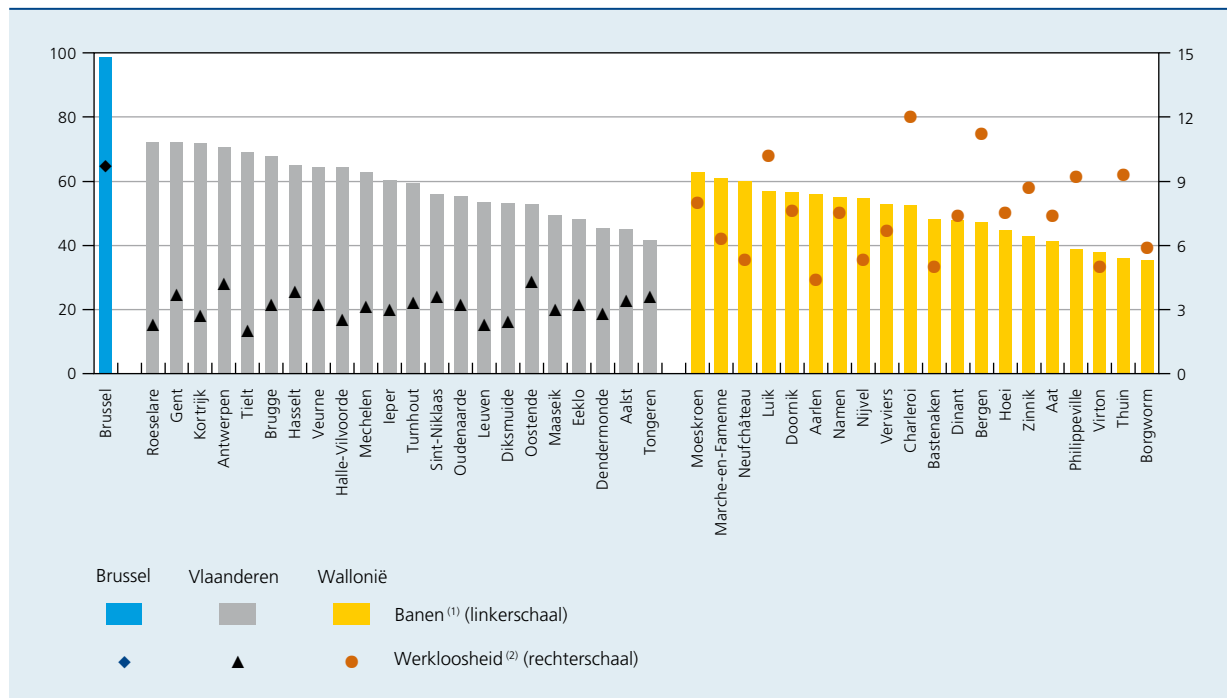
Dat beeld van de regionale arbeidsmarktsituatie in België verandert echter vrij drastisch wanneer de verschillende gewesten niet worden beschouwd op basis van de arbeidsmarktsituatie van hun ingezetenen, maar op grond van het op hun grondgebied opgetekende aantal banen.

Het aantal banen ligt immers, in verhouding tot de bevolking op arbeidsleeftijd, het hoogst in Brussel. In 2006, het meest recente jaar waarvoor die gegevens beschikbaar zijn, was er gemiddeld bijna één arbeidsplaats per Brusselaar op arbeidsleeftijd. In Vlaanderen en Wallonië was het aantal banen in verhouding tot de bevolking van 15 tot 64 jaar veel geringer, met een gemiddelde van respectievelijk zowat 62 en 51 pct. In Wallonië varieerde die ratio volgens het arrondissement tussen 35,5 en 62,7 pct.; in Vlaanderen lag ze tussen 41,8 en 72,2 pct. In tien van de tweeëntwintig Vlaamse arrondissementen lag de banenratio hoger dan in het Waalse arrondissement met het beste resultaat, namelijk Moeskroen, terwijl vijf van de twintig Waalse arrondissementen een lagere ratio lieten optekenen dan Tongeren, het slechtst presterende Vlaamse arrondissement.

De correlatie tussen de werkloosheidsgraad en de banenratio voor de arrondissementen (met inbegrip van Brussel) verschilt niet significant van nul, wat aangeeft dat er geen statistisch verband bestaat tussen de lokale beschikbaarheid van arbeidsplaatsen en de werkloosheidsgraad van de bevolking van dat arrondissement.

GRAFIEK 39 REGIONALE ARBEIDSMARKTSITUATIE

(procenten van de overeenstemmende bevolking op arbeidsleeftijd op 1 januari van het desbetreffende jaar)



Bronnen : ADSEI, INR, RVA.

(1) Aantal werkzame personen (loontrekkenden en zelfstandigen) in de beschouwde administratieve zone. De gegevens betreffen het jaar 2006, dat is het meest recente jaar waarvoor ze beschikbaar zijn.

(2) Aantal werklozen (RVA-definitie) per administratieve zone. De gegevens betreffen de eerste elf maanden van 2008.

Die twee indicatoren geven dus een sterk uiteenlopend beeld te zien van de arbeidsmarktsituatie, vooral voor Brussel: terwijl daar veel arbeidsplaatsen voorhanden zijn, is de werkloosheidsgraad er zeer hoog. Deze paradox valt deels te verklaren doordat in Brussel een aanzienlijk deel van de banen direct (ambtenaren die werken voor de verschillende beleidsniveaus) of indirect (personeel van ondernemingen die hun zetel in de hoofdstad of in de buurt van de centrale overheid vestigen) samenhangt met zijn statuut als gewestelijke, nationale en Europese hoofdstad. Die arbeidsplaatsen zijn veeleer bestemd voor hogergeschoolden, terwijl een groot deel van de bevolking die er woont een ander profiel heeft. Bij dit scholingsprobleem komt dan nog het feit dat in Brussel een belangrijke populatie van buitenlandse oorsprong verblijft, die niet noodzakelijk voldoet aan de vacaturecriteria inzake nationaliteit of talenkennis. Die verschillende elementen dragen ertoe bij dat de gebrekkige overeenstemming tussen de vraag naar en het aanbod van arbeid in Brussel bijzonder scherp is.

Tal van banen worden daar derhalve ingenomen door arbeidskrachten die elders in het land wonen en die

dagelijks naar de hoofdstad pendelen. Aan de hand van de pendelgegevens uit de arbeidskrachtentelling voor 2007 kan dat woon-werkverkeer worden gekwantificeerd. Verhoudingsgewijs wordt meer gependeld door de inwoners van de dichtstbijgelegen provincies: zo heeft ongeveer 19 pct. van de bevolking op arbeidsleeftijd van de beide Brabantse provincies een baan in Brussel. Dit verklaart waarom die provincies de hoogste provinciale werkgelegenheidsgraad van respectievelijk Vlaanderen en Wallonië vertonen, terwijl het aandeel van de lokale werkgelegenheid er het geringst is. Maar Brussel ontvangt dagelijks ook een grote stroom pendelaars uit Oost-Vlaanderen en uit de provincies Namen en Henegouwen.

Het woon-werkverkeer naar een andere bestemming dan de hoofdstad verloopt in de meeste gevallen in de richting van de andere provincies van het gewest waar de werknemer woont. Zo werkt amper 1,8 pct. van de in Wallonië wonende personen op arbeidsleeftijd in Vlaanderen, ondanks de sterk uiteenlopende arbeidsmarktsituatie in die beide gewesten. In dat verband lijkt de mobiliteits-toeslag ten behoeve van langdurig werklozen die een

TABEL 20 GEOGRAFISCHE OPSPLITSING VAN DE WERKGELEGENHEID IN BELGIË IN 2007

(procenten van de bevolking op arbeidsleeftijd per gewest of provincie)

Woonplaats	Werkenden ⁽¹⁾	waarvan werkzaam in						p.m. Bbp per inwoner ⁽²⁾
		de eigen NUTS2-regio	een andere NUTS2-regio (pendel)	waarvan:			Buitenland	
				Brussel	Vlaanderen	Wallonië		
Brussel	54,8	46,0	8,8	–	5,7	2,4	0,7	58,3
Antwerpen	64,9	56,7	8,2	2,3	4,5	n.r.	1,3	35,4
Vlaams-Brabant	67,9	38,6	29,4	19,1	8,5	1,3	n.r.	31,6
Limburg	62,9	50,3	12,6	1,0	6,4	n.r.	4,3	24,6
West-Vlaanderen	67,7	60,1	7,6	1,5	5,0	0,6	n.r.	28,1
Oost-Vlaanderen	66,9	50,7	16,2	6,4	8,8	n.r.	0,6	27,0
p.m. Vlaanderen ⁽³⁾	66,1	51,9	14,2	5,8	6,5	0,6	1,3	30,0
Waaals-Brabant	62,7	33,8	28,9	18,9	4,6	4,7	n.r.	29,4
Henegouwen	53,8	41,8	11,9	5,0	2,0	4,2	0,7	19,7
Luik	56,4	48,8	7,5	2,1	1,2	2,3	1,9	21,8
Luxemburg	61,6	40,7	20,9	n.r.	n.r.	4,1	15,4	20,7
Namen	60,2	39,5	20,6	5,4	n.r.	13,8	n.r.	20,7
p.m. Wallonië ⁽³⁾	57,0	42,7	14,3	5,4	1,8	5,0	2,2	21,6

Bronnen: ADSEI, INR, NBB.

(1) Geharmoniseerde werkgelegenheidsgraad per gewest of provincie.

(2) Bbp per inwoner van de provincies en gewesten in 2006, tegen lopende prijzen, in duizenden euro's per persoon.

(3) Gewogen gemiddelde van de vijf provincies.

baan aanvaarden die een lange uithuizigheid inhoudt, nauwelijks het pendelverkeer tussen de gewesten te stimuleren. Een onvoldoende functionele kennis van het Nederlands blijft voor de werkloze Brusselaars en Walen blijkbaar een belangrijke hinderpaal om vacatures in Vlaanderen te kunnen invullen. Om de intergewestelijke mobiliteit te verhogen, sloten de regionale diensten voor arbeidsbemiddeling vanaf 2006 derhalve samenwerkingsakkoorden betreffende, onder meer, de uitwisseling van vacatures en taalopleidingen.

Volgens de gegevens van de arbeidskrachtentelling was zowel in Vlaanderen als in Wallonië zowat 14 pct. van de 15- tot 64-jarigen in 2007 buiten de eigen provincie aan het werk. Derhalve is het verschil van ongeveer 9 procentpunten tussen de werkgelegenheidsgraden in de beide gewesten volledig toe te schrijven aan de mate waarin de bevolking een baan heeft in haar eigen provincie: in Vlaanderen bedroeg dat aandeel gemiddeld ongeveer 52 pct., tegen 43 pct. in Wallonië. Dit verschil heeft deels

te maken met de hogere economische activiteit: in 2006 lag het bbp per inwoner in Vlaanderen bijna 40 pct. hoger dan in Wallonië.

Het wegwerken van de bestaande verschillen op de arbeidsmarkt vergt niet alleen een beleid dat erop gericht is de economische activiteit te bevorderen, de kwaliteit van het onderwijsstelsel te verbeteren en de arbeidsmarkt performanter te maken, maar ook een grotere mobiliteit, in het bijzonder tussen de gewesten. Ook de werkgevers hebben een cruciale rol te vervullen: door hun werknemers permanent op te leiden, kunnen ze intern de noodzakelijke competenties vinden om tegemoet te komen aan hun veranderende personeelsbehoeften, waardoor ze tevens de spanningen op de arbeidsmarkt en de beperkingen op de ontwikkeling van nieuwe activiteiten helpen verlichten. Aan de hand van de gegevens van de sociale balansen, wordt in Kader 7 de situatie in de bedrijfstakken inzake de door de ondernemingen verstrekte formele opleiding en de invloed van de conjunctuur hierop onderzocht.

Kader 7 – Omvang van de inspanningen van de ondernemingen inzake formele opleiding volgens de conjunctuur en de bedrijfstak

Het initieel onderwijs en de voortgezette opleiding zijn belangrijke hefboomen van de economische groei, onder meer via innovatie en productiviteitswinsten die de toepassing van nieuwe technologieën in het productieproces met zich brengt. In dat kader speelt ook de beroepsopleiding een rol van kennisverspreiding. Ze helpt voorkomen dat de vaardigheden van de werknemers voorbijgestreefd raken en verbetert die, waardoor ze hun arbeidsinzetbaarheid versterkt.

Omdat ze zich bewust waren van die inzet, hebben de sociale partners in België reeds sinds geruime tijd opleidingsdoelstellingen vastgelegd voor alle ondernemingen van de particuliere sector; die doelstellingen zijn eveneens vermeld in het generatiepact dat eind 2005 werd gesloten. In 2006 dienden de opleidingskosten aldus 1,9 pct. van de loonkosten van alle ondernemingen uit de particuliere sector uit te maken, en tegen 2010 zou elk jaar één werknemer op twee een opleiding moeten volgen.

Die doelstellingen zijn nog lang niet bereikt. Volgens de gegevens van de sociale balansen betreffende het boekjaar 2006⁽¹⁾ vertegenwoordigden de opleidingskosten minder dan 1,2 pct. van de loonsom en beliep het aantal werknemers die een opleiding kregen 35,2 pct. van het totale personeelsbestand. Die resultaten geven de omvang van de nog te leveren inspanningen aan. De voorlopige gegevens voor het boekjaar 2007 berusten op het verloop dat ten opzichte van het voorgaande jaar werd vastgesteld in een beperkte constante populatie, die de sociale balansen omvat van 44.718 ondernemingen, waarvan er 4.102 de tabel betreffende de formele opleiding hadden ingevuld⁽²⁾. Ze wijzen op een zeer lichte stijging voor de twee indicatoren die, indien ze wordt toegepast op de resultaten van de totale populatie voor 2006, het aandeel van de opleidingsuitgaven in de loonkosten in 2007 op 1,22 pct. zou brengen en de participatiegraad op 35,3 pct.

(1) Sommige ondernemingen van de particuliere sector maken geen deel uit van de gehanteerde analysepopulatie. Onder meer bedrijven met minder dan één VTE of die hun boekjaar afsluiten op een dag die niet samenvalt met het einde van het kalenderjaar, worden uit die populatie weggelaten.

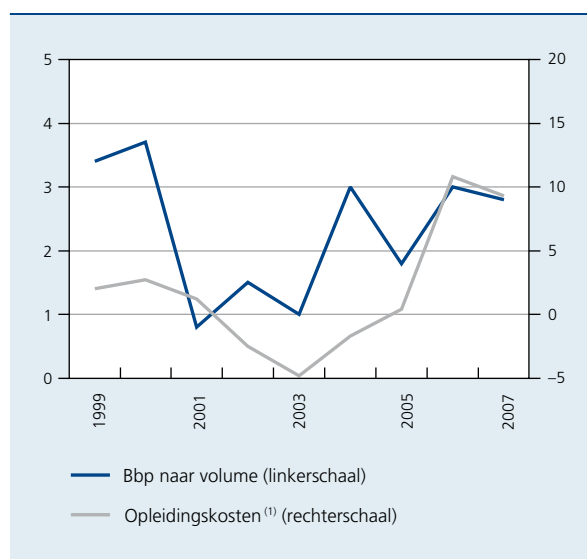
(2) De voor 2007 verkregen opleidingsindicatoren berusten op een beperkte populatie waarin de grote ondernemingen oververtegenwoordigd zijn, wat kan leiden tot een vertekening, aangezien die ondernemingen hun investeringen in opleiding doorgaans systematischer meedelen dan de kmo's.



Die toename is bemoedigend, maar er moet worden opgemerkt dat ze tot stand kwam in een gunstig conjunctuurklimaat. De opleidingsuitgaven zijn immers procyclisch: over de periode 1999-2007 bedroeg de correlatiecoëfficiënt tussen hun toename en de bbp-groei 0,5. De eind 2007 ingezette conjuncturomslag kan dan ook een verdere stijging van de financiële opleidingsindicator in 2008 hebben belet. Bij de voorgaande conjunctuurvertraging is het aan opleiding gespendeerde budget immers gedurende drie opeenvolgende jaren geslonken.

CONJUNCTUURGEVOELIGHEID VAN HET OPLEIDINGSBUDGET

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



Bronnen: INR, NBB (sociale balansen).

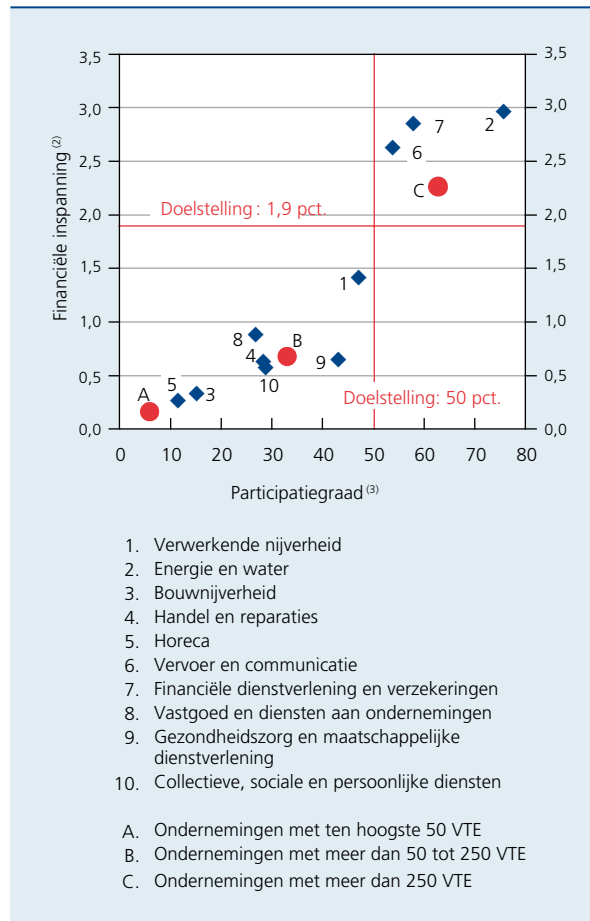
(1) Gelet op de relatieve grootte van de NMBS werd de groei van het opleidingsbudget voor het jaar 2000 gecorrigeerd om de invloed te elimineren van het feit dat die onderneming vanaf dat jaar voor het eerst in de analysepopulatie werd opgenomen. De resultaten van 2007 werden berekend op basis van een beperkte ondernemingspopulatie.

Samen met de macro-economische doelstellingen die gelden voor de particuliere sector als geheel, schreef het generatiepact een evaluatie van de opleidingsinspanningen op sectoraal vlak voor, alsook sancties in de vorm van een specifieke bijdrage om het stelsel van het «educatief verlof» te financieren voor de sectoren waarvan de inspanningen ontoereikend zouden blijken. Die sectorale evaluatie van de opleidingsinspanningen kan maar volledig worden uitgevoerd voor de boekjaren die worden afgesloten vanaf 1 december 2008. Voor die boekjaren werd immers een nieuw formulier voor de sociale balans in gebruik genomen, dat veel vollediger is om de gegevens over het opleidingsbeleid van de ondernemingen te verzamelen. Op basis van de gegevens die beschikbaar zijn in de bestaande sociale balansen is het echter mogelijk een overzicht te geven van de relatieve positie van de verschillende bedrijfstakken ten opzichte van de doelstellingen.

Hoewel de investeringen en de toegang van de werknemers tot opleiding toenemen met de grootte van de onderneming, hangt het opleidingsbeleid ook zeer sterk af van de specifieke behoeften van de verschillende bedrijfstakken. Zo hebben sommige branches reeds lang geleden opleidingsinitiatieven genomen die toegankelijk zijn voor een groot gedeelte van hun personeel. In 2007 kreeg drie vierde van de werknemers in de bedrijfstak «energie en water» een opleiding. Ook in de branches «financiële dienstverlening en verzekeringen» en «vervoer en communicatie» lag dat aandeel ruim boven de tegen 2010 te bereiken algemene doelstelling van 50 pct.,

POSITIE, IN 2007, VAN DE BEDRIJFSTAKKEN ⁽¹⁾ T.O.V. DE OPLEIDINGSDOELSTELLINGEN

(procenten, beperkte populatie)



Bron : NBB (sociale balansen).

(1) De landbouw en de extractieve nijverheid werden niet in aanmerking genomen wegens hun geringe relatieve belang.

(2) Opleidingskosten in procenten van de personeelskosten.

(3) Aantal deelnemers aan een opleiding in procenten van de gemiddelde werkgelegenheid.

terwijl het dat percentage benaderde in de verwerkende nijverheid. Daarentegen hebben de werknemers in de horeca en de bouwnijverheid aanzienlijk minder kansen om een dergelijk initiatief te genieten, aangezien respectievelijk slechts 11 en 15 pct. van hen een opleiding konden volgen. De rangschikking van de bedrijfstakken en hun positie ten opzichte van de algemene doelstelling is zeer vergelijkbaar wat de financiële inspanning betreft. Zo zijn voor beide indicatoren dezelfde drie branches het meest performant: ze besteedden meer dan 2,5 pct. van de personeelskosten aan opleiding, terwijl de bedrijfstakken die het minst investeerden, zoals de bouwnijverheid of de horeca, minder dan 0,5 pct. van de loonsom uittrokken voor de opleiding van de werknemers. De bedrijfstak «gezondheidszorg en maatschappelijke dienstverlening» wijkt af van de andere: terwijl de participatiegraad (43 pct.) er aanmerkelijk boven het gemiddelde (39 pct.) lag, waren de voor opleiding uitgetrokken middelen (slechts 0,65 pct. van de loonsom) er ruimschoots lager dan gemiddeld (1,42 pct.). In deze bedrijfstak gaat de voorkeur dus meer uit naar opleidingen voor zoveel mogelijk werknemers, maar die opleidingen kosten relatief weinig en zijn van korte duur.

Kansengroepen

Bepaalde groepen zijn in België ondervertegenwoordigd in de werkgelegenheid, met name de jongeren, de personen van 55 jaar en ouder, en die van buitenlandse oorsprong. Een grotere mobilisatie van dat niet-benutte arbeidspotentieel is onontbeerlijk, te meer daar precies die groepen, zoals in Kader 8 wordt aangetoond, in de toekomst in aantal zouden toenemen.

De werkgelegenheidsgraad van de 25- tot 54-jarigen in België verschilt niet van het gemiddelde in de EU-15: tijdens de eerste drie kwartalen van 2008 had iets meer dan 80 pct. van de personen uit die leeftijdsklasse een baan. Daarentegen zijn in België veel minder jongeren en ouderen aan het werk. De werkgelegenheidsgraad van de eerstgenoemden neemt zelfs licht af omdat een steeds groter deel van de jongeren hoger onderwijs volgt en de studieduur verlengt. In de lidstaten van de EU-15 ligt het aandeel van de werkende jongeren enkel in Italië, Griekenland en Luxemburg lager dan in België, waar het slechts 27 pct. bedraagt. Bij de ouderen werkt in België slechts één op de drie 55- tot 64-jarigen, dat is de laagste ratio van de EU-15.

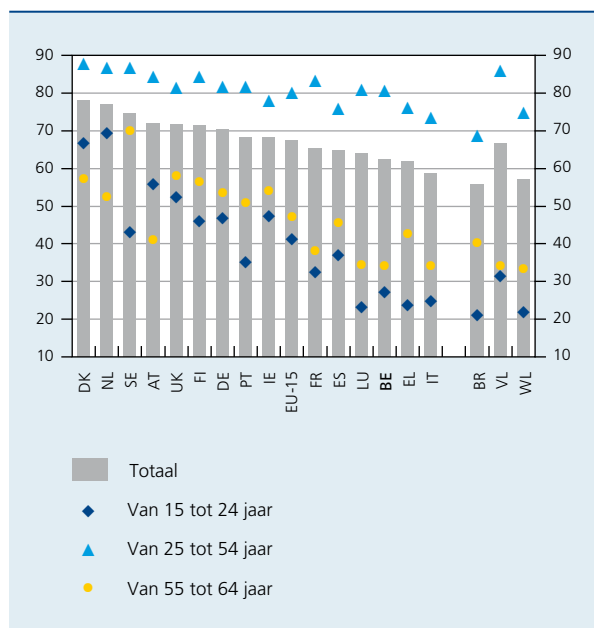
De landen waar de werkgelegenheidsgraad van de 55- tot 64-jarigen het hoogst is, vertonen ook de beste resultaten voor de werkgelegenheid van de jongeren. Die schijnbare complementariteit kan overigens worden uitgebreid tot alle leeftijdsklassen. In de meeste landen zijn relatief meer ouderen dan jongeren aan het werk, maar die situatie heeft te maken met het feit dat een belangrijke groep jongeren nog studeert zonder dit te combineren met een baan, zelfs niet deeltijds.

Ook in de Belgische gewesten is in het algemeen een positief verband merkbaar tussen de werkgelegenheidsgraden van de verschillende leeftijdsgroepen. In Vlaanderen is het verschil tussen de werkgelegenheidsgraden voor ouderen en jongeren zeer gering, omdat verhoudingsgewijs veel meer jongeren een of andere vorm van bezoldigde beroepsactiviteit uitoefenen. In Brussel is dat verschil daarentegen zeer groot, aangezien tijdens de eerste drie kwartalen van het verslagjaar 40 pct. van de 55- tot 64-jarigen aan het werk was – dat is veruit de hoogste werkgelegenheidsgraad van de drie gewesten voor die leeftijdsgroep – terwijl slechts één op de vijf jonge Brusselaars werkte.

Hoewel slechts een derde van de ouderen in België aan het werk is, steeg dat aandeel aanzienlijk sinds het begin van het decennium, namelijk met ongeveer 8 procentpunten. Deze stijging was onder meer het gevolg van de tenuitvoerlegging van een reeks maatregelen om een vroegtijdige arbeidsmarktuitstroom te voorkomen. Zo wordt de wettelijke pensioenleeftijd van de vrouwen sinds 1997 geleidelijk opwaarts bijgesteld: in januari 2009 werd hij opgetrokken van 64 tot 65 jaar, zodat die leeftijd nu voor de beide geslachten dezelfde is. De leeftijd om aanspraak te kunnen maken op het statuut van niet-werkzoekende oudere werkloze werd eveneens verhoogd: sinds 2004 bedraagt deze 58 jaar, op enkele uitzonderingen in verband met de loopbaanduur na. In het kader van het in december 2005 goedgekeurde generatiepact werden bovendien de brugpensioenmogelijkheden beperkt, en wie aan het werk blijft na de leeftijd van 62 jaar of na een loopbaan van ten minste 44 jaar, heeft vanaf 2007 recht op een bonus bij de berekening van het pensioen. In december 2008 ontvingen ongeveer 29.000 gepensioneerden een dergelijke pensioenbonus.

De weerslag van die maatregelen komt deels tot uiting in het verloop van het gebruik dat wordt gemaakt van de vervroegde-uitstaperegelingen brugpensioen, tijdskrediet en het statuut van oudere werkloze. Hoewel het aantal voltijdse conventionele brugpensioenen de afgelopen jaren opnieuw is toegenomen, verzwakte het aandeel van de bruggepensioneerden in de bevolking van 55 tot 64 jaar tussen 2000 en 2008 van 10,1 tot 8,7 pct. De in

GRAFIEK 40 WERKGELEGENHEIDSGRAAD IN DE LANDEN VAN DE EU-15 EN DE GEWESTEN VAN BELGIË IN 2008: OPSPLITSING NAAR LEEFTIJDGROEP
(gemiddelde van de eerste drie kwartalen, procenten van de overeenstemmende bevolking op arbeidsleeftijd)



Bronnen: EC, ADSEI.

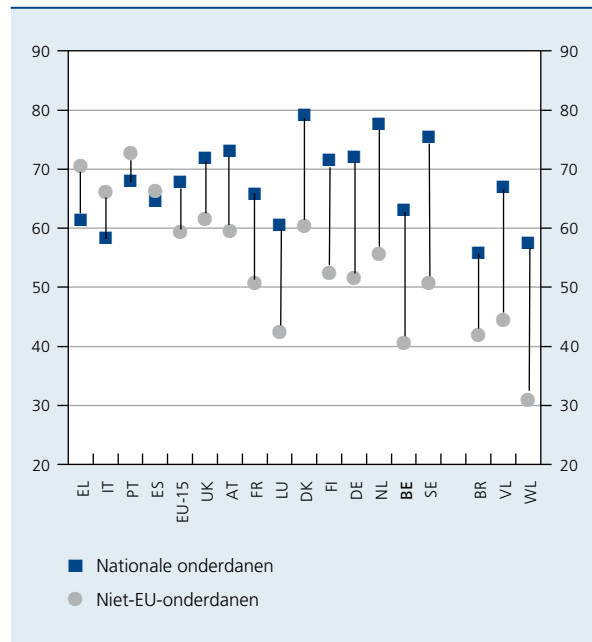
2006 begonnen daling van het aantal oudere werklozen die vrijgesteld zijn van het zoeken naar een baan, zette zich tijdens het verslagjaar voort. Na een aanhoudende stijging tot in 2005 liep het aantal personen met een voltijds tijdskrediet (inclusief de volledige loopbaanonderbrekingen in de overheidssector) vervolgens terug. Het succes van het algemene systeem van tijdskrediet neemt nochtans niet af, maar de oudere werknemers geven veeleer de voorkeur aan de formules met arbeidsduurvermindering. Tijdens de eerste elf maanden van 2008 telde de RVA 53.020 begunstigden van 55 tot 64 jaar die kozen voor een deeltijds tijdskrediet of een deeltijdse loopbaanonderbreking. Ze vertegenwoordigden nagenoeg een derde van alle begunstigden van die stelsels.

Net als de jongeren en de ouderen zijn de personen van buitenlandse nationaliteit ondervertegenwoordigd op de Belgische arbeidsmarkt. Volgens de beschikbare gegevens uit de arbeidskrachtentelling – waarin, aangezien de opsplitsing gebaseerd is op de nationaliteit, de allochtonen die de Belgische nationaliteit hebben verkregen als Belgen worden opgetekend – waren gedurende de eerste drie kwartalen van 2008 gemiddeld slechts vier van de tien in België wonende niet-EU-onderdanen aan het werk, tegen 63 pct. van de Belgen. Dit is niet alleen de laagste werkgelegenheidsgraad voor buitenlanders van alle lidstaten van de EU-15, maar bovendien valt het verschil met

GRAFIEK 41

WERKGELEGENHEIDSGRAAD IN DE LANDEN VAN DE EU-15 EN DE GEWESTEN VAN BELGIË IN 2008: OPSPLITSING NAAR NATIONALITEIT⁽¹⁾

(gemiddelde van de eerste drie kwartalen, procenten van de overeenstemmende bevolking op arbeidseleeftijd)



Bronnen: EC, ADSEI.

(1) Voor Ierland zijn geen gegevens volgens nationaliteit beschikbaar. De landen zijn gerangschikt in oplopende volgorde van het verschil in werkgelegenheidsgraad tussen de nationale en de niet-EU-onderdanen.

TABEL 21 BRUGPENSIOENEN, OUDERE WERKLOZEN EN TIJDSKREDIET

(aantal begunstigden van 55 tot 64 jaar, jaargemiddelden, tenzij anders vermeld)

	Oudere werklozen vrijgesteld van de verplichting werk te zoeken	Voltijds brugpensioen	Voltijds tijdskrediet ⁽¹⁾	p.m. Bevolking van 55 tot 64 jaar (duizenden personen)
2000	85.558	105.759	1.432	1.044
2001	92.561	102.793	1.773	1.062
2002	99.132	100.403	2.150	1.089
2003	105.285	101.462	2.934	1.115
2004	108.749	102.630	3.882	1.139
2005	108.885	102.914	4.976	1.167
2006	108.784	106.290	4.849	1.205
2007	106.943	110.027	4.305	1.246
2008 ⁽²⁾	100.828	111.793	3.719	1.281 r

Bronnen: ADSEI, FPB, RVA.

(1) Deze cijfers omvatten de begunstigden van een volledige loopbaanonderbreking en, vanaf 2003, ook die van het stelsel van voltijds tijdskrediet.

(2) Gemiddelde over de eerste elf maanden.

de werkgelegenheidsgraad van de nationale onderdanen enkel in Zweden groter uit.

De ongunstige situatie van die groep op de arbeidsmarkt komt eveneens tot uiting in de werkloosheidsstatistiek: tijdens de eerste drie kwartalen van 2008 was gemiddeld 27,4 pct. van de beroepsactieve niet-EU-onderdanen in België op zoek naar een baan, dat is een ratio die viermaal hoger ligt dan de totale werkloosheidsgraad. Hun toestand is echter verre van homogeen, zoals blijkt uit een recente OESO-studie die aantoont dat de arbeidsmarktpositie van immigranten die sinds minder dan vijf jaar in België wonen relatief gunstiger is dan die van ingezetenen die afkomstig zijn uit vroegere migratiegolven.

De geringe werkgelegenheid van buitenlanders op de Belgische arbeidsmarkt kan niet uitsluitend worden toegeschreven aan een lager scholingsniveau. Zowel voor laag-, midden- als hogescholingen ligt de werkgelegenheidsgraad van de niet-EU-onderdanen immers ten minste 10 procentpunten onder de overeenstemmende ratio's voor de Belgen. Dit ecart neemt zelfs toe met het scholingsniveau: bij de personen die hogere studies hebben afgerond, was tijdens de eerste drie kwartalen van 2008

84 pct. van de Belgen aan het werk, tegen slechts 58 pct. van de buitenlanders. Hiermee lag de werkgelegenheidsgraad van deze laatste ongeveer 10 procentpunten onder die van de middengeschoolde Belgen. Studeren lijkt voor de niet-EU-onderdanen dus veel minder renderend te zijn, wat wijst op een slecht gebruik van de op de arbeidsmarkt beschikbare middelen en de mogelijke aanwezigheid van discriminatie.

De arbeidsmarktsituatie van de buitenlanders is bijzonder ongunstig in Wallonië: met 31 pct. kwam hun werkgelegenheidsgraad er amper uit boven de helft van die van de Belgen. In Brussel en Vlaanderen was de werkgelegenheidsgraad van de niet-EU-onderdanen, met meer dan 40 pct., duidelijk hoger en vrij vergelijkbaar; maar de verschillen ten opzichte van de Belgen liepen nogal uiteen; ze bedroegen respectievelijk 14 en 22 procentpunten.

TABEL 22 GEHARMONISEERDE WERKGELEGENHEIDSGRADEN IN BELGIË IN 2008: OPSPLITSING NAAR SCHOLINGSNIVEAU EN NATIONALITEIT

(gemiddelde van de eerste drie kwartalen van 2008, procenten van de overeenstemmende bevolking op arbeidsleeftijd; tussen haakjes, aandeel van de verschillende scholingsniveaus per nationaliteitsgroep)

	Belgen	Niet-EU-onderdanen
Ten hoogste lager secundair onderwijs	39,7 (32,9)	29,6 (52,8)
Ten hoogste hoger secundair onderwijs	68,0 (38,7)	48,3 (24,7)
Hoger onderwijs	83,6 (28,4)	57,8 (22,5)

Bron: ADSEI.

Kader 8 – Demografische vooruitzichten

De lage werkgelegenheidsgraad van de personen jonger dan 25 jaar, de personen van 55 jaar en ouder en die van buitenlandse nationaliteit drukt de potentiële ontwikkeling van de economische activiteit in België, temeer omdat er maar een beperkte marge is om meer 25- tot 54-jarigen te mobiliseren, gelet op hun reeds hoge activiteitsgraad. Die problematiek zal, volgens de in het voorjaar van 2008 bijgewerkte demografische projecties van het Federaal Planbureau (FPB) en de Algemene Directie Statistiek en Economische Informatie (ADSEI), in de toekomst nog verscherpen.

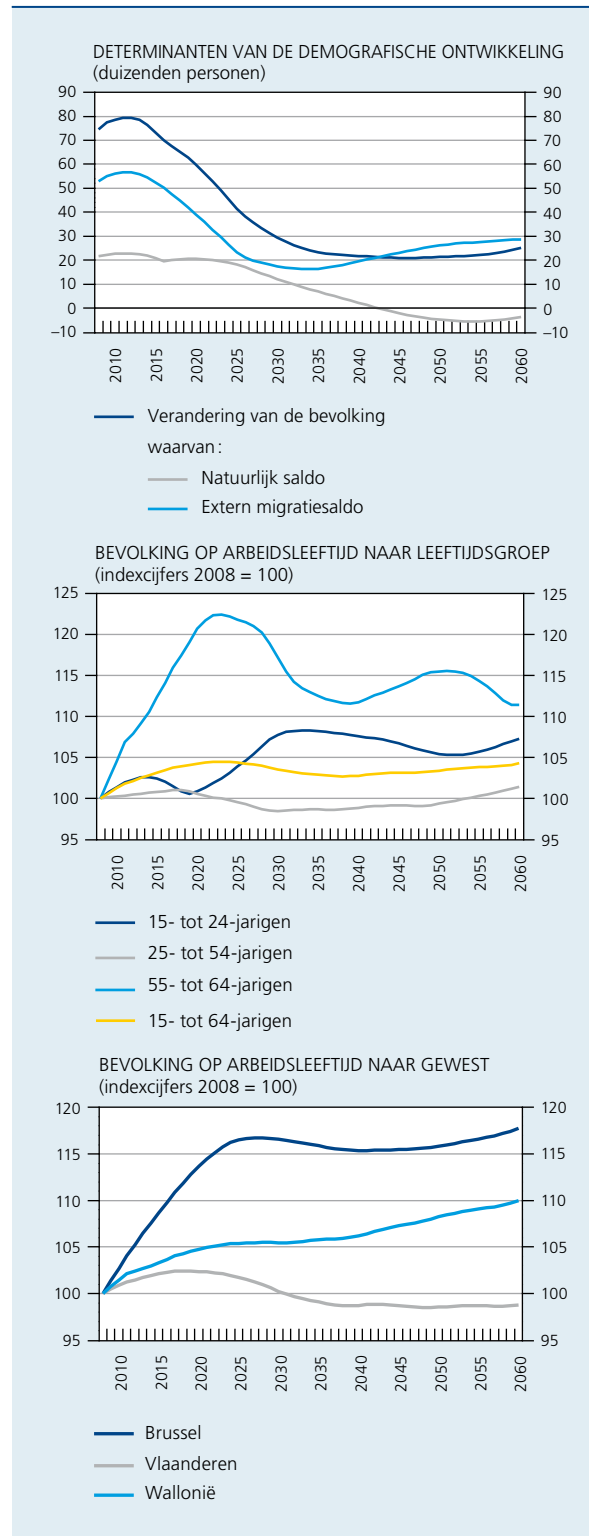
Tegen 2025 zou de bevolking in België met meer dan 10 pct. toenemen tot ongeveer 11.800.000 personen. Die stijging is maar voor een derde toe te schrijven aan het natuurlijke saldo van de geboorten en de overlijdens, terwijl de resterende twee derde zou voortvloeien uit een netto migratiestroom naar ons land. Tot in 2015 worden elk jaar zowat 50.000 nieuwe inwoners verwacht. De toevloed zou daarna vertragen en zich vanaf 2025 stabiliseren rond 20.000 per jaar. Daarnaast zou de positieve bijdrage van het natuurlijke saldo stelselmatig afnemen en vanaf de jaren 2040 negatief worden. De stijging van de Belgische bevolking zou dan nog enkel berusten op de netto-instroom van migranten.

Alhoewel de werkgelegenheidsgraad van de pas aangekomenen hoger is dan die van de reeds in het land gevestigde buitenlanders vormt dat fundamentele demografische verloop in België ceteris paribus een uitdaging voor de ontwikkeling van het groeipotentieel van onze economie.

De bevolking op arbeidsleeftijd, met andere woorden de 15- tot 64-jarigen, zou nog gedurende een tiental jaren enigszins toenemen en vervolgens stabiel blijven. Haar leeftijdsamenstelling zal echter aanzienlijk veranderen, wat zorg baart indien de werkgelegenheidsgraden per leeftijdsklasse zich op hun huidige peil zouden handhaven. Het aantal 25- tot 54-jarigen, die de actiefste leeftijdsgroep vormen, zou de komende jaren immers stagneren en vanaf 2025 zelfs verminderen. Hun aantal zou in de jaren 2030 met 1,5 pct. teruglopen en zou tot in de jaren 2050 onder het huidige peil blijven. De leeftijdsgroepen die thans het minst actief zijn, zouden over de hele projectieperiode in aantal toenemen. De vergrijzing van de bevolking op arbeidsleeftijd zou vooral in de komende vijftien tot twintig jaar tot uiting komen: de groep van de 55- tot 64-jarigen zou tegen 2025 met meer dan 20 pct. stijgen. Vervolgens zouden de cohortes van de babyboom geleidelijk verdwijnen. De stijging van het aantal



NIEUWE DEMOGRAFISCHE VOORUITZICHTEN VOOR BELGIË



Bron: *Bevolkingsvooruitzichten 2007-2060*, FPB-ADSEI.



15- tot 24-jarigen, waarvan een groot deel nog studeert, zou in de volgende tien jaar relatief bescheiden blijven, maar zou vervolgens tot het einde van de jaren 2030 stelselmatig versnellen.

Terwijl voor België als geheel hoofdzakelijk de ontwikkeling van de structuur van de bevolking op arbeidsleeftijd in het oog springt, vraagt op gewestelijk vlak ook het peil in absolute termen de aandacht. In Brussel zal het aantal 15- tot 64-jarigen, vooral dankzij een jongere bevolking en de grote inbreng van de externe migratie, tegen 2025 met bijna 17 pct. groeien en zich vervolgens op dat peil handhaven. In Wallonië zou de stijging bescheidener zijn, maar over vrijwel de hele projectieperiode aanhouden. In Vlaanderen, daarentegen, zou de groei van de bevolking op arbeidsleeftijd tegen 2015 een plafond van 2 pct. bereiken en daarna afnemen. Vanaf de jaren 2030 zou het Vlaamse Gewest zelfs, in absolute cijfers, minder 15- tot 64-jarigen tellen dan op dit ogenblik.

4.2 Loonkosten in de particuliere sector

Recente ontwikkelingen en determinanten

De uurloonkosten in de particuliere sector namen in 2008 met 3,5 pct. toe, dat is iets minder snel dan in 2007, toen ze met 3,7 pct. stegen. De forse versnelling van de

automatische indexering werd volledig gecompenseerd door een kleinere bijdrage van de loondrift. De impact van de bijdragen die de werkgevers betalen voor de sociale zekerheid was voor het eerst sinds 2003 licht positief. De overige werkgeversbijdragen sorteerden een matigend effect, anders dan in 2007, toen ze een opwaartse druk uitoefenden. Net als het voorgaande jaar, bleven de reële conventionele aanpassingen zeer gematigd.

TABEL 23 LOONKOSTEN IN DE PARTICULIERE SECTOR

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

	2003	2004	2005	2006	2007	2008 r	<i>p.m.</i> 2007-2008 r
Brutolonen per gewerkt uur	1,5	2,4	2,6	3,4	3,4	3,7	7,2
Conventionele lonen ⁽¹⁾	1,8	2,4	2,5	2,3	1,9	3,4	5,4
Reële conventionele aanpassingen	0,4	1,0	0,4	0,5	0,3	0,5	0,7
Indexeringen	1,5	1,4	2,0	1,8	1,6	2,9	4,6
Loondrift ⁽²⁾	-0,3	-0,1	0,3	1,0	1,5	0,2	1,7
Sociale bijdragen van werkgevers ⁽³⁾	0,0	-0,3	-0,2	-0,3	0,4	-0,2	0,2
Sociale zekerheid	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,2	0,2
Overige bijdragen ⁽⁴⁾	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,4	-0,4	0,0
Loonkosten per gewerkt uur	1,5	2,0	2,4	3,1	3,7	3,5	7,3
<i>p.m. Met inbegrip van het effect van de verminderingen van de bedrijfsvoorheffing⁽⁵⁾</i>	1,5	2,0	2,4	2,8	3,4	3,2	6,8
Arbeidsproductiviteit ⁽⁶⁾	1,4	2,6	1,5	1,6	0,6	-0,2	0,4
Loonkosten per eenheid product	0,1	-0,6	0,9	1,5	3,1	3,7	6,9

Bronnen: Algemene toelichting bij de Rijksmiddelenbegroting; FOD Werkgelegenheid, Arbeid en Sociaal Overleg; INR; RSZ; NBB.

(1) In de paritaire comités afgesproken loonsverhogingen.

(2) Door de ondernemingen toegekende verhogingen en premies bovenop de centrale en sectorale collectieve overeenkomsten, loondrift als gevolg van veranderingen in de werkgelegenheidsstructuur en meetfouten; bijdrage tot de verandering van de loonkosten, procentpunten.

(3) Bijdrage tot de verandering van de loonkosten ingevolge de wijzigingen in de impliciete bijdragevoeten, procentpunten.

(4) Niet aan de overheid betaalde werkelijke sociale bijdragen en toegerekende bijdragen.

(5) Het betreft de aan de ondernemingen uit de particuliere sector toegekende verminderingen van de bedrijfsvoorheffing. Volgens de zogenaamde ESR 1995-methodologie van de nationale rekeningen dienen deze als subsidie geboekt te worden en niet als een directe lastenverlaging. Ze mogen dus niet in aanmerking genomen worden bij de berekening van de loonkosten.

(6) Toegevoegde waarde naar volume, per uur dat loontrekkenden uit de particuliere sector en zelfstandigen hebben gewerkt.

De stijging van de lonen als gevolg van de automatische koppeling aan de consumptieprijzen beliep in 2008 2,9 pct., dat is een bijdrage die niet meer werd opgetekend sinds de inwerkingtreding van de wet van 1996 tot bevordering van de werkgelegenheid en tot preventieve vrijwaring van het concurrentievermogen. Dat verloop weerspiegelt de aanzienlijke toename van de gezondheidsindex (GZI) vanaf het vierde kwartaal van 2007. De forse inflatieversnelling oefende een significant effect uit op de lonen dat zich gedurende het gehele jaar 2008 en zelfs nog begin dit jaar heeft doen gevoelen. De aanpassing van de lonen aan de gezondheidsindex gebeurt immers met enige vertraging, aangezien ze afhangt van de gehanteerde indexeringsprocedures die, naar gelang van de geldende collectieve overeenkomsten, sterk kunnen verschillen van de ene bedrijfstak tot de andere. Die procedures berusten evenwel alle op het verloop van een viermaands glijdend gemiddelde van de gezondheidsindex. In de ruime waaier van de toegepaste indexeringsmethodes kunnen twee grote categorieën van mechanismen worden onderscheiden. In de eerste categorie – die, volgens het Technisch Verslag van het Secretariaat van de Centrale Raad voor het Bedrijfsleven (CRB) van november 2008, voor de cao-periode 2007-2008 van toepassing was op 42,5 pct. van de werknemers uit de particuliere sector – vindt de indexering plaats nadat het glijdend gemiddelde van de gezondheidsindex een spilindex overschreden heeft, gewoonlijk met een percentage van 2 pct. Voor 57,5 pct. van de werknemers, een percentage dat de voorbije jaren gestegen is, gebeuren de indexeringen op vaste tijdstippen, met name maandelijks, twee-, drie-, vier- of zesmaandelijks of jaarlijks, naargelang het geval: de periodiciteit van een jaar komt veruit het vaakst voor, want, volgens de CRB, wordt het loon van twee werknemers op vijf uit de particuliere sector eenmaal per jaar geïndexeerd. Zo vond die jaarlijkse indexering voor nagenoeg 26 pct. van het totaal aantal werknemers uit die sector plaats op 1 januari of 1 februari van dit jaar. Dit betekent dat het loon van iets meer dan een half miljoen werknemers pas begin 2009 werd aangepast aan de in 2008 opgetekende hoge inflatie.

Tijdens het verslagjaar werd de weerslag van de indexering op de loonkosten bovendien getemperd doordat nagenoeg een vierde van de werknemers onder een sectorakkoord met een *all-in* clause vallen. Door dat type van clauses wordt de omvang van de conventionele verhogingen afhankelijk gemaakt van de effectieve loonindexeringen. Net als de indexeringsmechanismen, verschillen de *all-in* clauses sterk van sectorcomité tot sectorcomité. In de meest voorkomende vorm (66 pct. van de gevallen), de zogenaamde saldoakkoorden, wordt op het moment van de laatste reële verhoging van de tweejaarlijkse periode nagegaan of de effectieve indexering

hoger is dan verwacht werd ten tijde van de sectorale onderhandelingen: als dat zo is, wordt het verschil in mindering gebracht van de reële verhoging, met dien verstande dat deze niet negatief kan worden. In een beperkt aantal gevallen (7 pct.) bepaalt de *all-in* clause dat de overschrijding wordt afgetrokken van de in de volgende cao-periode te onderhandelen loonnorm. In de overige 27 pct. van de clauses geldt de nominale sectornorm als een absoluut maximum en wordt bij elke tussentijdse verhoging nagegaan of deze al dan niet wordt overschreden: indien de norm bereikt is, wordt geen reële verhoging meer toegekend en wordt de indexering maar gedeeltelijk of zelfs helemaal niet toegepast.

De in de sectorakkoorden bepaalde reële conventionele aanpassingen, die al relatief gematigd waren, werden aldus in een aantal sectoren nog getemperd door de impact van die *all-in* clauses. Tijdens het verslagjaar bleef hun toename zodoende beperkt tot 0,5 pct. Er zij nog opgemerkt dat die aanpassingen niet de volledige reële correctie als gevolg van de *all-in* clauses omvatten, daar een aantal sectorale akkoorden een expliciet onderscheid maken tussen de basisbarema's en de werkelijke lonen. Het *all-in* correctiemechanisme is dan enkel van toepassing op de werkelijke lonen boven die barema's en geldt niet voor de werknemers die vergoed worden tegen het basisloon. De index van de conventionele lonen van de Federale Overheidsdienst Werkgelegenheid, Arbeid en Sociaal Overleg, waarop de berekening van de reële conventionele aanpassingen gebaseerd is, omvat echter enkel

TABEL 24 IN DE PARTICULIERE SECTOR TOEGEPASTE INDEXERINGSMETHODES

Methode	Aantal paritaire comités	Procentueel aandeel van de totale werkgelegenheid die onder de paritaire comités ressorteert
Overschrijding van de spilindex	130	42,5
Jaarlijks	22	37,9
waarvan:		
In januari of februari	13	25,8
6-maandelijks	4	3,6
4-maandelijks	1	0,2
3-maandelijks	24	9,6
2-maandelijks	9	5,1
Maandelijks	4	1,1
Totaal	194	100,0

Bron: CRB.

het verloop van de barema's en onderschat derhalve de impact van de werkelijk verrichte *all-in* correcties.

Afgezien van de weerslag van de indexering en van de reële conventionele aanpassingen, ondergaan de brutolonen de invloed van een aantal factoren die over 't geheel genomen loondrift (*wage drift*) worden genoemd. Het verloop van de loondrift werd in 2007 ten belope van 0,4 procentpunt opwaarts en in 2008 in dezelfde mate neerwaarts beïnvloed door een eenmalige factor, met name de vervroegde aangifte bij de RSZ van het verschuldigde vakantiegeld bij de beëindiging van een arbeidsovereenkomst. De kleinere bijdrage van de loondrift aan de stijging van de loonkosten in vergelijking met 2007 is deels toe te schrijven aan die factor. De tijdens het verslagjaar opgetekende verslapping van de economische activiteit oefende eveneens een temperend effect uit.

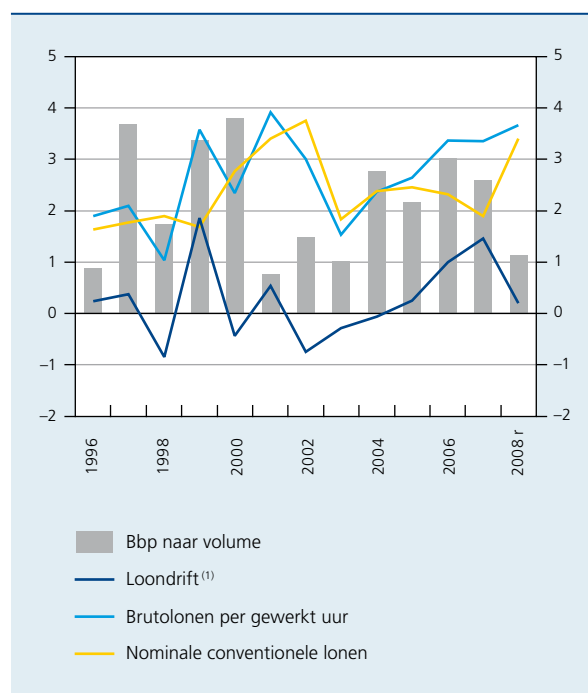
Ongerekend de impact van de voornoemde eenmalige factor, was de positieve bijdrage van de loondrift aan de groei van de uurloonkosten niettemin nog steeds aanzienlijk, aangezien in sommige segmenten van de arbeidsmarkt en in sommige regio's een tekort aan geschoolde arbeidskrachten bleef bestaan. De mismatch tussen vraag naar en aanbod van geschoold personeel blijft immers groot en oefent nog steeds druk uit op de lonen.

De op ondernemingsniveau gesloten akkoorden, die de sectorale akkoorden aanvullen, met name door middel van extraconventionele premies en bonussen, evenals de betaling van loontoeslagen voor overuren, voeren aldus vaak een directere koppeling in tussen de loonontwikkeling en de veranderingen in de economische omgeving waarin de bedrijven werkzaam zijn. Uit een enquête naar de loonvorming, die door de Bank in het najaar van 2007 bij ruim 1.400 ondernemingen werd gehouden, blijkt dat bij iets meer dan een kwart van de deelnemende ondernemingen dergelijke akkoorden werden gesloten. Die enquête werd uitgevoerd in het kader van het *Wage Dynamics Network* (WDN), een researchnetwerk van het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) dat door de Raad van Bestuur ermee werd belast de loondynamiek in het algemeen en het eventuele bestaan van loonrigiditeit in het bijzonder te onderzoeken. Kader 9 bespreekt andere resultaten van het Belgische gedeelte van de in het kader van dat netwerk uitgevoerde werkzaamheden.

Voorts versterkte de conjunctuurverzwakking, samen met de aanhoudende nettocreatie van banen, de reeds in 2007 waargenomen vertraging van de arbeidsproductiviteit. Als gevolg van de snelle toename van de uurloonkosten, leidde dat tot een significante stijging van de loonkosten per eenheid product – met 3,1 pct.

GRAFIEK 42 LOONDRIFT IN DE PARTICULIERE SECTOR

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



Bronnen: FOD Werkgelegenheid, Arbeid en Sociaal Overleg, INR, NBB.

(1) Door de ondernemingen toegekende loonsverhogingen en premies, bovenop de centrale en sectorale collectieve overeenkomsten, loondrift als gevolg van veranderingen in de werkgelegenheidsstructuur en meetfouten; bijdrage tot de verandering van de loonkosten, procentpunten.

in 2007 en 3,7 pct. in 2008 –, in vergelijking met een gemiddelde jaarlijkse toename van 0,5 pct. tijdens de periode 2003-2006.

De bijdrage van de werkgeversbijdragen voor de sociale zekerheid aan de toename van de loonkosten was licht positief tijdens het verslagjaar en weerspiegelde de ontwikkelingen inzake vermindering van de sociale bijdragen door de overheid. De aan de werkgevers toegekende verminderingen zijn vaste niet-geïndexeerde bedragen en tijdens het verslagjaar werd geen enkele nieuwe maatregel van kracht. Terwijl de in het tweede kwartaal van 2007 tot uitvoering van het generatiepact ingevoerde extra vermindering ten gunste van de groep van de werknemers van vijftig jaar en ouder op kruissnelheid is gekomen, konden steeds minder jonge werknemers – die zich typisch in de lagere loonschalen bevinden – wegens het niet-indexeren van de benedenlimiet van de lonen, aanspraak maken op de vermindering voor de doelgroepen op de arbeidsmarkt.

Kader 9 – De dynamiek van de lonen: resultaten van de door de Bank in het kader van het *Wage Dynamics Network* verrichte werkzaamheden

Het *Wage Dynamics Network* (WDN) is een researchnetwerk van het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) dat de kenmerken van de loondynamiek onderzoekt. Het werd door de Raad van Bestuur ingesteld in aansluiting op de werkzaamheden van het *Inflation Persistence Network* (IPN) van het ESCB, dat met name vastgesteld had dat de frequentie van de prijsveranderingen lager lag in de sectoren waar de loonkosten een ruim aandeel van de totale kosten vertegenwoordigen. Een grondiger onderzoek naar loonrigiditeit werd dan ook wenselijk geacht. Het WDN, dat eind 2006 werd opgezet, verricht zowel micro-economisch als macro-economisch onderzoek. Het gaat daarbij uit van enquêtes en van gegevens afkomstig uit administratieve bronnen, alsook van een daartoe speciaal gehouden enquête bij een ruim staal van ondernemingen. De Bank verleent haar medewerking aan de diverse researchwerkzaamheden van dat netwerk en verscheidene van haar economen hebben in dat kader talrijke bijdragen opgesteld die reeds werden gepubliceerd of binnenkort zullen worden gepubliceerd⁽¹⁾.

De loondynamiek wordt onder meer bepaald door de institutionele context. Uit een in het kader van het WDN uitgevoerde studie bleek aldus dat er in de overgrote meerderheid van de Europese landen collectief en op verschillende niveaus over lonen wordt onderhandeld. Vaak is er een combinatie van een of andere vorm van algemene richtlijn op nationaal niveau en meer concrete loononderhandelingen op intermediair niveau – sector, regio of beroepscategorie – eventueel aangevuld met meer gedecentraliseerde onderhandelingen op ondernemingsniveau.

Deze voor vele Europese landen kenmerkende hiërarchische structuur wordt in België geformaliseerd door de op centraal niveau vastgestelde loonnorm – die een nationale richtlijn geeft –, door loononderhandelingen op een dominant sectoraal niveau in de paritaire comités en door aanvullende akkoorden op bedrijfsniveau. Uit de door de Bank bij de ondernemingen gehouden enquête naar de loonvorming bleek dat nagenoeg alle werknemers onder een paritair comité op sectorniveau vallen en dat iets meer dan een kwart een aanvullend collectief loonakkoord op bedrijfsniveau heeft. Net als de onderhandelingen die kunnen worden gevoerd op het niveau van de individuen zelf, verklaren dergelijke lokale akkoorden dat de effectief betaalde lonen, a fortiori in het geval van bedienden en hooggekwalificeerde arbeiders, alsook in de grote ondernemingen, boven de sectorale barema's kunnen liggen. Ook het indexeringsmechanisme speelt een voorname rol. Volgens de resultaten van de enquête, worden de lonen van een meerderheid van de werknemers uit de particuliere sector op vaste tijdstippen geïndexeerd in plaats van met een vaste sprong op variabele tijdstippen, zoals het geval is bij de overheid.

(1) Babecký J., Ph. Du Caju, D. Kosma, M. Lawless, J. Messina en T. Rööm (2008), *Wage rigidity and alternative margins of adjustment: Survey evidence from European firms*, mimeo WDN.

Christoffel K., J. Costain, G. de Walque, K. Kuester, T. Linzert, S. Millard en O. Pierrard (2008), *Inflation dynamics with labour market matching: Assessing alternative specifications*, mimeo WDN.

De Walque G., O. Pierrard, H. Sneessens en R. Wouters (2008), *Sequential bargaining in a New-Keynesian model with frictional unemployment and staggered wage negotiation*, mimeo WDN.

Druant M., S. Fabiani, G. Kezdi, A. Lamo, F. Martins en R. Sabbatini (2008), *How are firms' wages and prices linked: Survey evidence in Europe*, mimeo WDN.

Druant M., Ph. Du Caju en Ph. Delhez (2008), *Resultaten van de enquête van de Bank over de loonvorming in de Belgische ondernemingen*, NBB, Economisch Tijdschrift, september, p. 51-77.

Du Caju Ph., C. Fuss en L. Wintr (2007), *Downward wage rigidity for different workers and firms: An evaluation for Belgium using the IWFP procedure*, NBB, Working Paper 124.

Du Caju Ph., C. Fuss en L. Wintr (2008), *Understanding sectoral differences in downward real wage rigidity: Workforce composition, institutions, technology and competition*, NBB, Working Paper 155.

Du Caju Ph., E. Gautier, D. Momferatou en M. Ward-Warmedinger (2008), *Institutional features of wage bargaining in 23 EU countries, the US and Japan*, NBB, Working Paper 154.

Du Caju Ph., G. Katay, A. Lamo, D. Nicolitsas en S. Poelhekke (2008), *Inter-industry wage differentials in EU countries: What do cross-country time varying data add to the picture?*, mimeo WDN.

Du Caju Ph., F. Rycx en I. Tojerow (2008), *Rent-sharing and the cyclicalities of wage differentials*, IZA Discussion Paper, n° 3844.

Fuss C. (2008), *How do firms adjust their wage bill in Belgium: A decomposition along the intensive and extensive margin*, NBB, Working Paper 127.

Fuss C. en L. Wintr (2008), *Rigid labour compensation and flexible employment? Firm-level evidence based on productivity for Belgium*, mimeo WDN.

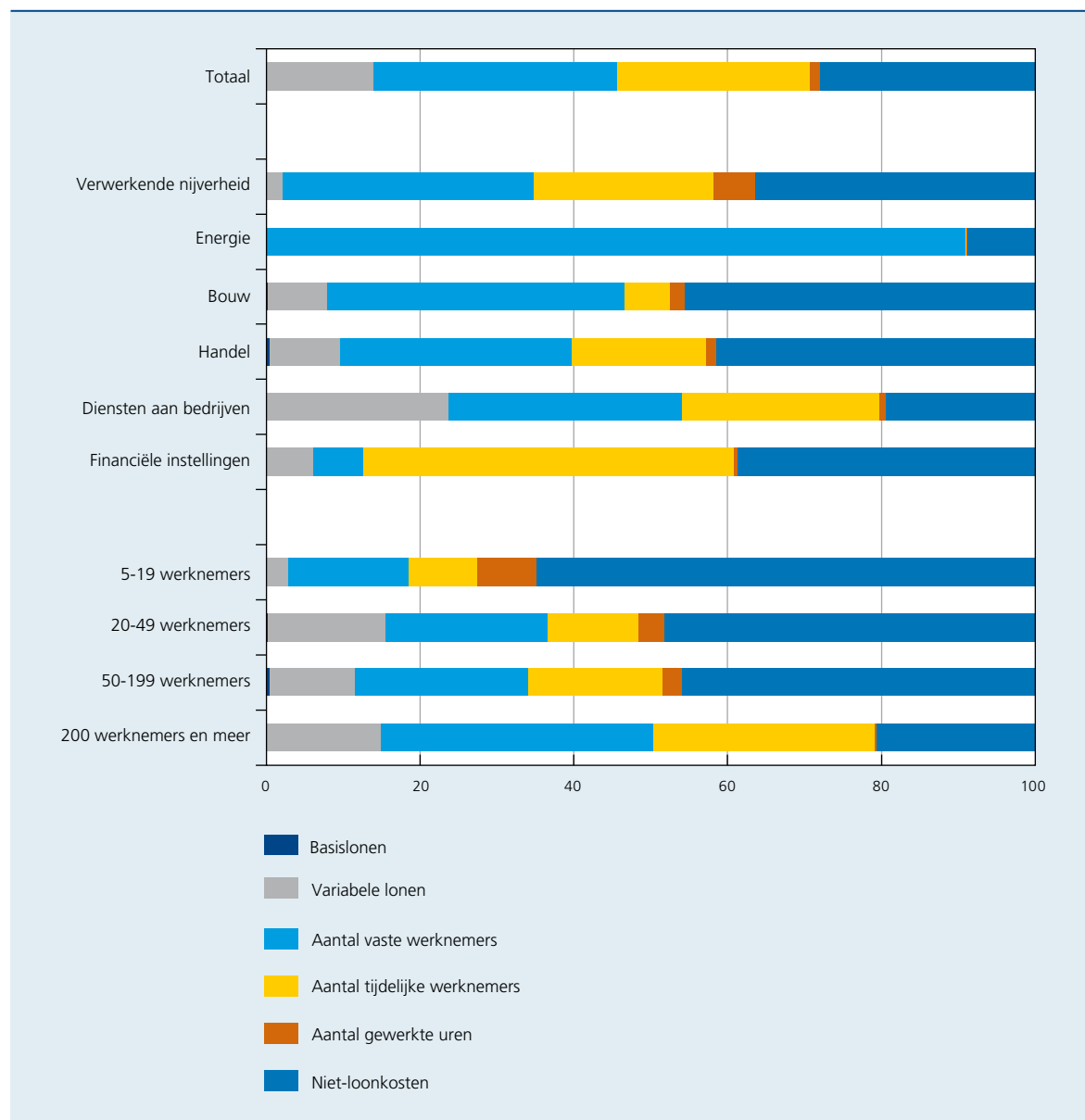
Messina J., Ph. Du Caju, C. Filipa Duarte, M. Izquierdo en N. Lynggård Hansen (2008), *The causes and consequences of nominal and real wage rigidity: A sectoral approach*, mimeo WDN.



Het belang van het proces van collectieve loononderhandelingen op nationaal en sectoraal niveau verhindert geenszins dat er loonverschillen zijn in België. De WDN-studie op basis van de enquête naar de structuur en de spreiding van de lonen van de Algemene Directie Statistiek en Economische Informatie (ADSEI) toont onder meer aan dat er significante loonverschillen bestaan volgens opleiding, ervaring, ondernemingsgrootte en bedrijfstak. Loonverschillen tussen bedrijfstakken houden deels verband met het verschijnsel « *rent sharing* » in winstgevende bedrijven, krachtens welk werknemers hogere lonen kunnen krijgen. De loonverschillen tussen bedrijfstakken in België zijn vergelijkbaar met die in een land als Duitsland en zijn geringer dan in landen in het zuiden of het oosten van Europa.

KOSTENVERLAGENDE STRATEGIEËN ALS REACTIE OP ONGUNSTIGE SCHOKKEN ⁽¹⁾

(gemiddelde reactie op drie schokken (vraag, loonkosten en kostprijs van intermediaire inputs), procenten van het totaal)



Bron : Druant M., Ph. Du Caju en Ph. Delhez, *Resultaten van de enquête van de Bank over de loonvorming in de Belgische ondernemingen*, Nationale Bank van België, Economisch Tijdschrift, September 2008, p. 51-77.

(1) Resultaten gewogen op basis van de werkgelegenheid en op schaal gebracht door weglating van de ontbrekende antwoorden.

Het bestaan van een gediversifieerde loonstructuur naar gelang van de werknemers, de ondernemingen of de sectoren impliceert niet noodzakelijkerwijs de mogelijkheid om de lonen aan te passen aan de economische omstandigheden. Met name het verschijnsel van neerwaartse loonrigiditeit heeft tot gevolg dat de lonen niet of maar in beperkte mate worden verminderd wanneer ongunstige schokken zulks vanuit louter economisch standpunt zouden verantwoorden. De WDN-studie, gebaseerd op een methodologie die werd uitgewerkt door het *International Wage Flexibility Project* en die gebruik maakt van administratieve statistieken afkomstig van de sociale zekerheid, toont aan dat neerwaartse rigiditeit in België sterk aanwezig is in de reële lonen. Dat is niet verwonderlijk, gelet op het veralgemeend systeem van indexering. De reële lonen van de arbeiders, van de werknemers met hoge lonen en van de werknemers van vijfenvijftig jaar en ouder zijn relatief minder rigide, net als die van het personeel van de ondernemingen met een aanvullend loonakkoord op bedrijfsniveau. Dat is in zekere mate ook het geval voor de bedrijven in moeilijkheden. Veel van die bevindingen worden bevestigd door de resultaten van de enquête van de Bank naar de loonvorming.

Wanneer het voor de ondernemingen moeilijk of zelfs onmogelijk is om het loon van hun werknemers te verlagen als reactie op een ongunstige economische schok, dienen ze andere strategieën te volgen. Uit de WDN-enquête blijkt dat de Belgische bedrijven weliswaar hun prijzen, marges en productieniveaus aanpassen als reactie op een negatieve schok die de vraag, het niveau van de loonkosten of de kostprijs van intermediaire inputs beïnvloedt, maar dat ze hoofdzakelijk op het niveau van hun kosten ingrijpen.

Een verlaging van de lonen gebeurt zelden of nooit via de basislonen, maar in een aantal gevallen, 14 pct., kan ze plaatsvinden via de variabele component van de bezoldiging, zoals winstdeelnemingen of prestatiegebonden premies, en zulks in het bijzonder in de grotere ondernemingen en in de sector diensten aan bedrijven. In moeilijke tijden verminderen de ondernemingen met meer dan 200 werknemers dan weer vaak hun aantal personeelsleden door het afremmen van indienstnemingen of het terugschroeven van het bestaande aantal werknemers. In totaal 32 pct. van de vennootschappen passen die strategie toe voor vast personeel en 25 pct. voor tijdelijk personeel; die laatste keuze wordt vooral aangewend in de financiële sector. Het totale arbeidsvolume wordt maar in zeer geringe mate aangepast door het verminderen van het aantal gewerkte uren per werknemer. Die strategie komt relatief vaker voor in de verwerkende nijverheid, waar meer productiegebonden arbeiders werkzaam zijn, en in de kleinere bedrijven, die moeilijker hun personeelsbestand kunnen inkrimpen. De kleine ondernemingen trachten vooral hun andere kosten te drukken. Uit de via de sociale balansen verzamelde gegevens blijkt aldus dat de bedrijven, wanneer de economische situatie ongunstig is, doorgaans besparen op de opleidingskosten.

Een econometrisch onderzoek dat gebruik maakt van de gegevens uit de jaarrekeningen van de vennootschappen toont bovendien aan dat de gemiddelde loonkosten op ondernemingsniveau maar op zeer matige wijze reageren op schokken die de totale factorproductiviteit beïnvloeden, a fortiori wanneer het gaat om tijdelijke schokken. De lonen zijn overigens gevoeliger voor schokken die een gehele bedrijfstak treffen dan voor ondernemings specifieke schokken, wat nogmaals de weerslag van sectorale loonakkoorden in België onderstreept. De gegevens uit de jaarrekeningen tonen ook aan dat de loonsom in de bedrijven vooral varieert door aanpassingen van de werkgelegenheid, waarbij een dalende loonsom feitelijk vaak gepaard gaat met minder indienstnemingen en meer afvloeiingen, terwijl tegelijkertijd het gemiddelde loon per werknemer blijft toenemen.

De verminderingen van de bedrijfsvoorheffing, waarvan het effect krachtens het ESR 1995 in de nationale rekeningen als een subsidie wordt geboekt en niet als een directe vermindering van de loonkosten, hebben daarentegen tijdens het verslagjaar opnieuw aan belang gewonnen. Oorspronkelijk beoogden die maatregelen onderzoek en ontwikkeling, innovatie en specifieke arbeidsvormen,

zoals ploegen- en nachtarbeid, alsook het presteren van overuren te bevorderen. Sinds oktober 2007 genieten alle ondernemingen een loonsubsidie, namelijk de in het kader van het centraal akkoord 2007-2008 goedgekeurde algemene vermindering van de loonkosten met 0,15 pct. Deze vermindering neemt de vorm aan van de niet-betaling van een gedeelte van de bedrijfsvoorheffing,

TABEL 25 LASTENVERLAGING OP ARBEID TOEGEKEND AAN DE ONDERNEMINGEN

(uitstaande bedragen, miljoenen euro's)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008 r	<i>p.m.</i> Verandering 2007-2008 r
Verminderings van de werkgeversbijdragen voor de sociale zekerheid	3.451	4.063	4.544	4.725	5.109	5.290	181
waarvan:							
Structurele verminderingen	2.944	3.420	3.822	3.898	4.045	4.133	88
Doelgroepen	0	220	364	492	738	811	73
waarvan:							
Jonge werknemers	0	0	0	0	125	85	-40
Oudere werknemers	0	98	105	116	243	297	54
<i>p.m. In procenten van de loonsom van de particuliere sector</i>	3,2	3,6	3,9	3,9	4,0	3,9	-0,1
Verminderings van de bedrijfsvoorheffing ⁽¹⁾ ...	0	25	110	409	789	1.098	309
waarvan:							
Algemene reductie	0	0	0	0	50	186	137
Ploegen- en nachtarbeid	0	25	95	328	584	660	76
Wetenschappelijk onderzoek en innovatie ..	0	0	4	47	87	141	55
Overuren	0	0	11	23	32	36	3
<i>p.m. In procenten van de loonsom van de particuliere sector</i>	0,0	0,0	0,1	0,3	0,6	0,8	0,2

Bronnen: Algemene toelichting bij de Rijksmiddelenbegroting, INR, RSZ, NBB.

(1) Met uitzondering van de verminderingen toegekend aan universiteiten, hogescholen en andere openbare instellingen.

naar rata van 0,25 pct. van het brutoloon. Die maatregel, welke tijdens het verslagjaar volop haar uitwerking heeft gekregen, droeg voor de kleine helft bij aan de toename van de totale steun in de vorm van verminderingen van de bedrijfsvoorheffing ten belope van ruim 300 miljoen euro. Die steun beliep in 2008 in totaal 1.098 miljoen euro, dat is 0,8 pct. van de loonsom, tegen 0,6 pct. in 2007. Indien dat type lastenvermindering in aanmerking zou zijn genomen bij de berekening van de uurloonkosten, zou de stijging ervan in 2008 ten belope van 0,3 procentpunt zijn afgeremd en 3,2 pct. belopen hebben.

Net als bij de loondrift, ondergingen de overige sociale bijdragen van de werkgevers in 2007 en 2008 ten belope van 0,3 procentpunt de respectievelijk positieve en negatieve impact van een eenmalige factor. Het betrof meer bepaald de betaling van ontslagvergoedingen in het kader van herstructurerings in de automobielsector, die, conform het ESR 1995, als toegerekende bijdragen worden behandeld. Indien dat uitzonderlijk element buiten beschouwing wordt gelaten, was het effect van de overige werkgeversbijdragen op de loonkosten, net als in 2007, nagenoeg neutraal.

Loonnorm en indexering

Het gecumuleerde verloop van de loonkosten in de particuliere sector in 2007-2008 moet worden geëvalueerd in het licht van de indicatieve norm voor de nominale uurloonkostentoeename, die eind 2006 tussen de sociale partners was overeengekomen in het centraal akkoord voor die periode. Berekend op basis van het verwachte verloop van de loonkosten in de drie belangrijkste buurlanden, was die norm vastgesteld op 5 pct. Welnu, de uurloonkosten zijn volgens de Bank in totaal met 7,3 pct. toegenomen en volgens het Secretariaat van de CRB met 7,7 pct.

Teneinde de nominale loonnorm in acht te nemen, dienen de sociale partners rekening te houden met het effect van de, door de CRB verwachte, indexeringen tijdens de onderhandelingen in de paritaire comités over de reële conventionele loonsverhogingen. Dit neemt niet weg dat de inflatie, indien ze gedurende de conventionele periode hoger is dan voorzien, door het automatische en retrospectieve karakter van de indexeringsmechanismen zal worden doorberekend in de nominale lonen, zij het met enige vertraging en enigszins getemperd door de

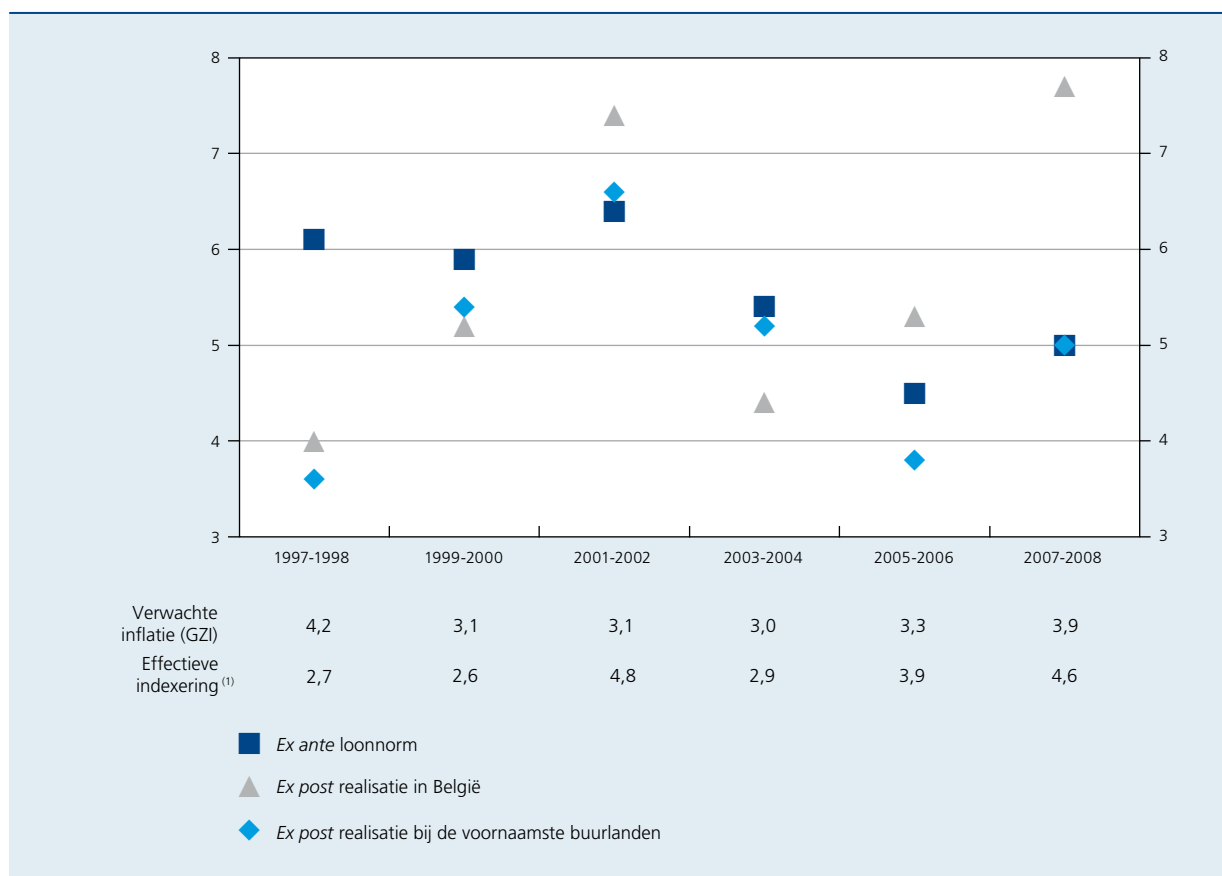
activering van eventuele *all-in* clausules. Dit betekent dat een onverwachte inflatieopstoot, als gevolg van ongunstige economische schokken of inefficiënte productmarkten, ertoe kan leiden dat de nominale loonnorm wordt overschreden, zelfs indien de in paritaire comités en eventueel in de ondernemingen overeengekomen reële loonsverhogingen op die marge *ex ante* waren afgestemd.

Sinds de invoering van het mechanisme van de loonnorm bij de wet van 1996, zijn er zes tweejaarlijkse periodes geweest, waarvoor een maximale of indicatieve marge in termen van loonkostenverloop werd bepaald. Tijdens de periodes 1997-1998, 1999-2000 en 2003-2004 bleef de loonkostenstijging beneden de aangenomen marge en was de indexering geringer dan door de CRB werd verwacht. In de periodes 2001-2002, 2005-2006 en 2007-2008, daarentegen, bleek de effectieve indexering hoger dan geraamd en overschreed de stijging van de nominale uurloonkosten de aangenomen marge. Het centraal akkoord voor de periode 2001-2002 ging ervan

uit dat de indexering 3,1 pct. zou bedragen, terwijl ze in werkelijkheid 4,8 pct. beliep. In het centraal akkoord voor de periode 2005-2006 werd rekening gehouden met een indexering van 3,3 pct., terwijl ze uiteindelijk 3,9 pct. bedroeg. Voor de periode 2007-2008 was de inflatie aanzienlijk hoger dan de verwachte 3,9 pct. en bedroeg de werkelijke indexering 4,6 pct. over de twee jaar, ondanks de temperende invloed die met name door de in een aantal akkoorden opgenomen *all-in* clausules werd uitgeoefend. Er zij evenwel aangestipt dat de verdragingsmechanismen, die in de diverse indexeringssystemen zijn opgenomen, ertoe leiden dat een gedeelte van de recente inflatieopstoot pas begin 2009 tot uiting is gekomen in loonstijgingen.

Tijdens periodes van inflatieversnelling is het meer dan ooit belangrijk de loonnorm te bepalen op basis van de meest recente informatie omtrent het te verwachten prijsverloop en de eventuele correcties te kunnen uitvoeren tijdens de periode zelf waarop het loonakkoord

GRAFIEK 43 UURLOONKOSTENSTIJGINGEN VERVAT IN DE CENTRALE AKKOORDEN
(gecumuleerde veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bronnen : CRB ; FOD Werkgelegenheid, Arbeid en Sociaal Overleg ; NBB.
(1) Berekeningen aan de hand van de gegevens van de FOD Werkgelegenheid, Arbeid en Sociaal Overleg.

betrekking heeft, zoals wordt mogelijk gemaakt door de meeste *all-in* clausules. Een voortdurende follow-up van de aanpassing van de lonen aan de inflatie, teneinde tweederonde-effecten te voorkomen en het concurrentievermogen te vrijwaren, is des te noodzakelijker in België, omdat de consumptieprijzen er worden gekenmerkt door een grotere gevoeligheid voor de schommelingen van de noteringen voor ruwe aardolie dan in de rest van het eurogebied en omdat België de enige lidstaat is, uitgezonderd Cyprus en Luxemburg, waar een automatisch en algemeen loonindexeringsmechanisme van kracht is.

Onafhankelijk van het bestaan van dat mechanisme, speelt de inflatie een min of meer belangrijke rol in de loonpolitiek van de ondernemingen in de meeste

Europese landen. Twee studies die in het kader van het WDN werden uitgevoerd, meer bepaald de enquête naar de loonvorming bij de ondernemingen en de analyse van de institutionele kenmerken van de loononderhandelingsmechanismen, verstrekken ter zake meer duidelijkheid voor vijftien Europese landen, waaronder de voornaamste handelspartners van België, met uitzondering van Duitsland.

Uit de eerstgenoemde enquête blijkt dat gemiddeld een derde van de onderzochte ondernemingen, zowel in de EU als in het eurogebied, een intern loonbeleid voeren dat erop gericht is de basislonen aan te passen aan het verloop van de consumptieprijzen. Voor alle landen samen, gebeurt in de helft van de gevallen die aanpassing door

TABEL 26 LOONBELEID WAARBIJ DE BASISLONEN AANGEPAST WORDEN AAN DE WAARGENOMEN OF VERWACHTE INFLATIE: OVERZICHT VOOR VIJFTIEN EU-LANDEN⁽¹⁾
(procenten van het totaal, tenzij anders vermeld)

	Ondernemingsspecifieke informatie ⁽²⁾				Totaal	Landenspecifieke informatie: dekkingsgraad van geïnstitutionaliseerde indexeringsclausules ⁽³⁾
	Automatische koppeling van de lonen aan de inflatie		Geen formele regel, maar er wordt rekening gehouden met de inflatie			
	Waargenomen inflatie	Verwachte inflatie	Waargenomen inflatie	Verwachte inflatie		
België	98	0	0	0	98	Hoog
Spanje	38	16	11	5	70	Hoog
Slovenië	20	3	32	5	60	Laag
Tsjechië	7	5	28	24	59	Nul
Esland	3	2	35	21	54	Nul
Portugal	3	6	13	29	52	Nul
Letland	7	4	24	13	48	n.
Griekenland	15	5	12	11	43	Nul
Frankrijk	9	2	21	8	33	Zeer laag
Hongarije	7	4	14	6	31	Nul
Polen	5	2	17	6	31	Zeer laag
Ierland	6	3	19	10	30	Nul
Oostenrijk	9	1	9	3	22	Zeer laag
Italië	1	0	3	1	6	Zeer laag
Nederland	0	0	0	0	0	Nul
Totaal	12	4	12	6	33	
waarvan: eurogebied ⁽⁴⁾	15	4	9	5	31	

Bronnen: Druant M., S. Fabiani, G. Kezdi, A. Lamo, F. Martins en R. Sabbatini (2008), *How are firms' wages and prices linked: Survey evidence in Europe*, mimeo WDN en Du Caju Ph., E. Gautier, D. Momferatou en M. Ward-Warmedinger (2008), *Institutional features of wage bargaining in 23 EU countries, the US and Japan*, NBB, Working Paper 154.

(1) Landen gerangschikt naar het belang van de graad van koppeling van de lonen aan de inflatie. Aangezien sommige ondernemingen verscheidene methodes van aanpassing aan de inflatie hanteren, is het totaal niet noodzakelijkerwijs gelijk aan de som van de vier vormen.

(2) Resultaten gewogen op basis van de werkgelegenheid en op schaal gebracht door weglating van de ontbrekende antwoorden.

(3) Zeer laag: 1 – 25 pct., laag: 26 – 50 pct., middelmatig: 51 – 75 pct., hoog: 76 – 100 pct.

(4) Beperkt tot de tien landen waarin de enquête werd georganiseerd.

middel van een automatisch koppelingsmechanisme. In de andere helft is er geen formele regel. In de landen van het eurogebied waarvoor gegevens beschikbaar zijn, komen de automatische indexeringsmechanismen het vaakst voor. Die stelsels houden vooral rekening met de waargenomen inflatie, terwijl loonaanpassingen op basis van de verwachte inflatie minder vaak voorkomen. Er bestaan grote verschillen tussen de Europese landen, inclusief de landen die tot het eurogebied behoren. Zo worden loonaanpassingen aan het prijsverloop zeer vaak toegepast in België en Spanje: in die twee landen zijn de automatische indexeringsmechanismen het meest courant. Aan het andere uiteinde van het spectrum bevinden zich Nederland en Italië, waar het loonbeleid niet of nauwelijks gebaseerd is op het prijsverloop. In alle andere landen is er minstens een gedeeltelijke, meestal informele, koppeling van de lonen aan het prijsverloop.

Aan de hand van de resultaten van de analyse van de institutionele kenmerken van de loononderhandelingsmechanismen, kan de rol van de prijzen bij de loonvorming worden geëvalueerd. Dat onderzoek houdt ook rekening met het belang van de andere determinanten die in aanmerking worden genomen bij de onderhandelingen, zoals de arbeidsproductiviteit, het concurrentievermogen en de wijzigingen in belastingen of sociale bijdragen. Het onderzoek maakt het mogelijk om de dekkingsgraad te berekenen van de werknemers die onder een formele indexeringsclausule vallen. Volgens die bron is een dergelijk mechanisme maar in zeven landen van toepassing. De dekkingsgraad is het hoogst, dat wil zeggen hoger dan 75 pct., in België en Spanje. Hij is laag, van 26 tot 50 pct., in Slovenië en zeer gering, namelijk 25 pct. of minder, in Frankrijk, Polen, Oostenrijk en Italië. Die resultaten bevestigen de conclusies van de enquête naar de loonvorming, waarin niet enkel gepeild werd naar de formele indexeringsmechanismen, maar ook naar het ruimere concept van een loonbeleid dat rekening houdt met het inflatieverloop. Zo is er in Tsjechië, Estland, Portugal, Griekenland, Hongarije en Ierland geen indexeringsclausule van toepassing, maar komen de prijsontwikkelingen informeel aan de orde in de loononderhandelingen. In de meeste landen speelt het prijsverloop feitelijk een prominente rol, zelfs als er geen specifiek loonbeleid ter zake is.

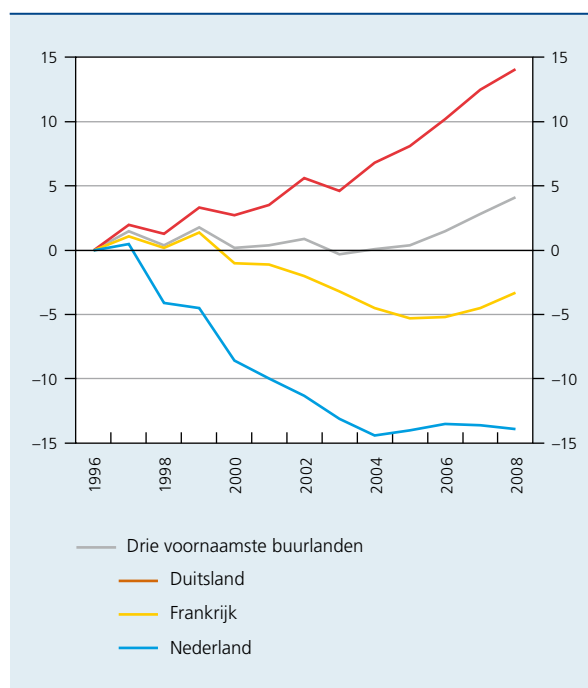
Ten slotte tonen de resultaten van de enquête naar de loonvorming aan dat de inflatie de voornaamste oorzaak is van loonaanpassingen. Terwijl 55 pct. van de bedrijven de lonen minstens eens per jaar wijzigen wegens het prijsverloop, komen loonaanpassingen als gevolg van anciënniteit of andere criteria veel minder vaak voor.

Loonkostenhandicap

De concurrentiepositie van de Belgische ondernemingen inzake kosten wordt niet bepaald door het effectieve verloop van de loonkosten in België ten opzichte van de aangenomen loonnorm *ex ante*, maar tegenover de *ex post* waargenomen wijziging voor de loonkosten opgetekend in de drie voornaamste buurlanden, namelijk Duitsland, Frankrijk en Nederland. Terwijl de uurloonkosten in België van 1996 tot 2004 nagenoeg parallel verliepen met het gemiddelde van de drie buurlanden, afgezien van enkele schommelingen in de loop van die periode, is er vervolgens een loonhandicap ontstaan: gecumuleerd sinds 1996, bedroeg hij eind 2008 4,1 pct. Die handicap is vooral toe te schrijven aan het bijzonder gematigde verloop van de loonkosten in Duitsland, waarvan de weerslag op de concurrentiepositie van de Belgische bedrijven tot 2004 gecompenseerd werd door relatief hogere loonsverhogingen in Frankrijk en vooral in Nederland. Nadien stegen de loonkosten in die twee landen nagenoeg even snel als in België, afgezien van de periode 2007-2008 voor Frankrijk waar, wellicht dankzij de versoepeling van de 35-urige werkweek, een vrij gematigd verloop werd opgetekend. In Duitsland, daarentegen, zijn de uurloonkosten trager blijven groeien, onder meer wegens de relatief dynamische

GRAFIEK 44 UURLOONKOSTENHANDICAP VAN DE BELGISCHE ONDERNEMINGEN VOLGENS DE CRB

(procentuele verschillen met het indexcijfer voor de drie voornaamste buurlanden)



Bron: CRB.

creatie van laagbetaalde banen (*mini-jobs*) in het kader van de in dat land uitgevoerde hervormingen om de arbeidsmarkt performanter te maken (*Hartz*-hervormingen, voor nadere informatie ter zake, zie Kader 2 van het Verslag 2004), wat de loonhandicap in het nadeel van de Belgische ondernemingen heeft doen toenemen.

Op basis van het verwachte verloop in de drie voornaamste buurlanden, raamde de CRB in zijn Technisch Verslag van 4 november 2008 de beschikbare marge voor de stijging van de nominale uurloonkosten tijdens de periode 2009-2010 op 5,1 pct. Ondanks de verwachte daling van de inflatie, gaat de CRB uit van de veronderstelling dat de gemiddelde indexeringen gedurende die periode van dezelfde orde van grootte zullen zijn, gelet, zoals hiervoor uiteengezet, op het vertragingseffect dat van 2008 tot 2009 wordt uitgeoefend door de bestaande indexeringsmechanismen.

In het akkoord dat op 22 december laatstleden werd gesloten met het oog op de onderhandelingen op het niveau van de sectoren en de ondernemingen voor de periode 2009-2010, zijn de sociale partners overeengekomen de maximale onderhandelingsruimte vast te

stellen op een bedrag, op kruissnelheid, van 250 euro per werknemer zonder bijkomende lasten voor de werkgever, en zulks bovenop de indexeringen en de baremaverhogingen. Voor het jaar 2009 mag maximum 125 euro worden toegekend, wat in mindering kan worden gebracht van het voornoemde bedrag of eenmalig kan worden toegestaan. Voorts zijn de sociale partners het eens geworden over een vereenvoudiging van de banenplannen, voornamelijk door de ontmanteling van de maatregelen ten gunste van de doelgroepen, om de structurele vermindering van de bijdragen te intensiveren en met name die voor de lage lonen. De regering heeft die hervorming van de banenplannen goedgekeurd. Ze heeft tevens gevolg gegeven aan het verzoek van de sociale partners tot het verhogen van de algemene gedeeltelijke vrijstelling van de storting van de bedrijfsvoorheffing – op 1 juni 2009 wordt ze opgetrokken van 0,25 tot 0,75 pct. van het brutoloon en vervolgens vanaf 1 januari 2010 tot 1 pct. –, de vermindering van de lasten op ploegenarbeid en nachtwerk – waarvoor het percentage zal worden opgetrokken van 10,7 tot 15,6 pct. van het brutoloon – en het verdubbelen van het plafond voor het aantal overuren die recht geven op een verlaagde bedrijfsvoorheffing van 65 tot 130 uur per kalenderjaar.



Jean Mayné, detail van een ontwerp voor een niet-gerealiseerd biljet van 1000 frank, Oost-Indische inkt en waterverf, zonder datum (rond 1910), verzameling Nationale Bank van België

Prijzen

5.

5.1 Overzicht

De aan de hand van de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP) gemeten inflatie is gestegen van 1,8 pct. in 2007 tot 4,5 pct. Zo liet België, na Slovenië en Malta, een van de hoogste inflatiecijfers van het eurogebied optekenen, waar de inflatie tijdens het verslagjaar gemiddeld 3,3 pct. beliep. Zowel in België als in de rest van het eurogebied trok de inflatie vanaf medio 2007 fors aan, tot respectievelijk 5,9 en 4 pct. in juli 2008. Dergelijke inflatiecijfers waren sedert het midden van de jaren tachtig niet meer voorgekomen. Tijdens de tweede helft van het jaar liep de inflatie evenwel duidelijk terug: in december kwam ze in België uit op 2,7 pct. en in het eurogebied op 1,6 pct. Zowel de krachtige inflatieversnelling als de scherpe daling ervan in de tweede helft van het verslagjaar

zijn in hoge mate toe te schrijven aan het prijsverloop van ruwe aardolie en voedingsgrondstoffen.

In de lijn van zijn monetaire-beleidsoriëntatie heeft het Eurosysteem tot doel prijsstabiliteit te handhaven in het eurogebied in zijn geheel. Het stemt zijn beleid daarbij af op de macro-economische situatie van de hele muntunie, zonder rekening te houden met de inflatieverschillen die tussen de lidstaten zouden kunnen voorkomen. Het Eurosysteem beschikt immers over geen enkel instrument om eventuele verschillen te reduceren. Het zijn dan ook de lidstaten waar de prijsstijging fors afwijkt van het gemiddelde van het eurogebied die moeten uitmaken in welke mate die verschillen ongewenst zijn en, indien nodig, de passende maatregelen moeten nemen. Een dergelijke analyse is zeker raadzaam in het geval van

TABEL 27 GEHARMONISEERDE CONSUMPTIEPRIJSINDEX VOOR BELGIË
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)

	Totaal	p.m. Eurogebied							p.m. Gezondheidsindex ⁽³⁾
			Energie- dragers	Niet- bewerkte levens- middelen ⁽¹⁾	Onder- liggende inflatie- tendens ⁽²⁾	Bewerkte levens- middelen	Niet- energetische industriële goederen	Diensten	
2002	1,6	2,2	-3,6	3,2	2,1	1,5	1,7	2,6	1,8
2003	1,5	2,1	0,2	1,7	1,7	2,8	1,0	1,9	1,5
2004	1,9	2,1	6,6	0,9	1,4	2,2	0,3	2,1	1,6
2005	2,5	2,2	12,7	1,7	1,4	2,0	0,3	2,1	2,2
2006	2,3	2,2	7,3	3,3	1,6	2,1	0,9	2,1	1,8
2007	1,8	2,1	0,2	3,0	1,9	4,7	0,9	1,9	1,8
2008	4,5	3,3	19,8	2,8	2,7	7,8	1,3	2,3	4,2
p.m. 2008, eurogebied ...			10,3	3,5	2,4	6,1	0,8	2,6	-

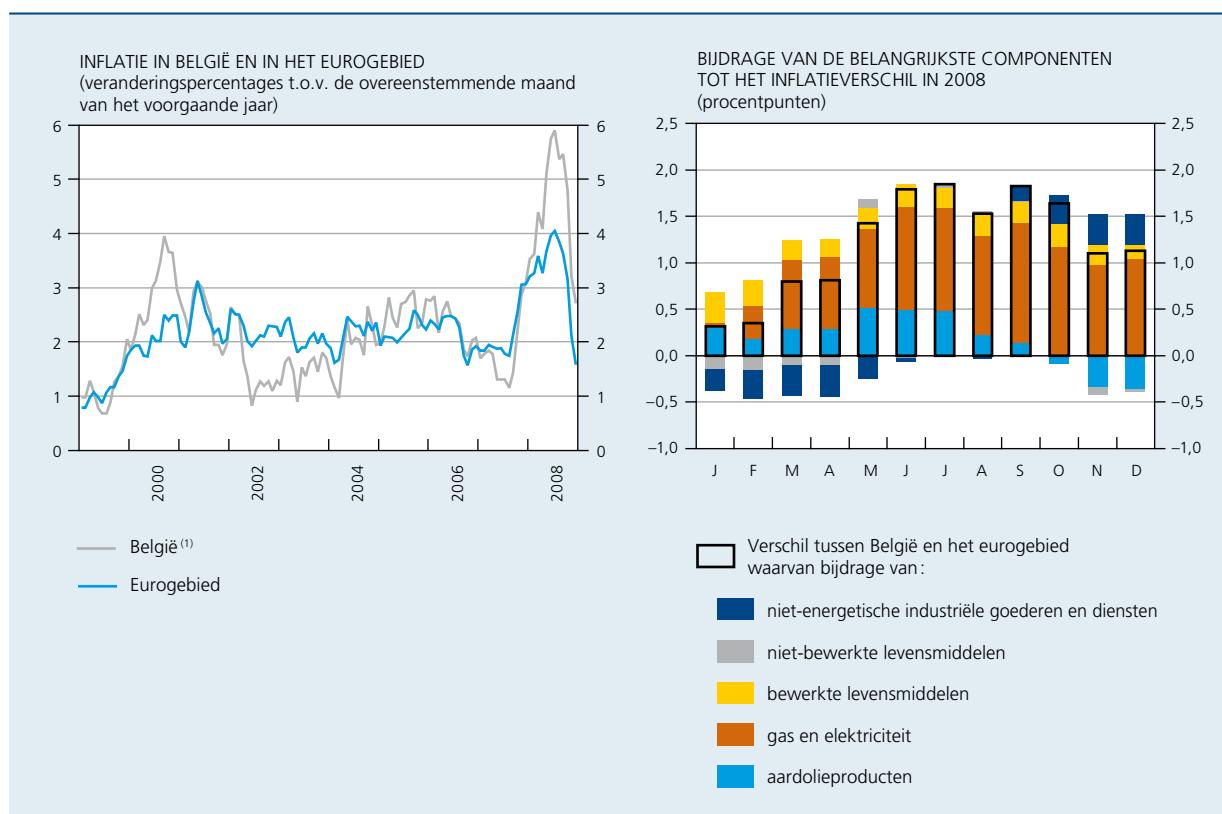
Bronnen: EC, ADSEI.

(1) Fruit, groenten, vlees en vis.

(2) Gemeten aan de hand van de HICP, ongerekend de niet-bewerkte levensmiddelen en energiedragers.

(3) Nationale consumptieprijsindex, ongerekend de producten die schadelijk worden geacht voor de gezondheid, namelijk tabak, alcoholhoudende dranken, benzine en diesel.

GRAFIEK 45 INFLATIEVERSCHIL TUSSEN BELGIË EN HET EUROGEBIED



Bronnen : EC, NBB.

(1) Ongerekend het geraamde effect, in januari en juli 2000, van de opnemng van de koopjes in de HICP vanaf 2000.

België, aangezien het inflatieverschil ten opzichte van het eurogebied in 2008 gemiddeld 1,2 procentpunt heeft bedragen. Sedert 1999 werden reeds significante, doch minder grote ecarts opgetekend, zonder dat de inflatie in België daarom de neiging vertoonde constant hoger uit te komen dan die in het eurogebied: tijdens de eerste negen levensjaren van de monetaire unie beliep de inflatie in België gemiddeld beschouwd immers 2 pct., tegen 2,1 pct. in het eurogebied.

Een analyse van de bijdrage die de voornaamste HICP-componenten leveren tot het inflatieverschil met het eurogebied, leidt tot twee belangrijke vaststellingen.

Eenzijds is dat verschil grotendeels, en initieel zelfs integraal, toe te schrijven aan de grotere bijdrage die aardolieproducten, gas en elektriciteit alsook bewerkte levensmiddelen – samen goed voor ongeveer een kwart van de consumptieve bestedingen – tot de Belgische inflatie hebben geleverd. Het gaat daarbij precies om de producten waarvoor de energetische en de voedingsgrondstoffen een belangrijke intermediaire *input* vormen. Zowel de aard van deze producten als de snelheid waarmee zij ten

opzichte van het eurogebied een positief inflatie-ecart hebben laten optekenen, wijst erop dat de automatische loonindexering in België in dat opzicht slechts een ondergeschikte rol heeft gespeeld. Er mag immers worden van uitgegaan dat de prijsstijgingen voor energetische en voedingsgrondstoffen via dat kanaal slechts geleidelijker doorwerken en veeleer andere inflatiecomponenten beïnvloeden, inzonderheid de diensten waar de loonkosten het zwaarst wegen in de totale kosten. Het inflatieverschil met het eurogebied doet dan ook in de eerste plaats vragen rijzen over de prijsvorming in de voedings- en energietakken, ook al is de positieve bijdrage die deze productcategorieën, en vooral die van de aardolieproducten, tot de inflatie leveren, aan het einde van het verslagjaar – toen de grondstoffenprijzen kelderden – beginnen te verminderen. Met name voor gas en elektriciteit lijken de marktmechanismen onvoldoende te werken en lijkt de effectieve concurrentiegraad laag, ondanks de volledige liberalisering van het residentiële marktsegment. Om een duidelijker inzicht te verwerven in de prijsvorming in België, heeft de regering de oprichting aangekondigd van een Prijsobservatorium binnen het Instituut voor de Nationale Rekeningen. Het wetgevingsproces met betrekking tot

het effectief opzetten van dat Observatorium zou begin 2009 moeten worden afgerond.

Anderzijds is het prijsstijgingstempo van de niet-energetische industriële goederen en, meer nog, dat van de diensten in 2008 versneld, in België nog sterker dan in het eurogebied. Vanaf september leverden deze productcategorieën een positieve bijdrage tot het inflatieverschil met het eurogebied, terwijl hun bijdrage tijdens het eerste halfjaar negatief was. De in de tweede helft van 2007 en in de eerste helft van 2008 opgetekende inflatieversnelling lijkt zich dus in België méér dan in het eurogebied te hebben uitgebreid naar andere productcategorieën, wat kan wijzen op sterkere afgeleide effecten, zowel indirecte effecten als tweederonde-effecten. In België is het risico op deze laatste hoger vanwege de indexeringspraktijken, die er veel meer gangbaar zijn dan in de andere landen, niet alleen bij de loonvorming maar ook bij de eigenlijke prijszetting. Vanuit het oogpunt van het monetaire beleid moeten tweederonde-effecten worden vermeden aangezien zij de prijsstabiliteit op het spel kunnen zetten door prijs-loonspiralen op gang te brengen en door de middellange- en lange-termijnverankering van de inflatieverwachtingen in het gedrang te brengen. Op het niveau van de lidstaten van de monetaire unie kunnen zij bovendien persistente inflatieverschillen genereren die neerkomen op een reële appreciatie ten opzichte van de rest van het eurogebied en, bijgevolg, over het algemeen, op een verlies aan concurrentiekracht.

5.2 Factoren aan de basis van de inflatieopstoot en -terugval

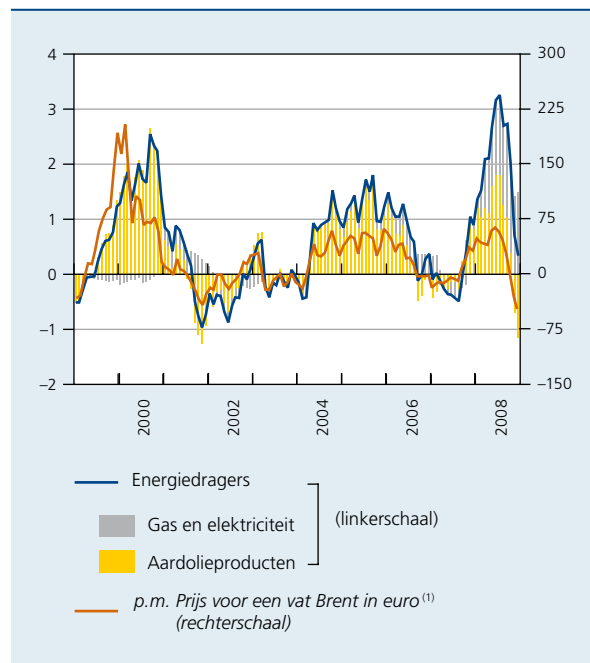
Energiedragers

Het inflatieverloop werd tijdens het verslagjaar sterk bepaald door de prijsontwikkeling van de energiedragers. Medio 2008 was de bijdrage van deze producten tot de inflatie opgelopen tot ruim 3 procentpunten, maar tijdens de tweede helft van het jaar liep ze terug tot 0,3 procentpunt in december. Vooral onder impuls van het prijsverloop voor aardolieproducten is deze bijdrage tot de inflatie aan het einde van het verslagjaar afgenomen, parallel met de daling van de prijs voor ruwe aardolie. Immers, terwijl de consumptieprijzen voor aardolieproducten nagenoeg onmiddellijk reageren op schommelingen van de noteringen op de internationale markten, is er een minder direct verband met de consumptieprijzen voor gas en elektriciteit.

Dat de energiedragers in België een grotere bijdrage leveren aan de inflatie dan in het eurogebied – gemiddeld 1,1 procentpunt tijdens het verslagjaar – is gedeeltelijk

GRAFIEK 46 ENERGIEDRAGERS

(bijdrage tot de inflatie; procentpunten, tenzij anders vermeld)



Bronnen: EC, Thomson Financial Datastream, NBB.

(1) Veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende maand van het voorgaande jaar.

te verklaren door de belangrijkere plaats die ze innemen in het Belgische bestedingspatroon. Deze producten vertegenwoordigen immers bijna 11 pct. van de Belgische consumptieprijsindex. Aardolieproducten (benzine, diesel en stookolie) vertegenwoordigen iets meer dan de helft van dit percentage, gas en elektriciteit respectievelijk een vierde en een vijfde. Als gevolg van een hogere weging voor stookolie en gas, ligt het totale gewicht van de energiedragers in België ruim 1 procentpunt hoger dan in het eurogebied. Voorts houdt de grotere gevoeligheid van de Belgische inflatie voor het prijsverloop van de energiedragers ook verband met het feit dat dit verloop in België meer uitgesproken was dan in het eurogebied, zoals hierna meer in detail wordt toegelicht.

De ontwikkeling van de consumptieprijzen voor aardolieproducten wordt in belangrijke mate bepaald door het prijsverloop van de overeenkomstige geraffineerde producten op de internationale markten, dat op zijn beurt is terug te voeren op de schommelingen van de prijs voor ruwe aardolie, enerzijds, en die van de raffinagemarges van de verschillende producten anderzijds. Al met al is de gemiddelde, in VS-dollar uitgedrukte bruto raffinagemarge – berekend als het gewogen gemiddelde van de marges van iedere productcategorie die in de raffinaderij wordt verwerkt – meer dan vervijfvoudigd sedert 2002.

TABEL 28 GEWICHT VAN DE ENERGIEDRAGERS
IN DE HICP IN 2008
(procenten)

	België	Eurogebied
Aardolieproducten	6,0	5,5
Motorbrandstoffen	4,5	4,6
waarvan:		
Benzine	2,2	n.
Diesel	2,1	n.
Stookolie	1,5	0,9
Andere energiedragers	4,8	4,3
Gas	2,6	1,5
Elektriciteit	2,2	2,2
Andere	0,1	0,6
Totaal	10,9	9,8

Bronnen: EC, ADSEI

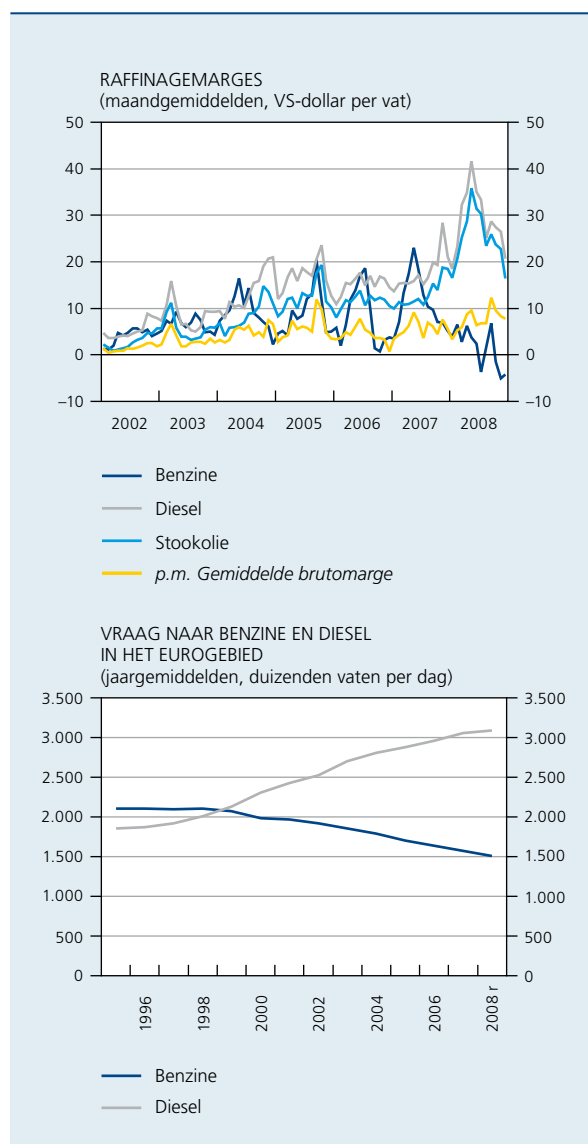
Deze opwaartse tendens heeft vooral te maken met het feit dat het verbruik van aardolie door de raffinaderijen zelf in het transformatieproces zowat de helft van de raffinagekosten uitmaakt. Een andere factor die bijdroeg tot de druk op de raffinagemarge was de verzadiging van de raffinagecapaciteit in het licht van de uiterst krachtige mondiale vraag. In die omstandigheden heeft elke gebeurtenis die de raffinagecapaciteit beperkt, ook al is het maar tijdelijk, onmiddellijk een aanzienlijk prijseffect. Dat was het geval bij de invasie in Irak (begin 2003), de orkanen Katrina en Rita (2005) en, meer recent, de staking in een Schotse raffinaderij (voorjaar 2008). Bovendien werden de milieutechnische vereisten, bijvoorbeeld inzake het zwavelgehalte, evenals de kwaliteitsvereisten de afgelopen jaren steeds stringenter, wat leidde tot een kostenstijging in de raffinage.

Met betrekking tot de raffinagemarge van de aardolieproducten die relevant zijn voor de consumptieprijzen, valt op dat de marge voor diesel en stookolie de jongste jaren een opwaartse tendens vertoonde, terwijl de marge voor benzine terugliep en aan het einde van de periode zelfs negatief werd. Diesel en stookolie zijn op de internationale markten derhalve systematisch duurder geworden dan benzine, wat vroeger niet het geval was. Dat heeft te maken met aanzienlijke veranderingen van de relatieve vraag ten voordele van diesel en stookolie, terwijl, aan de aanbodzijde, het productievermogen slechts weinig moduleerbaar is. Gemiddeld haalt een typische Europese raffinaderij uit een vat ruwe aardolie immers 35 pct. gasolie (diesel en stookolie), 20 pct. benzine, 16 pct. zware

gasolie, 7 pct. kerosine, 2 pct. LPG en 13 pct. andere derivaten. Bovendien wordt nog 1 pct. omgezet in elektriciteit en is er 6 pct. nodig voor het raffinageproces zelf. Bij een inelastisch aanbod leidt elke verschuiving in de relatieve vraag naar de verschillende producten tot een significante aanpassing van de relatieve prijs ervan.

Op wereldschaal is de vraag naar gasolie fors omhooggegaan onder impuls van de snelgroeiende Aziatische landen, China in het bijzonder. Tijdens het verslagjaar droegen de overstromingen in China bij tot een tijdelijke extra opstoot van de vraag naar gasolie, om de elektriciteitsvoorziening in de getroffen regio te kunnen garanderen. De vraag naar diesel, van haar kant, steeg

GRAFIEK 47 GERAFFINEERDE AARDOLIEPRODUCTEN



Bronnen: EC, OESO, Thomson Financial Datastream, DIREM, ADE.

niet enkel als gevolg van de aanhoudende groei van het goederenvervoer over de weg, maar ook omdat het aantal dieselwagens in Europa sterk is toegenomen. Het geringere verbruik van dieselmotoren, alsook de vaak gunstigere fiscale behandeling van deze brandstof liggen daaraan ten grondslag. De vraag naar benzine liep tijdens het verslagjaar sterk terug in de Verenigde Staten, zowel als gevolg van de prijsstijging voor dit product als door de economische crisis.

Gelet op het internationale karakter van de schommelingen van de prijs van ruwe aardolie, alsook van de relatieve ontwikkelingen in de raffinagemarges van de diverse afgeleide producten, kan in principe een symmetrisch effect op de inflatie in de verschillende economieën worden verwacht. Er treden evenwel verschillen op naargelang van de wisselkoersbewegingen ten opzichte van de Amerikaanse dollar, die de munt is waarin de aardolieprijzen op de internationale markten zijn uitgedrukt. De appreciatie van de euro ten opzichte van de dollar heeft aldus het inflatoire effect in het eurogebied getemperd. Bovendien kunnen verschillen tussen de landen van het eurogebied ontstaan, aangezien de prijselasticiteit van de consumptieprijzen voor schommelingen in de prijzen van de geraffineerde producten op de internationale markten groter is in landen waar de accijnzen lager zijn, alsook omdat de uiteindelijke weerslag op de inflatie eveneens afhangt van het gewicht van ieder product in de consumptiekorf. Beide factoren zijn belangrijk om te begrijpen waarom België zich onderscheidde ten opzichte van de rest van het eurogebied, gelet op de lagere accijnzen op aardolieproducten en het hogere peil van de consumptie ervan. De impact van die verschillen is des te signifikanter omdat deze precies betrekking hebben op de producten waarvoor de noteringen op de internationale markten het sterkst zijn gestegen, namelijk diesel en stookolie. Kader 10, dat deze factoren nader toelicht, schetst eveneens de rol die het programmacontract speelt in de grotere gevoeligheid van de Belgische inflatie voor schommelingen in de prijs van aardolieproducten. Die grotere gevoeligheid is evenwel van symmetrische aard, in de zin dat ze het inflatieverschil met het eurogebied zowel opwaarts als neerwaarts beïnvloedt, zoals dat respectievelijk het geval is geweest in de eerste helft van 2008 en aan het einde van het verslagjaar, toen de prijzen voor aardolieproducten zijn gestegen en vervolgens gedaald.

Behalve door de internationale-marktnoteringen, wordt het prijsverloop van de aardolieproducten beïnvloed door wijzigingen van de indirecte fiscaliteit. Eind 2007 had de federale regering besloten het omgekeerde kliksysteem te reactiveren. Krachtens dit mechanisme, dat werd ingevoerd in mei 2005, wordt elke stijging van de btw-ontvangsten als gevolg van een prijsstijging

voortvloeiende uit de toepassing van het programmacontract, volledig gecompenseerd door een verlaging van de accijnzen, voor zover de door het programmacontract vastgestelde prijzen hoger liggen dan 1,1 euro per liter voor diesel en 1,5 euro per liter voor benzine. Door de toepassing van dat mechanisme waren de accijnzen op diesel tussen juli 2005 en augustus 2006 in totaal met ongeveer 5 eurocent per liter verminderd. Op 5 december 2007 werden ze opnieuw verlaagd, zodat de door de EC vastgelegde minimumdrempel voor de accijnzen, namelijk 30,2 eurocent per liter, werd bereikt voor gemengde diesel. Verdere accijnsverlagingen waren bijgevolg niet meer mogelijk. Voor benzine, daarentegen, werd dit systeem negen maal toegepast tijdens het verslagjaar, zodat de accijnzen op dit product in totaal met 3,5 eurocent per liter zijn teruggelopen.

Dit alles heeft tot gevolg gehad dat de prijzen voor motorbrandstoffen in 2008 met gemiddeld 10,8 pct. zijn gestegen ten opzichte van 2007, terwijl stookolie gemiddeld 32 pct. duurder werd. Dankzij de forse daling van de prijs voor een vat Brent aan het einde van het jaar, lagen de prijzen voor motorbrandstoffen in december 17,1 pct. lager dan in december 2007, terwijl de prijzen van stookolie over diezelfde periode met 24,4 pct. terugliepen. De grotere schommelingen voor stookolie kunnen worden verklaard door het feit dat dit product gevoeliger is voor het verloop van de prijzen op de wereldmarkt, aangezien de accijnzen erop lager liggen.

Het prijsverloop voor aardgas en elektriciteit droeg, tijdens het verslagjaar, naar rata van gemiddeld 0,9 procentpunt bij tot het inflatieverschil met het eurogebied, wat overeenstemt met ongeveer drie vierde van het totale verschil. Hoewel deze situatie ten dele het gevolg is van de grotere consumptie van gas in België, houdt ze vooral verband met het feit dat de prijs er ook sterker steeg dan in het eurogebied. Zo gingen de prijzen voor elektriciteit in België met gemiddeld 16,5 pct. omhoog en die van aardgas met 36,5 pct., terwijl de prijsstijgingen in het eurogebied respectievelijk 5,1 pct. en 11,5 pct. beliepen.

Kader 10 – Wijkt de prijsvorming voor aardolieproducten in België af van die in de buurlanden ?

In dit kader wordt nagegaan welke factoren ten grondslag liggen aan de grotere gevoeligheid van de Belgische inflatie voor schommelingen van de noteringen van aardolieproducten op de internationale markten en in welke mate intrinsieke verschillen in de prijsvorming, bijvoorbeeld als gevolg van het in België toegepaste programmacontract, een rol spelen. Het programmacontract is een overeenkomst tussen de overheid en de petroleumsector, volgens dewelke maximumprijzen voor aardolieproducten worden bepaald aan de hand van op voorhand vastgestelde indexeringsformules, met dien verstande dat de pomphouders over de mogelijkheid beschikken lagere prijzen aan te rekenen. De mogelijke weerslag van het programmacontract kan zich op twee vlakken manifesteren. Ten eerste kan het contract de intensiteit en de snelheid van de transmissie van de impulsen vanuit de internationale markten naar de consumptieprijzen beïnvloeden, al is het *a priori* niet duidelijk in welke richting dit effect werkt. Aangezien het programmacontract bepaalt dat de consumptieprijzen pas worden aangepast indien bepaalde drempels worden overschreden, kan het enerzijds de transmissie afremmen. Daarnaast kan het werken als een soort feitelijk coördinatiemechanisme, wat dan weer de doorberekening naar de consument kan versterken. Ten tweede legt het programmacontract marges vast die de kosten van binnenlandse oorsprong moeten dekken, onder meer voor vervoer en distributie, zodat de maximumprijzen hoger liggen dan de prijzen die gelden op de internationale markten. Ook in dit geval is *a priori* niet duidelijk op welke manier het programmacontract de marges beïnvloedt.

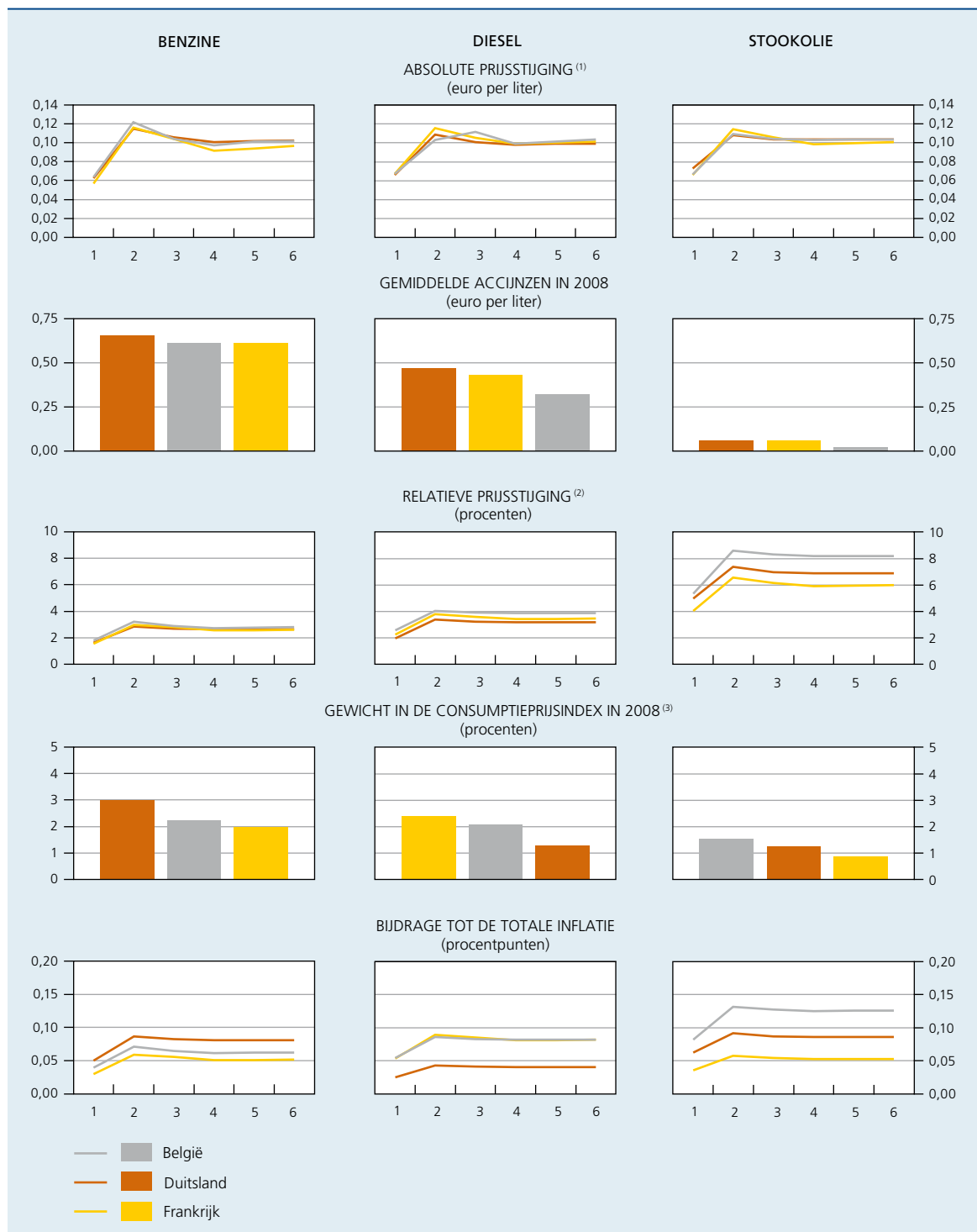
Wat de transmissie van impulsen vanuit de noteringen voor benzine, diesel en stookolie op de internationale markten betreft, blijkt uit bivariate VAR-modellen⁽¹⁾ dat, voor elke productcategorie, een stijging (daling) van de prijs van het geraffineerde product op de Rotterdam-markt met bijvoorbeeld 10 eurocent per liter ook leidt tot een gemiddelde stijging (daling) van de consumptieprijs vóór belastingen met 10 eurocent per liter, zowel in België, Duitsland als Frankrijk. Bovendien is het tijdsverloop van deze transmissie in de drie landen nagenoeg identiek: het gaat betrekkelijk snel, ook al is de transmissie na de eerste maand slechts partieel en lijkt ze tijdens de tweede en derde maand tijdelijk groter te zijn dan de oorspronkelijke impuls. Uit al deze elementen kan worden afgeleid dat de transmissie in België, zowel naar intensiteit als naar snelheid, amper afwijkt van die in Duitsland en Frankrijk, alsook dat het programmacontract in de praktijk derhalve een beperkte rol heeft gespeeld op dat vlak.

Aangezien de inflatie in de regel wordt gemeten als een procentuele in plaats van een absolute prijsverandering, werden ook soortgelijke VAR-modellen geraamd voor procentuele prijsveranderingen. Volgens die modellen zijn er wel verschillen, zowel tussen de producten als tussen de beschouwde landen. De omvang van een procentuele prijsverandering wordt immers getemperd door het peil van de accijnzen, gelet op hun forfaitaire karakter. Hogere (lagere) accijnzen leiden tot kleinere (grotere) procentuele veranderingen in het indexcijfer van de consumptieprijzen, inclusief belastingen. Daardoor is de procentuele toename van de consumptieprijs als gevolg van een prijsstijging met 10 pct. van het geraffineerde product op de internationale markten, in alle landen het geringst voor benzine, waarop overal de hoogste accijnzen worden geheven en het grootst voor stookolie, omdat de accijnzen daarop overal het laagst zijn. Bovendien blijken er tussen de drie landen verschillen op te treden als gevolg van het uiteenlopende niveau van de accijnzen: doordat de accijnzen op diesel en stookolie in België lager zijn dan in Frankrijk en Duitsland, is de omvang van een procentuele prijsverandering voor die producten het grootst in België, hoewel de absolute prijsverandering zo goed als identiek is. De lagere accijnzen in België leiden dus tot lagere prijzen, maar tot een grotere gevoeligheid van de inflatie voor schommelingen van de internationale-marktnoteringen voor aardolieproducten.

(1) *Vector Autoregression Models (VAR)* die aan de hand van maandgegevens de dynamische relatie tussen de noteringen van de geraffineerde producten op de Rotterdam-markt en de respectieve consumptieprijzen vóór belastingen in België, Frankrijk en Duitsland ramen voor de periode van januari 1999 tot juni 2008.

IMPULS-RESPONSFUNCTIES VAN DE CONSUMPTIEPRIJZEN VAN DE AARDOLIEPRODUCTEN EN DE INFLATIE ALS GEVOLG VAN DE SCHOMMELINGEN IN DE NOTERINGEN VOOR AARDOLIEPRODUCTEN OP DE INTERNATIONALE MARKTEN

(ecart ten opzichte van het basisniveau (waardeas) van een tot zes maanden na de impuls, tenzij anders vermeld)



Bronnen : EC, DESTATIS, INSEE, ADSEI, ECB, NBB.

(1) Stijging van de prijzen van de geraffineerde aardolieproducten met 10 eurocent per liter.

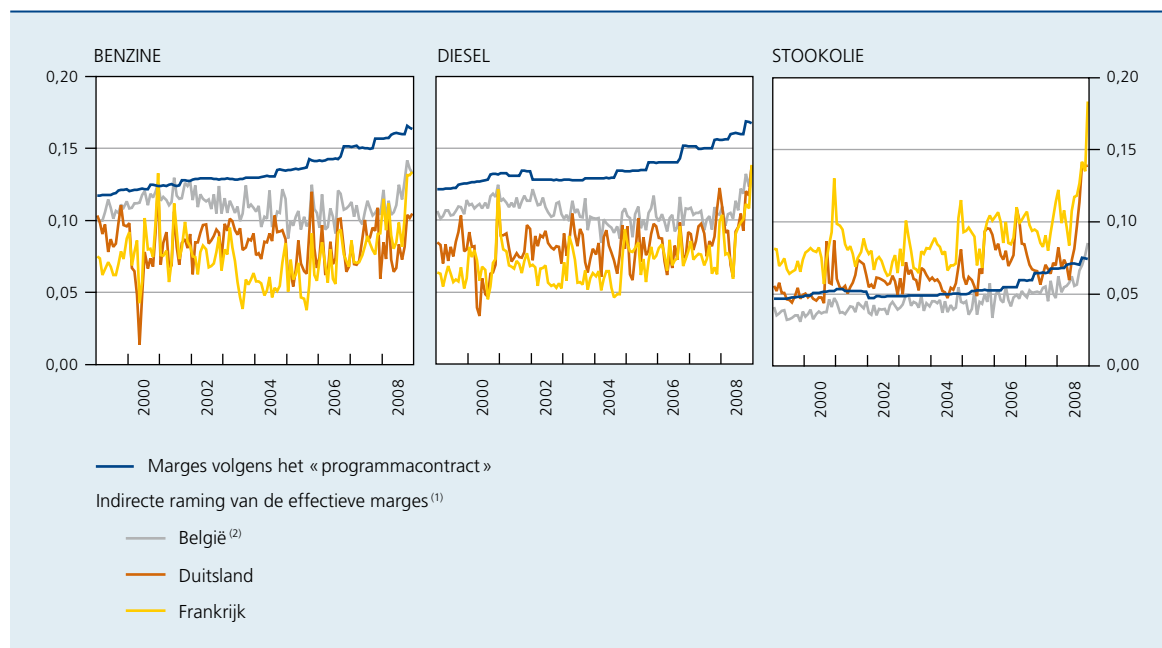
(2) Stijging van de prijzen van de geraffineerde aardolieproducten met 10 pct.

(3) De gewichten van benzine en diesel werden geraamd aan de hand van gedetailleerde gegevens afkomstig van de respectieve nationale consumptieprijsindexen.

Voorts kan het uiteenlopende consumptiepatroon eveneens bijdragen tot een versterking van de verschillen tussen de landen. Zo wordt in België aanzienlijk meer stookolie verbruikt dan in de buurlanden en de respectieve samenstelling van de HICP in de beschouwde landen weerspiegelt dit uiteenlopende consumptiepatroon. In België is de inflatie dus gevoeliger voor het prijsverloop van dit product, temeer daar reeds werd geconstateerd dat de procentuele respons hierop verhoudingsgewijs groter is. Wanneer de resultaten van de VAR-oefening gecombineerd worden met de wegingen van de verschillende producten in de consumptieprijsindex, dan blijkt dat een stijging (daling) van de prijzen van de geraffineerde producten op de internationale markten met 10 pct., de inflatie in België naar rata van 0,27 procentpunt beïnvloedt, tegen gemiddeld slechts 0,2 procentpunt in Frankrijk en in Duitsland. Elke stijging (daling) met 10 pct. leidt dus tot een positief (negatief) inflatieverschil van bijna 0,1 procentpunt ten opzichte van Duitsland en Frankrijk, die bijna de helft van de HICP van het eurogebied uitmaken. Aangezien de gemiddelde prijsstijging in euro van de geraffineerde producten tijdens het verslagjaar zowat 25 pct. bedroeg, hoeft het niet te verbazen dat de gemiddelde bijdrage van de aardolieproducten aan de inflatie in België in 2008 zowat 0,2 procentpunt hoger lag dan in het eurogebied. Dat die grotere gevoeligheid symmetrisch van aard is, blijkt duidelijk uit het feit dat de aardolieproducten vanaf oktober een negatieve bijdrage leverden aan het inflatieverschil met het eurogebied.

MAATSTAVEN VAN DE KOSTEN VAN BINNENLANDSE OORSPRONG VOOR AARDOLIEPRODUCTEN

(euro per liter)



Bronnen : EC, ADE, NBB.

(1) Benaderd aan de hand van het verschil tussen de finale prijs vóór belastingen en de prijs van het geraffineerde product.

(2) Met uitzondering van de kosten voor de verplichte opslag en de bijdragen aan het Fonds voor Bodemsanering en het Sociaal Stookoliefonds.

Het programmacontract regelt niet enkel de transmissie van de wereldmarktprijzen naar de consumptieprijsen voor aardolieproducten, maar bepaalt, zoals eerder reeds aangegeven, eveneens de marges die geacht worden de kosten van binnenlandse oorsprong te dekken. Die marges worden twee keer per jaar aangepast, onder meer aan het verloop van het uurloon per werknemer in de petroleumsector, het verloop van de prijsindex voor de industriële productie, de renteschommelingen en de veranderingen van de maximumprijzen. Het principe van de automatische indexering van de marges plaatst de bovenvermelde sector in een comfortabele situatie. In december

2008 beliepen de in het programmacontract vastgestelde marges zowat 16 eurocent per liter voor benzine en diesel en 7 eurocent voor stookolie. Vergeleken met de in Frankrijk en Duitsland toegepaste marges, die kunnen worden benaderd aan de hand van het verschil tussen de consumptieprijs vóór belastingen en de overeenkomstige prijs voor het geraffineerde product op de internationale markten, lijken de in het programmacontract omschreven marges ruim bemeten voor benzine en diesel, maar niet voor stookolie. De jongste jaren zijn de marges sterk gestegen, onder meer als gevolg van hun indexering aan de hand van de industriële-producentenprijzen en de maximumprijzen zelf. Daarbij mag evenwel niet uit het oog worden verloren dat de prijzen aan de pomp lager kunnen zijn dan de maximumprijzen, zodat de eigenlijke marges in België, wanneer ze worden berekend op basis van de werkelijk betaalde prijzen, aanzienlijk minder groot zijn dan in het programmacontract wordt bepaald, vooral tijdens de afgelopen jaren, toen de pomphouders steeds meer kortingen toekenden. Zelfs volgens die berekening blijven de marges voor diesel en benzine in België niettemin hoger dan in Frankrijk en in Duitsland. Voor stookolie zijn ze daarentegen relatief gering.

Wat betreft de transmissie van schommelingen in de internationale noteringen van aardolieproducten, blijkt dus dat de grotere gevoeligheid van de Belgische inflatie vooral is terug te voeren op het lagere niveau van de accijnzen op deze producten en het grotere aandeel ervan in de Belgische consumptie. Dit wijst erop dat het programmacontract een al bij al beperkte rol speelt in dit proces. Tot slot is de marge die wordt toegepast voor benzine en diesel relatief ruim bemeten. Voor stookolie geldt daarentegen het omgekeerde, mogelijk als gevolg van een zekere kruissubsidiëring tussen de verschillende producten waarop het programmacontract van toepassing is.

Sinds januari 2007 is het residentiële segment van de gas- en elektriciteitsmarkt in België volledig geliberaliseerd. Zowel voor gas als voor elektriciteit zijn dan ook verschillende leveranciers actief en zij kunnen hun prijs naar eigen goeddunken bepalen. Grotendeels voortbouwend op de prijsvorming op de vroeger gereguleerde markt, hanteren de meeste leveranciers tarifieringsformules waarbij de prijzen iedere maand automatisch worden aangepast aan de hand van, enerzijds, een index die geacht wordt het prijsverloop van de energetische component van aardgas en elektriciteit weer te geven en, anderzijds, een indexcijfer dat de ontwikkeling moet weerspiegelen van de niet-energetische kosten die aan de productie en levering van aardgas en elektriciteit verbonden zijn. Het staat de verschillende leveranciers vrij de referentie-indexen zelf te kiezen en de parameters voor hun tarifieringsformules te bepalen. In principe worden deze formules voor een lange periode vastgelegd, maar de leveranciers kunnen ze aanpassen wanneer ze dat willen. In het recente verleden zijn sommige leveranciers ook begonnen met het aanbieden van aardgas en elektriciteit tegen prijzen die gedurende een bepaalde periode vastliggen, ongeacht het verloop van de onderliggende kostenfactoren. Een dergelijke prijszetting is evenwel veel minder gebruikelijk dan die met automatisch aanpasbare prijzen. Hoewel de voorgestelde tarifieringsformules kunnen worden geraadpleegd op de websites van de leveranciers, is de interpretatie of de inschatting van de implicaties ervan niet eenvoudig

voor de consument. De informatie is immers relatief technisch en het ontbreken van een lange reeks historische gegevens voor alle gebruikte referentie-indexen maakt het voor de gebruiker moeilijk de intrinsieke volatiliteit ervan te beoordelen. Bovendien is de keuze van de gebruikte referentie-indices nergens duidelijk gemotiveerd en worden de elementen aan de basis van de kalibratie van de parameters evenmin voldoende toegelicht. De gebruiker kan echter wel terecht op de websites van de respectieve regionale regulatoren voor een vergelijking van de op dat ogenblik geldende prijzen. Een historisch overzicht van dergelijke prijsvergelijkingen is echter niet altijd beschikbaar. Bovenop de prijzen die de leveranciers aanrekenen voor gas en elektriciteit komen nog de transportkosten en de distributietarieven. Omdat in dit marktsegment nog steeds een monopolie geldt, wordt dat gedeelte van de factuur gecontroleerd door de Commissie voor de Regulering van de Elektriciteit en het Gas (CREG). Ten slotte omvatten de consumptieprijsen voor gas en elektriciteit eveneens de btw en een reeks specifieke belastingen en heffingen.

Tijdens het verslagjaar speelden vooral het verloop van de indices met betrekking tot de kosten van de eigenlijke energetische component evenals de transport- en distributietarieven een bepalende rol. Toch leverde ook de ontwikkeling van de indices die het verloop van de niet-energetische kosten meten een zekere bijdrage,

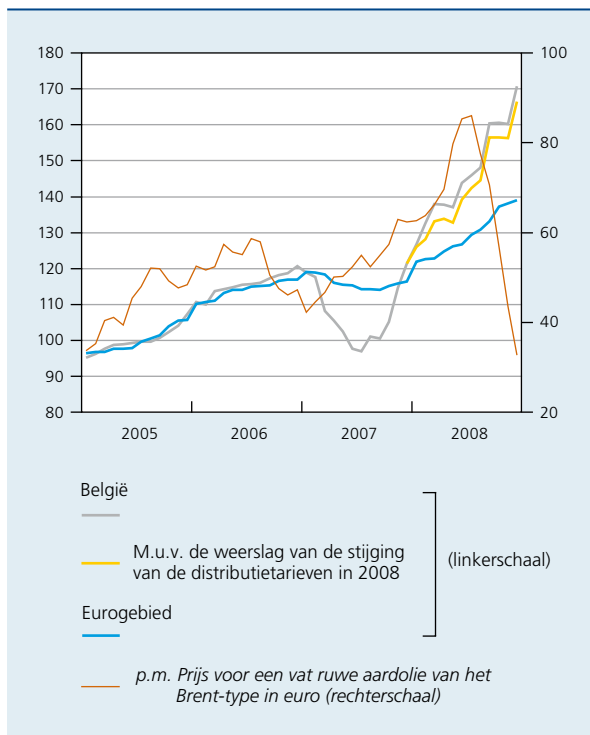
terwijl de rol van fiscale en andere heffingen zo goed als neutraal was.

Wat de energetische component van de consumptieprijs voor aardgas betreft, voorzien alle indexeringsformules in een prijsaanpassing op basis van het enigszins vertraagde en afgevlakte verloop van de noteringen voor stookolie en, nieuw sedert begin 2007, op basis van de ontwikkeling van de spotmarktprijs voor gas, namelijk de referentieprijs voor aardgas in Zeebrugge. Het in aanmerking nemen van de spotprijs versnelt de transmissie van de prijschommelingen van de energetische grondstoffen naar de consumptieprijs voor aardgas en maakt deze laatste bovendien volatieler. Vóór 2007 hield de referentie-index voor de energetische component immers geen rekening met de spotprijs voor aardgas, maar volgde hij het verloop van een voortschrijdend gemiddelde van prijzen van aardolieproducten. Daardoor is de consumptieprijs voor aardgas in België tijdens de eerste helft van 2007 in eerste instantie veel forser teruggelopen dan in het eurogebied, tegen de achtergrond van de tijdelijke daling van de prijs voor ruwe aardolie en de referentieprijs voor aardgas in Zeebrugge. Doordat deze beide prijzen vervolgens opnieuw fors aantrokken tot medio 2008, is de consumptieprijs voor gas in

België veel sneller gestegen dan in het eurogebied. Die opwaartse beweging werd nog in de hand gewerkt doordat de grootste gasleverancier in oktober 2007 een van de parameters in de referentie-index van de energetische kosten had gewijzigd. Als gevolg van de ineenstorting van de aardgasprijs begin 2007, had deze leverancier immers besloten om de constante term in de bewuste indexeringsformule te verhogen. Die herziening van de tarifieringsformule werd gevolgd door soortgelijke aanpassingen door de overige leveranciers, zij het in geringere mate. Dit leidde tot een prijsstijging die als permanent mag worden beschouwd, ongeacht hoeveel de aardolieprijs of de referentieprijs voor aardgas in Zeebrugge in de toekomst zal bedragen. Een en ander beperkt derhalve het neerwaartse potentieel van de consumptieprijs voor aardgas, ook al zou de daling van zowel de aardolieprijs als de referentieprijs voor aardgas in Zeebrugge tijdens de laatste maanden van het verslagjaar een sterkere impact moeten uitoefenen op de consumptieprijs in België dan in het eurogebied. Rekening houdend met de gebruikelijke vertraging tussen het verloop van de aardolieprijzen en die van gas, zouden die dalingen echter slechts vanaf maart 2009 in de prijsindex tot uiting moeten komen. Bij gebrek aan een duidelijke en transparante motivering van de gebruikte formules, blijft het bovendien de vraag welke economische factor ten grondslag ligt aan de grotere variabiliteit van de consumptieprijs voor aardgas, zowel in vergelijking met de periode vóór 2007 als in vergelijking met het eurogebied.

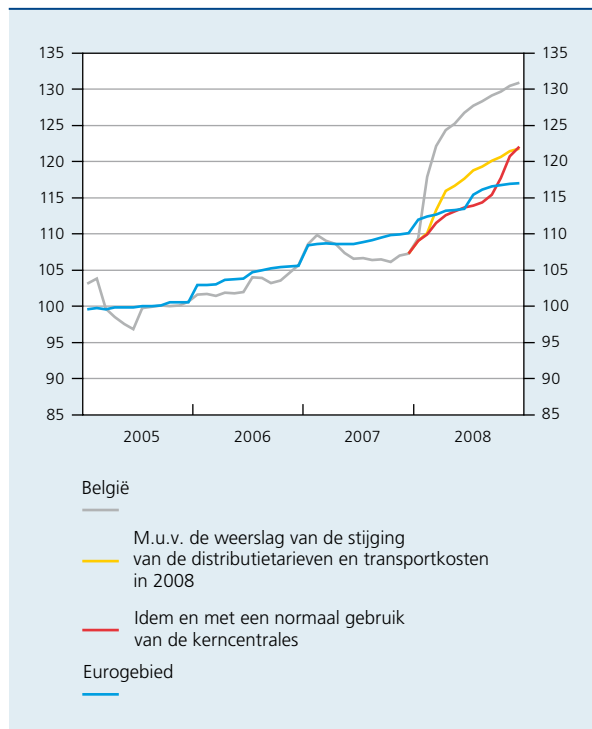
Ook de prijsstijging van elektriciteit vloeit voornamelijk voort uit de stijging van de referentie-index die wordt gehanteerd om het kostenverloop van de eigenlijke energetische component weer te geven. Gelet op het grotere belang van de niet-energetische kosten voor de productie van elektriciteit, is de impact van deze index echter beperkter dan in het geval van aardgas. De referentie-index voor de energetische kosten van elektriciteit ging fors de hoogte in, omdat hij met enkele maanden vertraging het verloop van de noteringen van gasolie, aardgas en steenkool volgt. De stijging van de elektriciteitsprijs als gevolg van deze toename was nog groter omdat het gewicht van deze energiebronnen in de indexeringsformules in 2008 tijdelijk werd vergroot om rekening te houden met de geringere bezettingsgraad van het nucleaire park in België wegens onderhoudswerken in de kerncentrales. In dergelijke omstandigheden bepaalt de toegepaste indexeringsformule immers dat de wegingen van de andere energetische deelindices automatisch worden verhoogd. Net als bij gas, is het ook bij elektriciteit moeilijk te achterhalen of de toegepaste indexeringsformules volledig overeenstemmen met het werkelijke verloop van de onderliggende kostenfactoren.

GRAFIEK 48 CONSUMPTIEPRIJZEN VOOR GAS
(indexcijfer 2005 = 100, tenzij anders vermeld)



Bronnen: EC, ADSEI, NBB.

GRAFIEK 49 CONSUMPTIEPRIJZEN VOOR ELEKTRICITEIT
(indexcijfer 2005 = 100)



Bronnen : EC, ADSEI, NBB.

Daarenboven gingen de transportkosten en de distributietarieven voor elektriciteit begin 2008 fors omhoog. Ook voor gas werden de tarieven verhoogd, maar de weerslag van deze verhoging was veel geringer dan in het geval van elektriciteit. Deze verhogingen van de transportkosten en de distributietarieven volgden op eerder door de CREG opgelegde verlagingen. Die waren er destijds gekomen omdat de CREG de toegepaste tarieven als ongegrond beschouwde. De argumenten voor deze beoordeling werden echter juridisch aangevochten en eind 2007 werd de CREG in het ongelijk gesteld. Als gevolg daarvan werden de tarieven begin 2008 fors opgetrokken, zodat de eerder opgelegde verlagingen de facto werden tenietgedaan. De bijdrage van deze factor alleen al tot de inflatie in België beliep bijna 0,3 procentpunt, goed voor ongeveer een derde van de totale bijdrage van gas en elektriciteit aan het inflatieverschil met het eurogebied in 2008.

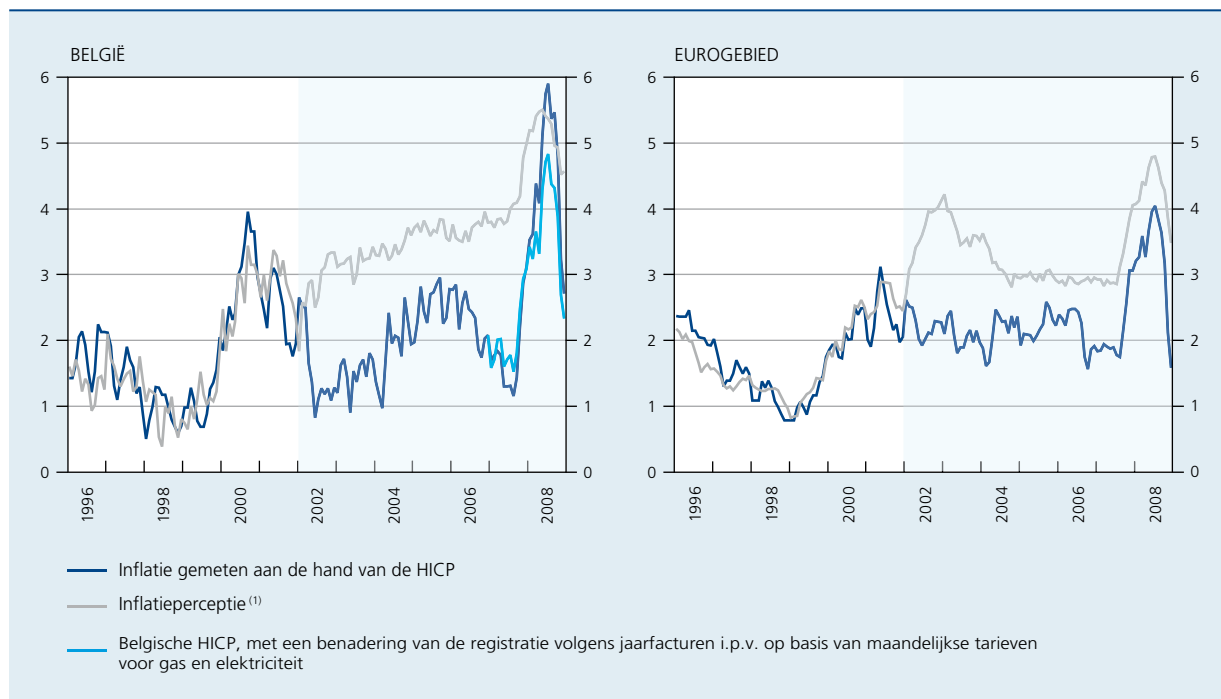
De invloed van de factoren die hebben bijgedragen tot de aanzienlijke prijsstijging voor gas en elektriciteit in België, werd in 2008 vergroot door een verandering in de manier waarop deze prijzen worden opgenomen in het indexcijfer van de consumptieprijzen. Begin 2007 werd de methode voor de registratie van deze prijzen, zowel in de HICP, in

de nationale CPI als in de gezondheidsindex, ingrijpend gewijzigd, aangezien de gas- en elektriciteitstarieven vanaf dan maandelijks werden geregistreerd aan de hand van hun werkelijke verloop in plaats van op basis van de jaarafrekeningen voor de gebruikers. Daardoor hadden de hoger beschreven factoren een onmiddellijk effect op de inflatie, waarvan de volatiliteit derhalve toenam, terwijl de weerslag volgens de oude registratiemethode geleidelijker zou zijn geweest en bovendien zouden schokken van tijdelijke aard zijn uitgevlakt. Op korte termijn heeft deze wijziging van de methodologie de inflatie in 2008 duidelijk opwaarts beïnvloed, naar rata van gemiddeld 0,7 procentpunt. In de specifieke Belgische context, waarbij het inflatieverloop uit het verleden, als gevolg van de indexering van de lonen en een aantal prijzen, ook een impact heeft op de toekomstige prijsontwikkeling, is een dergelijke wijziging niet noodzakelijk neutraal op de middellange en lange termijn, terwijl dat in principe wel het geval zou moeten zijn. Zonder de bewuste wijziging zou het effect van de stijging van de gas- en elektriciteitsprijzen op de inflatie immers eenvoudigweg meer in de tijd worden gespreid. Gelet op het aanzienlijke effect dat deze wijziging heeft teweeggebracht en op het feit dat ze binnen een beperkte tijdsperiode gepaard ging met andere inflatieschokken, is het evenwel niet uitgesloten dat ze tot meer substantiële tweederonde-effecten kan hebben bijgedragen.

Een andere vraag die in dit verband kan worden gesteld, is welke de meest gepaste registratie is vanuit puur methodologisch oogpunt. Enerzijds ligt het voor de hand dat prijsveranderingen moeten worden opgetekend zodra de consument ermee geconfronteerd wordt: de toepassing van dit principe kan dan ook worden ingeroepen als argument voor de registratie van de prijzen aan de hand van de maandelijks tarieven. Daar staat tegenover dat de consument zijn facturen nooit op maandbasis betaalt en geen rechtstreeks verband kan leggen tussen het gefactureerde bedrag en de afzonderlijke maandelijks tarieven, aangezien hij, naast de tussentijdse facturen voor een doorgaans vast bedrag, slechts een keer per jaar een eindafrekening krijgt met betrekking tot het volledige voorbije jaar, zowel inzake de verbruikte hoeveelheid als inzake de gefactureerde tarieven. De registratie in het indexcijfer van de consumptieprijzen aan de hand van de jaarfacturen sloot nauwer aan bij deze praktijk. In dit verband kan overigens worden opgemerkt dat de feitelijke manier van factureren kan verklaren waarom het verloop van de inflatieperceptie van de Belgische huishoudens de afgelopen jaren meer overeenstemde met een benadering van de inflatie aan de hand van de jaarafrekeningen dan met een methode op basis van een maandelijks registratie: het toegepaste facturatiesysteem impliceert immers dat ze zich niet helemaal bewust zijn van de maandelijks

GRAFIEK 50 INFLATIE EN INFLATIEPERCEPTIE

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



Bronnen : EC, NBB.

(1) Saldo van de antwoorden op de enquête van de EC, omgerekend naar een met de HICP vergelijkbare inflatie-indicator volgens de standaardisatieprocedure zoals beschreven in Aucremanne L., M. Collin en T. Stragier (2007), *Assessing the gap between observed and perceived inflation in the euro area: Is the credibility of the HICP at stake?*, NBB, Working Paper 112.

prijzontwikkelingen van aardgas en elektriciteit. Zo lijken noch de daling van de aardgasprijs in 2007, noch de ongemeen scherpe versnelling van de inflatie in de loop van 2008 met dezelfde intensiteit door de consument te zijn gevoeld. Daarnaast lijkt het verloop van de inflatieperceptie in België, net als in het eurogebied, sedert medio 2007 opnieuw meer te stroken met de werkelijkheid, hoewel het duidelijk is dat de perceptie kloof die ontstond na de invoering van de eurobankbiljetten en -muntstukken gedeeltelijk blijft bestaan.

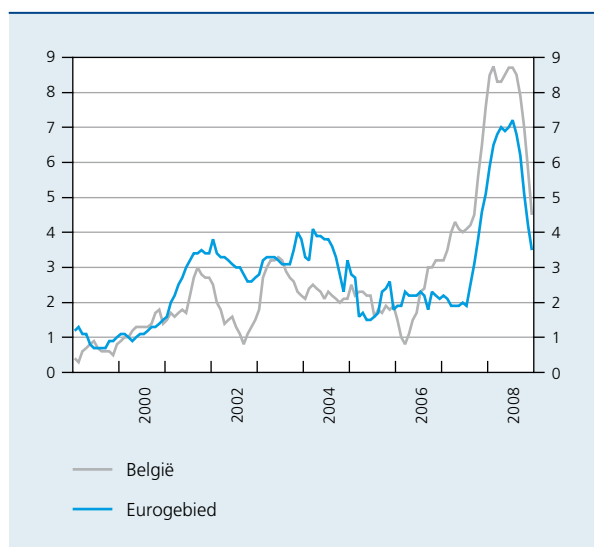
Prijzen van levensmiddelen

Een tweede component die het inflatieverloop tijdens het verslagjaar sterk heeft beïnvloed, zijn de levensmiddelen. Vooral de prijzen van bewerkte levensmiddelen gingen fors omhoog, namelijk met 7,8 pct., tegenover 4,7 pct. in 2007 en 2,1 pct. in 2006. Aangezien deze prijsstijging voor het eurogebied 6,1 pct. beliep, droeg het prijsverloop van bewerkte levensmiddelen tijdens het verslagjaar voor 0,2 procentpunt bij tot het inflatieverschil met het eurogebied. De sterkste prijsstijgingen werden opgetekend voor « melk, kaas en

eieren », « oliën en vetten » (waaronder boter), alsook voor « brood en granen » (met inbegrip van deegwaren): deze zijn in eerste plaats toe te schrijven aan de prijsstijgingen voor levensmiddelen op de internationale markten. Naar historische maatstaven hadden deze prijsstijgingen een bijzonder grote weerslag op de consumptieprijzen in België en, meer in het algemeen, in Europa, een ontwikkeling die moet worden toegeschreven aan de veranderingen in de rol die het gemeenschappelijk landbouwbeleid (GLB) van de EU de afgelopen jaren heeft gespeeld. De prijzen van de fors duurder geworden grondstoffen op de internationale markten kwamen immers hoger te liggen dan de interventiedrempels van het GLB, die zelf tijdens de verschillende hervormingen waren verlaagd. De wereldprijzen werden derhalve voor het eerst onverkort relevant voor de prijsvorming op de Europese markt. Vroeger was deze laatste grotendeels afgeschermd gebleven van schommelingen in de wereldmarktprijzen, weliswaar met dien verstande dat de levensmiddelen voor de Europese consumenten duurder waren dan het geval zou zijn geweest zonder belemmeringen. Aan het einde van het verslagjaar liep het prijsstijgingstempo van de bewerkte levensmiddelen evenwel terug tot 4,5 pct.

GRAFIEK 51 CONSUMPTIEPRIJZEN VOOR BEWERKTE LEVENSMIDDELEN

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



Bron: EC.

Toen de prijzen van bewerkte levensmiddelen in het begin van het verslagjaar zeer scherp toenamen, tot 8,7 pct. in februari, vroeg de federale regering de Bank een onderzoek uit te voeren naar het verloop van de inflatie in België. Uit de analyse bleek dat vooral de prijzen voor «brood en granen» sterker waren toegenomen dan in het eurogebied en dat dit niet volledig kon worden verklaard door de stijging van de grondstoffenprijzen. Daarenboven waren de prijzen van deze producten tijdens de voorgaande jaren reeds sterker gestegen. Daarnaast was het ontstaan van een positief inflatieverschil ten opzichte van het eurogebied voor bewerkte levensmiddelen in de hand gewerkt door compositie-effecten, zoals het feit dat boter, die eveneens fors duurder was geworden, een belangrijkere plaats inneemt in het Belgische consumptiepatroon in vergelijking met het eurogebied waar, gemiddeld genomen, meer olijfolie wordt verbruikt. Tot slot speelden deze producten in de verruiming van het totale inflatieverschil ten opzichte van het eurogebied een belangrijkere rol door het feit dat ze een relatief groter gewicht hebben in de Belgische HICP.

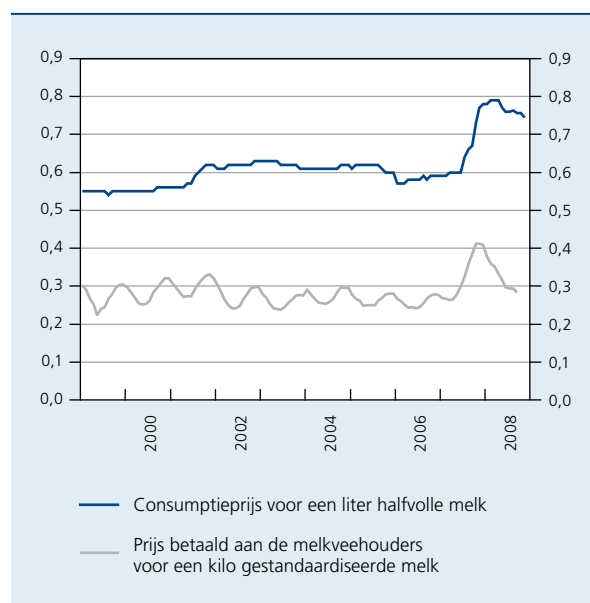
Gedurende de periode van sterk oplopende prijzen, van de tweede helft van 2007 tot begin 2008, lieten de Belgische prijzen van melk, kaas en eieren en van oliën en vetten één van de sterkste stijgingen van het eurogebied optekenen. Alleen op basis hiervan conclusies trekken is niet eenvoudig. Een sterke transmissie van opwaartse kostenimpulsen kan immers net zo goed wijzen op een

weinig competitieve prijszetting als op het tegendeel: in een sterk concurrentiële omgeving is het voor de verschillende schakels in de keten, van de productie over de verwerking tot de distributie, immers niet makkelijk de kostenstijging niet te verhalen op de consument, gelet op de in principe reeds nauwe marges. Daarom is het interessant om de neergaande fase tijdens de tweede helft van het verslagjaar te analyseren. Tijdens die fase bleven de prijzen in België sneller stijgen dan in het eurogebied. Dit duidt op een asymmetrie tussen de opgaande en de neergaande fase en zou bijgevolg kunnen wijzen op een minder concurrentiële prijszetting in België.

Illustratief in dit opzicht is de recente ontwikkeling van de melkprijzen. De prijs die door de zuivelindustrie aan de landbouwsector werd betaald, weerspiegelde vrij getrouw het achtereenvolgens opwaarts en nadien neerwaarts gerichte verloop van de melkprijzen op de internationale markt. De opgaande tendens kwam vrij snel tot uiting in de consumptieprijs voor melk, maar de neergaande beweging in 2008 leidde slechts tot bescheiden prijsdalingen voor de consument. Uit analyses van de FOD Economie, KMO, Middenstand en Energie in het kader van een *ad-hoc* werkgroep die de federale regering oprichtte inzake prijstransparantie in de melksector en op grond van gegevens tot en met september 2008 bleek dat de prijsdalingen het grootst waren op het meest competitieve marktsegment, namelijk dat van de laagst geprijsde melk, terwijl de prijzen van de duurste

GRAFIEK 52 MELKPRIJZEN

(euro per liter of per kilo)



Bron: ADSEI.

melkvariëteiten slechts in zeer geringe mate terugliepen. De zuivelindustrie en de distributie slagen er blijkbaar in om, door productdifferentiatie, hoge prijzen te hanteren voor bepaalde variëteiten. De consument, die nochtans de mogelijkheid heeft om over te stappen naar goedkopere producten, lijkt dus, althans tot op zekere hoogte, bereid hogere prijzen te betalen.

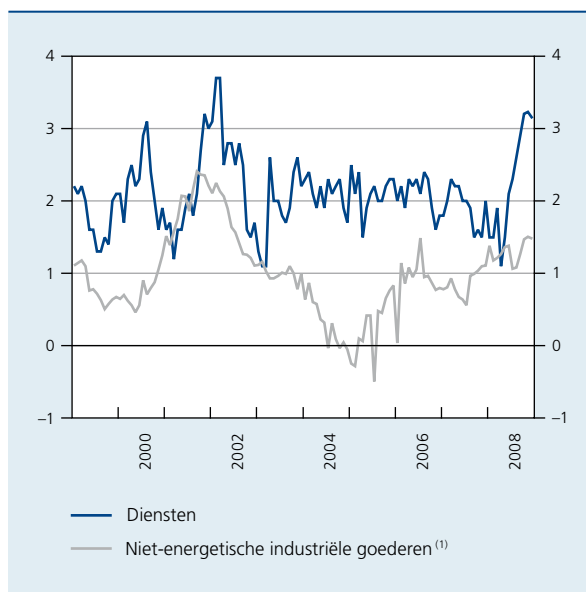
5.3 Niet-energetische industriële goederen en diensten: indirecte effecten en tweederonde-effecten

De stijging van de HICP ongerekend levensmiddelen en energiedragers is tijdens de eerste helft van 2008 zeer gematigd gebleven, net zoals dat het voorgaande jaar al het geval geweest was. Vanaf mei werd evenwel een versnelling opgetekend, zowel voor de diensten als voor de niet-energetische industriële goederen. Terwijl de stijging van de inflatie voor de laatstgenoemde al bij al beperkt bleef, namelijk van 1,3 pct. gedurende de eerste vijf maanden van 2008 tot 1,5 pct. in december, was de stijging van de diensteninflatie spectaculair. Zij trok aan tot 3,1 pct. in december tegenover 1,5 pct. gedurende de eerste vijf maanden van 2008. Nadat de bijdrage van de niet-energetische industriële goederen en de diensten tot het inflatieverschil met het eurogebied gedurende die periode negatief was geweest, is ze geleidelijk toegenomen: van -0,25 procentpunt in mei tot +0,33 procentpunt in december. Die omslag weerspiegelt de indirecte weerslag van de gestegen energie- en voedselprijzen op de dienstencategorieën waar die producten een belangrijke intermediaire *input* zijn, enerzijds, en de tweederonde-effecten als gevolg van de indexering zowel van de lonen als van sommige prijzen, anderzijds.

Het is niet altijd gemakkelijk een onderscheid te maken tussen indirecte effecten en tweederonde-effecten. Er mag evenwel worden aangenomen dat de indirecte effecten vooral tot uiting komen bij goederen en diensten waarvoor de energetische- en voedingsgrondstoffen een belangrijke intermediaire *input* zijn, zoals voor vliegtuigtickets, in de reissector en in de horeca. Tijdens het verslagjaar namen die indirecte effecten onder meer de vorm aan van brandstof toeslagen aangerekend voor pakketreizen in het buitenland en voor vliegtuigreizen. In de horeca is de prijs voor de huur van vakantieaccommodatie in België ook fors toegenomen. Die factor sorteerte een groter effect op de HICP dan op het nationale indexcijfer, aangezien het geharmoniseerde indexcijfer opgesteld wordt volgens het concept van het binnenlandse grondgebied en die consumptie categorie daardoor meer gewicht krijgt, omdat de uitgaven van de andere ingezetenen van het eurogebied op het Belgisch grondgebied in aanmerking

GRAFIEK 53 CONSUMPTIEPRIJZEN VAN DE NIET-ENERGETISCHE INDUSTRIËLE GOEDEREN EN DIENSTEN

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



Bron : EC.

(1) Ongerekend het geraamde effect, in januari en juli 2000, van de opname van de koopjes in de HICP vanaf 2000.

moeten worden genomen voor de HICP, terwijl dat niet het geval is voor de nationale CPI. Met 0,3 procentpunt tekenden de prijsstijgingen in de voornoemde sectoren voor ongeveer de helft van de tussen mei en december opgetekende toename van de bijdrage van de niet-energetische industriële goederen en de diensten tot het inflatieverschil met het eurogebied, wat wijst op sterke indirecte effecten. Toch rijst de vraag waarom dergelijke indirecte effecten in België meer uitgesproken zouden zijn dan in het eurogebied en of de in die productgroepen opgetekende inflatie derhalve ook niet deels werd veroorzaakt door tweederonde-effecten.

In sommige dienstencategorieën wordt het prijsverloop ten minste tot op zekere hoogte bepaald door een traditie van prijsindexering. Dat is met name het geval voor de huurgelden van woningen. Die kunnen bij de verlenging van een huurovereenkomst vrij worden bepaald, maar tijdens de duur ervan wordt de herziening bij wet beperkt tot een jaarlijkse indexering op basis van de gezondheidsindex. Hoewel de huurgelden dus kunnen worden geïndexeerd, bleef de stijging ervan tijdens het verslagjaar gematigd en lag ze onder wat op grond van de stijging van de gezondheidsindex mocht worden verwacht. De openbaarvervoertarieven zijn een ander voorbeeld. De beheerscontracten van sommige overheidsbedrijven bepalen immers dat het verloop van de inflatie een van

TABEL 29 BIJDRAGE VAN DE NIET-ENERGETISCHE INDUSTRIËLE GOEDEREN EN DE DIENSTEN TOT HET INFLATIE-ECART T.O.V. HET EUROGEBIED

(verschil t.o.v. mei 2008, procentpunten)

	Juni	Juli	Augustus	September	Oktober	November	December
Reizigersvervoer per vliegtuig ⁽¹⁾ , reissector en horeca	0,11	0,13	0,12	0,23	0,32	0,28	0,31
Dienstencategorieën met een of andere vorm van prijsindexering	0,00	0,03	0,04	0,03	0,03	0,04	0,04
Andere niet-energetische industriële goederen en diensten (inclusief ongeïdentificeerde tweederonde-effecten)	0,10	0,10	0,06	0,13	0,20	0,26	0,22
Totaal	0,21	0,25	0,22	0,40	0,55	0,58	0,57

Bronnen: EC, ADSEI, NBB.

(1) In de andere landen van het eurogebied dan België, omvat die categorie ook het personenvervoer over water.

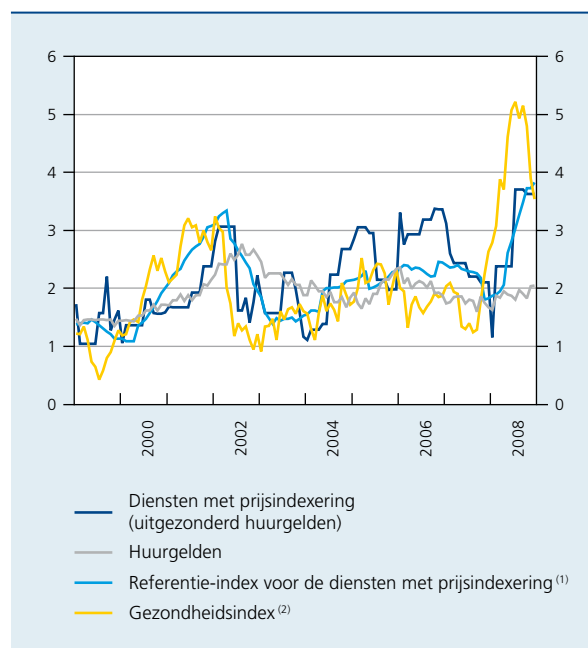
de elementen is die bij de berekening van de jaarlijkse tariefaanpassingen in aanmerking mogen worden genomen. Zo werden in de tweede helft van het verslagjaar aanzienlijke verhogingen van de posttarieven en de spoortarieven voor het begin van 2009 aangekondigd, die werden gerechtvaardigd, enerzijds, door de stijging van de inflatie en, anderzijds, door de gestegen energieprijzen. Een koppeling aan de inflatie kan ook worden vastgesteld voor andere dienstencategorieën, waarvan de indexering plaatsvindt aan de hand van meer specifieke referentie-indices. De brandverzekeringspolissen en de notariskosten worden aldus aangepast aan de hand van de zogenaamde ABEX-index, die het kostenverloop in de bouw meet. Al bij al wordt het prijsverloop van zowat 10 pct. van de HICP gekenmerkt door een min of meer formele vorm van indexering, maar in vele gevallen is het onmogelijk uit te maken in welke mate die indexering uitsluitend het gevolg is van de indexering van de lonen, die een belangrijke kostencomponent bij de diensten zijn, dan wel of ze toe te schrijven is aan een meer intrinsieke vorm van prijsindexering. Anders dan bij de huurgelden, is het prijsverloop van de andere diensten die gekenmerkt worden door een of andere vorm van indexering in de zomer van 2008 versneld, samen met het verloop van de voor die diensten relevante referentie-indices. Gelet op het matige verloop van de huurgelden, is de totale bijdrage van de producten waarvan de prijzen onderhevig zijn aan een vorm van indexering aan het positieve inflatieverschil met het eurogebied in de tweede helft van 2008 al bij al vrij beperkt gebleven.

Voorts hebben de niet-energetische industriële goederen en de andere dienstencategorieën dan de hiervoor vermelde in België een grotere prijsstijging te zien gegeven

dan in het eurogebied. Alhoewel uit Kader 11 blijkt dat het totale risico van zogenaamde tweederonde-effecten sinds de jaren zeventig aanzienlijk verminderd

GRAFIEK 54 PRIJSINDEXERINGSPRAKTIJEN IN DE DIENSTENBRANCHE

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



Bronnen: ADSEI, NBB.

(1) Gewogen gemiddelde van de verschillende relevante referentie-indexen voor diensten met prijsindexering (uitgezonderd huurgelden).

(2) Nationale consumptieprijsindex, ongerekend de producten die schadelijk worden geacht voor de gezondheid, namelijk tabak, alcoholische dranken, benzine en diesel.

is, weerspiegelt dat verloop waarschijnlijk de weerslag van een minder expliciete prijsindexering of het doorrekenen van de loonkostenstijging die overeenstemt met de loonindexering.

Dat indexeringspraktijken in België couranter zijn dan in de andere landen van het eurogebied, niet alleen wat betreft de loonvorming (zie in dat verband hoofdstuk 4 over de arbeidsmarkt en de loonkosten), maar ook met betrekking tot de prijszetting zelf, verhoogt het risico op tweederonde-effecten. Toch bestaat een dergelijk risico ook in de landen zonder indexeringsmechanismen, indien de werknemers er, bijvoorbeeld, bij een inflatieversnelling, trachten het daaruit voortvloeiend verlies aan koopkracht te compenseren tijdens de loononderhandelingen. Een

inflatie-opstoot kan ook een persistent effect sorteren op de inflatieverwachtingen en derhalve uiteindelijk op de lonen en de prijzen. Dergelijke effecten komen evenwel minder automatisch voor dan in het geval van indexering en de omvang ervan hangt in belangrijkere mate af van de macro-economische omgeving in het algemeen en de monetaire-beleidskoers in het bijzonder.

In het geval van België wordt het risico op tweederonde-effecten getemperd door het bestaan van een aantal bepalingen die het kader voor de loonvorming vastleggen. In de eerste plaats is de automatische koppeling van de lonen aan de consumptieprijzen gebaseerd op de gezondheidsindex, waarin het prijsverloop van tabak, alcoholische dranken, benzine en diesel niet zijn

Kader 11 – Tweederonde-effecten in de jaren zeventig en vandaag

Tussen medio 2007 en medio 2008 werd de mondiale economie geconfronteerd met de sterkste stijging van de aardolieprijzen sedert de jaren zeventig. Vooral na de eerste olieschok van 1973-1974, maar ook na de tweede schok van 1979-1980, was de inflatie in België en in veel andere landen ontspoord, onder meer als gevolg van indirecte effecten en tweederonde-effecten. Dit kader bespreekt de verschillende facetten van de macro-economische omgeving die een invloed kunnen hebben op het ontstaan van tweederonde-effecten en op de intensiteit ervan, en vergelijkt de huidige situatie in dat opzicht met die van de jaren zeventig, zowel voor België als voor de andere OESO-landen.

Indirecte effecten hebben betrekking op de weerslag die de opstoot van de aardolieprijzen kan hebben op de productiekosten van de ondernemingen door het gebruik van olieproducten en de invloed daarvan op hun verkoopprijzen. Tweederonde-effecten ontstaan wanneer inkomensstijgingen – waarmee economische subjecten koopkrachtverlies, ten gevolge van de prijsstijging voor olieproducten, trachten te voorkomen – invloed uitoefenen op de consumptieprijzen.

Het risico op een ontsporing van de inflatie hangt in de eerste plaats af van de grootte, de aard en de persistentie van de olieprijsstijging. Tussen het derde kwartaal van 2007 en het tweede kwartaal van 2008 was de olie 78 pct. duurder geworden, terwijl de prijs tijdens de eerste en de tweede olieschok van de jaren zeventig, in enkele kwartalen, met respectievelijk ongeveer 190 en 150 pct. was toegenomen. Deze twee olieprijschokken worden doorgaans toegeschreven aan beperkingen van het aanbod, meer bepaald aan de invloed van het OPEC-kartel op de prijsvorming, alsook aan geopolitieke spanningen in het Midden-Oosten. De recente toename van de aardolieprijs, daarentegen, vindt haar oorsprong veeleer aan de vraagzijde en wordt vaak in verband gebracht met de mondialisering van de economie en vooral met de krachtige groei van de opkomende economieën zoals China en India. Die ontwikkeling heeft ook de vraag naar levensmiddelen sterk beïnvloed, zodat de olieprijsstijging tijdens de tweede helft van 2007 en de eerste helft van 2008 gepaard is gegaan met een even forse toename van de prijzen van voedingsgrondstoffen. Daar staat tegenover dat de OESO-landen, dankzij diezelfde mondialisering, goedkope fabricaten konden invoeren uit de lage-kostenlanden. Het risico op tweederonde-effecten is de jongste tijd dus toegenomen door de verhoging van de prijzen van levensmiddelen op wereldschaal, maar aan de andere kant werd het getemperd door de daling van de invoerprijzen voor afgewerkte producten.



Al met al was de directe weerslag op de inflatie in 2007 en 2008 aanzienlijk, doch globaal genomen minder groot, in absolute termen, dan tijdens de eerste en de tweede olieschok. Algemeen wordt aangenomen dat het risico op indirecte effecten kleiner is geworden doordat de mondiale productie minder afhankelijk is van olieproducten. Vergeleken met de olieschokken uit het verleden, was de recente olieprijsstijging bovendien veel minder persistent. Tijdens de tweede helft van 2008 zijn de grondstoffenprijzen immers sterk teruggelopen en aan het eind van het jaar stond de prijs van ruwe aardolie onder het peil van medio 2007. Indien geanticipeerd was op het feit dat deze ontwikkelingen van tijdelijke aard waren, is het effect op de prijszetting en de loonvorming van meet af aan geringer. Maar zelfs indien dit niet het geval was, is het mogelijk dat de momenteel opgetekende daling de opwaartse tendens, als gevolg van mogelijke tweederonde-effecten, kan ombuigen.

Voorts is het risico op tweederonde-effecten sterk afhankelijk van het gevoerde macro-economische beleid. Tijdens de recente periode was het monetaire beleid in het eurogebied, maar ook in de andere landen van de OESO, duidelijk gericht op het behoud van de prijsstabiliteit. Het nastreven van een dergelijke doelstelling komt er in de praktijk precies op neer dat het ontstaan van tweederonde-effecten wordt vermeden, onder meer via een verankering van de inflatieverwachtingen. Tijdens de eerste olieschok, daarentegen, was het monetaire beleid erg accommoderend, wat onder meer kan worden verklaard door het gebrek aan onafhankelijkheid van de meeste centrale banken en door een verkeerde perceptie omtrent de factoren die ten grondslag lagen aan de destijds opgetekende verzwakking van de economische activiteit. De autoriteiten waren er immers te lang van uitgegaan dat deze conjunctuurvertraging in belangrijke mate was ontstaan aan de vraagzijde van de economie en dus te keren zou zijn met een expansief monetair beleid, terwijl, in werkelijkheid, het groeipotentieel structureel werd gedrukt door de prijsstijging voor olieproducten en de vertraging van de productiviteitsgroei. Achteraf is gebleken dat, in tegenstelling tot de initiële perceptie, de *output gap* ten tijde van de eerste olieschok sterk positief was en dus had bijgedragen tot de inflatoire druk.

Ook tijdens de tweede olieschok was de *output gap* in aanzienlijke mate positief, zowel in België als in de andere OESO-landen. Terwijl het monetaire beleid minder accommoderend was, en in België zelfs zeer restrictief als gevolg van het destijds gevoerde wisselkoersbeleid, was het begrotingsbeleid daarentegen duidelijk expansief en droeg het op die manier bij tot de oververhitting van de economie. Vandaag is het begrotingsbeleid over het algemeen meer op stabiliteit gericht dan tijdens de periode van de olieschokken van de jaren zeventig. Binnen de EU wordt het ook bepaald door de principes die zijn vastgelegd in het stabiliteits- en groeipact. Daarbij moet evenwel worden opgemerkt dat, hoewel het financieringssaldo van de overheid in 2007 en 2008 in de landen van de OESO vrijwel in evenwicht was, de geleidelijke verslechtering van het primaire saldo tijdens de afgelopen jaren de vraag heeft kunnen stimuleren. Over het algemeen was de *output gap* in 2007 en 2008 in deze economieën aanzienlijk minder positief dan aan de vooravond van de eerste twee olieschokken.

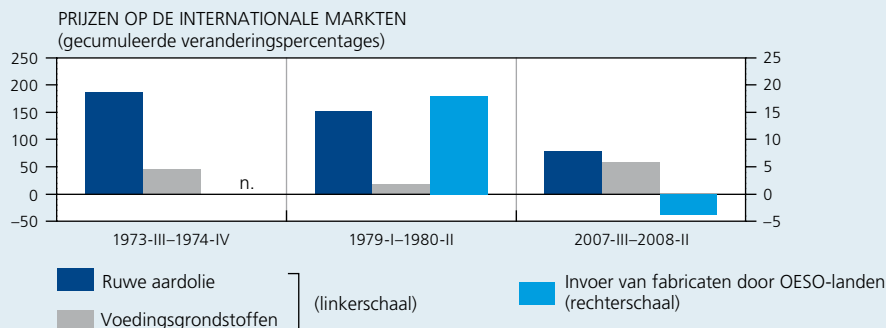
Ten slotte speelt ook de werking van de product- en de arbeidsmarkten een belangrijke rol. Een stijging van de aardolieprijs leidt immers, *ceteris paribus*, tot een collectieve verarming van de economie, die door de twee productiefactoren arbeid en kapitaal moet worden gedragen. De ruilvoetverslechtering geeft aanleiding tot een uiteenlopende ontwikkeling van, enerzijds, de deflator van de toegevoegde waarde, die de vergoeding van de binnenlandse productiefactoren arbeid en kapitaal meet, en, anderzijds, de consumptieprijzen, die extra worden opgedreven door de duurdere invoer. De vergoeding van beide productiefactoren moet dus achterblijven bij het verloop van de consumptieprijzen, dat wil zeggen dalen in reële termen. Goed werkende arbeids- en productmarkten vergemakkelijken een dergelijke aanpassing. Als die aanpassing daarentegen wordt uitgesteld, ontstaat een prijs-loonspiraal. Het inflatoire proces dat daaruit voortvloeit, heeft op zijn beurt een negatieve impact op de rentabiliteit van de ondernemingen en de werkgelegenheid.

Een gebrek aan concurrentie op de productmarkten kan ertoe leiden dat de prijzen sterker toenemen dan op basis van de louter proportionele doorberekening van de eersteronde-effecten kan worden verwacht, zodat de winstmarges, als gevolg van een verruiming in nominale termen, niet inkrimpen in reële termen. Algemeen wordt



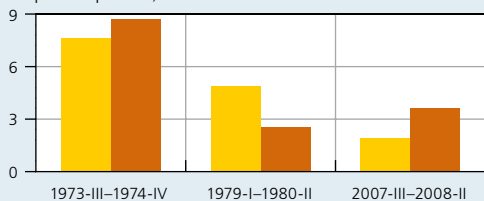
FACTOREN DIE DE KANS OP HET ONTSTAAN VAN TWEEDERONDE-EFFECTEN KUNNEN BEÏNVLOEDEN

OMVANG EN AARD VAN DE PRIJSTIJGING VAN GRONDSTOFFEN

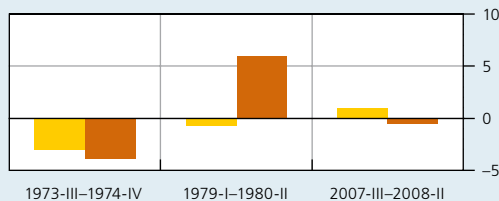


MACRO-ECONOMISCHE OMGEVING

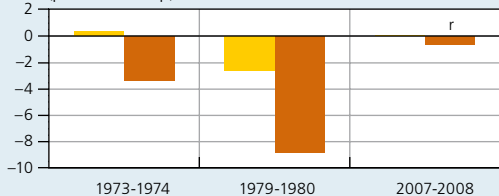
RAMING VAN HET DIRECTE EERSTERONDE-EFFECT
(inflatiestijging gedurende de beschouwde periode, procentpunten)



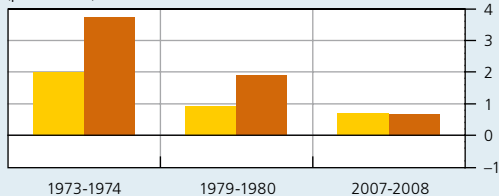
REËLE RENTE ⁽¹⁾
(procenten)



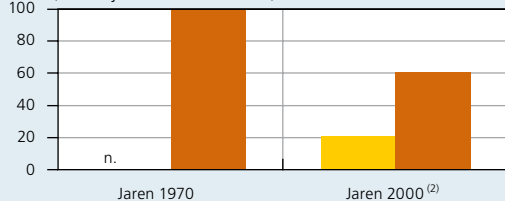
FINANCIERINGSSALDO VAN DE OVERHEID
(procenten bbp)



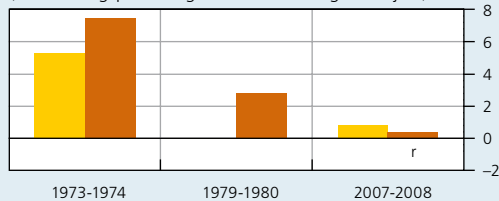
OUTPUT GAP
(procenten)



RAMING VAN HET BELANG VAN LOONINDEXERING
(indexcijfer tussen 0 en 100)



REËLE LONEN ⁽³⁾
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



■ OESO-landen, ongerekend België
(mediaan van de OESO-landen, tenzij anders vermeld)
■ België

Bronnen : IMF, OESO, ADSEI, INR, NBB.

(1) Nominale rente, gedeïndexieerd aan de hand van het verloop van de consumptieprijzen; gemiddelde over de beschouwde periode.

(2) Gemiddelde gebaseerd op Du Caju Ph., E. Gautier, D. Momferatou en M. Ward-Warmedinger (2008), *Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the US and Japan*, NBB, Working Paper 154. De indexeringsindicator van België voor de jaren 2000 houdt rekening met het matigend effect dat voortvloeit uit het gebruik van de gezondheidsindex in geval van olieschokken. De berekening berust op het relatieve belang in 2006 van de energiecomponent in de gezondheidsindex ten opzichte van de nationale CPI.

(3) Verandering van de nominale lonen per gewerkt uur in de gehele economie, gedeïndexieerd aan de hand van het verloop van de consumptieprijzen; gemiddelde over de beschouwde periode.

aangenomen dat de concurrentiegraad op de productmarkten is toegenomen ten opzichte van de jaren zeventig. De zeer scherpe prijsstijgingen voor elektriciteit en gas in België in 2008 roepen evenwel vragen op omtrent de concurrentiegraad in bepaalde sectoren.

Rigiditeiten in de loonvorming, meer bepaald de weerstand tegen een aanpassing van de reële lonen, vormen een andere bron van tweederonde-effecten. Loonindexeringsmechanismen zijn een factor die de aanpassing van de reële lonen bemoeilijkt, maar ook zonder loonindexering kan hiertegen weerstand bestaan. Terwijl de loonindexering in de jaren tachtig en negentig in heel wat geïndustrialiseerde landen werd afgeschaft, bleef ze in België bestaan, zij het in aangepaste vorm om de invloed ervan te verzachten. Zo was de invoering, in 1994, van de gezondheidsindex (waaruit met name benzine en diesel zijn geweest) als referentie-index bedoeld om de kwetsbaarheid voor olieprijschokken te verminderen. Daardoor is de feitelijke graad van indexering in geval van een olieprijschok in België aanzienlijk gereduceerd, hoewel de formele graad van indexering niet is gedaald. Gelet op het samenvallen van de olieschok in 2007 en 2008 met scherpe prijsstijgingen voor levensmiddelen en verhogingen van de elektriciteits- en gastarieven, heeft het hanteren van de gezondheidsindex evenwel een aanzienlijke stijging van de nominale lonen niet kunnen voorkomen. Bovendien moeten de bepalingen van de wet van 1996 tot bevordering van de werkgelegenheid en tot preventieve vrijwaring van het concurrentievermogen in principe voorkomen dat een olieschok in België tot sterkere loonstijgingen leidt dan in de buurlanden. Krachtens deze wet dienen de sociale partners immers het effect van de indexering in aanmerking te nemen bij het bepalen van de reële loonstijgingen, teneinde de indexeringspraktijk te verzoenen met een gematigd verloop van de nominale loonkosten. Anders dan in de jaren zeventig, is de reële loonstijging in België in 2007 en 2008 niet hoger uitgekomen dan in de andere OESO-landen. De minder uitgesproken stijging van de reële lonen heeft het opwaartse effect van de indexering tijdens deze twee jaren echter niet volledig kunnen compenseren. Het institutionele kader van de loonvorming in België impliceert immers dat een dergelijke aanpassing grotendeels deel uitmaakt van de onderhandelingen aangaande het sluiten van het volgende tweejaarlijkse centraal akkoord, *in casu* het loonakkoord voor de periode 2009-2010, dat de sociale partners aan het einde van het verslagjaar hebben gesloten.

Het risico dat de tussen medio 2007 en medio 2008 opgetekende olieprijsstijging tot algemene tweederonde-effecten leidt, is al met al beperkt. Dat heeft niet enkel te maken met de specifieke kenmerken van deze prijsstijging, meer bepaald met de geringere persistentie in vergelijking met de eerste twee schokken en de aanzienlijke neergang van de activiteit die intussen is ingetreden. Het intrinsieke risico op het ontstaan van dergelijke effecten is eveneens teruggelopen als gevolg van veranderingen in de macro-economische beleidsvoering en beter functionerende arbeids- en productmarkten.

opgenomen. De stijging van die index lag tijdens het verslagjaar immers licht onder de toename van de inflatie; ze beliep 4,2 pct., tegen 4,5 pct. Voorts moeten de loononderhandelingen passen in het kader vastgelegd bij de wet van 1996 tot bevordering van de werkgelegenheid en de preventieve vrijwaring van het concurrentievermogen. Die wet heeft tot doel het nominale verloop van de lonen in de Belgische particuliere sector af te stemmen op dat van de drie voornaamste buurlanden, namelijk Duitsland, Frankrijk en Nederland. De sociale partners moeten derhalve rekening houden met de gevolgen van de loonindexering wanneer onderhandeld wordt over de beschikbare marge voor loonsverhogingen bovenop de indexering. Het verloop van de inflatie en derhalve van de indexering kan niettemin hoger uitvallen dan

verwacht bij het sluiten van de centrale en sectorale akkoorden. De wet bepaalt echter in dat verband dat een eventuele ontsporing van de loonsverhoging in België ten opzichte van de referentielanden in aanmerking moet worden genomen op het ogenblik van de volgende loononderhandelingsronde. Teneinde de gevolgen van een voorspellingsfout inzake de inflatie te verhelpen, is bovendien in een aantal collectieve overeenkomsten – die betrekking hebben op ongeveer een vierde van de werknemers in de particuliere sector – een clause opgenomen waardoor een sneller dan geplande indexering gecompenseerd wordt in de reële verhogingen, die worden toegekend tijdens de periode zelf waarvoor deze werden overeengekomen. Die zogenaamde *all-in*akkoorden worden grondiger besproken

in hoofdstuk 4 van dit Verslag. Zoals in dat hoofdstuk wordt aangegeven, heeft de forser dan verwachte inflatie in 2008 een loonsverhoging tot gevolg gehad die veel hoger ligt dan wat in het centraal akkoord 2007-2008 als indicatieve norm was vastgelegd, ondanks die *all-in*-akkoorden.

Over het algemeen impliceren al die mechanismen dat de effecten van de automatische indexerings op het relatieve verloop van de loonkosten ten opzichte van de drie voornaamste buurlanden in principe grotendeels worden geneutraliseerd, althans op middellange termijn. Op kortere termijn kunnen ze het ontstaan van verschillen nochtans niet voorkomen, met name in het geval van belangrijke ruilvoet- of productiviteitsschokken.



Jean Mayné, detail van een ontwerp voor een niet-gerealiseerd biljet van 20 frank, waterverf en gouache, zonder datum (rond 1910), verzameling Nationale Bank van België

Overheidsfinanciën

6.

6.1 Ontvangsten, uitgaven en financieringssaldo

In 2008 werden de overheidsrekeningen afgesloten met een tekort van 1,1 pct. bbp. De in het stabiliteitsprogramma van april 2008 vastgelegde doelstelling van een begrotingsevenwicht werd derhalve niet gehaald. Dit tegenvallende resultaat is ten dele te wijten aan het minder gunstig dan verwachte verloop van de economische conjunctuur, hoewel de weerslag van de minder hoge economische groei deels werd gecompenseerd door die van de, heel wat hoger dan verwachte, inflatie. Aangezien de belastingschalen van de bedrijfsvoorheffing slechts worden geïndexeerd aan de hand van de inflatie van het voorgaande jaar, verhoogde die factor immers de ontvangsten. Voorts was het gevoerde begrotingsbeleid niet krachtig genoeg om, bij voor het overige gelijkblijvende omstandigheden, de in 2007 ingezette ontsporing ongedaan te maken. Dat jaar was immers reeds afgesloten met een negatief saldo van 0,3 pct. bbp.

Door in 2008 een nieuw en niet onbeduidend tekort te laten optekenen, heeft de overheid zich nog verder verwijderd van het begrotingstraject dat in maart 2007 door

de Hoge Raad van Financiën was aanbevolen. Volgens dat traject had de overheid reeds in 2007 een aanvang moeten maken met de opbouw van een begrotingsoverschot teneinde de houdbaarheid van de Belgische overheidsfinanciën te waarborgen in het licht van de vergrijzing van de bevolking, en moest dat overschot tijdens het verslagjaar 0,5 pct. bbp bedragen. Wat de eerste jaren betreft, nam dat begrotingstraject overigens de doelstellingen over van het in december 2006 door de Belgische overheid ingediende stabiliteitsprogramma. In het stabiliteitsprogramma van april 2008 waren die doelstellingen evenwel reeds versoepeld.

In het kader van het Europese initiatief om de reële gevolgen van de internationale financiële crisis op te vangen, werd begin december een relanceplan uitgewerkt. Hoewel dit zou resulteren in een nieuwe toename van het tekort in 2009, heeft de federale overheid de wens uitgesproken te willen terugkeren naar een begrotingsevenwicht zodra de economische groei weer normaler wordt en vervolgens overschotten op te bouwen.

TABEL 30 NORMEN INZAKE FINANCIERINGSBEHOEFTE (–) OF –VERMOGEN VAN DE BELGISCHE OVERHEID⁽¹⁾
(procenten bbp)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Stabiliteitsprogramma en opeenvolgende bijwerkingen								
December 2004	0,0	0,0	0,0	0,3	0,6			
December 2005		0,0	0,0	0,3	0,5	0,7		
December 2006			0,0	0,3	0,5	0,7	0,9	
April 2008				–0,2	0,0	0,3	0,7	1,0
<i>p.m. Realisaties</i>	–0,2	–2,6	0,3	–0,3	–1,1	<i>r</i> ⁽²⁾		

Bronnen: FOD Financiën, INR, NBB.

(1) Volgens de in het kader van de procedure bij buitensporige overheidstekorten (*EDP*) gebruikte methodologie. Deze methodologie verschilt van die van het ESR 1995, die in 2001 werd aangepast om de netto rentewinsten van bepaalde financiële transacties, zoals *swaps* en *forward rate agreements (FRA's)*, uit de berekening van het financieringssaldo te weren. Ook in de overige tabellen en grafieken van dit hoofdstuk wordt de *EDP*-methodologie gehanteerd.

(2) Voor 2008 werd geen rekening gehouden met het eventuele directe effect, op het financieringssaldo, van de maatregelen die werden genomen om door de financiële crisis getroffen financiële instellingen te ondersteunen. De statistische behandeling ervan moet, net als die van soortgelijke ingrepen in de andere landen van de EU, worden onderzocht door Eurostat, het statistische bureau van de EC, teneinde een coherente benadering te waarborgen.

Ontvangsten

Tijdens het verslagjaar namen de fiscale en parafiscale ontvangsten van de overheid met 0,1 procentpunt toe tot 43,4 pct. bbp. Die toename vloeide uitsluitend voort uit de forse stijging van de heffingen op de inkomens uit arbeid met 0,6 procentpunt. Ze werd grotendeels gecompenseerd door een vermindering van de andere categorieën van fiscale ontvangsten, voornamelijk als gevolg van ongunstige realisaties in het laatste kwartaal van het verslagjaar, die het gevolg waren van een aanmerkelijke verzwakking van de economische activiteit. Ook de niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten stegen met 0,1 procentpunt.

De significante stijging van de heffingen op de arbeidsinkomens staat in schril contrast met de onafgebroken daling ervan sinds 2003. Die stijging deed zich voor bij zowel de personenbelasting als de sociale bijdragen, en was in hoofdzaak een gevolg van het fors toegenomen aandeel van de inkomens uit arbeid in het bbp, dat met 0,7 procentpunt aangroeide. In combinatie met de progressiviteit van de belastingen compenseerde die factor ruimschoots het effect van de discretionaire maatregelen, die globaal genomen bijdroegen tot een verlichting van de fiscale en parafiscale druk ten belope van 0,3 procentpunt bbp.

De ontvangsten uit de personenbelasting zijn gestegen met 0,3 procentpunt. Die stijging vloeit niet alleen voort uit het toegenomen aandeel van de inkomens uit arbeid, maar is ook een gevolg van de opgelopen inflatie, waardoor de bedrijfsvoorheffing sterker is gegroeid dan de arbeidsinkomens. De jaarlijkse indexering van de schalen die worden gebruikt voor de berekening van de bedrijfsvoorheffing, gebeurt immers op basis van de gemiddelde stijging van de consumptieprijzen tijdens het voorgaande jaar. Hierdoor sorteerde de inflatieversnelling een opwaarts effect van circa 500 miljoen euro op de ontvangsten uit de bedrijfsvoorheffing. Een vervroegde indexering van die schalen in oktober 2008 temperde echter dit effect ten belope van 120 miljoen euro.

Net als de voorgaande jaren hadden de structurele maatregelen van de overheid een negatief effect op de ontvangsten uit de personenbelasting, al bleef die weerslag beperkt tot 0,1 pct. bbp. Op federaal niveau betreft het, enerzijds, de verhoging, vanaf 1 juli 2008, van de belastingvrije som voor de lage en modale inkomens, welke de opbrengst van die belasting met 75 miljoen euro drukte, en, anderzijds, de invoering voor de loontrekkenden van de ondernemingen van een niet-recurrent resultaatgebonden bonussysteem met een maximumbedrag van

TABEL 31 OVERHEIDSONTVANGSTEN⁽¹⁾
(procenten bbp)

	2004	2005	2006	2007 ⁽²⁾	2008 ⁽²⁾
Fiscale en parafiscale ontvangsten	44,4	44,3	43,8	43,3	43,4
Heffingen die in hoofdzaak van toepassing zijn op de inkomens uit arbeid	26,3	25,9	25,2	25,0	25,6
Personenbelasting ⁽³⁾	12,0	11,9	11,4	11,2	11,4
Sociale bijdragen ⁽⁴⁾	14,3	14,0	13,8	13,9	14,2
Belastingen op de vennootschapswinsten ⁽⁵⁾	3,2	3,4	3,7	3,6	3,4
Heffingen op de overige inkomens en op het vermogen ⁽⁶⁾	3,6	3,7	3,6	3,7	3,6
Belastingen op goederen en diensten	11,3	11,3	11,3	11,0	10,8
waarvan:					
Btw	6,8	6,9	7,0	7,0	6,9
Accijnzen	2,4	2,4	2,2	2,2	2,0
Niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten ⁽⁷⁾	4,7	5,1	4,9	4,8	4,8
Totale ontvangsten	49,1	49,4	48,7	48,1	48,2

Bronnen: INR, NBB.

- (1) Conform het ESR 1995 wordt de opbrengst van de door de overheid aan de EU overgedragen fiscale ontvangsten niet opgenomen in de totale overheidsontvangsten.
- (2) In 2007 sorteerde de hervorming van de betalingswijze voor de pensioenen van de voormalige personeelsleden van de NMBS-Groep een opwaarts effect op de parafiscale ontvangsten ten belope van 0,05 pct. bbp. In 2008 stegen de door de zelfstandigen gestorte sociale bijdragen met 0,1 pct. bbp als gevolg van de opname van de « kleine risico's » in de verplichte ziekteverzekering.
- (3) In hoofdzaak de bedrijfsvoorheffing, de voorafbetalingen, de inkohieringen en de opbrengst van de opcentiemen op de personenbelasting.
- (4) Geheel van de sociale bijdragen, inclusief de bijzondere bijdrage voor de sociale zekerheid en de bijdragen van de niet-actieve bevolking.
- (5) In hoofdzaak de voorafbetalingen, de inkohieringen en de roerende voorheffing van de vennootschappen.
- (6) In hoofdzaak de roerende voorheffing van de particulieren, de onroerende voorheffing (inclusief de opbrengst van de opcentiemen), de successie- en registratierechten.
- (7) Inkomens uit vermogen, toegerekende sociale bijdragen, lopende overdrachten en kapitaaloverdrachten van andere sectoren en verkopen van geproduceerde goederen en diensten.

2.200 euro per persoon. De voordelige fiscale en parafiscale behandeling van dit bonussysteem – het is enkel onderworpen aan een werkgeversbijdrage van 33 pct. – heeft zich vertaald in een inkomstenderving ten belope van ongeveer 100 miljoen euro. Wat de personenbelasting betreft, heeft de federale regering de afgelopen jaren tevens het systeem van aftrek van de hypothecaire lasten voor de eigen woning en dat van de energiebesparende uitgaven hervormd en uitgebreid. Die maatregelen hebben budgettaire meerkosten van respectievelijk 66 en 79 miljoen euro met zich gebracht. Bovendien werd de forfaitaire verlaging van de bedrijfsvoorheffing die het Vlaamse Gewest sinds 2007 onder bepaalde voorwaarden aan zijn inwoners toekent, enigszins uitgebreid, wat een aanvullende neerwaartse druk van 50 miljoen euro op de ontvangsten uit de personenbelasting uitoefende.

Gelet op het grotere aandeel van de lonen in het bbp, is de parafiscale druk op arbeid met circa 0,3 procentpunt toegenomen. Nochtans heeft een reeks maatregelen bijgedragen tot het verlagen van de sociale bijdragen ten laste van de werkgevers. Zo werd de groei van die heffingen nog afgeremd door de invoering, op 1 april 2007, van een aanvullende verlaging van de werkgeversbijdragen voor werknemers ouder dan 50 jaar. Daarnaast werden het bedrag van de aftrek en het plafond voor de vermindering van de persoonlijke bijdragen voor de sociale zekerheid ten behoeve van de werknemers met een laag inkomen, de zogenaamde werkbonus, opgetrokken, en werd een eerste stap gezet naar de geleidelijke afbouw van de solidariteitsbijdrage op de pensioenen. Bovendien werden de ontvangsten, zoals in 2007 het geval was, niet meer opgedreven door de niet-recurrente opbrengst van de onmiddellijke onderwerping aan de sociale bijdragen

TABEL 32 BELANGRIJKSTE FISCALE EN PARAFISCALE MAATREGELEN ⁽¹⁾

(miljoenen euro's, verandering t.o.v. het voorgaande jaar)

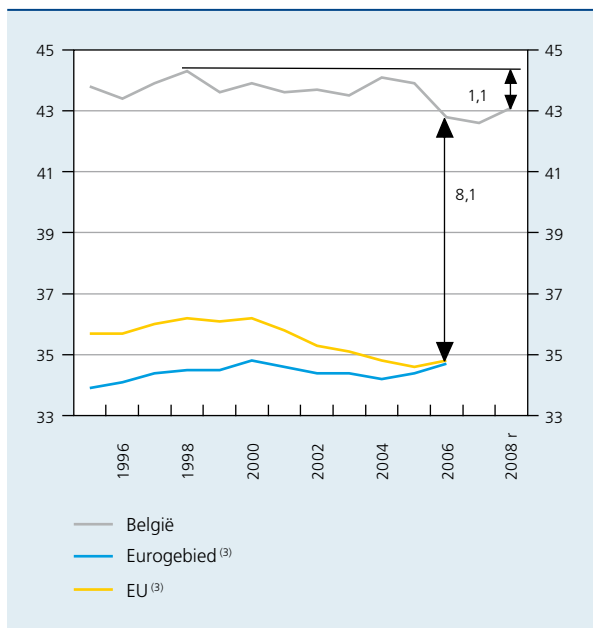
	2006	2007	2008
Structurele fiscale maatregelen	-1.529	-523	-644
Federale overheid en sociale zekerheid	-1.408	-324	-519
Personenbelasting	-1.331	-335	-320
Vennootschapsbelasting ⁽²⁾	-357	-40	17
Belastingen op goederen en diensten	-225	51	-216
Heffingen op de overige inkomens en op het vermogen	505	0	0
Gemeenschappen en gewesten	-50	-187	-50
Lokale overheid	-71	-11	-75
Structurele parafiscale maatregelen	-457	-458	-228
Werkgeversbijdragen	-105	-458	-181
Werknemersbijdragen	-352	0	-48
Niet-recurrente maatregelen	764	-1.282	-70
Invloed effectiseringsoperaties	-106	-734	208
Inkohieringen vennootschapsbelasting	900	-900	0
Belastingvrije reserves	0	245	-245
Sociale bijdragen bij de beëindiging van een arbeidsovereenkomst	0	233	-233
Belasting ten laste van de kernprovisievennootschap	0	0	250
Overige	-30	-125	-50
Totaal	-1.223	-2.262	-943
<i>p.m. Procenten bbp</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,7</i>	<i>-0,3</i>

Bronnen: Begrotingsdocumenten, NBB.

(1) Het betreft doorgaans de in de begrotingsdocumenten vooronderstelde invloed van de maatregelen; deze kan afwijken van de uiteindelijke impact. Er wordt geen rekening gehouden met de maatregelen ter bestrijding van de fraude en die met het oog op een betere inning van de heffingen.

(2) Deze rubriek omvat het effect van de invoering van de belastingaftrek voor risicokapitaal. Volgens een studie die de Bank ter zake heeft verricht (zie Burggraeve K., Ph. Jeanfils, K. Van Cauter en L. Van Meensel (2008), *Macro-economische en budgettaire impact van de belastingaftrek voor risicokapitaal*, NBB, Economisch Tijdschrift, september, p. 7-50), beliepen de budgettaire kosten van deze maatregel voor het aanslagjaar 2007 (inkomsten van 2006) tussen de 140 en 430 miljoen euro. In de tabel is voor het jaar 2006 het gemiddelde van die twee bedragen opgenomen, namelijk 285 miljoen euro. Voor 2007 en 2008, daarentegen, werden de cijfers van de begrotingsdocumenten overgenomen, met name bijkomende kosten ten belope van respectievelijk 58 en 68 miljoen euro; deze bevatten enkel de impact van het verhoogde percentage van de aftrek en stemmen dus niet noodzakelijk overeen met de effectieve weerslag van de belastingaftrek voor risicokapitaal op de overheidsfinanciën.

GRAFIEK 55 IMPLICIETE HEFFING OP ARBEID ^{(1) (2)}
(procenten van de loonkosten)



Bronnen : EC, INR, NBB.

- (1) Berekend op basis van de nationale rekeningen.
 (2) Gedefinieerd als het geheel van de aan de overheid betaalde heffingen op arbeidsinkomens, gedeeld door de loonsom. Ongerekend de diverse verminderingen van de bedrijfsvoorheffing, die volgens de methodologie van het ESR 1995 worden beschouwd als subsidies aan ondernemingen.
 (3) Niet-gewogen gemiddelde.

van het vervroegde vakantiegeld dat door de werkgever wordt uitbetaald bij de beëindiging van de arbeidsovereenkomst. De sociale bijdragen van de zelfstandigen, van hun kant, namen sterk toe als gevolg van de uitbreiding van hun verplichte ziekteverzekering met de « kleine risico's ».

In het licht van die ontwikkelingen is het impliciete heffings-tarief op arbeid – dat wil zeggen de fiscale en parafiscale heffingen in procenten van de loonsom, zoals berekend op basis van de nationale rekeningen – de hoogte ingegaan met 0,5 procentpunt. Uit de laatst beschikbare statistieken van de EC blijkt dat de impliciete heffing op arbeid in België in 2006 nog 8,1 procentpunten boven het gemiddelde van het eurogebied lag. Hoewel dit tarief in België het afgelopen decennium met in totaal 1,1 procentpunt is gedaald, blijft er dus een substantieel verschil bestaan.

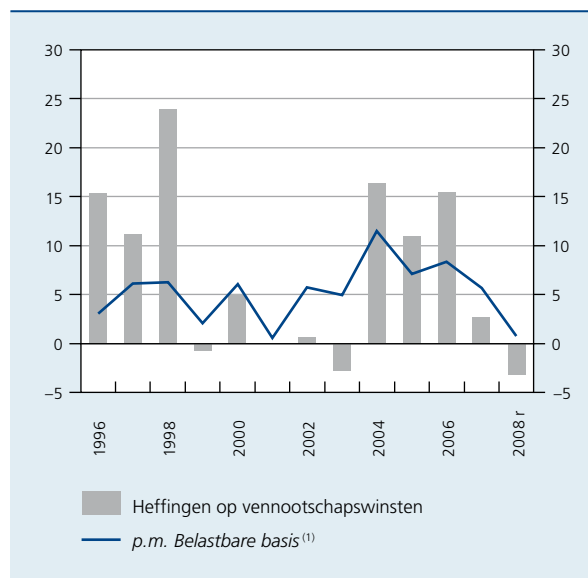
De belastingen op de vennootschapswinsten zakten, namelijk met 0,2 procentpunt, tot 3,4 pct. bbp. Die ontwikkeling vloeit met name voort uit het feit dat ze in 2007 waren opgedreven door de niet-recurrente opbrengst van de mogelijkheid die aan de ondernemingen werd geboden om bepaalde van hun belastingvrije reserves tegen een verlaagd tarief uit te keren of te herinvesteren. De

maatregelen van structurele aard waren vrijwel neutraal. De opbrengst van de maatregel die de aftrekbaarheid van de kosten van een bedrijfswagen afhankelijk maakt van zijn CO₂-uitstoot werd immers geneutraliseerd door de weerslag van het verhoogde percentage dat wordt gehanteerd voor het berekenen van de belastingaftrek voor risicokapitaal. In 2008 bleef het verloop van de heffingen op de vennootschapswinsten aldus achter bij dat van de benaderende macro-economische basis, waarvan de stijging weliswaar sterk vertraagde. De impact van de internationale financiële crisis en van de economische vertraging deed zich in de loop van het verslagjaar geleidelijk gevoelen, wat in de tweede jaarhelft resulteerde in een uitgesproken daling van de voorafbetalingen, voornamelijk door de financiële instellingen.

Uitgedrukt in procenten van het bbp, zijn de heffingen op de overige inkomens en op het vermogen tijdens het verslagjaar enigszins afgenomen. Het zijn voornamelijk de registratierechten en de taks op beursverrichtingen die een daling lieten optekenen. Die daling werd evenwel in belangrijke mate geneutraliseerd door de gunstige ontwikkeling van de roerende voorheffing.

De belastingen op goederen en diensten zijn met 0,2 procentpunt verminderd als gevolg van de zwakke particuliere consumptie aan het einde van het jaar. Het

GRAFIEK 56 ONTVANGSTEN UIT DE VENNOOTSCHAPSBELASTING
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bronnen : INR, NBB.

- (1) Als benaderende macro-economische belastbare basis wordt het bruto-exploitatieresultaat gebruikt, dat wordt vermeerderd met de netto ontvangsten interesten.

TABEL 33 OVERHEIDSONTVANGSTEN PER DEELSECTOR VAN DE OVERHEID
(procenten bbp)

	Vóór overdrachten tussen deelsectoren			Na overdrachten tussen deelsectoren		
	2006	2007	2008 r	2006	2007	2008 r
Entiteit I	40,9	40,2	40,7	30,5	29,8	30,0
Federale overheid	27,2	26,5	26,7	11,3	10,6	10,3
Sociale zekerheid	13,7	13,7	14,0	19,2	19,2	19,7
Entiteit II	7,8	7,8	7,5	18,2	18,3	18,3
Gemeenschappen en gewesten	4,5	4,4	4,4	11,7	11,7	11,6
Lokale overheid	3,4	3,4	3,2	6,6	6,6	6,7

Bronnen: INR, NBB.

totale effect van de discretionaire maatregelen op de ontvangsten was nagenoeg neutraal, aangezien de negatieve weerslag van het omgekeerde kliksysteem en van de geleidelijke afschaffing van de accijnscompenserende heffing ongedaan werd gemaakt door de storting van 250 miljoen euro door de kernprovisievennootschap.

Om een beeld te krijgen van de middelen die vallen onder de fiscale bevoegdheid van elke deelsector van de overheid, volstaat het hun uitsplitsing te beschouwen zonder rekening te houden met de overdrachten die deze deelsectoren onderling verrichten. Daarentegen dienen die overdrachten in aanmerking te worden genomen als men een indicatie wenst te hebben over de middelen die elk beleidsniveau ten behoeve van zijn eigen beleid kan aanwenden.

De federale overheid beschikt over uitgebreide fiscale bevoegdheden met betrekking tot de totale overheidsontvangsten in België, omdat de btw en het grootste gedeelte van de personenbelasting onder haar bevoegdheid vallen. Tijdens het verslagjaar bedroegen die ontvangsten 26,7 pct. bbp. Na correctie voor de overdrachten aan de andere beleidsniveaus, vielen de middelen waarover de federale overheid beschikt veel lager uit, en bedroegen ze slechts 10,3 pct. bbp. Voor de andere beleidsniveaus, daarentegen, is het effect van de overdrachten positief. De afgelopen twee jaar zijn de middelen die de federale overheid kan besteden om haar eigen beleid te voeren, duidelijk teruggelopen, ten belope van ongeveer 1 procentpunt in totaal. Die terugval is toe te schrijven aan de afname van de ontvangsten waarover ze de fiscale bevoegdheid heeft, maar tevens in belangrijke mate aan een stijging van de overdrachten aan de andere deelsectoren van de overheid. In dit verband is het voornamelijk de sociale zekerheid die een toename van haar middelen kende.

Primaire uitgaven

De primaire uitgaven van de overheid, met andere woorden de overheidsuitgaven exclusief de rentelasten, zijn fors omhooggegaan ten opzichte van 2007, namelijk van 44,5 tot 45,6 pct. bbp. Die toename vloeit voornamelijk voort uit het feit dat de stijging van de prijzen die de overheidsuitgaven beïnvloeden groter is dan die van de bbp-deflator, terwijl de reële uitgaven maar iets meer zijn gestegen dan het bbp naar volume, namelijk met 1,4 pct.

Die verandering is evenwel niet noodzakelijk representatief voor het structurele verloop van de primaire uitgaven, aangezien ze in belangrijke mate kan worden vertekend door een aantal elementen waarvan de invloed buiten beschouwing moet worden gelaten om een nauwkeurig beeld te krijgen van de fundamentele tendens. Die elementen omvatten tijdelijke factoren, operaties die zowel de ontvangsten als de uitgaven opdrijven terwijl ze neutraal zijn op budgettair vlak, de weerslag van de conjunctuur op de uitgaven en, ten slotte, de verschillen tussen het inflatieverloop en de impact van de indexering aan de consumptieprijzen op de lonen of de sociale uitkeringen.

In 2008 droegen de tijdelijke of budgettair neutrale factoren ertoe bij de groei van de primaire uitgaven naar volume ten belope van 0,2 procentpunt af te remmen, wat een aanmerkelijk geringere weerslag is dan de voorgaande jaren. De primaire uitgaven werden immers niet in dezelfde mate als in 2007 door dergelijke factoren opgedreven; destijds dienden aanzienlijke terugbetalingen van belastingen te worden verricht. Een van de redenen voor de incidentele toename tijdens het verslagjaar was de verzekering tegen « kleine risico's » inzake gezondheidszorg

TABEL 34 **PRIMAIRE UITGAVEN VAN DE OVERHEID**

(gedefleerd aan de hand van de HICP; veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

	2004	2005	2006	2007	2008 r	Gemiddelde 1998-2008 r
Feitelijk niveau ⁽¹⁾	44,6	47,8	44,4	44,5	45,6	44,4
Feitelijke reële groei	0,7	8,8	-4,2	3,5	1,4	2,5
Invloed van niet-recurrente of budgettair neutrale factoren ⁽²⁾	-2,3	6,9	-5,9	1,3	-0,2	0,1
Invloed van conjuncturele factoren ⁽²⁾	0,2	0,0	-0,1	-0,4	-0,2	0,0
Indexeringseffect ⁽²⁾⁽³⁾	-0,4	-0,1	-0,5	-0,2	-0,4	-0,2
Reële groei gecorrigeerd voor de invloed van conjuncturele en niet-recurrente of budgettair neutrale factoren alsook voor de indexeringseffecten	3,1	2,1	2,2	2,9	2,3	2,6

Bronnen: INR, NBB.

(1) Procenten bbp.

(2) Bijdrage tot de feitelijke reële groei van de primaire uitgaven.

(3) Effect dat voortvloeit uit het verschil tussen, enerzijds, de effectieve indexering van de bezoldigingen van het overheidspersoneel en de sociale uitkeringen en, anderzijds, de stijging van de HICP.

voor zelfstandigen, die in 2008 verplicht is geworden, waardoor zowel de door de sociale zekerheid geïnde bijdragen als haar uitgaven toenamen.

Het groeitempo van de primaire uitgaven is daarenboven onderhevig aan de conjunctuurschommelingen via het verloop van de werkloosheidsuitkeringen, dat de economische cyclus met enige vertraging volgt. Zo had de in 2004 ingezette opwaartse fase van deze cyclus ervoor gezorgd dat het conjuncturele karakter van de werkloosheidsuitgaven bijdroeg tot de matiging van de uitgaven vanaf 2006. De geleidelijke vertraging van de economische activiteit sinds eind 2007 heeft de invloed van die factor enigszins beperkt in 2008. De werkloosheidsuitgaven, die in 2007 met 6,2 pct. in reële termen waren afgenomen, zijn in 2008 immers nog met 3,6 pct. gedaald, hetgeen bijdroeg tot een tempering van de uitgavenstijging ten belope van 0,2 procentpunt.

De indexeringsmechanismen voor de sociale uitkeringen en voor de bezoldigingen van het overheidspersoneel vormen een derde externe factor die het reële verloop van de primaire uitgaven beïnvloedt. Zo zijn de sociale uitkeringen en de lonen, die meer dan 60 pct. van de primaire uitgaven vertegenwoordigen, gekoppeld aan de stijging van de gezondheidsindex van de consumptieprijzen. In 2008 was die stijging 0,3 procentpunt lager dan die van de HICP, die wordt gebruikt om de uitgaven te defleren. Gelet onder meer op het feit dat voornoemde indexeringsmechanismen worden gekenmerkt door een systeem dat de fluctuaties afvlakt en gebruik maakt van

spildrempels, weerspiegelde de inflatieversnelling zich bovendien slechts met enige vertraging in de indexering, en derhalve slechts deels tijdens het verslagjaar. Al met al droeg de indexeringsmethode aldus bij tot het matigen van de uitgavengroei in reële termen ten belope van 0,4 procentpunt.

Na correctie voor de impact van die verschillende elementen zijn de primaire uitgaven in 2008 met 2,3 pct. gestegen, een tempo dat lager ligt dan de gemiddelde toename sinds 1998, maar iets hoger dan de trendmatige groei van het bbp.

De gecorrigeerde primaire uitgaven van de federale overheid stegen in 2008 met 3,6 pct. in reële termen, tegen 4,2 pct. het voorgaande jaar. Die vertraging is deels het gevolg van de woelige politieke situatie eind 2007 en begin 2008. Zo oefenden het uitblijven van een begroting en de toepassing van voorlopige twaalfden in het begin van het jaar een belangrijke remmende invloed uit. Dat effect zou echter nog meer uitgesproken geweest zijn, indien de traditionele overdrachten van betalingen aan het einde van het jaar in 2008 niet drastisch waren verminderd. De meeste uitgavencategorieën zijn in 2008 minder snel gestegen dan in 2007. De verminderingen van de bedrijfsvoorheffing – die overeenkomstig het ESR 1995 worden geregistreerd als subsidies aan de ondernemingen – zijn heel wat minder fors gestegen dan de voorgaande jaren, ondanks de invoering, in het laatste kwartaal van 2007, van een algemene vermindering voor het geheel van de werknemers tewerkgesteld door

TABEL 35 GECORRIGEEERDE PRIMAIRE UITGAVEN PER DEELSECTOR VAN DE OVERHEID ⁽¹⁾⁽²⁾

(gedefleerd aan de hand van de HICP, veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)

	2004	2005	2006	2007	2008 r	Gemiddelde 1998-2008 r	p.m. 2008 r, niet- gecorrigeerd
Entiteit I	3,0	2,0	1,7	3,8	3,2	2,6	2,3
Federale overheid	3,4	2,8	2,0	4,2	3,6	2,6	1,5
Sociale zekerheid	2,8	1,7	1,6	3,6	3,1	2,6	2,7
Entiteit II	3,2	2,2	3,2	1,2	0,5	2,6	0,1
Gemeenschappen en gewesten	5,8	-1,0	3,8	2,6	0,8	2,5	0,4
Lokale overheid	-0,6	6,9	2,3	-0,8	0,1	2,8	-0,4
Gezamenlijke overheid	3,1	2,1	2,2	2,9	2,3	2,6	1,4

Bronnen: INR, NBB.

(1) De uitgaven van de deelsectoren van de overheid omvatten geen overdrachten tussen deze deelsectoren onderling.

(2) Reële groei gecorrigeerd voor de invloed van conjuncturele en niet-recurrente of budgettaire neutrale factoren alsook voor de indexeringseffecten.

de ondernemingen. De bijdrage van de verminderingen van de bedrijfsvoorheffing tot de uitgavengroei is sterk gedaald, namelijk tot 0,8 procentpunt, tegen 1,3 punt in 2007. Tot de uitgavencategorieën die sneller zijn gestegen dan het voorgaande jaar, behoren de lopende aankopen van goederen en diensten, waarvan de betaling aan het einde van het jaar met minder vertraging werd verricht, een verstandige maatregel in de huidige context. De betalingen van de lopende overdrachten aan de rest van de wereld – die betrekking hebben op de internationale samenwerking en op een gedeelte van de financiering van de Europese begroting – en, in mindere mate, die van de lopende overdrachten aan de huishoudens zijn eveneens versneld.

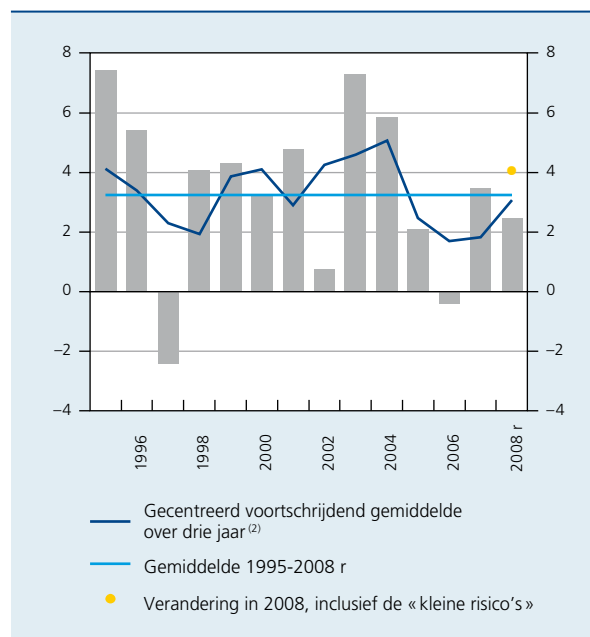
De groei naar volume van de gecorrigeerde uitgaven voor de sociale zekerheid is in 2008 enigszins vertraagd, tot 3,1 pct. Dit verloop vloeit voornamelijk voort uit de relatief gematigde groei van de uitgaven voor gezondheidszorg, die circa 2,5 pct. bedroeg, wat nagenoeg 1 procentpunt minder is dan in 2007. Door hun omvang – meer dan een derde van de totale sociale uitkeringen – en hun grillige verloop, oefenen die uitgaven doorgaans immers een doorslaggevende invloed uit op het verloop van de sociale-zekerheidsuitgaven. Als rekening wordt gehouden met de tegemoetkomingen ten gunste van de « kleine risico's » inzake gezondheidszorg voor zelfstandigen, bedroeg de groei van de uitgaven voor gezondheidszorg in 2008 4,1 pct. in reële termen.

De uitgaven voor pensioenen, van hun kant, stegen in 2008 sterker dan tijdens de afgelopen jaren. Enerzijds was er een zeer forse stijging van het aantal gepensioneerden.

Die stijging was onder meer het gevolg van de algemene demografische ontwikkelingen, en in het bijzonder van de babyboom die zich voordeed na de Tweede Wereldoorlog. Anderzijds heeft de overheid een reeks sociale maatregelen

GRAFIEK 57 OVERHEIDSUITGAVEN VOOR GEZONDHEIDSZORG ⁽¹⁾

(gedefleerd aan de hand van de HICP, veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



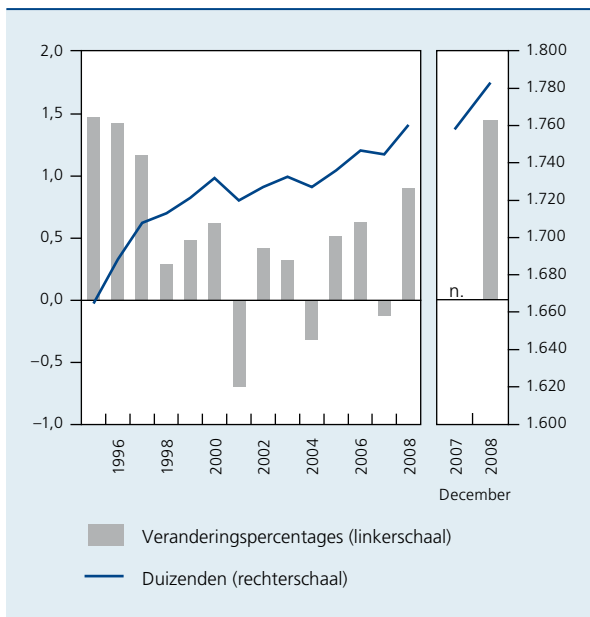
Bronnen: INR, NBB.

(1) Overheidsuitgaven voor gezondheidszorg, met uitzondering van de ziekte- en invaliditeitsuitkeringen, de uitkeringen voor gehandicapten, de overdrachten aan de instellingen voor gehandicaptenzorg, alsook de zorgverzekeringsuitgaven.

(2) Voor 2009 wordt uitgegaan van een reële groei gelijk aan het gemiddelde van 1995 tot 2008.

GRAFIEK 58 PENSIOENGERECHTIGDEN UIT DE PARTICULIERE SECTOR

(op 1 januari van het jaar, tenzij anders vermeld)

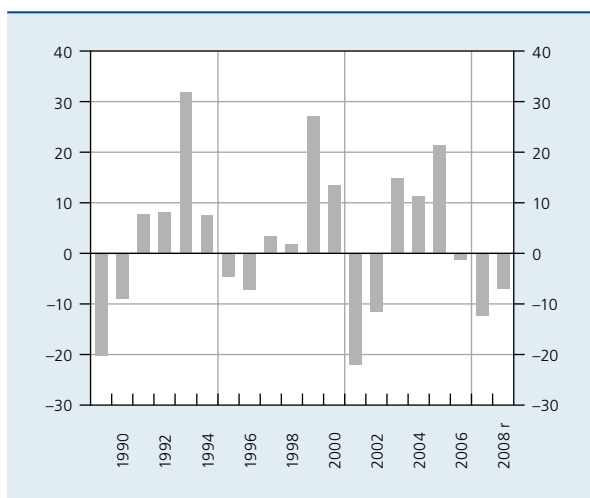


Bronnen : RVP, NBB.

voor een totaal van nagenoeg 350 miljoen euro genomen, die ten goede kwamen aan bepaalde pensioengerechtigden, in hoofdzaak gericht op welvaartsaanpassingen,

GRAFIEK 59 INVLOED VAN DE ELECTORALE CYCLUS OP DE BRUTO-INVESTERINGEN IN VASTE ACTIVA VAN DE LOKALE OVERHEID ^{(1) (2)}

(veranderingpercentages naar volume t.o.v. het voorgaande jaar, ongerekend vastgoedverkoop)



Bronnen : INR, NBB.

(1) De verticale grijze lijnen geven de zittingsperiode van de gemeenteraden weer.
 (2) Gedefieerd aan de hand van de prijzen van de bruto-investeringen in vaste activa van de gezamenlijke overheid.

teneinde het spontane verlies aan relatieve welvaart van de oudste gepensioneerden tegen te gaan, en op het optrekken van bepaalde minima.

Vrijwel alle andere categorieën van sociale uitkeringen vertoonden een iets lagere – gecorrigeerde – reële groei dan in 2007. Die matiging vond plaats ondanks het feit dat nieuwe sociale maatregelen in 2008 van kracht werden. Talrijke types van uitkeringen – kinderbijslag, werkloosheidsuitkeringen, uitkeringen wegens arbeidsongeschiktheid – werden verhoogd voor een totaal van circa 150 miljoen euro.

Ten slotte namen de door de sociale zekerheid betaalde subsidies aan de ondernemingen, net als de voorgaande jaren, fors toe, voornamelijk als gevolg van de activiteit gerelateerd aan de dienstencheques. Het daarvoor uitgetrokken budget liep met meer dan 200 miljoen euro op tot nagenoeg 900 miljoen. Dat bedrag houdt geen rekening met de belastingaftrekken waarvan de gebruikers van die cheques bovendien profiteren.

Meer nog dan in 2007, is de groei naar volume van de gecorrigeerde primaire uitgaven van de gemeenschappen en gewesten vertraagd; hij bleef beperkt tot 0,8 pct. Die aanzienlijke vertraging vloeide onder meer voort uit een geringe toename van de lonen – exclusief indexering – in die deelsector, terwijl nagenoeg alle andere belangrijke bestedingscategorieën een gematigd verloop te zien gaven.

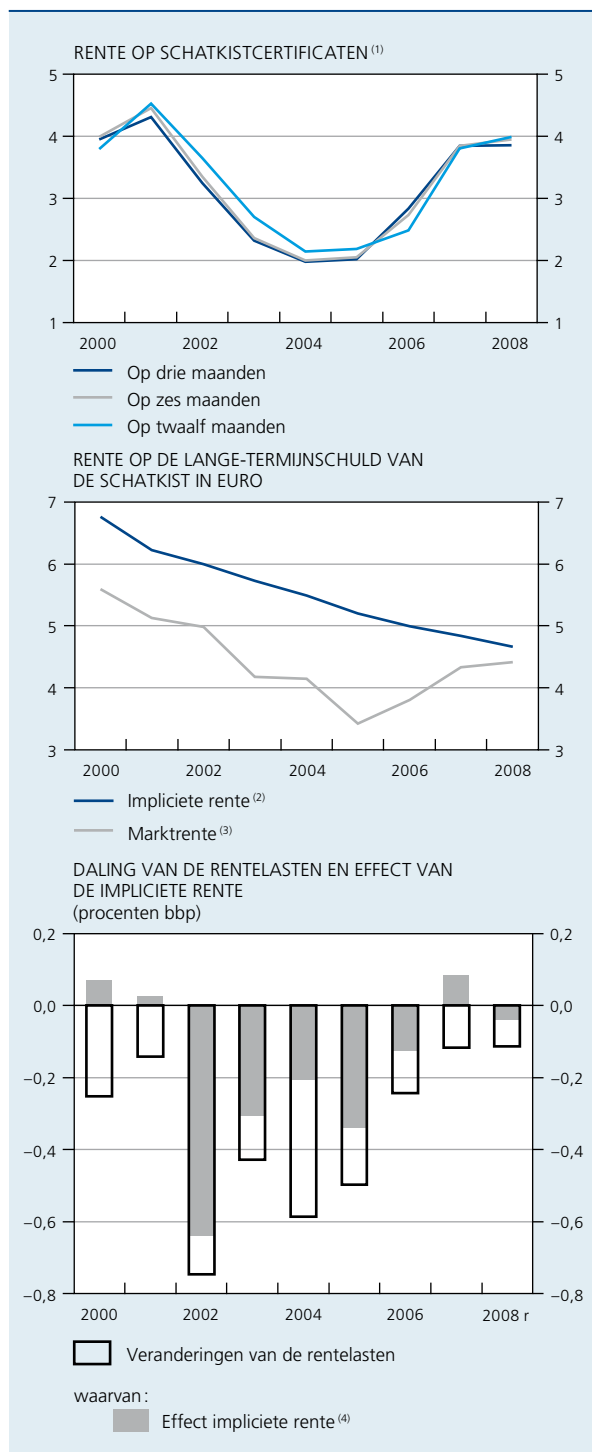
Het verloop van de reële primaire uitgaven van de lokale overheid wordt in belangrijke mate bepaald door de invloed van de electorale cyclus op hun investeringen. Die investeringen vertonen doorgaans een forse groei in de aanloop naar de gemeenteraadsverkiezingen – de laatste vonden plaats in 2006 –, terwijl ze afnemen in de twee jaar die volgen op die verkiezingen. Die tempowisselingen werden weerspiegeld in het totaal van de lokale primaire uitgaven, die in 2008 met slechts 0,1 pct. stegen.

Rentelasten van de overheid

Na een piek van 11,6 pct. bbp in 1990 zijn de rentelasten van de gezamenlijke overheid tijdens het verslagjaar teruggelopen tot 3,7 pct. bbp. De vermindering van die rentelasten met een gemiddelde van 0,4 procentpunt bbp per jaar is in belangrijke mate te danken aan de daling van de impliciete rente op de overheidsschuld, hoewel ook de systematische afbouw van de schuldgraad sinds de in 1993 bereikte piek ertoe heeft bijgedragen.

GRAFIEK 60 OPSPLITSING VAN DE VERANDERING IN DE RENTELASTEN

(procenten, tenzij anders vermeld)



Bronnen: FOD Financiën, INR, NBB.

(1) Gemiddelde impliciete rente verschuldigd op schatkistcertificaten.

(2) Verhouding tussen de rentelasten (inclusief de uitgiftepremies) en de gemiddelde maandelijks uitstaande schuld.

(3) Gemiddelde rente van de overheidsleningen op tien jaar.

(4) Verhouding tussen de rentelasten tijdens het lopende jaar en de schuld aan het eind van het voorgaande jaar. Voor de berekening van de impliciete rente in 2005 en 2008 werden correcties uitgevoerd om rekening te houden met de weerslag van respectievelijk de opname van het FSI in de overheid en de kapitaalinjecties in diverse financiële instellingen die door de overheid werden verricht in het kader van de financiële crisis.

De daling van de rentelasten bleef in 2008 beperkt tot 0,1 procentpunt bbp. Zoals toegelicht in kader 13, is de schuldgraad van de overheid zeer sterk gestegen in het laatste kwartaal van het verslagjaar, als gevolg van de kapitaalinjecties in verschillende Belgische financiële instellingen die door de overheid werden verricht in het kader van de financiële crisis. Die interventies vonden pas tegen het einde van 2008 plaats, waardoor de hiermee gepaard gaande extra rentelasten tijdens het verslagjaar al met al vrij beperkt zijn gebleven.

De verdere daling van de rentelasten is derhalve toe te schrijven aan de afbouw van de schuldgraad voorafgaand aan de reddingsoperaties van het financiële stelsel, evenals aan de geringe daling van de impliciete rente. Die laatste nam verder af ondanks de weerslag van de lichte stijging van de korte-termijnrente – de impliciete rente op de twaalfmaands schatkistcertificaten steeg van 3,8 pct. in 2007 tot 4 pct. in 2008 –, omdat die meer dan gecompenseerd werd door de verdere daling van de impliciete rente op de langlopende schuld. Het verschil tussen de rente op de nieuwe emissies van langlopende effecten, die het leeuwendeel van de totale overheidsschuld uitmaken, en de impliciete rente op de lange-termijnschuld, is immers gunstig gebleven, hoewel het op een zeer laag niveau kwam, namelijk minder dan 25 basispunten. De mogelijkheden om in de toekomst de op vervalddag gekomen schulden tegen een lagere rente te herfinancieren, lijken dus heel wat beperkter, en zijn afhankelijk van het toekomstige verloop van de marktrente. De handhaving, in de komende jaren, van de dalende trend van de impliciete rente op de overheidsschuld, die in het verleden plaatsvond, is derhalve verre van zeker.

Financieringssaldo van de deelsectoren van de overheid

Het verloop van het begrotingsaldo van de gezamenlijke overheid is het resultaat van uiteenlopende ontwikkelingen in de deelsectoren. Het tijdens het verslag opgetekende tekort vloeit voort uit een tekort in Entiteit I, die bestaat uit de federale overheid en de sociale zekerheid, dat deels gecompenseerd werd door een overschot in Entiteit II, waarin de gemeenschappen en gewesten alsook de lokale overheid zijn ondergebracht.

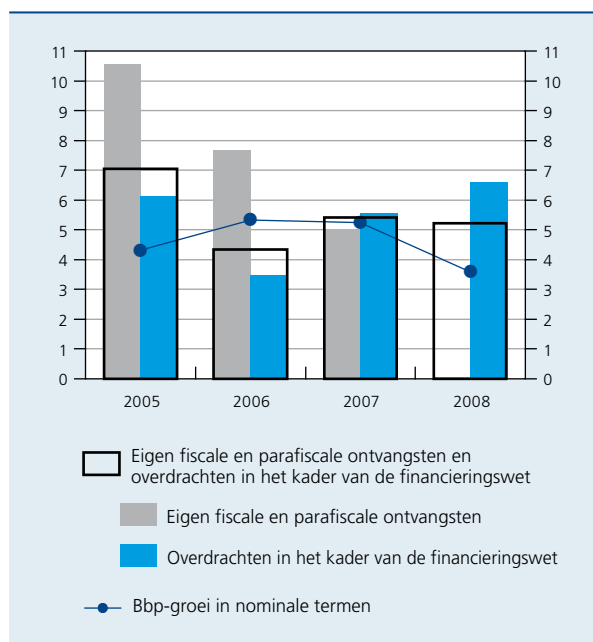
De federale overheid zag haar tekort oplopen tot 1,5 pct. bbp, een verslechtering met 0,5 procentpunt ten opzichte van 2007. Dat hogere tekort is voornamelijk toe te schrijven aan de gestage groei van de uitgaven, hoewel ook de daling van de ontvangsten ertoe heeft bijgedragen. Die daling is te verklaren door de forse uitbreiding van de belastingontvangsten die aan de overige deelsectoren

TABEL 36 FINANCIERINGSSALDO VAN DE GEZAMENLIJKE OVERHEID EN VAN DE DEELSECTOREN
(procenten bbp)

	2004	2005	2006	2007	2008 r
Primair saldo	4,5	1,6	4,3	3,5	2,7
Entiteit I	4,2	1,4	4,1	3,1	2,4
Federale overheid	4,3	1,5	3,8	2,6	2,1
Sociale zekerheid	0,1	0,0	0,4	0,5	0,4
Entiteit II	0,3	0,3	0,2	0,5	0,3
Gemeenschappen en gewesten	0,3	0,4	0,3	0,4	0,1
Lokale overheid	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,2
Rentelasten	4,7	4,2	3,9	3,8	3,7
Financieringssaldo	-0,2	-2,6	0,3	-0,3	-1,1
Entiteit I	-0,1	-2,5	0,4	-0,5	-1,2
Federale overheid	-0,1	-2,5	0,0	-1,1	-1,5
Sociale zekerheid	0,1	0,0	0,4	0,5	0,4
Entiteit II	-0,1	0,0	-0,1	0,2	0,1
Gemeenschappen en gewesten	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0
Lokale overheid	-0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,1

Bronnen: INR, NBB.

GRAFIEK 61 ONTVANGSTEN VAN DE GEMEENSCHAPPEN EN GEWESTEN⁽¹⁾
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bronnen: INR, NBB.

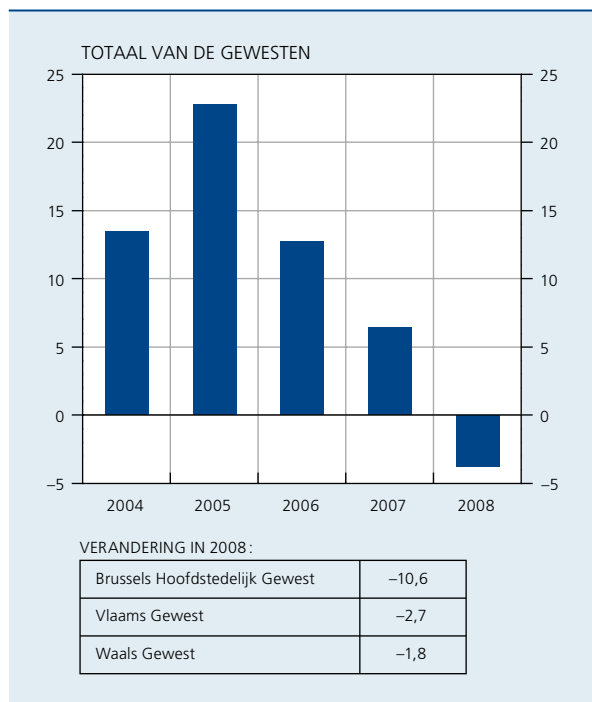
(1) De gegevens zijn gecorrigeerd om rekening te houden met de verandering in de financiering van Aquafin, die niet meer steunt op heffingen op het water, maar wel op de door de Vlaamse waterdistributie maatschappijen betaalde vergoedingen.

van de overheid worden overgedragen. De stijging van de overheidsuitgaven, van haar kant, is onder meer toe te schrijven aan de weerslag van de oplopende inflatie en aan de versnelling van het tempo voor de betaling van facturen aan het einde van het jaar.

De sociale zekerheid boekte voor het derde jaar op rij een overschot, dat echter terugliep van 0,5 tot 0,4 pct. bbp. Zowel haar ontvangsten als haar uitgaven zijn fors gestegen. De sociale bijdragen groeiden sterker dan het bbp als gevolg van het toegenomen aandeel van de lonen in het bbp. Daarnaast kende de zogenaamde alternatieve financiering, die gebaseerd is op een verdeling van de door de Schatkist geïnde belastingontvangsten met de sociale zekerheid, een forse uitbreiding, zij het minder dan verwacht, omdat de uit hoofde van de btw overdraagbare ontvangsten uitgeput waren. De gestage uitgavengroei is voornamelijk een gevolg van de weerslag van de inflatieversnelling op de sociale uitkeringen. De pensioenen van de particuliere sector zijn fors gestegen, onder meer als gevolg van de aanpassing van de pensioenuitkeringen aan de welvaartsstijging en van de stijging van het aantal gepensioneerden.

Terwijl de gemeenschappen en gewesten sinds 2004 onafgebroken een begrotingsoverschot hadden geboekt, verslechterde het saldo van hun operaties in 2008 met 0,3 procentpunt bbp en werd het jaar afgesloten met

GRAFIEK 62 REGISTRATIERECHTEN
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bronnen: INR, NBB.

een begrotingsevenwicht. In tegenstelling tot de sterke stijging van de voorgaande jaren stagneerden de gewestbelastingen tijdens het verslagjaar. De registratierechten namen zelfs af ten opzichte van 2007, als gevolg van de afkoeling op de vastgoedmarkt. Die afname was vooral uitgesproken in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest. De geringere groei van de gewestbelastingen werd evenwel ruimschoots gecompenseerd door de zeer forse toename van de gedeelten van de personenbelasting en de btw die door de federale overheid aan de deelgebieden worden overgedragen in het kader van de financieringswet. Deze forse toename van de aan de deelgebieden overgedragen financiële middelen is onder meer het resultaat van het definitieve afrekeningsaldo voor het jaar 2007. Dat saldo was positief als gevolg van het feit dat de groei van de economische activiteit, die in belangrijke mate het verloop van die overdrachten bepaalt, in 2007 hoger lag dan verwacht. Voorts werden de overdrachten opgedreven doordat de impact van de veel hoger dan verwachte inflatie in 2008 zelf reeds in rekening werd gebracht. Aangezien de structuur van de ontvangsten nogal verschillend is van de ene entiteit tot de andere – zo is het aandeel van de eigen fiscale ontvangsten bijzonder hoog in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest –, hadden de voornoemde ontwikkelingen een verschillende impact op de totale

ontvangsten van die entiteiten. De gemeenschappen en gewesten kenden ook een zeer sterke groei van hun uitgaven, onder meer als gevolg van de overname door het Vlaamse Gewest van een deel van de schuld van de gemeenten die onder zijn voogdij vallen, voor een bedrag van ongeveer 600 miljoen euro.

Het saldo van de lokale overheid is omgeslagen van een tekort van 0,1 pct. bbp in 2007 in een overschot van 0,1 pct. Die verbetering is te danken aan de forse stijging van hun ontvangsten, die het gevolg was van de hierboven beschreven schuldovername, terwijl hun uitgaven nauwelijks veranderden in verhouding tot het bbp.

6.2 Conjunctuurgezuiverde en structurele begrotingssaldi

Een analyse van de oriëntatie van het begrotingsbeleid mag niet uitsluitend gebaseerd zijn op het feitelijke verloop van de begrotingssaldi. Dat verloop dient te worden gecorrigeerd voor het effect van de automatische stabilisatoren van de economie, alsook voor de weerslag van niet-recurrente factoren. In het kader van het ESCB wordt hiertoe gebruik gemaakt van een geharmoniseerde methode om de begrotingssaldi te zuiveren voor de conjunctuurinvloed. Na een bijkomende correctie voor de niet-recurrente factoren, kunnen het niveau en het verloop van het structurele financieringssaldo van de overheid worden bepaald. Deze concepten dienen met enige omzichtigheid te worden gehanteerd, aangezien de gegevens voor de recente periode soms aanzienlijke herzieningen kunnen ondergaan.

Uit de op deze basis opgestelde indicatoren blijkt dat het structurele financieringssaldo in 2008 met 0,6 procentpunt bbp verslechterd is. Aangezien de rentelasten nog enigszins zijn teruggelopen, moet deze ontwikkeling uitsluitend worden toegeschreven aan de achteruitgang van het structurele primaire overschot.

Dat het structurele financieringssaldo minder sterk terugloopt dan het feitelijke saldo, kan worden verklaard door de ongunstige impact van de automatische stabilisatoren van de overheidsfinanciën op dit feitelijke saldo.

De conjunctuurvertraging heeft een negatief effect van naar schatting 0,4 procentpunt bbp uitgeoefend. De activiteitsgroei bleef onder zijn trendmatige peil en de negatieve conjuncturele weerslag werd versterkt door voor de overheidsfinanciën ongunstige compositie-effecten. De reële toename van bepaalde inkomens- en bestedingscomponenten die een heel belangrijke weerslag hebben op de overheidsrekening, zoals het arbeidsinkomen en de

TABEL 37 VERLOOP VAN HET STRUCTURELE BEGROTINGSBELEID

(verandering t.o.v. het voorgaande jaar, procentpunten van het bbp, tenzij anders vermeld)

	2005	2006	2007	2008 r
Feitelijk financieringssaldo	-2,4	2,9	-0,6	-0,8
Conjuncturele component ⁽¹⁾	-0,3	0,6	0,9	-0,4
Niet-recurrente factoren	-2,8	2,8	-0,9	0,2
Structureel financieringssaldo	0,7	-0,5	-0,6	-0,6
<i>p.m. Peil van het structurele financieringssaldo⁽²⁾</i>				
<i>Volgens de methodologie van de NBB</i>	-0,1	-0,6	-1,1	-1,7
<i>Volgens de methodologie van de EC</i>	-0,9	-1,4	-1,4	-1,7
Rentelasten	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1
Structureel primair saldo	0,3	-0,7	-0,6	-0,6

Bronnen: EC, INR, NBB.

(1) Volgens de methodologie beschreven in Bouthevillain C., Ph. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano en M. Tujula (2001), *Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach*, ECB Working Paper n° 77. Een meer didactische beschrijving van die methodologie wordt verstrekt in kader 6, *Conjunctuurgezuiverde begrotingssaldi: in het kader van het ESCB gebruikte berekeningsmethode*, van het Verslag 2003 van de NBB (Deel 1), p. 90-92.

(2) Procenten bbp.

particuliere consumptie, bleef immers, meer nog dan die van het bbp, onder hun trendgroei. Daarbij moet worden opgemerkt dat deze benadering van de compositie-effecten afwijkt van deze toegepast in het begin van dit hoofdstuk, waar de analyse wordt uitgevoerd aan de hand van de nominale ontwikkelingen van het bbp en de componenten ervan.

De niet-recurrente factoren, van hun kant, hebben het verloop van het begrotingssaldo gunstig beïnvloed. Terwijl ze het in 2007 met 0,2 procentpunt bbp hadden verslechterd, was hun effect op de rekeningen van het verslagjaar per saldo neutraal.

Bij de hervorming van het stabiliteits- en groeipact in 2005 hebben de structurele begrotingssaldi aan belang gewonnen bij de beoordeling van het begrotingsbeleid in de Europese toezichtprocedures. Het hervormde pact bepaalt immers dat de begrotingsuitkomsten moeten worden geschoond voor de invloed van cyclische en tijdelijke factoren wanneer ze worden getoetst aan de middellange-termijndoelstelling voor de overheidsfinanciën en aan het vereiste begrotingstraject ernaartoe. In het kader van

de toepassing van de Europese begrotingsregels wordt gebruik gemaakt van een conjunctuurzuiveringsmethode die verschilt van de door het ESCB gehanteerde methode; die methode, welke wordt gebruikt door de EC, is gebaseerd op het concept van het potentiële bbp in plaats van het trendmatige bbp, en houdt op jaarbasis geen rekening met de compositie-effecten van de economische groei. De concepten van potentieel en trendmatig bbp beogen beide de fundamentele tendens van de economische groei af te leiden, los van de conjunctuurschommelingen. Het eerste concept is gebaseerd op de toepassing van een productiefunctie die rekening houdt met het beschikbare aanbod van arbeidskrachten en kapitaal evenals met het verloop van de TFP, het tweede berust uitsluitend op de toepassing van een statistische afvlakingsmethode (*Hodrick-Prescott-filter*). Bovendien zijn de in beide correctiemethodes in aanmerking genomen niet-recurrente maatregelen niet noodzakelijk dezelfde. Ondanks deze methodologische verschillen, stemt de inschatting, door de EC, van het structurele financieringssaldo in 2008 overeen met de raming van de Bank; volgens beide benaderingen zou het verslagjaar afgesloten zijn met een structureel tekort van 1,7 pct. bbp.

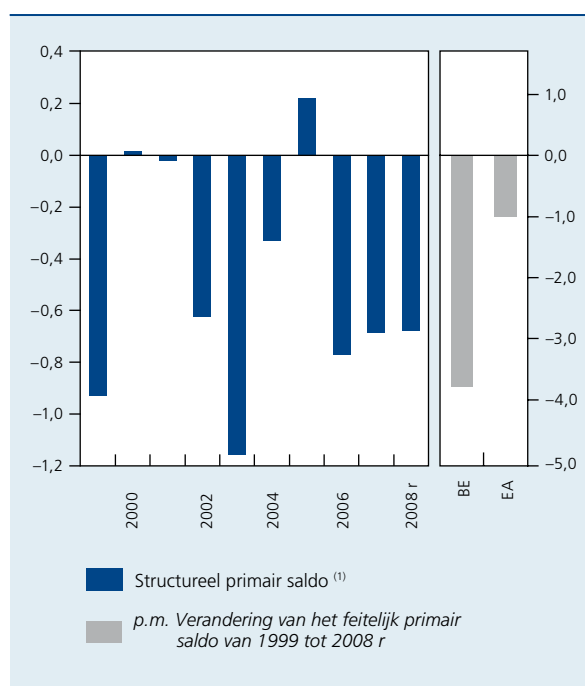
Kader 12 – De Belgische overheidsfinanciën sinds de invoering van de euro: een structurele versoepeling

In 1999 maakte België deel uit van de groep van landen die als eerste de euro invoerden. België voldeed immers aan de in het verdrag van Maastricht vastgelegde convergentiecriteria. Het begrotingstekort was sinds 1997 onder de referentiewaarde van 3 pct. bbp gedaald en de overheidsschuld, hoewel nog ruim hoger dan de referentiewaarde van 60 pct. bbp, was voldoende teruggelopen in de aanloop naar de monetaire unie. Dat was te danken aan de begrotingsinspanningen die sinds het vastleggen van deze convergentiecriteria waren geleverd. Het structurele primaire saldo, dat een indicator vormt voor de oriëntatie van het begrotingsbeleid, was tussen 1992 en 1998 immers met zowat 5 procentpunten bbp verbeterd.

In de eerste jaren na de invoering van de euro verbond de Belgische overheid zich ertoe de sanering van de overheidsfinanciën voort te zetten. Zo werd, met het verdwijnen van het begrotingstekort in 2000, in het stabiliteitsprogramma van dat jaar voor het eerst gemikt op de geleidelijke opbouw van een structureel overschot, teneinde de overheidsfinanciën voor te bereiden op de budgettaire kosten van de vergrijzing van de bevolking, die vooral vanaf 2010 voelbaar zullen worden. Deze doelstelling, die impliceerde dat het overschot tegen 2005 0,7 pct. bbp diende te belopen, sloot aan bij de toenmalige aanbevelingen van de afdeling « Financieringsbehoeften

HET BELGISCHE BEGROTINGSBELEID SINDE DE INVOERING VAN DE EURO

(verandering t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld; procentpunten van het bbp)



Bronnen: EC, INR, NBB.

(1) Gecorrigeerd voor de invloed van de conjunctuur en de niet-recurrente factoren. De gebruikte conjunctuurzuiveringsmethode is beschreven in Bouthevillain C., Ph. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano en M. Tujula (2001), *Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach*, ECB Working Paper n° 77. Een minder technische beschrijving van die methodologie wordt verstrekt in Kader 6, *Conjunctuurgezuiverde begrotingssaldi: in het kader van het ESCB gebruikte berekeningsmethode*, van het Verslag 2003 van de NBB (Deel 1), p. 90-92.

van de overheid » van de Hoge Raad van Financiën, die een dergelijk begrotingstraject noodzakelijk achtte om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te verzekeren. In dat kader werd ook het Zilverfonds opgericht, waarin, hoofdzakelijk via de geplande begrotingsoverschotten, reserves zouden worden opgebouwd om het hoofd te bieden aan de verwachte gevolgen van de vergrijzing. Een dergelijk beleid is overigens vereist om te vermijden dat noodzakelijke begrotingsaanpassingen in buitensporige mate naar de volgende generaties worden doorgeschoven.

In werkelijkheid is de structurele tenuitvoerlegging van deze strategie steeds uitgesteld en werden de begrotingsdoelstellingen niet gehaald of systematisch versoepeld. Tijdens het verslagjaar werd zelfs een begrotingstekort opgetekend dat groter was dan in 1998. De budgettaire ruimte die ontstond dankzij de aanzienlijke daling van de rentelasten sinds de invoering van de euro, werd immers niet gebruikt voor een versnelde schuldafbouw, maar wel voor een substantiële versoepeling van het begrotingsbeleid. Het primaire overschot is sinds 1999 nagenoeg elk jaar afgebrokkeld en in de tien jaar na de invoering van de euro met 3,8 procentpunten bbp – nagenoeg 5 procentpunten in structurele termen – verslechterd. De tussen 1992 en 1998 opgetekende verbetering is daarmee bijna volledig tenietgedaan. De versoepeling van het begrotingsbeleid tijdens de afgelopen tien jaar is toe te schrijven aan zowel de overheidsontvangsten als de primaire uitgaven.

Wat de ontvangsten betreft, dient gewezen te worden op de aanzienlijke verminderingen van de personenbelasting en de sociale bijdragen. Deze lastenverlagingen voor de gezinnen werden slechts ten dele gecompenseerd door de verhoging van andere heffingen, zoals bepaalde belastingen op consumptie, en andere factoren, zoals de automatische verzwaring van de fiscale druk als gevolg van het progressieve karakter van de personenbelasting. Uitgedrukt in procenten van het trendmatige bbp, zijn de overheidsontvangsten de afgelopen jaren dan ook structureel gedaald, onder meer in het kader van het beleid ter versterking van het potentieel van de economie door het verlagen van de lasten op de factor arbeid.

De reële structurele groei van de primaire uitgaven beliep tijdens de periode van 1998 tot 2008 gemiddeld 2,6 pct. per jaar. Aangezien dit stijgingstempo fors hoger lag dan de trendmatige activiteitsgroei, zijn de structurele primaire uitgaven sterk toegenomen ten opzichte van het trendmatige bbp. Vooral de uitgaven voor gezondheidszorg en de subsidies (waaronder ook de uitgaven voor de dienstencheques en bepaalde lastenverminderingen worden geboekt) namen sterker toe dan het trendmatige bbp, alsook, in geringere mate, de bezoldigingen van het overheidspersoneel en de lopende aankopen van goederen en diensten.

Niet alleen in België, maar gemiddeld genomen ook in de rest van het eurogebied werd een versoepeling van het begrotingsbeleid opgetekend. Die versoepeling houdt verband met wat soms de « post-Maastrichtmoeheid » wordt genoemd. De verslechtering van het primaire saldo sinds de invoering van de euro in 1999 was evenwel veel beperkter in het eurogebied dan in België, hetgeen erop wijst dat de verslapping van de begrotingsdiscipline veel minder groot was in de andere landen van het eurogebied.

De systematische versoepeling van de aangekondigde begrotingsdoelstellingen kan niet worden toegeschreven aan het verloop van de economische conjunctuur. De afgelopen tien jaar was de conjunctuur immers vrij gunstig, aangezien de economische activiteit met gemiddeld 2,2 pct. per jaar groeide, d.w.z. iets sneller dan haar trendmatige peil. Tegen die achtergrond is het niet ongepast te onderstrepen hoe belangrijk de kwaliteit van de begrotingsprocedures is voor het beheer van de overheidsfinanciën. In dat opzicht heeft de afdeling « Financieringsbehoeften van de overheid » van de Hoge Raad van Financiën er in haar advies van juni 2008 op gewezen dat het begrotingsbeleid op plausibele uitgangspunten moet zijn gestoeld. Een geloofwaardige begroting omvat bijvoorbeeld enkel maatregelen die voldoende zijn gepreciseerd en die, behoudens uitzonderlijke omstandigheden, ook effectief zullen worden uitgevoerd. Bovendien moeten de overheidsontvangsten op een realistische en bij voorkeur voorzichtige manier worden ingeschat. De afdeling « Financieringsbehoeften van de overheid » heeft daaromtrent aangestipt dat de methodes die bij de begrotingsopmaak worden gebruikt voor de raming van de fiscale ontvangsten, grondig moeten worden geëvalueerd.



De geloofwaardigheid van het begrotingsbeleid speelt eveneens een rol bij de bepaling van de rentetarieven voor de overheidsschuld op de financiële markten. In dat verband dient te worden opgemerkt dat, zoals in hoofdstuk 7 over de financiële rekeningen van de particulieren, de ondernemingen en de overheid wordt uiteengezet, het verschil tussen het referentietarief op Belgische en Duitse overheidsobligaties op tien jaar sterk is toegenomen, namelijk met ongeveer 80 basispunten van medio 2007 tot eind 2008. Hoewel dit grotendeels verband houdt met de internationale financiële crisis, is het eveneens, meer in het algemeen, een teken dat beleggers rekening houden met het feit dat het schuld papier van sommige staten minder liquide is en meer risico's inhoudt dan dat van andere. De recentste ontwikkelingen in dat opzicht tonen aan dat de risicopremies vooral opwaarts werden herzien voor landen met een grote overheidsschuld of met aanzienlijke verwachte of reeds bestaande tekorten. Tegen die achtergrond biedt een geloofwaardig begrotingsbeleid, gericht op een snelle schuldvermindering en een voorfinanciering van een belangrijk deel van de kosten van de vergrijzing, via de geleidelijke opbouw van een structureel overschot, in overeenstemming met de in Europees verband aangegane verbintenissen, de beste waarborgen voor het terugschroeven van de financieringskosten van de Belgische overheidsschuld. Zodra de economische activiteit een normaler groeitempo heeft teruggevonden, is het wenselijk dat snel wordt teruggekeerd naar het onlangs door de afdeling «Financieringsbehoeften van de overheid» van de Hoge Raad van Financiën aanbevolen begrotingstraject. Dit zal evenwel slechts mogelijk zijn mits een correcte inning van de overheidsontvangsten en, vooral, een trendbreuk in de groei van de primaire uitgaven.

6.3 Schuld van de gezamenlijke overheid

Eind 2008 beliep de schuld van de gezamenlijke overheid 88,7 pct. bbp. Die schuld is aldus met 4,8 procentpunten gestegen ten opzichte van het voorgaande jaar. Het gaat om de eerste stijging van de schuldgraad sinds 1993, toen deze een recordpeil van 133,5 pct. had bereikt. Tussen die piek en het peil van 2007 was de schuld jaarlijks gemiddeld met 3,5 procentpunten bbp gedaald.

De opstoot van de overheidsschuld is in de eerste plaats toe te schrijven aan exogene factoren die aanleiding gaven tot nieuwe leningen ten belope van 6,6 procentpunten bbp. Tot die factoren met een impact op de schuld, maar niet op het financieringssaldo, behoren voornamelijk de kapitaalinjecties ten gunste van een aantal instellingen in het kader van de crisis waardoor de financiële sector tegen het einde van het verslagjaar werd getroffen. Tussen september en december veroorzaakten de reddingsacties van de Belgische overheid ten behoeve van die sector een toename van de schuld met 6,3 procentpunten bbp. De praktische uitvoering van dat overheidsingrijpen wordt uitvoerig omschreven in Kader 16 van hoofdstuk 8 over de financiële stabiliteit, terwijl de behandeling ervan in de statistieken van de overheidsfinanciën grondiger wordt onderzocht in Kader 13 van dit hoofdstuk.

De endogene ontwikkeling van de overheidsschuld droeg dan weer bij tot de vermindering van de overheidsschuld ten belope van 1,8 procentpunt. Deze liep echter sterk terug ten opzichte van 2006 en 2007: niet alleen verslechterde het feitelijke primaire overschot met 0,9 procentpunt bbp, maar daarenboven zakte de nominale bbp-groei onder de impliciete rente, terwijl die groei tijdens de twee voorgaande jaren hoger was. Het primaire overschot in 2008 is voldoende groot gebleven om te voorkomen dat er opnieuw een sneeuwbal effect van de rentelasten op de overheidsschuld zou ontstaan, maar er moet worden opgemerkt dat het in de loop der jaren sterk verminderd is.

TABEL 38 GECONSOLIDEERDE BRUTOSCHULD VAN DE GEZAMENLIJKE OVERHEID

(procenten bbp, tenzij anders vermeld)

	1993	Gemiddelde 1994-2004	2005	2006	2007	2008 e	Verloop van 1993 tot 2008 r
Schuldpeil (einde periode)	133,5		92,1	87,8	83,9	88,7	
<i>p.m. Idem, eurogebied</i>	65,1 ⁽¹⁾	70,7 ⁽¹⁾	70,2	68,5	66,4	69,0	
Verandering in de schuld		-3,6	-2,2	-4,3	-3,9	4,8	-44,9
Endogene verandering ⁽²⁾		-2,9	-1,3	-5,0	-4,1	-1,8	-43,4
Voor een stabilisering van de schuld vereist primair saldo ⁽²⁾		2,6	0,3	-0,7	-0,5	0,9	
Impliciete rente op de schuld ⁽³⁾⁽⁴⁾		6,2	4,8	4,7	4,7	4,8	
Nominale bbp-groei ⁽³⁾		3,9	4,3	5,3	5,2	3,5	
Feitelijk primair saldo		5,5	1,6	4,3	3,5	2,7	
Verandering als gevolg van andere factoren		-0,7	-0,8	0,7	0,2	6,6	-1,6
Transacties met de NBB (o.a. meerwaarden op goud)		-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	
Participaties ⁽⁵⁾		-0,2	-0,1	0,2	0,4	4,9 ⁽⁸⁾	
Kredieten ⁽⁶⁾		-0,2	-0,1	-0,1	0,0	1,4 ⁽⁸⁾	
Veranderingen van de sectorale classificatie ..		0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	
Overige ⁽⁷⁾		0,0	-0,2	0,6	-0,2	0,2	

Bronnen: EC, INR, NBB.

(1) Ongerekend de landen die na 2006 tot het eurogebied zijn toegetreden.

(2) De endogene verandering van de overheidsschuld wordt bepaald door het verschil tussen het primaire saldo dat voor een stabilisering van de overheidsschuld is vereist – dat wil zeggen het saldo gelijk aan het verschil tussen de impliciete rente op de schuld en de nominale bbp-groei, vermenigvuldigd met de verhouding tussen de schuld aan het einde van het voorgaande jaar en het bbp van de beschouwde periode – en het feitelijke primaire saldo.

(3) Procenten.

(4) Gecorrigeerd om de impact van de IGDFI op de rentelasten te neutraliseren.

(5) Nettoparticipatienemingen, ongerekend de transacties met de NBB.

(6) Nettokredietverlening.

(7) Vooral de nettovorming van andere financiële activa, de weerslag van wisselkoersverschillen en van emissie- en terugkooppremies, en statistische afwijkingen.

(8) Wegens het vonnis van het Hof van Beroep van Brussel van 12 december 2008 om de verkoop van de activiteiten van Fortis in België aan BNP Paribas op te schorten, konden de participatieneming in de structuur met de afgestoten probleemkredieten die werd opgezet voor de overname van een portefeuille met gestructureerde producten van Fortis Bank België, Royal Park Investments genoemd, en de leningen aan die structuur niet plaatsvinden voor het einde van het verslagjaar. De Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij, die deel uitmaakt van de overheidssector, heeft daartoe wel middelen ten belope van in totaal 5,8 miljard euro geleend.

Kader 13 – Impact op de overheidsfinanciën van het overheidsingrijpen in het kader van de financiële crisis

Als reactie op de financiële crisis namen de regeringen – in België alsook in tal van andere landen – een aantal maatregelen; zo stelden ze de financiële instellingen middelen ter beschikking door het nemen van participaties of het verstrekken van kredieten, of verleenden ze een staatswaarborg. In hoofdstuk 8 over de financiële stabiliteit geeft Kader 16 een gedetailleerde beschrijving van de uitvoering van die maatregelen, maar voor een beter begrip van de gevolgen ervan voor de overheidsfinanciën leek het noodzakelijk de geldende statistische regels voor de registratie ervan in de reële en financiële nationale rekeningen uit te leggen. Met het oog op een internationale harmonisatie van de economische statistieken worden die rekeningen opgemaakt aan de hand van methodologieën die werden uitgewerkt en gecoördineerd door verscheidene internationale instellingen, namelijk de Verenigde Naties, de Wereldbank, de EC, het IMF en de OESO. In de EU worden de toegepaste boekhoudregels bepaald door het Europees Systeem van nationale en regionale Rekeningen, beter bekend onder het acroniem ESR 1995.



Het nemen van participaties van de overheid in vennootschappen wordt in de nationale rekeningen geregistreerd als een financiële transactie zonder invloed op het financieringssaldo van de overheid, voor zover ze in ruil voor haar inbreng een financieel activum van dezelfde waarde ontvangt dat dividenden en/of een meerwaarde kan opbrengen. De transactiewaarde van een financiële transactie moet daartoe overeenstemmen met de marktprijs of met de werkelijke waarde van de desbetreffende financiële activa. Het gedeelte van de kapitaalbreng dat boven de werkelijke waarde uitkomt, moet worden behandeld als een kapitaaloverdracht met een negatieve impact op het financieringssaldo. Die transacties verhogen de schuld van de gezamenlijke overheid met het bedrag van de aangepane leningen om de aankoop van die aandelen en andere participaties te financieren. Nieuwe financiële activa worden met eenzelfde bedrag in de financiële rekeningen van de overheid geboekt, voor zover hun prijs niet boven de werkelijke waarde uitstijgt.

Bij de terugkoop van een activum of een participatie aan een structuur waarbij probleemkredieten worden afgestoten – een vaak bij financiële herstructureringen gebruikte interventiemethode waarmee de twijfelachtige activa kunnen worden afgezonderd – hangt de statistische behandeling ook af van de waarde van de transactie. Als deze plaatsvindt tegen de werkelijke waarde, gaat het om een financiële transactie die enkel de financiële rekeningen beïnvloedt, zowel voor de schuld als voor de uitstaande activa. Wanneer de door de overheid betaalde prijs hoger is dan de werkelijke waarde van de activa, wordt dat verschil beschouwd als een kapitaaloverdracht en geeft het bijgevolg aanleiding tot een uitgave in de reële rekeningen.

De overheid kan ook middelen in een vennootschap injecteren in de vorm van een lening. Als de lening wordt verstrekt tegen de marktvoorwaarden en de onderneming de hoofdsom en de interesten dient af te lossen, gaat het om een financiële transactie. Die lening beïnvloedt dus niet het financieringssaldo van de overheid, maar

**RECHTSTREEKSE WEERSLAG IN 2008 VAN DE REDDINGSOPERATIES
TEN BEHOEVE VAN DE FINANCIËLE INSTELLINGEN OP DE
GECONSOLIDEERDE BRUTOSCHULD VAN DE GEZAMENLIJKE
BELGISCHE OVERHEID**

(kapitaalinjecties in miljarden euro's, tenzij anders vermeld)

<i>Fortis</i>	
Kapitaalinjecties	9,4
Structuur met de afgestoten probleemkredieten ⁽¹⁾	5,8
<i>Dexia</i> ⁽²⁾	1,5
<i>KBC</i>	3,5
<i>Ethias</i>	1,5
Totaal	21,7
<i>p.m. Idem, procenten bbp</i>	6,3

Bron: NBB.

(1) Wegens het vonnis van het Hof van Beroep van Brussel van 12 december 2008 om de verkoop van de activiteiten van *Fortis* in België aan *BNP Paribas* op te schorten, konden de participatieneming in de structuur met de afgestoten probleemkredieten die werd opgezet voor de overname van een portefeuille met gestructureerde producten van *Fortis Bank België*, *Royal Park Investments* genoemd, en de leningen aan die structuur niet plaatsvinden voor het einde van het verslagjaar. De Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij, die deel uitmaakt van de overheidssector, heeft daartoe wel middelen ten belope van in totaal 5,8 miljard euro geleend.

(2) De inbreng van het Vlaamse Gewest ten belope van 500 miljoen euro wordt niet in aanmerking genomen, aangezien die werd onttrokken aan de reserves van de genoemde entiteit.



wel haar financiële rekeningen, hetzij omdat geld moet worden geleend om de toekenning van die lening te financieren, hetzij omdat die lening andere financiële activa vervangt.

Wanneer de overheid beslist om aan de bestaande aandeelhouders een deel van de winsten of dividenden af te staan die haar participatie zal opleveren, dan wordt die overdracht uit statistisch oogpunt beschouwd als een gift en moet ze worden geboekt als een kapitaaloverdracht.

Een andere manier waarop de overheid kan ingrijpen is door waarborgen te verlenen op deposito's van spaarders, op interbancaire leningen, op leningen van de centrale banken aan de financiële vennootschappen, enz. Indien het weinig waarschijnlijk is dat een beroep zal worden gedaan op verleende waarborgen, hebben deze geen onmiddellijke impact op het financieringssaldo, noch op de overheidsschuld. Die waarborgen worden in de nationale rekeningen immers beschouwd als buiten-balanstransacties. Bij een eventueel beroep op de waarborg moet een kapitaaloverdracht worden geboekt ten belope van het gevraagde bedrag, met een negatief effect zowel op het financieringssaldo van de overheid als op de financiële rekeningen. De eventuele commissie voor het verlenen van de waarborg wordt behandeld als een ontvangst uit de verkoop van diensten.

In totaal verstrekten de federale overheid en de gewesten van eind september tot het einde van het verslagjaar 22,2 miljard euro aan de financiële instellingen op hun rechtsgebied. Bijna het volledige bedrag diende te worden gefinancierd via leningen, zodat de toename van de geconsolideerde brutoschuld van de overheid ten gevolge van die transacties 21,7 miljard bedroeg, wat overeenstemt met 6,3 pct. bbp. Als tegenpost voor die schuld heeft de overheid vrijwel eenzelfde bedrag aan nieuwe financiële activa gevormd.

Op de afsluitdatum van dit Verslag beraadde Eurostat, het statistisch bureau van de EC, zich nog steeds over de precieze interpretatie van de boekhoudkundige regels, met het oog op de coherente toepassing ervan in alle lidstaten van de EU. In afwachting van de definitieve conclusies van Eurostat, die in maart 2009 openbaar zouden worden gemaakt, wordt bij de raming van het financieringssaldo van de Belgische overheid in 2008 geen rekening gehouden met het eventuele directe effect van de maatregelen die werden genomen om de door de financiële crisis getroffen Belgische financiële instellingen te ondersteunen.



Charles Camille Chazal, gezicht van de allegorie van Henegouwen, detail van een ontwerp voor de veiligheidsgrond van een niet-gerealiseerd biljet met allegorische voorstellingen van de negen provincies van België, zonder datum (rond 1870), verzameling Nationale Bank van België

Financiële rekeningen van de particulieren, de bedrijven en de overheid



7.

7.1 Belangrijkste effecten van de financiële crisis

De financiële crisis heeft een zware impact gehad op de financiële operaties van de Belgische particulieren, ondernemingen en overheid. Zij was vooral voelbaar tijdens de laatste maanden van het afgelopen jaar. De hieronder volgende analyse kan, in hoofdzaak, evenwel slechts verslag uitbrengen over de ontwikkelingen tijdens de eerste drie kwartalen, aangezien de financiële rekeningen enkel voor die periode beschikbaar waren op het ogenblik dat dit Verslag werd afgesloten.

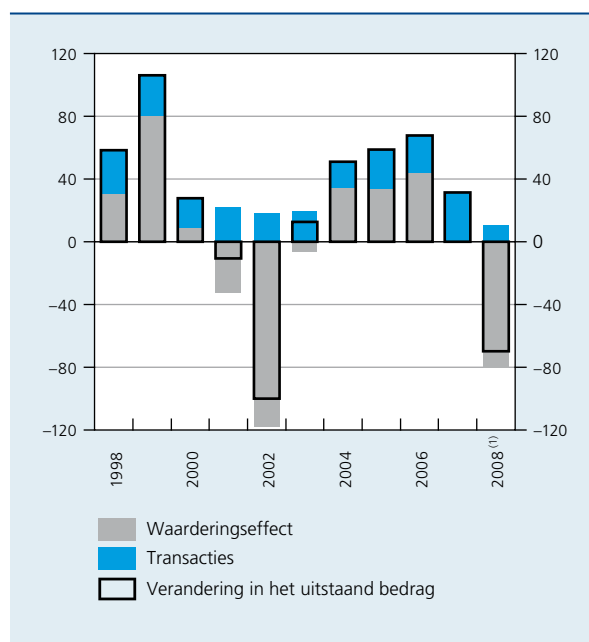
Zo onderging het uitstaande bedrag van de financiële activa in handen van de particulieren in 2008 aanzienlijke waarderings-effecten als gevolg van, in de eerste plaats, wijzigingen in de activaprijzen en, in mindere mate, wisselkoersschommelingen. Rekening houdend met het kelderen van de beurskoersen, werden tijdens de eerste negen maanden van 2008 minderwaarden opgetekend voor een bedrag van 80 miljard euro, vooral op de beleggingen in aandelen en deelbewijzen van ICB's. Over het geheel van het verslagjaar zouden zij kunnen oplopen tot ongeveer 150 miljard euro. Zij zouden derhalve hoger uitkomen dan die welke werden opgetekend in 2002 – en die 118 miljard bedroegen –, na het uiteenspatten van de zeepbel van de technologische waarden. Die inkringing van het vermogen met om en nabij 17 pct. is een van de kanalen gebleken waarlangs de internationale financiële crisis de reële economie heeft besmet.

De Belgische huishoudens beschikken, naast hun financiële tegoeden, over een omvangrijk onroerend vermogen dat de afgelopen tien jaar fors is toegenomen: eind 1997 werd het op 355 miljard euro geraamd, tien jaar later bedroeg het 900 miljard. In hun totale nettovermogen is het financiële vermogen bijgevolg verdrongen door het vastgoedvermogen: het aandeel van het vastgoed is geëvolueerd van 41 pct. eind 1997 naar 58 pct. medio 2008.

Het vastgoedvermogen van de huishoudens groeide in 2007 evenwel minder in waarde, meer bepaald vanaf het laatste kwartaal, in het spoor van de vertraging van de activiteit en van de prijsstijging op de secundaire

GRAFIEK 63 OPSPLITSING VAN HET VERLOOP VAN DE DOOR DE PARTICULIEREN AANGEHOUDEN UITSTAANDE FINANCIËLE ACTIVA

(miljarden euro's)



Bron: NBB.

(1) Gegevens voor de eerste negen maanden.

vastgoedmarkt. De vastgoedportefeuille wordt geraamd op basis van, enerzijds, het aantal door het Kadaster geregistreerde bestaande woningen en, anderzijds, de gemiddelde prijs van de vastgoedtransacties. Vanwege het zwakke groeipatroon van het totale aantal woningen, laat het vastgoedvermogen een bijna identiek verloop optekenen als de vastgoedprijzen. De stijging van deze laatste, die van 2004 tot 2006 meer dan 10 pct. per jaar bedroeg, is in 2007 en 2008 geleidelijk afgezwakt. In tegenstelling tot de bruuske correctie in sommige EU-landen is de vertraging van het stijgingstempo van deze op transactiebasis gemeten prijzen zachtjes verlopen: in de eerste helft van 2008 liepen zij nog op met 5,7 pct. op jaarbasis, maar de dynamiek op korte termijn, die wordt gemeten aan de hand van de veranderingen in de prijsindex van het ene halfjaar tot het andere, vertraagde sterk tot 1 pct.

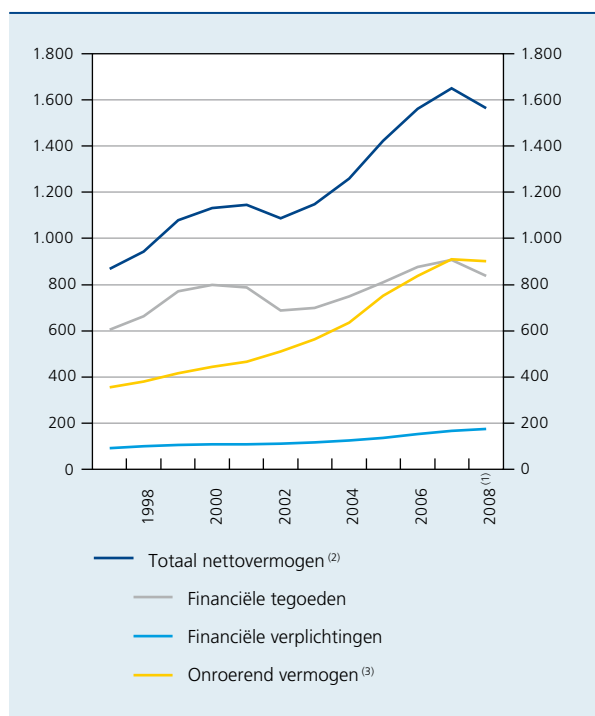
Hierachter gaat een uiteenlopende ontwikkeling schuil naargelang van het soort vastgoed dat wordt verhandeld; de huizenprijzen daalden namelijk, terwijl de prijzen van appartementen bleven toenemen. Voor de waardering van het vastgoedvermogen moet evenwel rekening worden gehouden met zijn effectieve structuur, die kan verschillen van de structuur die eigen is aan de transacties: het aandeel van de appartementen in de transacties bedroeg in 2007 immers 28 pct., terwijl appartementen in België maar 21 pct. van de woningvoorraad uitmaakten. Op grond daarvan kan, wegens het ongunstige prijsverloop van huizen, worden geraamd dat het vastgoedvermogen in feite licht is teruggelopen, namelijk van 909 miljard euro eind 2007 tot 901 miljard op 30 juni 2008.

Het totale nettovermogen van de huishoudens – gedefinieerd als de som van hun financiële en onroerende activa waarvan de waarde van hun verplichtingen is afgetrokken – is dus tijdens de eerste zes maanden

van het jaar afgenomen. Op 30 juni 2008 bedroeg het 1.564 miljard euro, dat is circa 86 miljard minder dan op 31 december 2007.

Een ander rechtstreeks en gemakkelijk meetbaar effect van de financiële crisis is de stijging van de financieringskosten waarmee de niet-financiële vennootschappen werden geconfronteerd. Sedert het ontstaan van de financiële beroering, in augustus 2007, zijn de totale externe financieringskosten van de niet-financiële vennootschappen – berekend door de nominale kosten van de verschillende financieringsbronnen te wegen aan de hand van hun respectieve uitstaande bedragen – met ongeveer 40 pct. toegenomen. Vanaf het derde kwartaal van 2008 hebben de Belgische ondernemingen dus eerst equivalente en, vervolgens, veel hogere financieringskosten gedragen dan hun ten tijde van de vorige conjunctuurvertraging in 2002 bereikte hoogtepunt. Er zij aan herinnerd dat de financieringsvoorwaarden van de ondernemingen toen reeds uitzonderlijk slecht waren vanwege het uitermate onzekere economische klimaat.

GRAFIEK 64 VERMOGEN VAN DE HUISHOUDENS
(miljarden euro's)



Bronnen : ADSEI, STADIM, NBB.

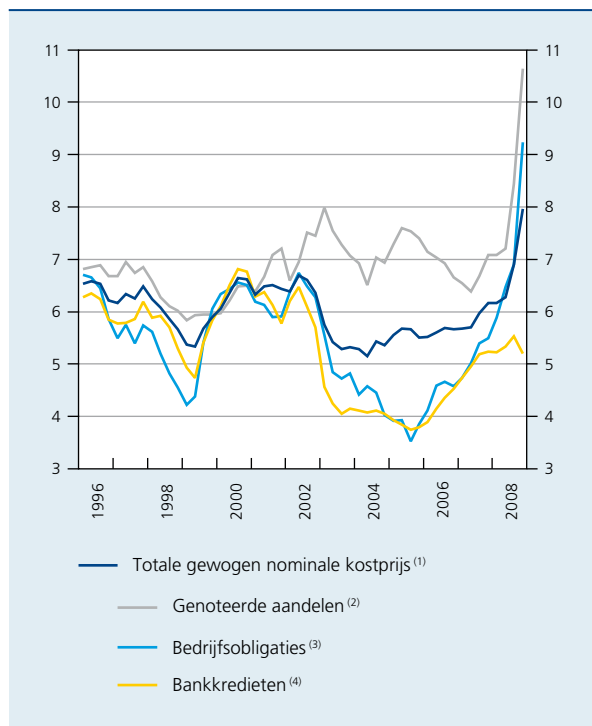
- (1) Gegevens tot eind juni voor het onroerend vermogen en het totale nettovermogen, en tot eind september voor de financiële tegoeden en verplichtingen.
- (2) Som van het financieel en onroerend vermogen van de huishoudens, waarvan de waarde van hun verplichtingen is afgetrokken.
- (3) Raming op basis van het aantal door het Kadaster geregistreerde huizen en appartementen, in de drie gewesten van het land. De voorraad woningen wordt gewaardeerd op basis van de gemiddelde prijzen van de vastgoedtransacties (huizen en appartementen) en per gewest. De waarde van de bouwgronden en van het andere vastgoed (kastelen, huurpanden, enz.) wordt bij de raming niet betrokken, evenmin als die van eventuele onroerende eigendommen in het buitenland. De raming berust evenwel op de hypothese dat alle op het nationaal grondgebied geregistreerde woningen toebehoren aan de ingezetenen huishoudens.

Op jaarbasis gemeten, lag het gemiddelde peil van de externe financieringskosten van de ondernemingen in 2008 ongeveer 16 pct. hoger dan in 2007. Die stijging was grotendeels toe te schrijven aan het duurder worden van de marktfinanciering, via de uitgifte van aandelen of schuldbewijzen, aangezien de door de beleggers geëiste risicopremies toenamen naarmate de financiële crisis verergerde en op de reële economie oversloeg. De rente op bankkrediet daarentegen is in de loop van het voorbije jaar gemiddeld slechts weinig gestegen en heeft dus slechts in geringe mate bijgedragen tot de verzwaaring van de totale financieringskosten van de ondernemingen in 2008. In reële termen zijn deze laatste kosten des te meer verzwaard daar de inflatie in de tweede helft van het jaar duidelijk afgenomen is.

De tarieven van de door de banken toegekende kredieten zijn afhankelijk van de kosten waartegen deze instellingen zich moeten financieren. Gewoonlijk worden die tarieven in hoge mate bepaald door het – lopende en verwachte – peil van het leidinggevende basisrentetarief van het Eurosysteem. In principe werkt immers iedere wijziging van dat tarief door op de geldmarkt en heeft ze aldus een impact op de kosten die de kredietinstellingen dragen om zich te financieren, onder meer via de kortlopende interbankenmarkt.

Sedert het uitbreken van de financiële crisis hebben de banken in ruime mate een beroep kunnen doen op de overvloedige, door het Eurosysteem, zonder risico- of liquiditeitspremies, geïnjecteerde liquiditeit teneinde de zo goed als stilliggende interbankenmarkt te reactiveren.

GRAFIEK 65 EXTERNE FINANCIERINGSKOSTEN VAN DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN IN BELGIË
(kwartaalgemiddelden, procenten)



Bronnen: Thomson Financial Datastream, NBB.

- (1) Verkregen door de financieringskosten via uitgifte van genoteerde aandelen, via uitgifte van obligaties en via bancaire kredieten te wegen aan de hand van hun respectieve aandeel in het totale uitstaande bedrag van die financiële verplichtingen.
- (2) Geraamd op basis van een model van actualisering van dividenden.
- (3) Rendement van een in euro luidende obligatie met een BBB-rating en een looptijd van vijf tot zeven jaar.
- (4) Door de Belgische banken op bedrijfskredieten toegepaste gewogen gemiddelde rente. De weging is gebaseerd op het respectieve uitstaande bedrag van de diverse soorten kredieten. De rentetarieven zijn afkomstig van twee verschillende enquêtes (RIR tot in 2002, MIR vanaf 2003), wat in 2003 een breuk in de reeks tweewegbracht.

Het duurder worden van hun financieringsbronnen op de financiële markten, een gevolg van de risicopremie die de beleggers ervoor eisen of van de liquiditeitsvoorwaarden op sommige van die markten, heeft derhalve slechts een matige impact gehad op de tarieven die de banken op hun bedrijfskredieten toepassen. De opeenvolgende verlagingen van het leidinggevende basisrentetarief, tijdens de laatste drie maanden van het jaar, begonnen overigens vanaf de maand november door te werken in de debetrentetarieven. In december 2008 waren de rentetarieven voor de korte- en middellange-termijnkredieten aldus respectievelijk 120 en 90 basispunten lager dan die van een jaar eerder, terwijl het tarief voor de lange-termijnkredieten terugliep tot een vrijwel gelijk peil.

Een analyse van de door de banken toegepaste tarieven en/of marges is niet voldoende om hun beleid van kredietverstrekking te beoordelen, aangezien die banken ook over andere instrumenten beschikken om

het kredietaanbod eventueel in te perken. Wanneer meer bepaald de economische vooruitzichten sterk versomben en de kwaliteit van de kredietnemers zeer moeilijk kan worden beoordeeld, kunnen de banken een rantsoenering van het krediet verkiezen boven een renteverhoging, teneinde, in de mate van het mogelijke, foute selectie te vermijden. Volgens hun antwoorden op de enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening zouden de banken vanaf medio 2007 geleidelijk de voorwaarden hebben verscherpt waartegen de bedrijven kredieten kunnen opnemen.

Behalve bij de banken kunnen de bedrijven, en vooral de grootste onder hen, rechtstreeks middelen betrekken op de financiële markten, via de uitgifte van genoteerde aandelen of schuldbewijzen. Deze financieringskanalen zijn in 2008 opgedroogd en fors duurder geworden.

In nominale termen zijn de financieringskosten door uitgifte van schuldbewijzen in 2008 aanzienlijk toegenomen. Net als het jaar voordien werden alle emittenten getroffen en de sterkste stijgingen werden opgetekend voor de zwakste emittenten. Zo bedroeg de rente voor de in euro luidende bedrijfsobligaties met een BBB-rating en een looptijd van vijf tot zeven jaar, eind 2008 9,5 pct., tegen 5,8 pct. een jaar eerder. Voor de obligaties met gelijksoortige kenmerken, maar met een AAA-rating, viel de stijging veel geringer uit, namelijk van 4,7 pct. tot 4,9 pct. tijdens dezelfde periode. In verhouding tot het rendementsverloop van de door de Belgische Staat uitgegeven leningen op vijf jaar – dat van zijn kant in de tweede helft van 2008 sterk is afgezwakt doordat de beleggers overstapten naar vluchtwaarden – kwam de stijging voor de obligaties met een BBB-rating op meer dan 450 basispunten uit en voor de obligaties met een AAA-rating op iets minder dan 120 punten.

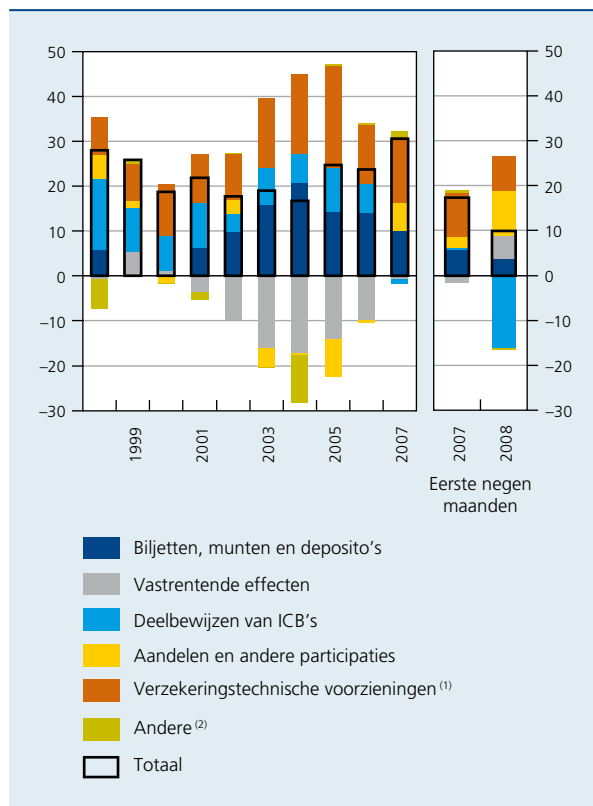
Ook de prijs van een eventueel beroep op het sparen via de beursmarkt is tijdens het verslagjaar fors gestegen. Hij wordt in dit Verslag geraamd op basis van een model van actualisering van dividenden: volgens dat model, dat uitvoeriger wordt toegelicht in Kader 19 van het Verslag 2005, daalt (stijgt) hij als gevolg van een stijging (daling) van de beurskoersen en stijgt (daalt) hij als reactie op een vermeerdering (vermindering) van de dividenden (niet alleen de reëel uitgekeerde, maar ook en vooral de verwachte dividenden). Het aanhoudend kelderen van de beurskoersen, dat in het derde en vierde kwartaal van 2008 nog intensifieerde, veroorzaakte aldus duidelijk hogere financieringskosten via aandelenuitgifte. Indien, zoals het bovenstaande model per hypothese impliceert, de verwachte dividenden relatief inert zijn ten opzichte van het verloop van de beurskoersen, zouden de kosten van deze financieringswijze over 2008, gemiddeld

beschouwd, 25 pct. hoger hebben gelegen dan in 2007. Het is echter zeer waarschijnlijk dat de bedrijven de vergoeding van hun aandeelhouders aanzienlijk zullen reduceren als reactie op de verwachte verslechtering van hun rentabiliteit, waardoor die kostenstijging minder ingrijpend zal zijn.

7.2 Particulieren

Tijdens de eerste negen maanden van het afgelopen jaar vormden de particulieren voor 10,2 miljard euro aan financiële activa, dat is ruimschoots minder dan in de overeenkomstige periode van 2007 (17,3 miljard). De vorming van financiële activa door de Belgische huishoudens lag echter iets hoger dan hun nieuw aangegane verplichtingen: deze laatste bedroegen gedurende de beschouwde periode 8,7 miljard euro, tegen 8,3 miljard tijdens de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar.

GRAFIEK 66 VORMING VAN FINANCIËLE ACTIVA DOOR DE PARTICULIEREN
(miljarden euro's)



Bron : NBB.

(1) Deze rubriek omvat voornamelijk de nettorechten van de huishoudens op de technische voorzieningen van levensverzekeringen en op de pensioenfondsen.

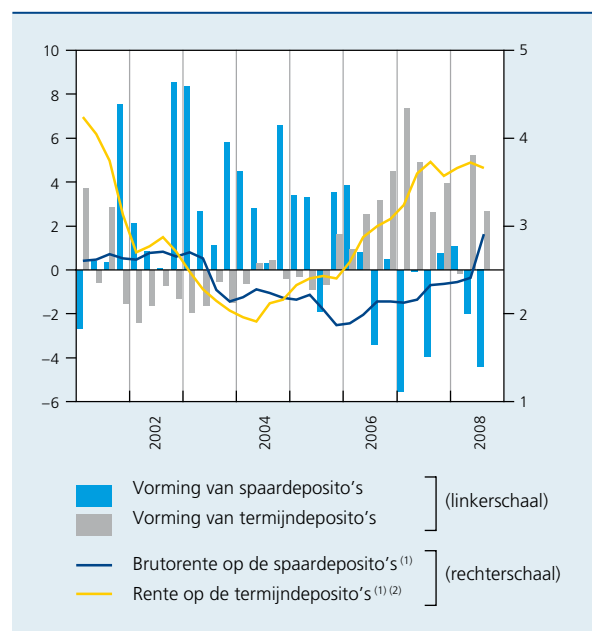
(2) Deze rubriek omvat, voor zover zij konden worden opgetekend, de handelskredieten en verschillende activa op de overheid en de financiële instellingen.

Vorming van financiële activa

De financiële turbulenties hebben het vertrouwen van de particulieren in het bankwezen sterk aan het wankelen gebracht. Op het hoogtepunt van de crisis, aan het begin van het najaar, werden de eerste tekenen van een destabilisatie zichtbaar, toen particulieren hun deposito's bij een aantal kredietinstellingen wensten op te vragen.

Om de spaarders gerust te stellen en massale geldopvragingen te ontmoedigen, besloot de regering, bij een in het Staatsblad van 17 november 2008 verschenen koninklijk besluit, het plafond van de depositogarantie te verhogen. Tot dan toe waren de bij Belgische banken gedeponeerde bedragen gewaarborgd tot 20.000 euro. Thans geniet elke rechthebbende bij een faillissement van een kredietinstelling of een beleggingsonderneming een vergoeding van maximaal 100.000 euro. Daarvoor komen alle tegoeden in euro op zicht-, spaar- en termijnrekeningen in aanmerking, maar ook de kasbons, obligaties en andere door de failliet gaande bank uitgegeven gedematerialiseerde schuldbewijzen. De bescherming wordt bovendien uitgebreid tot de verzekeringsproducten ten behoeve van hetzelfde spaarderspubliek, namelijk de individuele levensverzekeringscontracten met een gewaarborgd rendement (tak 21). In tegenstelling tot de

GRAFIEK 67 GEREGLEMENTEERDE SPAARDEPOSITO'S EN TERMIJNDEPOSITO'S VAN DE PARTICULIEREN
(miljarden euro's, tenzij anders vermeld)



Bron : NBB.

(1) Impliciete rente zoals die blijkt uit de resultatenrekeningen van de kredietinstellingen; kwartaalgemiddelden.

(2) Na aftrek van de roerende voorheffing van 15 pct.

banken zijn de verzekeringsmaatschappijen echter niet verplicht tot het systeem toe te treden: enkel de bij aangesloten maatschappijen aangegane contracten worden beschermd. Bovendien heeft de hervorming geen invloed op het beschermingsmechanisme voor de overige, aan een failliet gaande instelling toevertrouwde financiële instrumenten, ingeval die instelling niet in staat zou zijn ze terug te betalen: hiervoor blijft het plafond vastgesteld op 20.000 euro.

De particulieren vormden tijdens de eerste drie kwartalen voor 2,5 miljard euro aan bankdeposito's, waardoor het uitstaande bedrag van hun deposito's op 30 september 2008 uitkwam op 241 miljard. De voorkeur voor termijndeposito's die zich in het voorgaande jaar had afgetekend,

bleef tijdens het verslagjaar bestaan: gedurende de eerste negen maanden van 2008 vertoonden de termijndeposito's een toevloed van 7,7 miljard euro, terwijl de spaardeposito's met 5,3 miljard euro afnamen. Weliswaar lag de rente op de termijnrekeningen nog altijd hoger, zelfs na aftrek van de roerende voorheffing. Dat verschil lijkt het afgelopen jaar evenwel te zijn geslonken, doordat de rente op spaardeposito's omhoogging, zoals in Kader 14 nader wordt toegelicht.

Voor het eerst sinds het jaar 2000 verwierven de huishoudens meer vastrentende effecten dan ze er verkochten. De aankopen van en inschrijvingen op obligaties en kasbons lagen aldus 5,3 miljard euro hoger dan de verkopen en terugbetalingen. In de eerste negen maanden van 2007

Kader 14 – Het statuut van de gereguleerde spaarrekening

Tot nu toe konden spaardeposito's een vrijstelling van roerende voorheffing genieten op de uitbetaalde rente (ten belope van 1.660 euro tijdens het verslagjaar), indien ze voldeden aan een aantal criteria; ze moesten vooral:

- luiden in euro;
- bepaalde voorwaarden betreffende overschrijvingen en opvragingen vervullen;
- een vergoeding bieden die verplicht en uitsluitend bestaat uit een basisrente (waarvoor een koninklijk besluit een maximumbedrag vaststelt) alsook uit een getrouwheidspremie en/of een aangroei-premie, die beide niet meer dan 50 pct. van de maximale basisrente mogen bedragen.

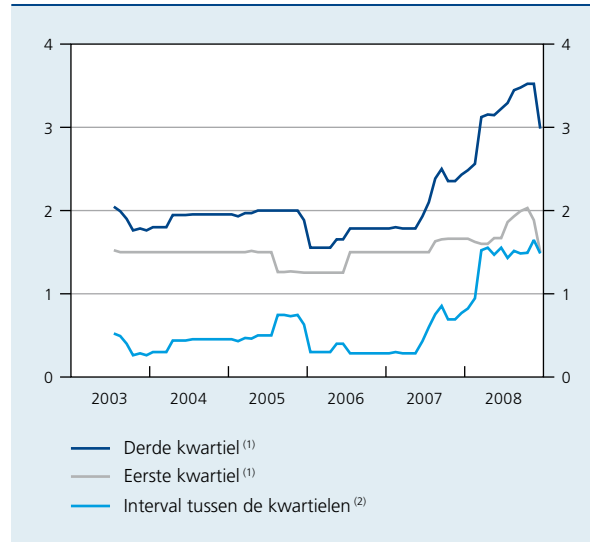
Door die reglementering kregen de spaardeposito's geruime tijd starre rentetarieven die slechts zeer gedeeltelijk de marktvoorwaarden weerspiegelden. Bepaalde banken die een plaats in het Belgische financiële centrum nastreefden, begonnen echter veel hogere rentetarieven dan gemiddeld aan te bieden. Vanaf medio 2007 vond hun gedrag geleidelijk aan navolging, ook al wachtten de grote banken, die rekenden op de inertie van de spaarders, lang om te reageren. Pas in 2008 nam de concurrentie tussen de kredietinstellingen toe. De verovering van marktaandeel door online werkende banken die een genereuze vergoeding voorstelden, zette de grote instellingen ertoe aan eveneens hun rentetarieven op spaardeposito's te verhogen, waarbij sommige van hen die voorwaarden evenwel uitsluitend voor internetrekeningen aanboden. Die verhogingen waren des te meer nodig omdat de spaarmiddelen van de huishoudens een cruciale bron van financiering vormden, gelet op het uiterst grote wantrouwen op de interbancaire markt. Die echte «rentoorlog» leidde ertoe dat heel wat banken aan het begin van de zomer van 2008 een basisrente van 4 pct. boden, of het maximum dat toegestaan was om de vrijstelling van roerende voorheffing op de uitbetaalde rente te genieten.

De federale regering heeft dat moment gekozen om het wettelijke plafond op 4,25 pct. te brengen vanaf 5 augustus van het verslagjaar. Die verhoging kwam er om de huishoudens te behoeden voor de erosie van hun spaargeld ten gevolge van de versnelling van de inflatie, en moest de concurrentie weer aanwakkeren die was afgeremd door een, tegenover het leidinggevende basisrentetarief van het Eurosysteem, te laag geworden maximumpeil. Aangezien die verhoging gering bleef, hebben een aantal banken al spoedig hun basisrente afgestemd op het nieuwe wettelijke plafond. Dit deden ze vóór de Raad van Bestuur van de ECB besloot om, tijdens het vierde kwartaal, in drie stappen zijn voornaamste leidinggevende rentetarief te verlagen, wat het nieuwe plafond achterhaald maakte en de behoefte aan een grondiger hervorming van de gereguleerde spaarmiddelen deed herleven.



SPREIDING VAN DE RENTETARIEVEN OP DE DEPOSITO'S VAN PARTICULIEREN MET EEN OPZEGTERMIJN VAN MINDER DAN DRIE MAANDEN

(maandgegevens; procenten, tenzij anders vermeld)



Bron : NBB.

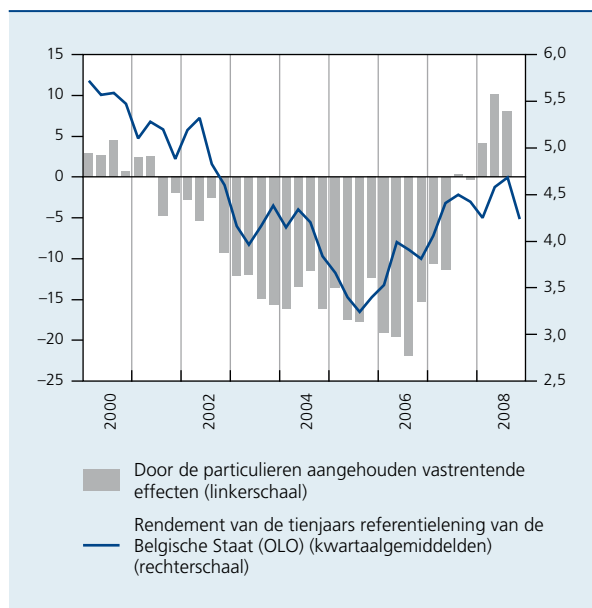
(1) De kwartielen zijn ontleend aan de indeling van de rentetarieven aangeboden door de kredietinstellingen die deelnemen aan de maandelijkse MIR-enquête (*MFI Interest Rates*). Elk tarief is een gemiddelde van de door een kredietinstelling toegepaste tarieven op de verschillende categorieën van deposito's met een opzegtermijn van minder dan drie maanden, gewogen aan de hand van de bedragen die in de loop van de maand in elke categorie worden gedeponereerd.

(2) Verschil, in procentpunten, tussen het eerste en het derde kwartiel.

Tijdens het verslagjaar besloot de regering de wetgeving betreffende de gereguleerde spaarrekening diepgaand te herzien. In het oude systeem bestond er geen automatische aanpassing van het plafond voor de basisrente van de gereguleerde spaarrekeningen. Dat werd geval per geval vastgesteld bij koninklijk besluit, zonder noodzakelijkerwijs de voorwaarden op de geldmarkt te weerspiegelen. Vanaf 1 april 2009 mag de basisrente op spaarrekeningen niet boven het hoogste van de twee volgende tarieven uitkomen, namelijk 3 pct. of het voornaamste leidinggevende rentetarief van het Eurosysteem dat van kracht is op de 10e van de maand die voorafgaat aan het lopende kalendersemester. Aangezien dat rentetarief op 10 december van het verslagjaar 2,50 pct. bedroeg, blijft ten minste tot 30 juni 2009 een plafond van 3 pct. gelden. De hervorming heeft ook betrekking op de premies die de basisrente aanvullen. De aangroepremie wordt afgeschaft. Er blijft enkel nog een getrouwheidspremie over, die ofwel wordt verleend op de bedragen die gedurende twaalf opeenvolgende maanden op dezelfde rekening blijven staan, ofwel per kalenderjaar op de bedragen die gedurende ten minste elf opeenvolgende maanden van dat kalenderjaar op dezelfde rekening blijven staan. Het tarief van die premie kan variëren binnen een marge gaande van 25 pct. van de aangeboden basisrente tot 50 pct. van de maximale basisrente.

hadden de particulieren nog nettoverkopen verricht voor 1,7 miljard euro. Wellicht werden de beleggingen in obligaties door huishoudens ondersteund door het wantrouwen van de beleggers ten aanzien van de, vanaf begin 2008, zeer volatiele aandelenmarkten. Deze verschuiving naar vluchtwaarden, die grotendeels door alle categorieën van beleggers werd gevolgd, veroorzaakte in het eerste

kwartaal een stijging van de koersen en een daling van de rendementen van de staatsleningen. Vervolgens liepen de rendementen weer op toen de financiële markten tijdelijk werden gerustgesteld over de vooruitzichten omtrent het verloop van de economische activiteit, wat een deel van de huishoudens kon bekoren. In het vierde kwartaal verzwakten de rendementen van de overheidsobligaties op

GRAFIEK 68 DOOR DE PARTICULIEREN AANGEHOUDEN
VASTRENTENDE EFFECTEN EN RENDEMENT OP
LANGE TERMIJN(veranderingspercentages t.o.v. het overeenstemmende
kwartaal van het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

Bron : NBB.

lange termijn echter opnieuw wegens de voorkeur voor risicoloze en liquide waarden, een reactie op de extreme spanningen op de kapitaalmarkten.

Het bedrag van de aandelen en de andere door particulieren aangehouden participaties liep in 2008 aanzienlijk terug, namelijk van 234 tot 185 miljard euro tijdens de eerste negen maanden. Gedurende die periode verminderde de waarde van de aandelenportefeuille van de huishoudens met 59,5 miljard euro, als gevolg van de instorting van de beurskoersen. De daling van het uitstaande bedrag van de aandelenportefeuille zou dus veel groter zijn geweest indien de particulieren niet verder in aandelen hadden belegd. De beleggingen in aandelen en andere participaties bereikten dan ook een piek van 10,3 miljard euro in de eerste negen maanden van 2008. Al met al gaven de huishoudens dus geenszins blijk van paniek door massaal hun aandelen te verkopen, verre van. Ze zouden integendeel veeleer geprofitteerd hebben van de koersdalingen om genoteerde aandelen aan te kopen die ze in een lange-termijnperspectief goedkoop achtten. Voorts hebben de particulieren in een niet te verwaarlozen mate ingetekend op de uitgaven van niet-genoteerde aandelen door Belgische vennootschappen. Zoals in deel 7.3 wordt vermeld, waren die uitgaven aanzienlijk.

Net als voor aandelen liep het uitstaande bedrag van de deelbewijzen van ICB's die huishoudens aanhouden, tijdens de eerste negen maanden van 2008, sterk terug, namelijk van 130 tot 96 miljard euro. De scherpe koersdaling van een groot deel van de effecten in de portefeuille van de fondsen drukte logischerwijze de waarde van de door huishoudens aangehouden deelbewijzen, die met 17,5 miljard euro verminderde. Hun transacties versterkten dat effect nog: de terugbetalingen overstegen in erg ruime mate de inschrijvingen, ten belope van 16,1 miljard euro. Een niet onaanzienlijk gedeelte van die bewegingen was toe te schrijven aan de inwerkingtreding, op 1 januari van het verslagjaar, van de uitbreiding van de roerende voorheffing tot alle meerwaarden die worden gerealiseerd op het obligatiegedeelte van de kapitalisatie-ICB's die over een Europees paspoort beschikken en voor ten minste 40 pct. in vastrentende waarden beleggen. Dit blijkt uit de netto-opvragingen bij obligatie-ICB's en gemengde ICB's, die bijna de helft van de in 2008 door particulieren verrichte desinvesteringen in beleggingsfondsen uitmaakten.

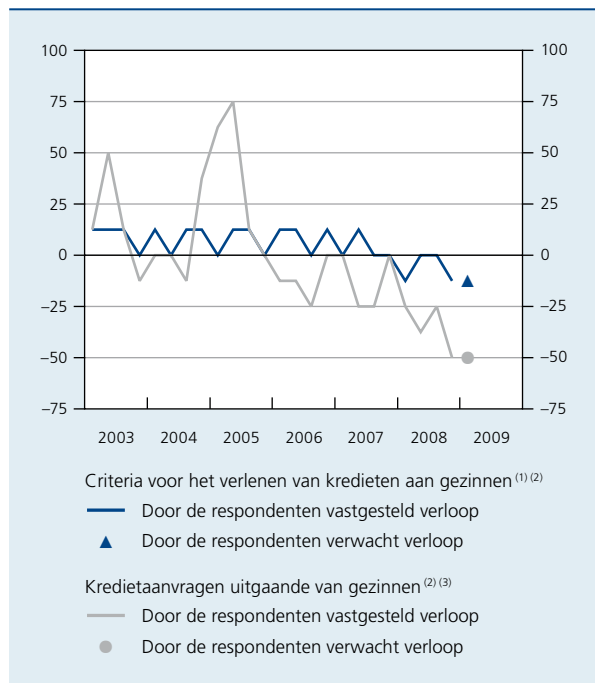
De netto beleggingsstromen bij verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen bedroegen in de eerste negen maanden van het afgelopen jaar 7,6 miljard euro, dat is iets minder dan tijdens dezelfde periode van 2007 (9,9 miljard). De handhaving van die netto-inschrijvingen op een hoog peil bevestigt dat die fiscaal bevoorrechte beleggingen een structureel aandeel hebben gekregen in de vorming van financiële activa.

Nieuwe financiële verplichtingen

De netto-intekening op hypothecaire leningen vormde het grootste deel van de nieuwe financiële verplichtingen van de huishoudens: de in de eerste drie kwartalen van het verslagjaar toegekende kredieten overstegen de terugbetalingen met 7,8 miljard euro, dat is een vrijwel even groot saldo als tijdens de overeenstemmende periode van 2007. Die stabilisatie zou voortvloeien uit de gelijktijdige inkrimping van de terugbetaalde bedragen en van de nieuwe toegekende leningen.

Volgens de resultaten van de enquête naar de bancaire kredietverlening, hebben de banken blijkbaar in de loop van het verslagjaar hun toekenningscriteria voor hypothecaire kredieten enigszins verstrakt. De Belgische wetgeving inzake hypothecair krediet heeft de kredietinstellingen echter altijd tot voorzichtigheid aangemaand. Deze laatste zouden het dus niet nuttig hebben geacht de reeds strikte criteria waarmee in verscheidene landen waargenomen ontsparingen konden worden vermeden, buitensporig te verstrakken, te meer omdat het

GRAFIEK 69 RESULTATEN VAN DE ENQUÊTE VAN HET EUROSISTEEM NAAR DE BANCAIRE KREDIETVERLENING: VRAAG NAAR EN AANBOD VAN WOONKREDIETEN IN BELGIË (kwartaalgegevens)



Bron : NBB.

- (1) Gewogen nettoprocentages van de antwoorden van de kredietinstellingen op de enquête van het Eurosysteem naar de kredietverlening, die aangeven in welke mate de criteria voor het verlenen van kredieten versoepeld of verstrakt (-) werden.
- (2) De antwoorden worden gewogen op grond van hun afstand tot het « neutrale » antwoord: de melding van een « aanzienlijke » ontwikkeling van de toekenningcriteria voor kredieten of de kredietvraag krijgt een tweemaal groter gewicht dan die van een « lichte » ontwikkeling.
- (3) Gewogen nettoprocentages van de antwoorden van de kredietinstellingen op de enquête van het Eurosysteem naar de kredietverlening, die aangeven in welke mate de kredietvraag toe- of afnam (-).

hypothecaire krediet een efficiënt instrument blijft om een cliënteel in te palmen dat wellicht ook bereid is in te tekenen op diverse ermee samenhangende bankproducten of verzekeringscontracten.

De vertraging van de hypothecaire kredietverlening was voornamelijk toe te schrijven aan de veel zwakere vraag van de huishoudens. Deze zou volgens de ondervraagde banken gedurende het hele verslagjaar zijn afgenomen. De daling van de kredietvraag heeft de hypothecaire leningen niet allemaal in gelijke mate beïnvloed. De stijging van de hypothecaire rentetarieven, die het rendement van de overheidseffecten en de daaraan door de kredietinstellingen toegevoegde marges weerspiegelen, was immers vooral nadelig voor de herfinancieringen van bestaande kredieten, die gedurende de eerste negen maanden van 2008 terugliepen. Het totaalbedrag van de nieuwe hypothecaire kredieten, met uitzondering van de herfinancieringen,

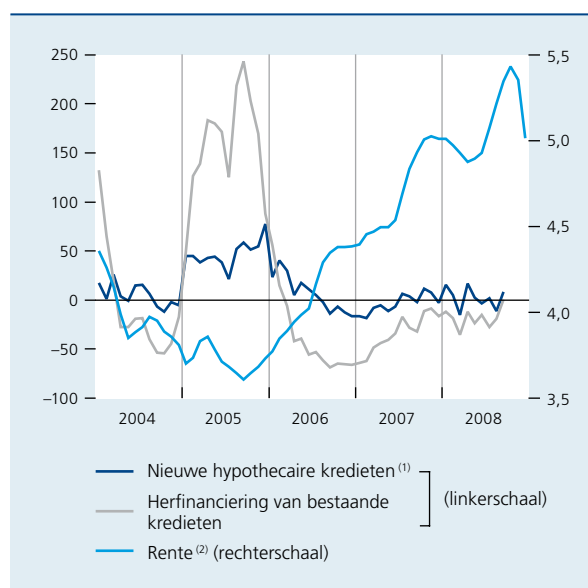
bleef van zijn kant al met al stabiel ten opzichte van het voorgaande jaar. Voor die leningen konden de particulieren de renteverhoging misschien makkelijker dragen dankzij de verlenging van de looptijd van de kredieten, aangezien het gemiddelde verleende bedrag, net als het aantal nieuwe kredieten, in 2008 vrijwel onveranderd bleef ten opzichte van 2007. Volgens de gegevens van de Centrale voor kredieten aan particulieren werd 24 pct. van de in 2008 geregistreerde nieuwe hypothecaire kredieten gesloten voor een looptijd van langer dan 25 jaar, tegen 23 pct. in 2007.

De huishoudens gaven tijdens het verslagjaar nog altijd ruimschoots de voorkeur aan hypothecaire kredieten met een vaste rente. De formules met een op termijn variabele rente hadden evenwel iets meer succes dan het voorgaande jaar en vertegenwoordigden 17 pct. van het aantal hypothecaire kredieten die tijdens de eerste negen maanden van 2008 werden verstrekt.

Uit de statistieken van de Centrale voor kredieten aan particulieren blijkt nergens dat de huishoudens minder goed in staat zouden zijn hun hypothecaire lening terug te betalen. Op 31 december 2008 maakten de niet-geregulariseerde wanbetalingen slechts 1,1 pct. van het totale

GRAFIEK 70 NIEUWE HYPOTHECAIRE KREDIETEN AAN DE PARTICULIEREN, HERFINANCIERINGEN EN RENTETARIEVEN

(veranderingspercentages t.o.v. de bedragen die in de overeenstemmende maand van het voorgaande jaar werden verleend, tenzij anders vermeld)

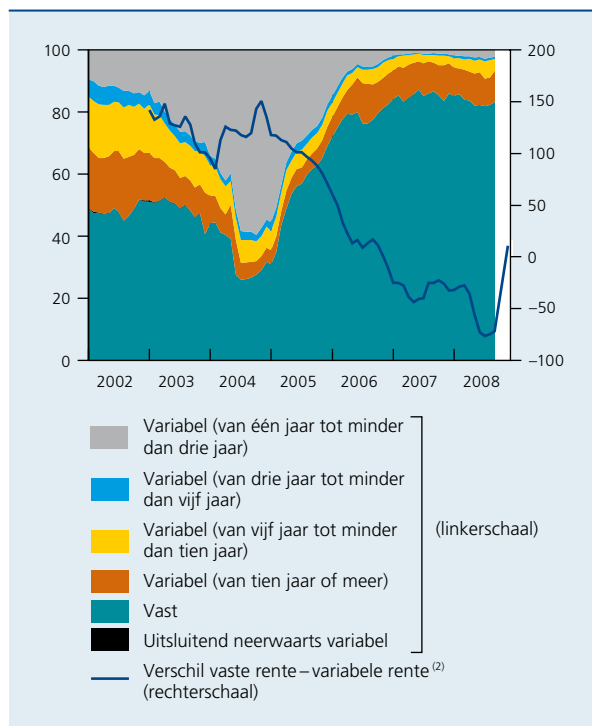


Bronnen : BVK, NBB.

- (1) Met uitzondering van de herfinancieringen van bestaande kredieten.
- (2) Gemiddelde van de rentetarieven toegepast op de voornaamste categorieën van hypothecaire kredieten, gewogen aan de hand van de bedragen van de nieuwe leningen aangegaan in elk van deze categorieën.

GRAFIEK 71 RENTEVERSCHIL EN OPSPLITSING VAN DE NIEUWE
HYPOTHECAIRE CONTRACTEN NAAR RENTETYPE⁽¹⁾

(maandgegevens; procenten van het totale aantal, tenzij anders vermeld)



Bron : BVK.

(1) Voor de variabele rentetarieven komt de vermelde termijn overeen met de oorspronkelijke rentevaste periode.

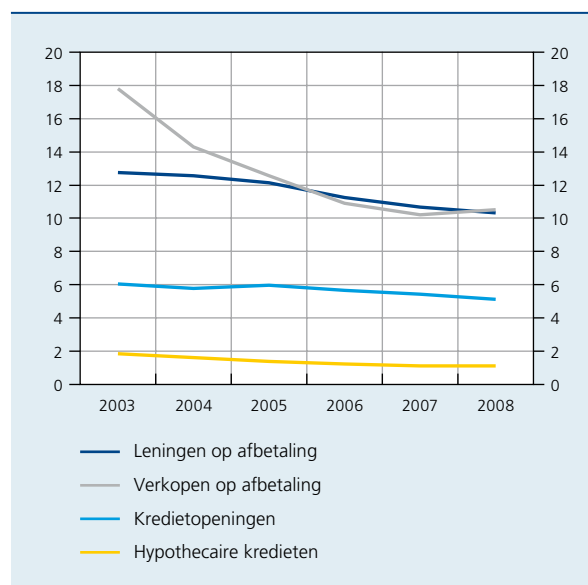
(2) Verschil in basispunten tussen, enerzijds, de rente op de aan de huishoudens verstrekte nieuwe kredieten met een oorspronkelijke rentevaste periode langer dan tien jaar en, anderzijds, de rente op de nieuwe kredieten waarvan de rente initieel vastgesteld wordt voor een looptijd van een jaar.

aantal geregistreerde kredieten uit. Voor het consumentenkrediet nam het aandeel van de niet-geregulariseerde wanbetalingen voor het vijfde opeenvolgende jaar af. Deze daling was echter minder uitgesproken dan in 2007, wegens de lichte stijging van de ratio voor de verkopen op afbetaling. In totaal waren eind december 2008, voor alle kredieten samen, bij de Kredietcentrale 7.903.687 contracten geregistreerd, waarvan 415.890 met een niet-geregulariseerde wanbetaling.

Al met al zetten de consumentenkredieten in de eerste zes maanden van 2008 hun krachtige groei voort. De bedragen die werden toegekend in de vorm van kredietopeningen en transacties op afbetaling stegen met 4,6 pct. ten opzichte van de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar, waarin het consumentenkrediet reeds een hoogtepunt had bereikt. Die verdere toename was het gevolg van een belangrijke stijging van het gemiddelde kredietbedrag, aangezien het aantal nieuwe kredieten verminderde.

GRAFIEK 72 NIET-GEREGULARISEERDE ACHTERSTALLIGE
KREDIETEN

(gegevens op 31 december, procenten van het totale aantal uitstaande kredieten)



Bron : NBB.

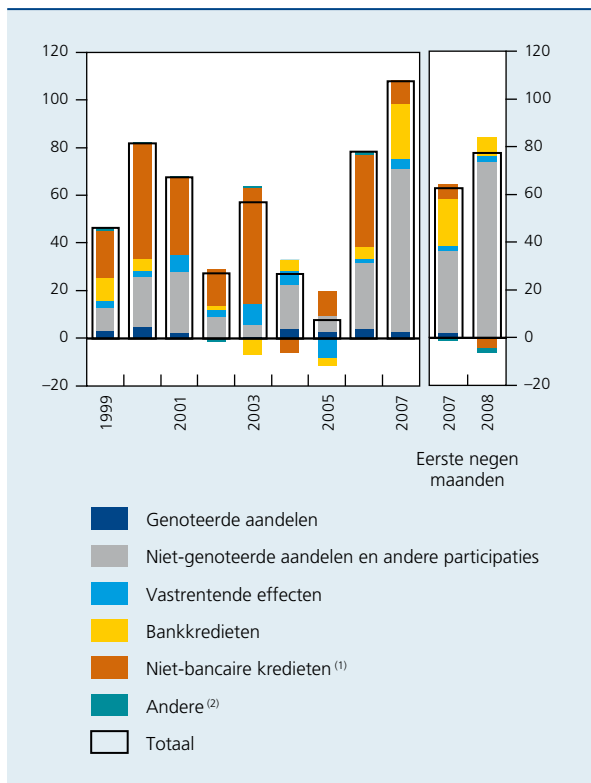
7.3 Niet-financiële vennootschappen

Tijdens de eerste negen maanden van 2008 zagen de niet-financiële vennootschappen – die in het vervolg van dit hoofdstuk willekeurig met de term vennootschappen of ondernemingen worden aangeduid – hun nettoverplichtingen teruglopen met 3,8 miljard euro. Enerzijds was dit het gevolg van een toename van hun vorming van financiële activa, die 81,4 miljard euro bedroeg, tegen 62,9 miljard tijdens de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar. Anderzijds gingen de ondernemingen tegelijkertijd nieuwe financiële verplichtingen aan ten belope van 77,5 miljard euro, een bedrag dat hoger is dan de 62,7 miljard die het jaar voordien werden opgehaald. De totale cijfers van de eerste negen maanden geven een uiteenlopende ontwikkeling van kwartaal tot kwartaal weer: zo waren zowel de vorming van activa als van nieuwe financiële verplichtingen in het eerste kwartaal krachtig, waarna ze fors terugvielen. Een niet te verwaarlozen deel van de stijging van de activa en verplichtingen van de ondernemingen is toe te schrijven aan verschillende zeer omvangrijke transacties die een ingezeten onderneming in het eerste kwartaal van 2008 verrichtte ten opzichte van een zusteronderneming in het buitenland.

De conjunctuurverzwakking, in combinatie met de duurdere externe financiering, oefende een neerwaartse druk uit op de vraag naar middelen vanwege de ondernemingen,

GRAFIEK 73

NIEUWE FINANCIËLE VERPLICHTINGEN VAN DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN: OPSPLITSING NAAR INSTRUMENT (miljarden euro's)



Bron : NBB.

- (1) Voornamelijk de door de Belgische en buitenlandse niet-financiële vennootschappen verstrekte kredieten, ook kredieten tussen ondernemingen genoemd.
 (2) Omvat technische voorzieningen van niet-zelfstandige pensioenfondsen en transitorische posten.

die hun investeringsplannen geleidelijk terugschroefden. Zo is het jaarlijkse groeitempo van de bruto-investeringen in vaste activa van de ondernemingen, dat aan het begin van het jaar nog 12,1 pct. bedroeg, teruggevallen tot 5 pct. in het derde kwartaal. Ook de vraag naar financieringen ten behoeve van fusies en overnames is in de loop van het jaar aanzienlijk afgebrokkeld.

De voorwaarden in verband met het aanbod van middelen zijn eveneens verslechterd, niet alleen wegens hun toegenomen kosten, maar ook als gevolg van de minder makkelijke toegang tot bepaalde financieringsbronnen. De financiering door het beroep op de markten van vastrentende effecten of genoteerde aandelen is aldus zeer duur geworden. Daarnaast hebben de kredietinstellingen, volgens hun antwoorden op de enquête van het Eurosysteem, vanaf medio 2007 ook een grotere omzichtigheid aan de dag gelegd bij het toekennen van bedrijfskredieten. Die trend naar een verstrakking van de kredietvoorwaarden was merkbaar tot het einde van het verslagjaar.

Het beroep op de beurs had sterk te lijden onder de verslechtering van de voorwaarden op de financiële markten; via de uitgiften van genoteerde aandelen werd immers nauwelijks 0,3 miljard euro opgehaald, dat is veel minder dan tijdens de overeenstemmende periode van 2007 (2,2 miljard). De uitgiften van vastrentende effecten bleven historisch gezien bescheiden, daar de ondernemingen in de eerste maanden van 2008 via dit kanaal slechts 2,2 miljard euro ophaalden. Aangezien de rechtstreekse financiering op de financiële markten slechts een klein percentage – ongeveer 10 pct. – van de externe middelen van de Belgische ondernemingen uitmaakt, dient de weerslag van de inkringing van deze financieringsvorm op de totale bedrijfsmiddelen evenwel niet te worden overschat.

De verstrekking van bankkredieten is vanaf het voorjaar van 2008 vertraagd, na twee jaar van krachtige groei. Aldus beliep de toename van de bankkredieten aan de Belgische ondernemingen tijdens de eerste negen maanden 7,8 miljard euro, een bedrag dat weliswaar lager is dan de 19,9 miljard die in 2007 werd verstrekt, maar nog altijd redelijk hoog is naar historische maatstaven. De kredieten tussen ondernemingen, een andere belangrijke financieringsbron van de Belgische ondernemingen, gaven in 2008 per saldo aanleiding tot netto terugbetalingen van 4,6 miljard, terwijl in de eerste negen maanden van 2007 op deze wijze 5,9 miljard was opgehaald.

Net als de twee voorgaande jaren konden de Belgische ondernemingen echter steunen op aanzienlijke uitgiften van niet-genoteerde aandelen en andere participaties. Deze uitgiften zijn ruimschoots verdubbeld en beliepen 73,5 miljard euro tijdens de eerste negen maanden van 2008, tegen 34,2 miljard gedurende de overeenstemmende periode van 2007.

Kader 6 in hoofdstuk 3 illustreert, gemeten aan de hand van diverse indicatoren, het verwachte weerstandsvermogen van de Belgische ondernemingen ten aanzien van de financiële crisis en de conjunctuurverzwakking. Het daaruit blijkende totaalbeeld is veeleer geruststellend. De schuldgraad van de ondernemingen en de financiële lasten hierop zijn de afgelopen twee jaar weliswaar gestegen, terwijl ook een daling van hun bruto exploitatieoverschot werd opgetekend. Maar naar historische maatstaven, en in vergelijking met de situatie vóór de vorige conjunctuurinzinking, blijken de Belgische ondernemingen een relatief lage schuldenlast te dragen en over een versterkt eigen vermogen te beschikken, wat hen beter zou moeten wapenen om het hoofd te bieden aan de problemen op het vlak van externe financiering.

Bancaire kredietverlening

De verstrekking van bankkredieten aan de ondernemingen, die nog krachtig was in het eerste kwartaal, is nadien sterk vertraagd. Zo is de jaarlijkse groei van het door de ingezeten banken verleende krediet – dat ongeveer driekwart van alle bancaire schulden van de ondernemingen vertegenwoordigt – teruggelopen, van 16,8 pct. in januari tot 8 pct. in december. In 2008 verleenden de Belgische banken voor 7,7 miljard krediet aan de Belgische ondernemingen. Dit bedrag is weliswaar lager dan gedurende 2007 (12,3 miljard) maar blijft hoog in een historisch perspectief. De toestroom van middelen afkomstig van buitenlandse banken uit andere landen van het eurogebied, waarvoor de gegevens enkel voor de eerste negen maanden van 2008 beschikbaar zijn, is sterker gedaald en bedroeg 0,6 miljard euro tijdens die periode, tegen 3,2 miljard in 2007.

Wanneer de volumes aan nieuwe kredieten afnemen, is het niet eenvoudig een onderscheid te maken tussen de effecten van het afgenomen aanbod en die van de teruggevallen vraag. Tegen de achtergrond van minder

gunstige groeivoorzichten zijn de banken weliswaar minder geneigd om leningen te verstrekken, maar ook de ondernemingen vertonen de neiging hun investeringen terug te schroeven of op zijn minst uit te stellen. Zoals blijkt uit Kader 15, kunnen de enquêtes die door de Bank of door het Eurosysteem zijn gehouden bij de kredietinstellingen en de ondernemingen, in dit verband een aantal nuttige aanwijzingen verstrekken ten aanzien van de krachten die hebben bijgedragen tot de vertraging van de kredietverlening in de recente periode.

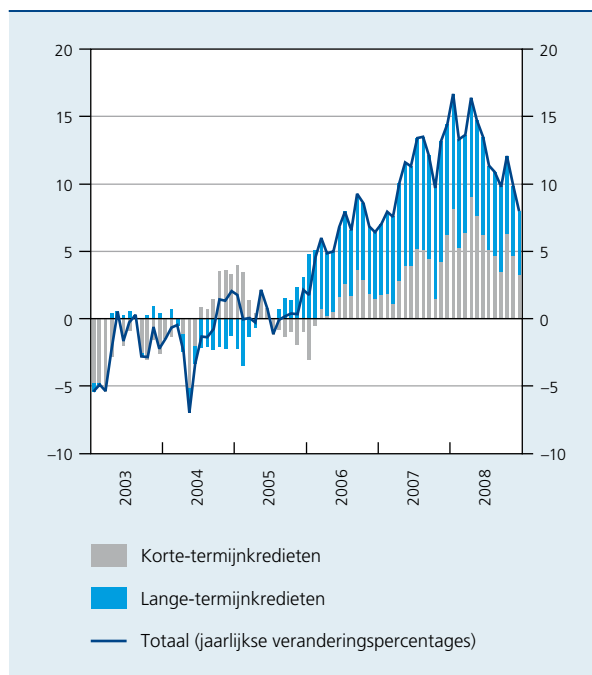
In principe geven de banken, die hadden af te rekenen met minder gunstige en uiterst volatiele financieringsvoorwaarden en met de verstrakking van de liquiditeitsbeperkingen, doorgaans voorrang aan het verlenen van korte-termijnkredieten om de terugbetalingslasten makkelijker te kunnen aanpassen en om over een grotere flexibiliteit ten aanzien van de verstrekte hoeveelheden te beschikken. De verslechtering van de economische vooruitzichten, die de kwaliteit van de kredietnemers negatief beïnvloedt, zet de banken er tevens toe aan de lange-termijnleningen terug te schroeven om de wanbetalingsrisico's tot een minimum te beperken. Een verkorting van de gemiddelde looptijd van de schulden maakt de ondernemingen echter kwetsbaarder voor renteschommelingen en versterkt de onzekerheid ten aanzien van de beschikbaarheid van geldmiddelen in de toekomst, wat hun financiële situatie brozer maakt.

In de eerste fase van de internationale financiële crisis en tot in april 2008 bleven de korte-termijnkredieten zeer dynamisch. Hun uitstaande bedrag stabiliseerde zich echter vanaf de zomer. De kredietverlening op lange termijn begon dan weer te vertragen vanaf eind 2007. Langlopende kredieten zijn minder volatiel dan die op korte termijn en weerspiegelen derhalve beter de investeringsplannen van de ondernemingen, die in de loop van het jaar geleidelijk werden teruggeschroefd, tegelijk met de groeivoorzichten. Al met al droegen de lange-termijnleningen over het gehele jaar in nagenoeg dezelfde mate bij tot de jaarlijkse totale groei van de kredieten als de korte-termijnleningen. Het aandeel van de korte-termijnschuld in het totaal van de bankschulden van de ondernemingen is bijgevolg stabiel gebleven op 38 pct.

Aan de hand van de door de Kredietcentrale verzamelde statistieken kan de analyse van het kredietverloop worden verfijnd volgens de grootte van de debiteurondernemingen. Die statistieken zijn evenwel niet volledig vergelijkbaar met de statistieken die worden opgesteld op basis van de boekhoudstaten van de kredietinstellingen, onder meer doordat ze uitsluitend betrekking hebben op kredieten met een individuele waarde van meer dan

GRAFIEK 74 KREDIETEN VAN DE BELGISCHE BANKEN AAN INGEZETEN NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN, OPSPLITSING NAAR LOOPTIJD VAN HET KREDIET ⁽¹⁾

(maandgegevens, bijdrage tot de groei van de totale kredietverlening, tenzij anders vermeld)



Bron : NBB.

(1) De korte-termijnkredieten hebben een looptijd van minder dan of gelijk aan een jaar; de lange-termijnkredieten hebben een looptijd van meer dan een jaar.

Kader 15 – Vraag naar en aanbod van bedrijfskredieten: lessen uit de enquêtes

De financiële crisis die de wereldeconomie sinds medio 2007 treft, heeft enige bezorgdheid doen ontstaan, en doet dat nog steeds, ten aanzien van de omvang van haar gevolgen voor de beschikbaarheid van krediet voor de privésector. Met name werd vaak de mogelijkheid van een scenario van kredietschaarste (*credit crunch*) geopperd. *Credit crunch* kan worden gedefinieerd als een min of meer lange periode van drastische beperking van het kredietaanbod aan de ondernemingen en particulieren, die meestal optreedt na een periode van ongebreidelde en goedkope kredieten. Het fenomeen gaat soms, maar niet altijd, gepaard met een liquiditeitscrisis.

Aanvankelijk ondervinden de banken balansproblemen die voortvloeien uit de op hun portefeuille geleden verliezen of uit de ontoereikendheid van de eigen middelen als gevolg van de verscherping van de risico's. Uit angst om hun balans nog meer te zien ontaarden, worden de banken zeer wantrouwig, en wordt hun perceptie van het wanbetalingsrisico nog somberder dan het verloop van de economische conjunctuur zou rechtvaardigen. Doorgaans worden alle instrumenten waarover de banken beschikken dan ingezet om het aanbod van middelen terug te dringen: een verhoging van de debetrentetarieven, een beperking van de volumes, een verkorting van de looptijd van de leningen, strengere eisen inzake waarborgen, enz. In tijden van kredietschaarste slagen zelfs solvente kredietnemers er niet in krediet te verkrijgen (of alleen tegen onredelijke voorwaarden). In een dergelijke context neemt de vertraging van de kredietverlening een grotere omvang aan dan zou voortvloeien uit het verloop van de economische situatie als dusdanig, en kan ze de verslechtering van dat verloop zelfs nog in de hand werken, rekening houdend met de weerslag van een kredietrantsoenering op de geaggregeerde vraag.

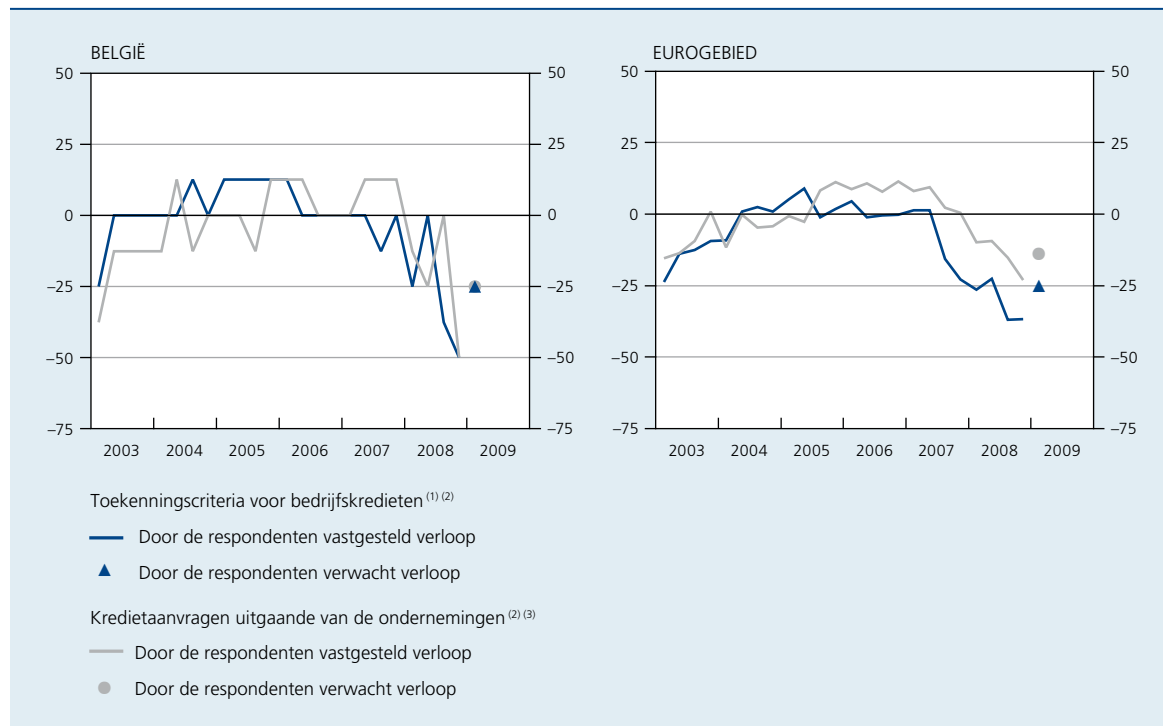
Wanneer de kredietverlening aan de ondernemingen vertraagt, zoals sinds de lente van 2008, is het zeer moeilijk een onderscheid te maken tussen de respectieve invloeden van de vraag naar en het aanbod van middelen. De statistieken van vastgestelde gegevens schetsen een beeld van het evenwicht op de kredietmarkten in termen van hoeveelheden. Ze maken het echter niet mogelijk de eventuele wanverhoudingen tussen vraag en aanbod te identificeren. Zo is het met name mogelijk dat aan de vraag deels niet is voldaan, ofwel omdat de door de banken toegekende volumes gerantsoeneerd zijn, ofwel omdat een gedeelte van de vraag verdwijnt doordat de kredietkosten als te hoog worden beschouwd. Enquêtegegevens, die doorgaans van kwalitatieve aard zijn, blijken in dit opzicht zeer nuttig: door de banken en ondernemingen rechtstreeks te ondervragen over hun perceptie inzake kredietverlening, kan de invloed van de respectieve krachten beter worden onderscheiden.

Uit de enquête naar de kredietverlening bij de Belgische banken blijkt dat het uitbreken van de financiële crisis in augustus 2007 plaatsvond tegen de achtergrond van een krachtige vraag naar kredieten vanwege de ondernemingen. Die vraag bleef opwaarts gericht tot eind 2007, onder impuls van de bruto-investeringen in vaste activa en de financiering van de voorraden en het bedrijfskapitaal. Het is slechts vanaf het eerste kwartaal van 2008 dat de banken opgaven dat ze de eerste tekenen van een verzwakking van de vraag naar kredieten voelden. De kredietvraag vertraagde verder in het volgende kwartaal en vervolgens zeer sterk aan het einde van het jaar. Aanvankelijk beperkten vooral de grote ondernemingen hun vraag naar kredieten en vroegen ze vooral minder lange-termijnkredieten aan. In het laatste kwartaal van het verslagjaar breidde de daling van de kredietvraag zich uit naar de kmo's en naar korte-termijnleningen.

De verstrakking van de kredietverleningscriteria was reeds eerder ingezet, vanaf het derde kwartaal van 2007. Het aanbod van kredieten werd eerst meer verstrakt ten aanzien van de grote ondernemingen en voor de lange-termijnkredieten, wat strookt met de ontwikkelingen voor de vraag naar kredieten. Vanaf het derde kwartaal van 2008 breidde de verscherping van de kredietverleningsvoorwaarden zich uit tot de kmo's en tot de korte-termijnkredieten.



RESULTATEN VAN DE ENQUÊTE VAN HET EUROSISTEEM NAAR DE BANCAIRE KREDIETVERLENING: AANBOD VAN EN VRAAG NAAR
BEDRIJFSKREDIETEN



Bronnen : ECB, NBB (enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening).

- (1) Gewogen nettopercentages van de antwoorden van de kredietinstellingen op de enquête van het Eurosysteem naar de kredietverlening, die aangeven in welke mate de criteria voor het verlenen van kredieten versoepeld of verstrakt (-) werden.
- (2) De antwoorden worden gewogen op grond van hun afstand tot het « neutrale » antwoord: de melding van een « aanzienlijke » ontwikkeling van de toekenningscriteria voor kredieten (of de kredietvraag) krijgt een tweemaal groter gewicht dan die van een « lichte » ontwikkeling.
- (3) Gewogen nettopercentages van de antwoorden van de kredietinstellingen op de enquête van het Eurosysteem naar de kredietverlening, die aangeven in welke mate de kredietvraag toe- of afnam (-).

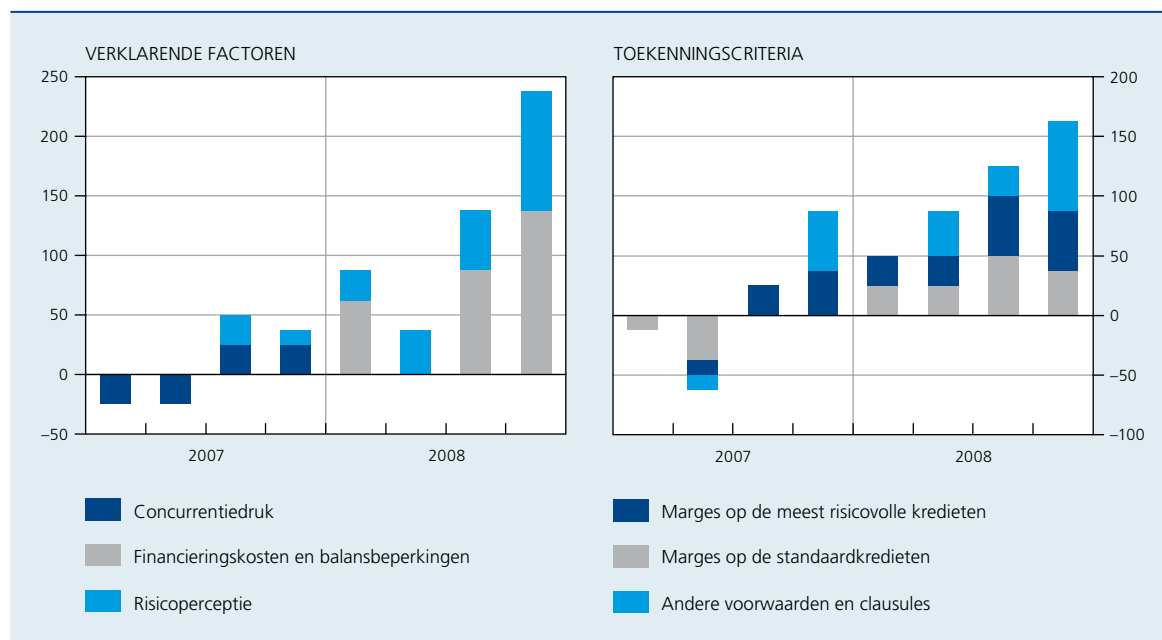
Het door de Belgische banken gemelde verloop van het aanbod van en de vraag naar bedrijfskredieten loopt parallel met de tendens die de banken van het eurogebied sinds het begin van de financiële beroering beschrijven. Gezien over een iets langere periode, is de vanaf medio 2007 zichtbare verscherping de grootste die in België en in het eurogebied werd opgetekend sinds de aanvang van de enquête in 2003.

De verscherping van de krediettoekenningscriteria in België is voornamelijk toe te schrijven aan twee factoren. Enerzijds betreft het de verslechtering van de risicoperceptie door de banken, die medio 2007 inzette en zich sindsdien onafgebroken heeft versterkt. Anderzijds kwamen de stijging van hun financieringskosten en de liquiditeitsproblemen, in combinatie met balansproblemen voor een aantal instellingen, bovenop de restrictieve effecten van de conjunctuurverslechtering in 2008.

De banken hebben op verschillende manieren het aanbod van kredieten ingeperkt. Ze hebben in eerste instantie de marges op de meest riskante leningen verhoogd, en dit beleid nadien uitgebreid tot alle leningen. De verhoging van de marges bleek voor de banken ontegenzeggelijk het middel bij uitstek om de kredietverlening af te remmen. Vanaf het vierde kwartaal van 2007 maakten de banken gewag van een geleidelijke verstrakking van de overige kredietverleningscriteria, in het bijzonder het bedrag van de leningen en de kosten voor het aangaan van nieuwe kredieten. Die verstrakking werd overigens steeds markanter in de loop van de tijd.



VERSTRAKKING VAN DE VOORWAARDEN INZAKE BEDRIJFSKREDIETEN IN BELGIË: VOORNAAMSTE VERKLARENDE FACTOREN EN AANGEWENDE TOEKENNINGSCRITERIA ⁽¹⁾



Bron : NBB (enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening).

(1) Gewogen nettoprocentages van de antwoorden van de kredietinstellingen die werden ondervraagd over de verklarende factoren en de kredietverleningscriteria. Een positief (negatief) percentage stemt overeen met een factor die heeft bijgedragen tot een verstrakking (versoepeling) van de kredietvoorwaarden of met een criterium waarin die verstrakking (versoepeling) tot uiting is gekomen. De antwoorden worden gewogen op grond van hun afstand tot het « neutrale » antwoord: de melding van een « aanzienlijke » ontwikkeling van de verklarende factoren of de toekenningscriteria voor kredieten krijgt een tweemaal groter gewicht dan die van een « lichte » ontwikkeling.

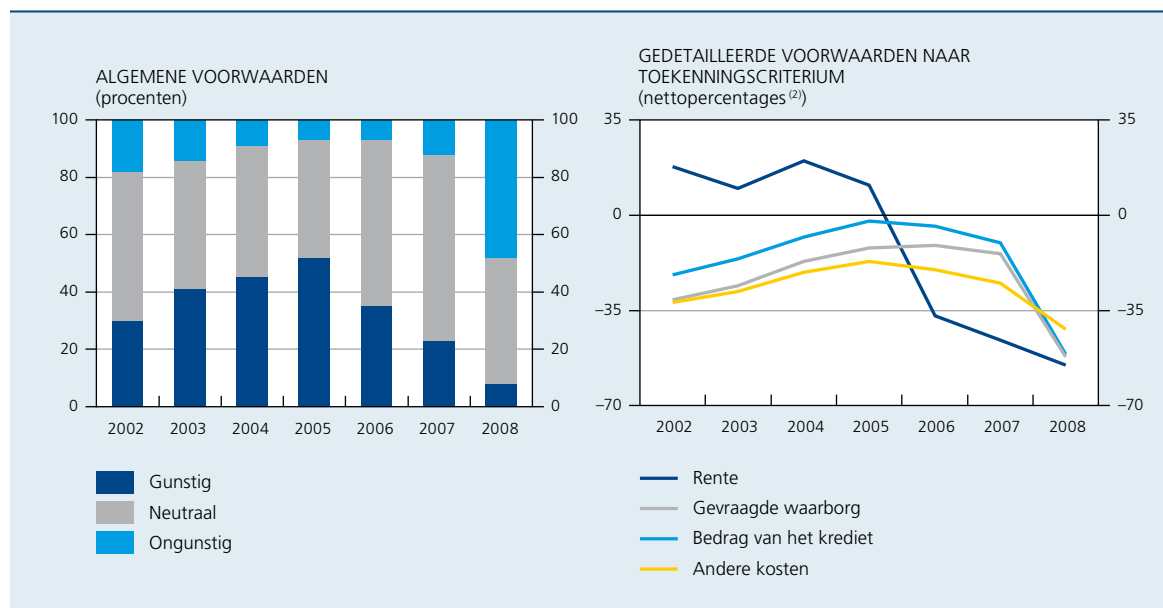
Het strengere kredietverleningsbeleid van de banken blijkt tevens uit de enquête van de Bank naar de investeringen van de ondernemingen. Tijdens de bevraging van november 2008 beschouwde 48 pct. van de ondernemingen van de verwerkende nijverheid, de bouwnijverheid en de dienstverlening aan bedrijven de bancaire financieringsvoorwaarden als ongunstig, tegen slechts 13 pct. een jaar voordien. Het percentage van de ondernemingen dat de voorwaarden als gunstig bestempelde, was daarentegen teruggevallen tot 8 pct. in november, tegen 23 pct. het voorgaande jaar. De voorwaarden inzake krediettoegang werden aan het einde van het jaar door de ondernemingen heel wat negatiever ingeschat dan tijdens de vorige verstrakking in 2002.

Wat de verschillende criteria betreft, is het ten aanzien van de rentetarieven dat de ondernemingen in november 2008 hun grootste ongenoegen uitten, met een nettoprocentage van meer dan 55 pct. ondernemingen die een negatieve mening hadden over het rentepeil. De beoordeling van de rente was evenwel reeds fors achteruitgegaan tijdens de enquêtes van 2006 en 2007, en toonde in 2008 slechts een beperkte verslechtering. Daarentegen werd de perceptie van de ondernemingen ten aanzien van de overige voorwaarden, in het bijzonder de waarborgvereisten en het bedrag van de leningen, heel wat pessimistischer tussen november 2007 en november 2008.

De uitsplitsing van de antwoorden op de enquête naar bedrijfsgrootte wijst tevens op een minder gunstige beoordeling door de grote ondernemingen dan door de kmo's. Die bevinding blijkt eveneens uit de enquêtes uitgevoerd door het KefiK (Kenniscentrum voor Financiering van KMO) bij een representatief staal van Belgische kmo's in juli en vervolgens in november 2008. Bevraagd naar hun toegang tot bancaire financiering, vermeldde in november nog 79 pct. van hen (tegen 83 pct. in juli) dat ze tijdens de recente periode weinig of zelfs geen financieringsproblemen hadden ondervonden.



APPRECIATIE DOOR DE ONDERNEMINGEN VAN DE VOORWAARDEN INZAKE BANCAIR KREDIET ⁽¹⁾



Bron : NBB (enquête van november naar de bedrijfsinvesteringen).

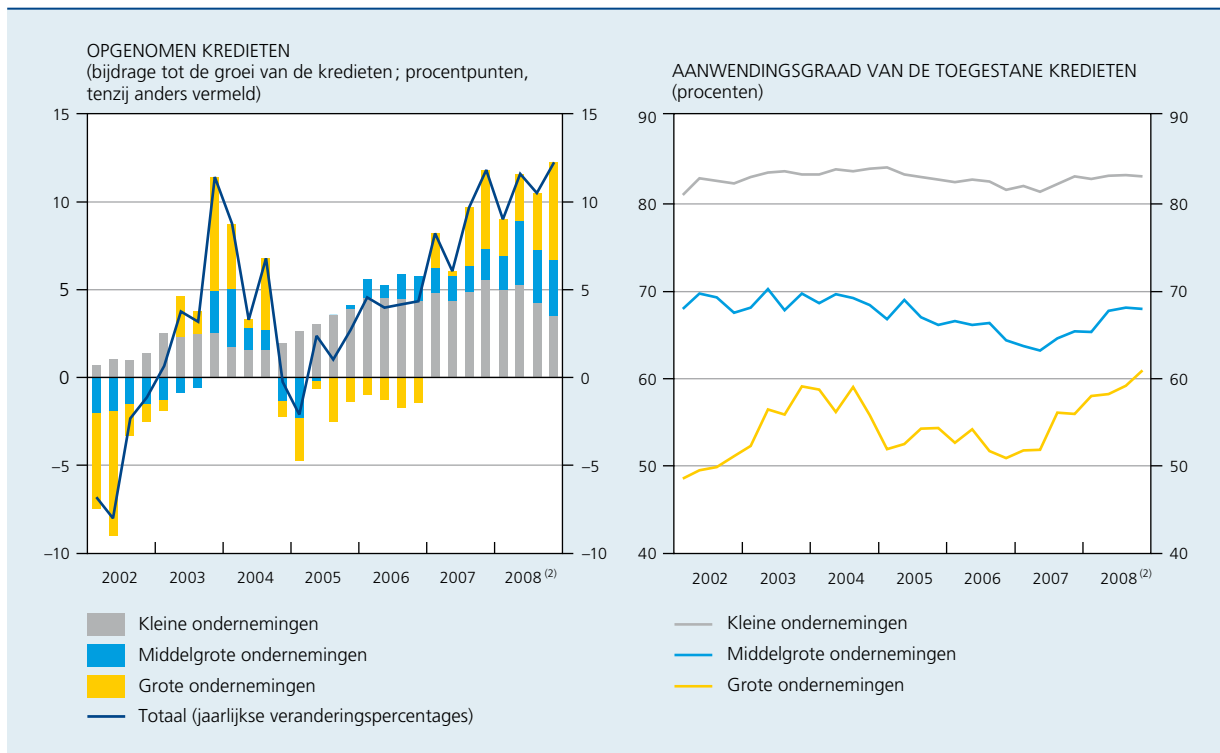
(1) Staal van ondernemingen uit de verwerkende nijverheid, de bouwnijverheid en de dienstverlening aan bedrijven.

(2) Saldo, in procenten, van de antwoorden van de bevroagde ondernemingen dat aangeeft of de kredietvoorwaarden als gunstig of ongunstig (-) worden ervaren.

Kort samengevat vloeit de vertragingfase die de bancaire kredietverlening sinds het voorjaar van 2008 doorloopt, volgens de resultaten van de enquêtes voort uit een gecombineerde daling van het aanbod van en de vraag naar kredieten. Aan de hand van bepaalde elementen kan een meer uitgesproken verzwakking in de toekomst worden verwacht. Enerzijds zou de behoefte aan middelen vanwege de ondernemingen een flinke duik nemen, onder meer omdat de bruto-investeringen in vaste activa in 2009 een afname in volume zouden te zien geven, zoals blijkt uit de vooruitzichten die de Bank tegelijk met dit Verslag publiceerde. Anderzijds zouden financieringsbeperkingen en balansproblemen bij de banken de restrictieve effecten als gevolg van de conjunctuurverslechtering nog versterken. Rekening houdend met die conjunctuurverslechtering zouden de banken daarnaast ook hun kredietverleningsvoorwaarden nog meer kunnen beperken, onder meer door de gemiddelde bedragen van de leningen te verlagen of door striktere vereisten inzake waarborgen te stellen, bovenop een uitbreiding van de marges. De kmo's, die traditioneel het meest afhankelijk zijn van de bancaire kredietverlening, lijken in mindere mate dan de grote ondernemingen te lijden onder de beperking van de kredietverlening.

25.000 euro. Alle ondernemingen samen, ongeacht hun grootte, hebben een positieve bijdrage geleverd tot de totale groei van de bankkredieten in 2008. Ongeveer twee derde van de groei van de leningen komt voor rekening van de kmo's, tegenover een derde voor de grote ondernemingen. De verzwakking van het groeitempo van de kredieten in de loop van het jaar vond plaats in alle ondernemingscategorieën.

Op basis van de door de banken aan de Kredietcentrale meegedeelde informatie kan een berekening worden gemaakt van de aanwendingsgraad van de kredieten, die aangeeft in welke mate de ondernemingen hun kredietlijnen opnemen. Tijdens het afgelopen jaar liet die graad, zonder onderscheid volgens ondernemingstype, een stijging optekenen : eind november bedroeg de aanwendingsgraad aldus 83 pct. voor de kleine ondernemingen, 68 pct. voor de middelgrote ondernemingen, en 61 pct. voor de grote ondernemingen. Bij de grote



Bron : NBB.

(1) De vennootschappen die jaarrekeningen volgens het verkorte schema hebben neergelegd, worden als kleine ondernemingen beschouwd. Zij die een volledig schema hebben ingediend, worden als grote of middelgrote ondernemingen aangemerkt, naargelang hun omzet van twee opeenvolgende jaren al dan niet hoger was dan 37,2 miljoen euro.

(2) Vierde kwartaal geraamd op basis van de gegevens voor oktober en november.

ondernemingen was de stijging sinds medio 2007 het sterkst. Die ontwikkeling kan worden verklaard door een fenomeen van toevlucht tot de bancaire kredietverlening, in het licht van de problemen van de grote ondernemingen om middelen op te halen via effectenemissies op de financiële markten. Ze zou ook een uiting kunnen zijn van de voorzichtigere houding van de banken, die hun blootstelling aan omvangrijke leningen willen beperken. Die bevinding kan ook in verband worden gebracht met de resultaten van de enquête naar de bancaire kredietverlening, waaruit blijkt dat de verstraking van het krediet de grote ondernemingen scherper heeft getroffen dan de kleinere ondernemingen, en dit zowel in België als in de rest van het eurogebied.

Op verschillende beleidsniveaus werd een reeks initiatieven genomen om een halt toe te roepen aan een eventuele krapte van het aanbod van kredieten aan de ondernemingen, in het bijzonder de kredieten ten behoeve van de kmo's. Op Europees vlak besloot de EIB haar hulp

aan de kmo's in Europa aanzienlijk op te trekken, door over de periode 2008-2009, via de commerciële banken, 15 miljard euro uit te trekken voor leningen aan kmo's binnen een leningspakket van 30 miljard euro tot 2011. De aanwending van dat pakket zal worden aangemoedigd door een vereenvoudiging en een grotere flexibiliteit van de voorgestelde instrumenten. In België besloot de federale regering op 23 oktober een nieuw type van lening in het leven te roepen via het Participatiefonds. In het kader van dat nieuwe product, dat op 1 december werd ingevoerd en *Initio* werd genoemd, kunnen de kmo's die een krediet wensen te verkrijgen zich rechtstreeks tot het Participatiefonds richten, en zich daarna met de goedkeuring van het Fonds tot hun bank wenden om hun lening te vervolledigen. Tot slot hebben de regeringen van de drie gewesten besloten de aan de financierings- en waarborgfondsen (Sowalfin, Brussels Waarborgfonds, Waarborgbeheer) toegekende bedragen te verhogen in het kader van hun ondersteuningsactiviteiten ten behoeve van de kmo's, en tegelijk de toekenningscriteria van die waarborgen te versoepelen.

Vastrentende effecten

De Belgische ondernemingen hebben tijdens de eerste negen maanden van 2008 vastrentende effecten ten belope van 2,2 miljard euro uitgegeven. De netto-uitgiften van kortlopende effecten in de vorm van thesauriebewijzen waren goed voor 1,4 miljard euro, terwijl de door de uitgifte van langlopende effecten verzamelde bedragen 0,8 miljard euro beliepen. Die naar historische maatstaven relatief lage cijfers zijn te verklaren door de moeilijkheden om effecten uit te geven in een context die, onder meer, wordt gekenmerkt door de zeer forse stijging van de kosten van die financieringswijze en door haar feitelijke opdroging, die voornamelijk de grote ondernemingen troffen.

Aandelen

Tijdens de eerste negen maanden van 2008 bereikten de netto-emissies van niet-genoteerde aandelen door de Belgische ondernemingen het recordbedrag van 73,5 miljard euro, ruimschoots meer dan de 34,2 miljard die tijdens de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar werden opgehaald. Vooral in het eerste kwartaal was het emissievolume zeer krachtig (48,4 miljard), waarna de nieuwe uitgiften zich matigden. De groep *Arcelor Mittal* verrichtte diverse financiële transacties die aanleiding gaven tot een kapitaalverhoging van 26 miljard euro. Tegenover die verhoging stond een vorming van financiële activa in het buitenland voor nagenoeg hetzelfde bedrag, waarvan 14 miljard in de vorm van intragroepsleningen en 12 miljard als participatienemingen met niet-genoteerde aandelen.

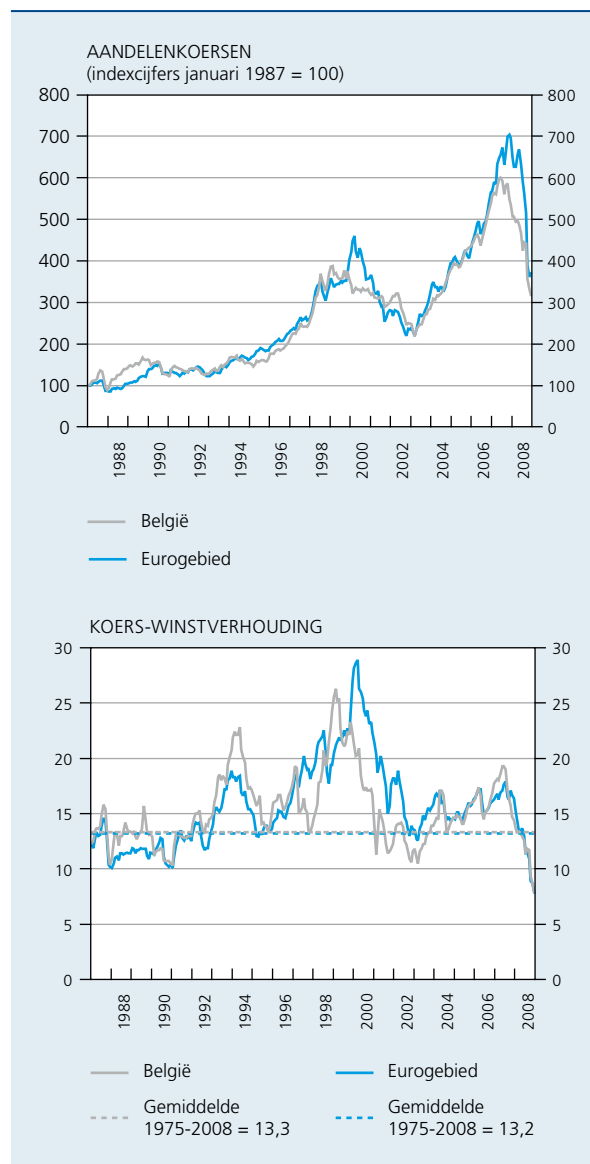
De omvangrijke emissies van niet-genoteerde aandelen tijdens de afgelopen twee jaar, die in de hand werden gewerkt door de invoering van de fiscale bepaling betreffende de aftrek voor risicokapitaal, de zogenoemde notionele interesten, werden dus voortgezet. Die maatregel zorgde opnieuw voor een grote instroom van buitenlands kapitaal in België, in de vorm van participatienemingen in Belgische vennootschappen. De buitenlandse tegenpartijen zijn voornamelijk andere niet-financiële ondernemingen die of verbonden zijn met of een deelneming bezitten in de doelvennootschap.

Zoals vermeld maakten de ondernemingen zeer weinig gebruik van de beurs. De keldering van de beurskoersen en de toegenomen voorkeur van de beleggers voor weinig riskante activa hebben de emissies van genoteerde aandelen immers zeer duur gemaakt. Tijdens de eerste negen maanden van 2008 is dit financieringskanaal hierdoor opgedroogd, zodat de netto-uitgiften zich

beperkten tot 0,3 miljard. In december bracht de firma *Anheuser-Busch Inbev* evenwel een emissie van 6,4 miljard euro tot een goed einde, ter afronding van haar fusie.

Op basis van de maandgemiddelden is de aandelenindex van alle beursgenoteerde Belgische vennootschappen, met uitzondering van de ondernemingen van de financiële sector, tussen december 2007 en december 2008 met 41 pct. gekelderd. De overeenkomstige index voor de ondernemingen van het eurogebied, van zijn kant, is

GRAFIEK 76 AANDELENKOERSEN EN KOERS-WINSTVERHOUDING IN BELGIË EN IN HET EUROGEBIED ⁽¹⁾
(maandgemiddelden)



Bron : Thomson Financial Datastream.

(1) Indexcijfers met betrekking tot alle beursgenoteerde vennootschappen op elke markt, met uitzondering van de financiële vennootschappen.

met 47 pct. gezakt. Zo heeft de Belgische index van de niet-financiële waarden 47 pct. van zijn waarde verloren ten opzichte van het in juni 2007 bereikte piekniveau, een grotere daling dan die welke werd opgetekend tijdens de periode van vijf jaar waarin de technologische zeepbel uiteenspatte, namelijk van 1999 tot 2003.

De beurscrash die zich sinds 2007 voordoet, is derhalve heel wat abrupter dan de voorgaande. Voorts begon de koersval op een ogenblik dat de koers-winstratio van de aandelen, die aangeeft in hoeverre ze over een passende waardering beschikken, in veel geringere mate afweek van haar gemiddelde waarde over een lange periode dan aan het eind van de jaren negentig het geval was: voor de beursgenoteerde vennootschappen bedroeg die ratio in juli 2007 aldus respectievelijk 19 in België en 18 in het eurogebied, dat is ongeveer 5 procentpunten meer dan het historische gemiddelde. Ter vergelijking, in 1999-2000 bedroeg die ratio 26 in België en 29 in het eurogebied.

Het aantal Belgische vennootschappen – met uitzondering van de bankverzekeringsgroepen – dat genoteerd is op de verschillende markten van *Euronext*, is gestegen van 159 eenheden op 31 december 2007 tot 164 een jaar later. Ondanks de zeer sombere beurscontext werden 11 beursintroducties van Belgische vennootschappen opgetekend, terwijl 6 ondernemingen van de beurs verdwenen. Net als de twee voorgaande jaren vindt meer

dan de helft van de nieuwe noteringen plaats op de niet-gereguleerde markten van *Euronext Brussels*, die zich specifiek richten tot kmo's via vereenvoudigde toelatingscriteria. In totaal zijn 6 kmo's toegetreden tot de *Vrije Markt*, terwijl *Alternext* één nieuwe onderneming mocht verwelkomen.

De nettotoename van het aantal beursgenoteerde ondernemingen heeft uiteraard het waardeverlies ten gevolge van de ineensstorting van de beurskoersen niet gecompenseerd: zo heeft de totale beurskapitalisatie van de Belgische vennootschappen – met uitzondering van de bankverzekeringsgroepen – in 2008 een duik genomen van 35 pct., en zakte ze van 152 tot 99 miljard euro aan het einde van het jaar.

7.4 Overheid

Tijdens de eerste negen maanden van het verslagjaar, zijn de financiële rekeningen van de overheid verslechterd; ze lieten een tekort van 6,1 miljard euro optekenen, tegen 4,3 miljard tijdens de overeenkomstige periode van 2007. Aangezien de Schatkist niet verplicht was, zoals in 2007, haar OLO-portefeuille aan te vullen om de aflossing te verzekeren van schulden die weldra vervallen, kwam die verslechtering tot uiting in het feit dat de vorming van financiële activa sterker daalde dan de nieuwe financiële verplichtingen.

TABEL 39 FINANCIËLE ACTIVA EN VERPLICHTINGEN VAN DE OVERHEID
(miljarden euro's)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Eerste negen maanden	
							2007	2008
Vorming van financiële activa ⁽¹⁾	-4,5	3,3	0,6	1,0	12,5	n.	9,6	-1,3
Nieuwe financiële verplichtingen	-4,7	3,6	8,0	0,4	13,0	n.	14,0	4,8
Effecten in euro	-2,2	-1,6	3,7	-1,3	10,2	n.	17,7	4,5
waarvan:								
Schatkist	-0,9	-1,6	3,1	-0,8	12,6	18,6	19,6	3,9
Op ten hoogste een jaar	-0,3	-0,2	0,8	0,1	4,1	14,3	9,2	6,9
Op meer dan een jaar	-0,6	-1,4	2,3	-0,9	8,5	4,3	10,5	-3,0
Andere verplichtingen in euro ⁽¹⁾	-1,3	6,5	4,2	1,9	3,3	n.	-3,7	0,1
Verplichtingen in vreemde valuta's van de Schatkist	-1,3	-1,4	0,1	-0,1	-0,5	3,8	0,0	0,3
Financieel saldo	0,3	-0,3	-7,5	0,6	-0,5	n.	-4,3	-6,1

Bron: NBB.

(1) Met inbegrip van de «Zilverfonds-schatkistbons».

Nieuwe uitgiften door de Schatkist

De netto-uitgiften van effecten in euro door de Schatkist bleven het leeuwendeel van de nieuwe financiële verplichtingen van de overheid uitmaken. Ze kwamen eind 2008 uit op een gecumuleerd bedrag van 18,6 miljard euro, tegen 12,6 miljard een jaar eerder.

Afgezien van de maatregelen die aan het einde van het jaar moesten worden genomen om verscheidene financiële instellingen te redden, vertoonde het financieringsprogramma van de Schatkist voor het verslagjaar een hogere bruto te dekken behoefte dan gewoonlijk, wegens drie belangrijke in 2008 te verrichten terugbetalingen. Ondanks de moeilijke financiële omstandigheden waren de gewone financieringsinstrumenten van de Schatkist voldoende om het hoofd te bieden aan het grootste gedeelte van de financieringsbehoeften. In het middellange- en lange-termijnsegment heeft de Schatkist tijdens het verslagjaar drie nieuwe referentieleningen uitgegeven. Aan het begin van het jaar werd zoals gewoonlijk een referentielening op tien jaar geplaatst via een consortium. In februari werd een nieuwe OLO-referentielijn op drie jaar geplaatst via een aanbesteding en niet via een consortium, als reactie op de vraag van de markt naar korte looptijden. Ten slotte werd in april een nieuwe referentieobligatie met een looptijd van vijf jaar geplaatst via een consortium.

De bestaande OLO-lijnen werden in de loop van het jaar gevoed door middel van vijf aanbestedingen. In het lange-termijnsegment werden de in 2006 uitgegeven referentielening op vijftien jaar en de in 2004 uitgebrachte referentielening op dertig jaar opnieuw aangeboden. Die lijnen konden op de belangstelling rekenen van de institutionele beleggers die er voor 2,3 miljard euro op intekenden.

In juli heeft de Schatkist echter haar financieringsbronnen enigszins gediversifieerd: ze lanceerde haar nieuwe programma *Euro Medium Term Notes* via de uitgifte van een lening van 2 miljard VS-dollar.

In oktober noopte de verslechtering van de financiële crisis de overheid ertoe te interveniëren bij verscheidene grote Belgische banken of verzekeringsmaatschappijen en ze te herkapitaliseren, zoals nader wordt toegelicht in hoofdstuk 8 over de financiële stabiliteit. Ter financiering van deze reddingsoperaties, waarvoor de federale overheid in totaal ongeveer 20 miljard euro diende vrij te maken, heeft de Schatkist in 2008 meer kortlopende effecten uitgegeven dan voorzien. Die extra uitgiften hebben echter ook kunnen plaatsvinden tegen heel wat lagere rentetarieven dan de overeenkomstige interbankentarieven.

Ze hebben niet geleid tot een verzwaring van de herfinancieringsrisico's en van het risico van renteherziening. Een gedeelte ervan dient in de loop van het jaar 2009 te worden geherfinancierd door de plaatsing van langlopende effecten.

De uitgiften van staatsbons, voor particulieren bestemde instrumenten van de overheidsschuld, beliepen in 2008 0,7 miljard euro. Hoewel de belangstelling voor dat product tijdens de eerste drie intekenperiodes zeer matig was, was het enthousiasme bijzonder groot bij de begin december afgesloten emissie, wat wijst op een gedragswijziging van de particulieren, die op zoek zijn naar veilige waarden.

Beheer van de schuld van de Schatkist

Voorals wegens haar participatienemingen en andere interventies in financiële instellingen, heeft de Schatkist haar operaties in 2008 afgesloten met een aanzienlijk hoger begrotingstekort op kasbasis dan het voorgaande jaar. De toename van het bruto te financieren saldo die eruit voortvloeide, werd maar zeer gedeeltelijk gedekt door de uitgiften op de middellange en de lange termijn, zodat de kortlopende schuld van de Schatkist in euro gestegen is en het uitstaande bedrag van haar financiële activa verminderd is.

De terugbetaling van de tijdens het verslagjaar vervallende leningen vertegenwoordigde 26,5 miljard euro, dat is een flink stuk meer dan het voorgaande jaar. Het volume van de terugkopen, door de Schatkist, van effecten die in 2009 of later vervallen, bedroeg dan weer 3,3 miljard euro, een kleiner bedrag dan in 2007.

Het Agentschap van de schuld heeft er steeds zorg voor gedragen een beroep te doen op de internationale beleggers. De diversifiëring van de houders van de Belgische overheidsschuld is daardoor groot: in de maand september van het verslagjaar werd 56 pct. van de OLO's in het buitenland aangehouden, alsook 78,5 pct. van de schatkistcertificaten.

Tegen de achtergrond van een aanzienlijke toename van de rendementsverschillen tussen de Belgische en Duitse staatsleningen, heeft de Schatkist nog gepoogd de liquiditeit van de OLO's te verhogen door de notering van haar effecten op verscheidene elektronische platformen te lanceren.

Sinds april 2008 kunnen de *dealers* of handelaars in obligaties immers kiezen tussen drie *trading*platformen om de obligaties van de Belgische Staat te verhandelen: *MTS*, *Broker'Tec* (ICAP-platform, de grootste

TABEL 40 FINANCIERINGSBEHOEFTE EN -MIDDELEN VAN DE FEDERALE OVERHEID
(miljarden euro's)

	2007	2008
Bruto te financieren saldo	29,6	57,3
Bruto financieringsbehoeften	24,5	54,0
Begrotingstekort of -overschot (-) ⁽¹⁾	3,6	27,5
Schuld op middellange en lange termijn met vervaldag binnen het jaar	20,9	26,5
In euro	20,9	26,0
In vreemde valuta's	0,0	0,5
Terugkopen en omruilingen (effecten met vervaldag in het volgende jaar of later)	4,9	3,3
Overige financieringsbehoeften	0,2	0,1
Financieringsmiddelen op middellange en lange termijn	29,4	33,8
Uitgiften in euro	29,4	32,4
Lineaire obligaties (OLO's) ⁽²⁾	28,9	31,8
Staatsbons	0,5	0,7
Uitgiften in vreemde valuta's	0,0	1,4
Nettoverandering van de korte-termijnschuld in vreemde valuta's	-0,5	4,3
Verandering van het uitstaand bedrag aan schatkistcertificaten	3,4	11,1
Nettoverandering van de overige korte-termijnschulden in euro en van de financiële activa	-2,8	8,1

Bron: FOD Financiën.

(1) Ongerekend de overdrachten aan het Zilverfonds. Het begrotingssaldo is berekend op kasbasis en houdt onder meer rekening met de financiële transacties die niet worden opgenomen in het financieringssaldo van de overheid dat, overeenkomstig het ESR 1995, wordt berekend op transactiebasis.

(2) Inclusief de gestructureerde producten.

interdealermakelaar) en *BGC Partners*. Het doel van de Schatkist daarbij was tweevoudig: de *primary dealers* in staat stellen hun transacties te sluiten waar ze dat wensen en profiteren van een grotere markt. Een toegenomen concurrentie op de intermediatiemarkt kan immers innovatie en liquiditeit van de obligaties bevorderen.

Hoewel de Schatkist door de financiële crisis meer oog gekregen heeft voor het kredietrisico van de tegenpartijen, werden de verschillende risico's inherent aan het beheer van de overheidsschuld nog steeds op dezelfde manier beheerd als de voorgaande jaren. Hoewel het fors is toegenomen ten opzichte van het voorgaande jaar, bleef het wisselkoersrisico van de Schatkist gering, aangezien het aandeel van de schuld in vreemde valuta's eind 2008 1,46 pct. beliep. Dit was het gevolg van

de toezegging van de overheid om via de Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij bij te dragen aan de financiering van de portefeuille met *structured finance*-kredieten luidend in deviezen, die werden ondergebracht in de structuur met afgestoten probleemkredieten die werd opgezet naar aanleiding van de herstructurering van de *Fortis*-groep aan het einde van 2008, zoals wordt uiteengezet in Kader 16 van hoofdstuk 8 over de financiële stabiliteit.

De maximale grenzen voor het herfinancieringsrisico op twaalf maanden en op vijf jaar werden in 2008 niet gewijzigd en bedroegen respectievelijk 22,5 en 60 pct. van de portefeuille. Dit risico, dat wordt gedefinieerd als de mogelijkheid dat de rentekosten hoger uitvallen dan verwacht, wegens te grote financieringsbehoeften in een beperkte tijdspanne, nam tijdens het tweede en derde kwartaal van het verslagjaar toe en kwam tussen april en augustus boven de limiet op twaalf maanden uit. Het herfinancieringsrisico op twaalf maanden liep vervolgens terug tot een waarde rond zijn grens en bedroeg 22,3 pct. in december, terwijl dat op vijf jaar 56,1 pct. beliep.

Het risico van renteherziening geeft het deel van de portefeuille aan dat gedurende een bepaalde periode onderworpen is aan een herziening van de rentevoorwaarden. De limieten voor het risico op twaalf maanden en op vijf jaar zijn respectievelijk bepaald op 25 en 65 pct. van de schuld in euro. Hoewel het tussen maart en augustus van het afgelopen jaar eveneens was gestegen, bleef het risico van renteherziening op twaalf maanden constant onder zijn grens en stabiliseerde het zich aan het einde van het jaar op 21,3 pct., terwijl dat op vijf jaar 58,8 pct. bedroeg. Voor 2009 werden de maximale grenzen op twaalf maanden voor het herfinancieringsrisico en voor het risico van renteherziening opwaarts herzien met 2,5 procentpunten, tot respectievelijk 25 en 27,5 pct.

Het verschil tussen het rendement van de referentielening op tien jaar van de Belgische staat en dat van de Duitse *Bund* met een vergelijkbare looptijd is tijdens het verslagjaar aanmerkelijk gestegen. In de loop van de tweede helft van 2007 was dat verschil beginnen te vergroten, wegens de financiële turbulenties ontstaan op de Amerikaanse markt van de hypothecaire kredieten met een hoog risico (*subprime*) en, op de tweede plaats, ook wegens de politieke moeilijkheden die België doormaakte. Die context werkte de heroriëntering van investeringen naar risicoloze en zeer liquide beleggingen in de hand, waarvoor de Duitse *Bund* model staat in Europa. Parallel met het verloop van de internationale financiële crisis, is die ontwikkeling tijdens het verslagjaar heviger geworden, toen de Belgische overheidseffecten de gevolgen ondergingen van een vlucht zowel naar kwaliteit (*flight-to-quality*) als naar

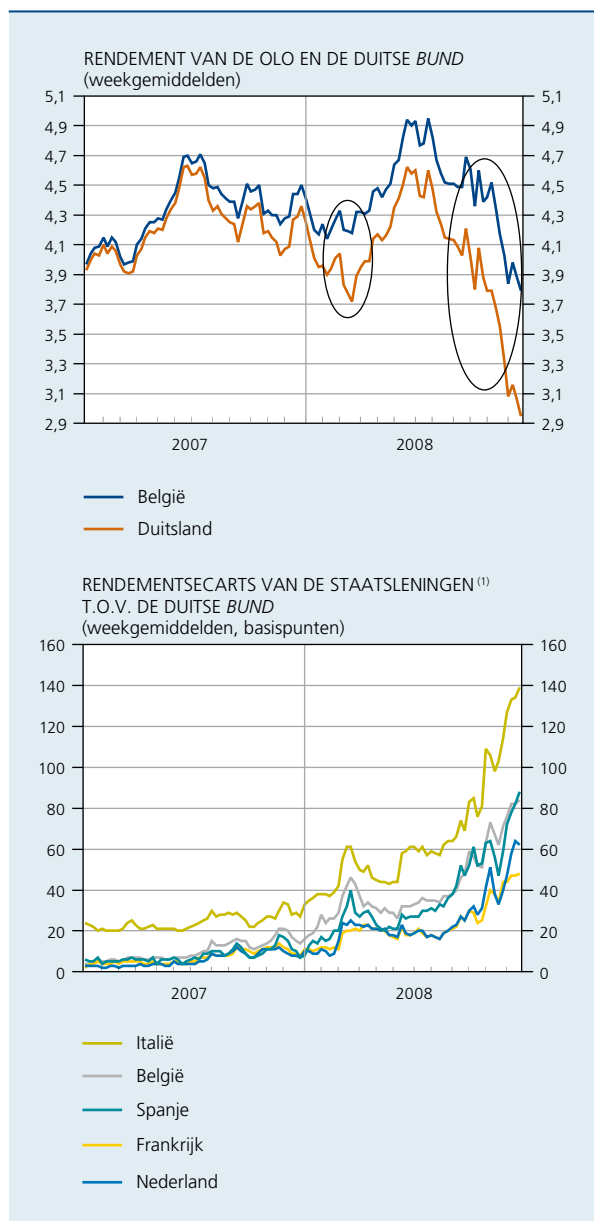
liquiditeit (*flight-to-liquidity*), twee dikwijls gelijktijdige reacties op verstoringen van de financiële markten.

De voorkeur voor liquiditeit kan worden beschreven als een verschijnsel eigen aan periodes van spanningen op de financiële markten. Zulks houdt niet noodzakelijk verband met een probleem van waardeverlies, maar meer specifiek met liquiditeitsverschillen tussen instrumenten. Het kan voorkomen samen met een vlucht naar kwaliteit, een meer in de tijd gespreid verschijnsel, gekenmerkt

door belangrijke bewegingen van kapitaal dat zich, bij een beurscrash bijvoorbeeld, verplaatst naar de veiligste beleggingen die, over het algemeen, ook meer liquide zijn, zoals staatsleningen.

De liquiditeitsvoorkeur heeft de voorbije twee jaar zeker een belangrijke en constante rol gespeeld in de toename van de rendementsverschillen tussen overheidseffecten. Er was, vooral vanwege institutionele beleggers, een massale vraag naar Duits schuld papier, dat meer liquide is wegens het verhandelde volume en met name het effect van de termijncontracten op de *Bund*. Dit droeg ertoe bij het rendement ervan ten opzichte van het papier van de Belgische overheidsschuld te verminderen.

GRAFIEK 77 RENDEMENT VAN DE STAATSLENINGEN OP TIEN JAAR ⁽¹⁾

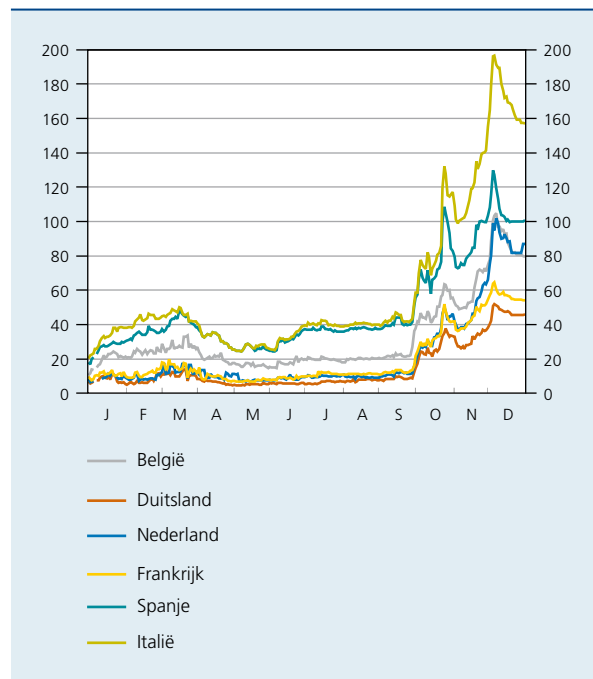


Bron : BIB.

(1) Voor België, rendement op de secundaire markt van de referentieleningen van de Staat (OLO's).

Een eerste piek in de verschillen tussen het rendement van de Duitse overheidsleningen en van de overheidsleningen van de andere landen van het eurogebied werd bereikt tussen februari en medio maart 2008, toen de problemen van de investeringsbank *Bear Stearns* een eerste maal de financiële spanningen verscherpten. Die toename was zeer uitgesproken in de landen waar de overheidsschuld hoog blijft, zoals België en Italië, alsook in Spanje. In Frankrijk en Nederland, daarentegen, twee landen met dezelfde rating als Duitsland, was de sprong beperkter. Die grotere verschillen weerspiegelden deels

GRAFIEK 78 PREMIES OP CREDIT DEFAULT SWAPS (CDS) OP VIJF JAAR IN 2008
(daggegevens, basispunten)



Bron : Bloomberg.

een herwaardering van het soeverein kredietrisico door de beleggers, zoals blijkt uit de stijging van de premies voor *credit default swaps* (die het wanbetalingsrisico voor overheidsobligaties meet). In de maand maart veroorzaakten de povere resultaten van de aandelenmarkten een bruuske stijging van de risicoaversie en een verschuiving naar overheidsobligaties. Daardoor is het rendement van de laatstgenoemde overal teruggelopen, vooral in Duitsland. In België, daarentegen, werden de beleggers mogelijk ontmoedigd door de bezorgdheid om de politieke spanningen en de onzekerheid omtrent het verloop van de begrotingscontrole.

Na de in het voorjaar opgetekende sterke toename, bereikten de rendementsverschillen in september en oktober nieuwe maxima in het paniekklimaat dat de financiële markten verstoorde als gevolg van de ineenstorting van *Lehman Brothers*. De vlucht naar kwaliteit begon opnieuw in september, toen de internationale financiële crisis leidde tot de herstructurering van een groot aantal banken in de ontwikkelde economieën. Na de bekendmaking van de uitvoering van reddingsplannen in oktober, vertoonde die verschuiving naar risicoloze waarden herhaaldelijk een grillig verloop, onder meer aangewakkerd door de vrees

dat de overheid in tal van landen niet in staat zou zijn de fors gestegen schuld als gevolg van de financiering van de herkapitalisering terug te betalen.

Gemiddeld over het jaar 2008 bedroeg het rendementsverschil tussen de Belgische referentielening op tien jaar en de Duitse obligatie met dezelfde looptijd 43 basispunten, tegen 11 punten in 2007. Aan het einde van het jaar vergrootte het verschil tot 84 basispunten.

De Nederlandse en Franse referentieleningen lieten geringere verschillen optekenen, die respectievelijk 24 en 25 basispunten beliepen, dat zijn niveaus die echter duidelijk uitkomen boven die van 2007 (7 en 9 basispunten). Ook het rendementsverschil tussen de Spaanse staatslening en de *Bund* steeg fors in vergelijking met 2007, van 9 tot 38 basispunten, net als dat van de Italiaanse staatslening, namelijk van 28 tot 70 basispunten. Aan het einde van het jaar liet het rendementsecart tussen de Nederlandse en de Franse staatsleningen, enerzijds, en de Duitse *Bund*, anderzijds, respectievelijk 60 en 45 basispunten optekenen, terwijl het verschil tussen de rendementen van de Spaanse en Italiaanse leningen respectievelijk 91 en 156 basispunten bedroeg.



Henri Hendrickx, gezicht van een allegorische figuur die de geografie voorstelt, detail van een ontwerp voor de veiligheidsgrond van het biljet van 20 frank type 1892, potlood en inkt, zonder datum (rond 1890), verzameling Nationale Bank van België

Financiële stabiliteit

8.

8.1 Internationale financiële markten

Tijdens het weekend van 13 en 14 september 2008 besloot de Amerikaanse overheid *Lehman Brothers*, de vierde grootste Amerikaanse investeringsbank, niet te redden en haar, bij ontstentenis van een mogelijkheid tot overname door een andere financiële instelling, haar balans te laten neerleggen vóór het openen van de markten. Achteraf bleek deze beslissing een belangrijke wending in de wereldwijde financiële crisis, die méér dan een jaar eerder op gang was gekomen (voor een chronologisch overzicht van deze crisis, zie deel 1.2 van hoofdstuk 1 dat gewijd is aan de internationale omgeving), waarbij het in gebreke blijven van de genoemde investeringsbank frontaal een reeds erg breekbaar geworden financieel systeem trof. Sedert het begin van de financiële beroering kregen commerciële en investeringsbanken, hefboomfondsen en tal van beleggingsstructuren en -vehikels, die vaak werden gesponsord door grote banken die de jegens hen lopende verplichtingen buiten balans boekten, immers af te rekenen met een accumulatie van verliezen op financiële producten, inzonderheid gestructureerde schuldeffecten, en met een langdurige periode van liquiditeitsverkrapping op de interbankenmarkten. Het is echter precies op die markten dat vele van deze instellingen in zeer hoge mate, of zelfs uitsluitend, berustten om activa te financieren waarvan het volume tijdens de periode vóór de zomer van 2007 fors was toegenomen door de sterke expansie van de aan de particuliere sector verstrekte kredieten.

Aangezien *Lehman Brothers* een belangrijke, systeemkritische en sterk met het mondiale financiële systeem verbonden instelling was, had het in gebreke blijven ervan een weerslag op het hele systeem via verschillende – zowel directe als indirecte – transmissiekanaalen die ervoor zorgden dat de liquiditeitsvoorwaarden op tal van markten plots opdroogden.

Het eerste rechtstreekse kanaal is dat van de financiële transacties waarvoor *Lehman Brothers* debiteur of tegenpartij was. Als grote investeringsbank en één van 's werelds belangrijkste financiële makelaars, had *Lehman Brothers* haar operaties uitgebreid tot zeer gevarieerde markten, zodat haar wanbetaling een groot aantal transacties met

andere financiële instellingen over de hele wereld trof. Vooral de centrale positie die *Lehman Brothers* innam op de onderhandse markten voor afgeleide producten, hoofdzakelijk die van de kredietderivaten, plaatste de financiële markten voor een groot probleem, gelet op de specifieke kenmerken van die markten waarop de contracten bilateraal worden afgesloten zonder interventie van een beurs of centrale tegenpartij om de kredietrisico's te dekken. Er rezen ernstige twijfels omtrent de mogelijkheid om alle met *Lehman Brothers* afgesloten transacties op een geordende manier af te wikkelen, inclusief de tegeldemaking van de in pand gegeven effecten en de vervanging door nieuwe contracten. In combinatie met de onzekerheid omtrent het totale bedrag van de bewuste operaties, brachten deze overwegingen grote onrust teweeg over de reële liquiditeitsbehoeften van tal van financiële instellingen en hun effectieve vermogen om op extreem gespannen markten in additionele behoeften te voorzien. Deze ontwikkelingen gaven aanleiding tot een liquiditeitsoppotting door de financiële instellingen die waren blootgesteld aan het *Lehman Brothers*-risico, wat de werking van de *wholesale*-markten nog meer in het gedrang bracht.

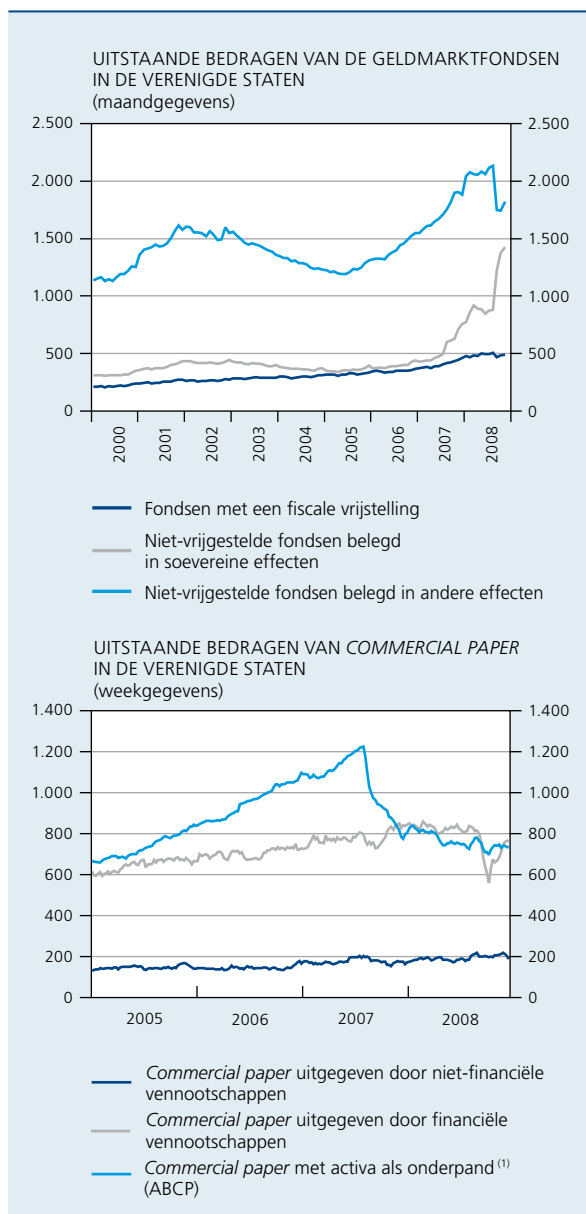
Het in gebreke blijven van *Lehman Brothers* – dat enkele dagen later werd gevolgd door de wanbetaling op de *senior debt* van de zesde grootste Amerikaanse bank, *Washington Mutual* – sorteerde een tweede rechtstreeks effect dat nog schadelijker bleek te zijn, meer bepaald via de zware verliezen die het bij haar voornaamste crediteurs veroorzaakte. Met schulden, hetzij interbancaire verplichtingen of obligaties, voor een geconsolideerd bedrag van ruim 600 miljard dollar, werd *Lehman Brothers* een van 's werelds grootste in gebreke blijvende instellingen, aangezien de residuele waarde van haar niet-gewaarborgde schulden, gemeten aan de hand van de marktprijzen, op slechts 10 pct. van hun nominale waarde werd geraamd. Deze waardevermindering is een belangrijk transmissiekanaal naar de rest van het financiële systeem gebleken. Aangezien *Lehman Brothers* aanzienlijke volumes *commercial paper* en andere kortlopende effecten om zichzelf te financieren, in omloop had gebracht, hadden vele Amerikaanse geldmarktfondsen een kredietrisico op deze instelling. Ondanks de crisis, bereikten de totale uitstaande

activa die door deze geldmarktfondsen worden beheerd, in augustus 2008 een recordbedrag van 3.500 miljard dollar, want deze beleggingen werden door de beleggers als zeer veilig beschouwd vanwege de verbintenis van deze fondsen om nooit een bedrag terug te betalen lager dan de initiële inzet. Ofschoon verscheidene fondsen voor de aanzienlijke verliezen die ze op hun beleggingen in effecten van *Lehman Brothers* hadden geleden, gedekt werden door de beheerders en de banken die hen ondersteunden, zag een van die fondsen, *Primary Reserve*, zich op 16 september verplicht aan te kondigen dat de nettowaarde van zijn effecten beneden pari was gedaald, waardoor het in veertien jaar tijd het eerste geldmarktfonds was dat zich in een dergelijke situatie bevond. De schok die door dit bericht teweeg werd gebracht, leidde tot massale terugtrekkingen uit de geldmarktfondsen die waren belegd in door financiële en niet-financiële vennootschappen uitgegeven *commercial paper*, waarbij investeerders hun beleggingen overhevelde naar in overheidspapier geïnvesteerde geldmarktfondsen.

De markten voor *commercial paper*, waarop de geldmarktfondsen traditioneel de belangrijkste groep beleggers vormen, werden als eerste getroffen door deze forse fondsherschikkingen. In tegenstelling tot het profiel dat werd opgetekend in de beginfase van de crisis, tijdens de zomer van 2007, werd zowel het niet-gewaarborgde *commercial paper* als dat met activa als onderpand (*asset-backed commercial paper*, *ABCP*) getroffen. In feite werd de grootste neergang opgetekend door de markt voor het niet-gewaarborgde, door financiële instellingen uitgegeven *commercial paper*, wat de financiële druk op deze instellingen die op reeds zwaar gespannen markten opereerden, nog verzwaarde. De looptijden werden korter en de rentetarieven gingen flink in de hoogte, terwijl het uitstaande *commercial paper* in de Verenigde Staten met meer dan 360 miljard dollar inkromp ten opzichte van een op 12 september nog opgetekend bedrag van ongeveer 1.810 miljard. In feite zijn de volumes zich pas vanaf eind oktober beginnen te herstellen na de aankondiging, door de Amerikaanse centrale bank, en vervolgens de effectieve vankrachtwording, van een nieuwe kredietfaciliteit voor de aankoop van niet-gewaarborgd *commercial paper* of *asset-backed commercial paper* (*Commercial Paper Funding Facility*). Door deze maatregel fungeert de *Federal Reserve* in feite als laatste aankoper en stelt ze zich aldus in de plaats van de marktintermediatie.

Het in gebreke blijven van *Lehman Brothers* had evenwel veel zwaardere implicaties dan de hierboven beschreven directe effecten. De markten, die door tal van andere ontwikkelingen gedesoriënteerd waren geraakt, werden frontaal getroffen. Zo voedden de verslechterende economische indicatoren reeds de verwachting van een meer

GRAFIEK 79 MARKTEN VOOR KORTLOPENDE EFFECTEN IN DE VERENIGDE STATEN
(miljarden dollars)



Bronnen: Investment Company Institute, Thomson Financial Datastream, Federal Reserve.

(1) Deze activa bestaan vooral uit leningen die oorspronkelijk door banken waren verstrekt, maar door deze laatste werden geëffectueerd en verkocht in de vorm van *mortgage-backed securities* (MBS), effecten met andere activa als onderpand (*asset-backed securities* – ABS) of *collateralised debt obligations* (CDO).

uitgesproken en algemenere conjuncturele neergang in de voornaamste wereldeconomieën. Voor de redding, amper een week eerder, van *Fannie Mae* en *Freddie Mac*, twee Amerikaanse door de overheid gesponsorde maatschappijen voor de herfinanciering van hypothecaire kredieten, had de Amerikaanse Schatkist op grote schaal financiële steun ter beschikking moeten stellen, die kon oplopen tot 100 miljard dollar voor elk van de

beide betrokken instellingen. 's Werelds voornaamste verzekeringsmaatschappij, *AIG*, zocht wanhopig middelen om de supplementaire vraag naar waarborgen, die werd gericht aan haar in financiële producten gespecialiseerde entiteit, te kunnen beantwoorden, voor een bedrag van 18 miljard dollar.

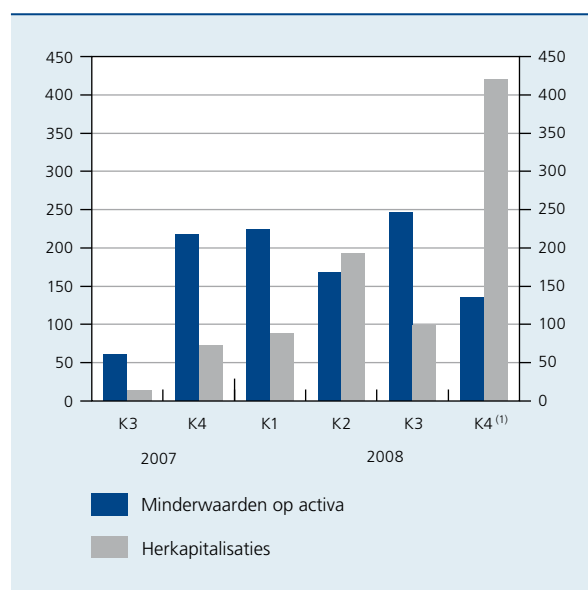
Tegen die achtergrond heeft het falen van *Lehman Brothers* de markt op abrupte wijze doen inzien dat sleutelinstellingen niet langer in staat waren zelf de essentiële behoeften inzake balanserstructurering op te lossen, behoeften die waren ontstaan naar aanleiding van de internationale financiële crisis.

In een eerste fase had de noodzaak van een dergelijke herstructurering zich vooral doen voelen bij de niet-bancaire financiële instellingen die in grote mate gebruik maken van hefboomeffecten en die het grootste gedeelte van hun activa financieren door middel van kortlopende schulden. Het ging daarbij inzonderheid om *Structured Investment Vehicles* en *ABCP conduits*, waarvan de werkingwijze wordt toegelicht in Kader 18 van het Verslag 2007. Hoewel deze instellingen hun effecten in portefeuille konden houden door, om hun passiva te vernieuwen, een beroep te doen op de liquiditeitslijnen en op de kapitaalbijstand van de banken die hen steunen, hadden verschillende financiële instellingen geen andere keuze dan hun activa, die aanvankelijk vaak een excellent rating hadden, op zeer illiquide geworden secundaire markten te verkopen.

De spiraal van prijsdalingen die daar op tal van markten uit voortvloeide, zorgde op zijn beurt voor verliezen op de beleggingsportefeuilles van banken en andere financiële instellingen, die ieder kwartaal deze categorieën van activa op hun juiste waarde dienden te herwaarderen. Zo bedroegen de minderwaarden op financiële instrumenten die de grote financiële instellingen in de wereld tot dan toe officieel hadden geboekt, op de vooravond van het in gebreke blijven van *Lehman Brothers* reeds meer dan 500 miljard dollar.

Aanvankelijk konden de financiële instellingen die aanzienlijke verliezen op financiële activa deels opvangen via herkapitalisaties op de particuliere markten. In het tweede kwartaal van 2008 overschreden die kapitaaluitgiften zelfs het totale bedrag van de afschrijvingen op effecten. In het derde kwartaal bleek het steeds moeilijker vast te houden aan een dergelijk beleid tot compensatie van de verliezen, getuige de vergeefse inspanningen die *Lehman Brothers* zich tijdens de zomermaanden getroostte om middelen op te halen door activa te verkopen of door nieuwe aandelen uit te geven. De beleggers voelden er steeds minder voor deel te nemen aan kapitaaluitgiften door de

GRAFIEK 80 MINDERWAARDEN OP ACTIVA EN HERKAPITALISATIES VAN DE GROTE FINANCIËLE INSTELLINGEN IN DE WERELD
(miljarden dollars)



Bron: Bloomberg.

(1) Het bedrag van de minderwaarden van het vierde kwartaal van 2008 is partieel, aangezien tal van instellingen hun resultaat voor dat kwartaal nog niet hadden gepubliceerd op de afsluitingsdatum van dit Verslag.

banken en de indicatoren met betrekking tot de marktverwachtingen ten aanzien van de insolventierisico's in de financiële sector gingen er opnieuw op achteruit. Dit maakte een einde aan de tijdelijke verbetering tijdens de twee maanden na de redding van de Amerikaanse investeringsbank *Bear Stearns*.

Doordat het in gebreke blijven van *Lehman Brothers* gestalte gaf aan de onrust van de beleggers omtrent het mogelijkereis over de kop gaan van grote systeemkritische financiële instellingen, verscherpte het de vrees voor tegenpartijrisico's binnen het financiële systeem. Dit leidde tot een algemene blokkering van de financiële markten die enkel de meest veilige activa spaarde. De indicatoren betreffende de spanning op de markten stegen tijdens de derde week van september tot recordniveaus, waarbij met name de pieken van de zwarte maandag van 1987 werden overschreden.

Het vooruitzicht dat de herstructureringen van de balansen van de kredietinstellingen aanleiding zouden kunnen geven tot een inkringing van de bankleningen aan de bedrijven en, op hun beurt, tot een opeenvolging van negatieve wisselwerkingen tussen de financiële sector en de reële economie, heeft de aandelenkoersen gedrukt, in het bijzonder na medio september. Tijdens de week

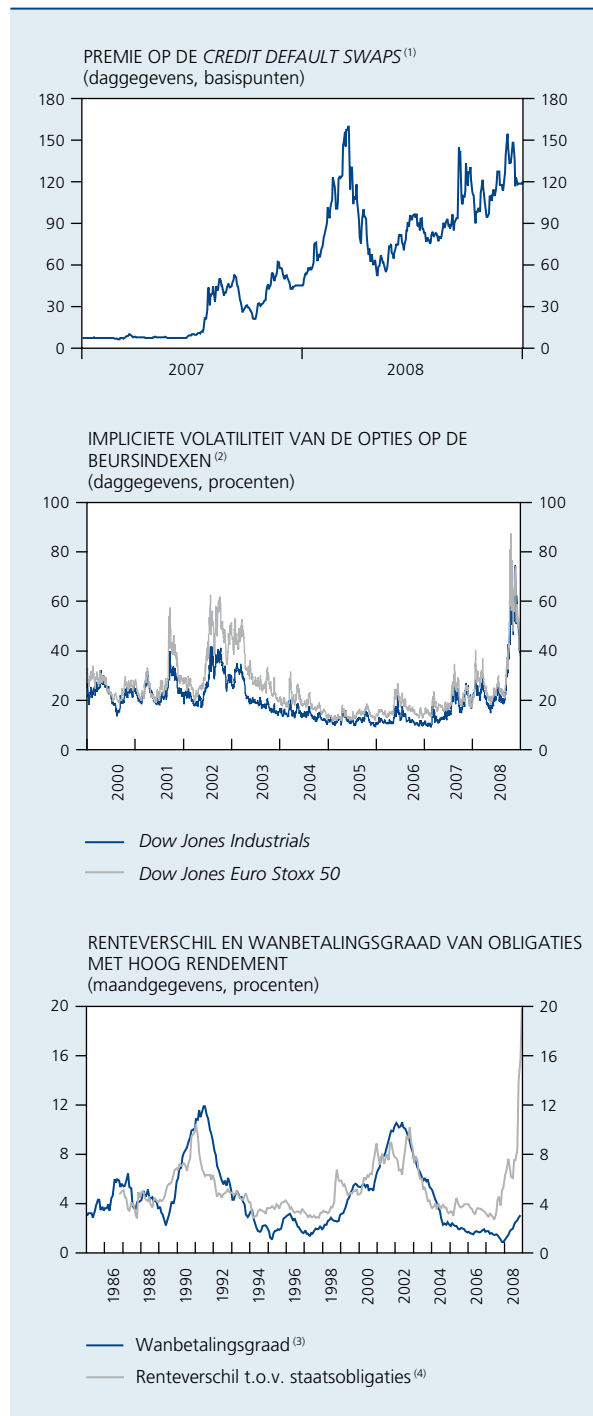
van 6 oktober daalden de indexcijfers met 20 pct. en meer, waardoor de koers-winstverhoudingen, zowel in de Verenigde Staten als in het eurogebied, een heel eind onder hun historische niveaus daalden. De grote onzekerheid omtrent het toekomstige verloop van de bedrijfswinsten heeft zich ook gemanifesteerd in een plotselinge stijging van de marktverwachtingen ten aanzien van de volatiliteit van de beurskoersen. De indexcijfers betreffende de impliciete volatiliteit zijn geklommen tot niveaus ver boven de pieken die werden opgetekend ten tijde van het uiteenspatten van de zeepbel van de nieuwe informatie- en communicatietechnologieën (ICT) aan het begin van de jaren 2000 en zelfs boven die welke werden opgetekend op het ogenblik van de beurscrash van 1987. Deze indexcijfers bleven gedurende het hele vierde kwartaal van het verslagjaar zeer hoog, wat blijk gaf van de persistentie van de onzekerheid en van de risico-aversie onder de beleggers.

De risicopremies lieten eveneens spectaculaire stijgingen optekenen op de markten van de vastrentende effecten, met inbegrip van de kwaliteitsobligaties waarvan de prijzen bijna even sterk zijn gedaald als die van de speculatieve obligaties. Zo zijn de koersen van de door banken uitgegeven obligaties met een rating A, of nog, de tranches met een rating AAA van obligaties met commerciële hypothecaire kredieten als onderpand, tijdens de periode die volgde op het in gebreke blijven van *Lehman Brothers* met meer dan 10 pct. teruggelopen. Het renteverskil tussen de speculatieve obligaties in dollar en de Amerikaanse overheidsobligaties is toegenomen tot meer dan 19 pct., dat is bijna het dubbele van het verschil dat werd opgetekend tijdens de vorige periodes van stress en accumulatie van wanbetalingen.

Ofschoon de wanbetalingsgraad op de obligaties vermoedelijk fors zal toenemen, vertaalt de stijging van de risicopremies niet alleen de toegenomen vrees van de beleggers voor kredietverlies op hun bedrijfsobligaties. Zij is goeddeels ook het resultaat van het feit dat de beleggers een veel hogere vergoeding eisen voor de aan beleggingen in obligaties verbonden onzekerheid en immobilisatie van liquiditeit, in een omgeving waar de gehele markt ernaar streeft haar liquiditeit op te potten en haar toevlucht zoekt in de meest veilige beleggingen.

Aangezien de banken, uit vrees voor het tegenpartijrisico, niet meer bereid werden gevonden zich onderling te financieren, zelfs niet op een *overnight*-basis, raakte de hele geldmarkt in de dagen na het in gebreke blijven van *Lehman Brothers* geblokkeerd. Het rendement van de driemaands Amerikaanse schatkistcertificaten, die worden beschouwd als een van de ultieme risicoloze activa, is gezakt naar vrijwel 0 pct., terwijl de andere

GRAFIEK 81 INDICATOREN VAN SPANNING OP DE FINANCIËLE MARKTEN



Bronnen : Moody's, Thomson Financial Datastream.

(1) Premie op *iTraxx Financials*.

(2) Metingen van de verwachte volatiliteit, afgeleid van de koersen van een korf opties op de beursindexen.

(3) Maandgegevens van *Moody's*. Aantal obligaties, met een rating van minder dan Baa3, die tijdens de voorgaande twaalf maanden geconfronteerd werden met een wanbetaling, uitgedrukt in procenten van het totale aantal identiek genoteerde obligaties.

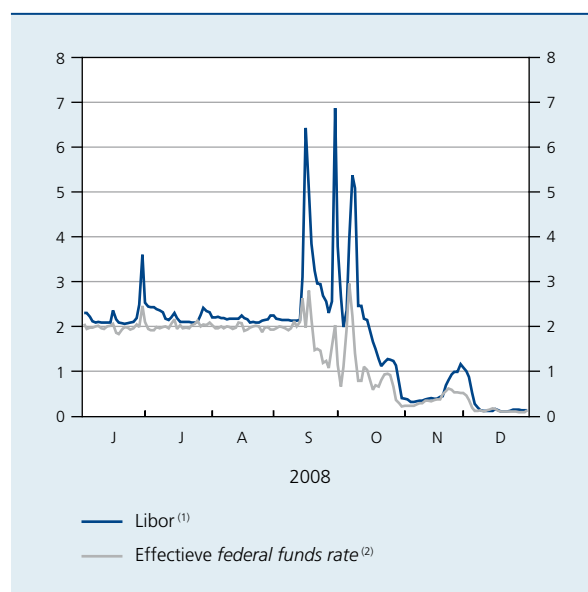
(4) Verschil, ten opzichte van de rente van de Amerikaanse Schatkistbons met een looptijd van tien jaar, van de rente op in Amerikaanse dollar luidende bedrijfsobligaties, met een notering lager dan BBB/Baa3.

geldmarkttarieven, bijvoorbeeld de Libor, zijn blijven stijgen vanuit nochtans reeds uitzonderlijk hoge niveaus ten opzichte van die welke voorheen werden opgetekend. Méér dan die rentestijgingen, waren het vooral de rantsoeneringen van de volumes die wogen op de financieringsvoorwaarden van de financiële instellingen, ook in Europa. Het volume van de leningen is enorm gekrompen, zelfs op de gewaarborgde markten waar de kredietverleningen gedekt zijn door inpandgeving van effecten ten voordele van de crediteur. Sommige categorieën van onderpand werden niet langer aanvaard, rekening houdend met de forse dalingen van de prijzen ervan, terwijl banken met liquiditeitsoverschotten deze eenvoudigweg niet meer wilden lenen aan tegenpartijen in de markt. Bijgevolg droogde het transactievolume op de markt van de cessies-retrocessies, die een sleutelement waren geworden in de *wholesale*-financiering van de financiële instellingen, op. Dit vormde een obstakel voor de regelmatige fondsenstromen die voorheen plaatsvonden tussen de instellingen met een liquiditeitsoverschot en die met een tekort.

Deze onderbreking van het intermediatieproces was zelfs nog meer uitgesproken op de niet-gewaarborgde markten. Het aanbod droogde er volledig op voor looptijden langer dan *overnight* en kon bijlange na niet beantwoorden aan de vraag naar deze laatste looptijd, getuige de pieken in het verloop van de interbancaire daggeldrente in de Verenigde Staten en Europa. Aangezien de liquiditeit op de markt van de deviezenswaps op termijn was afgebrokkeld, heeft een sterke vraag naar financiering in dollar gezorgd voor een verzwaring van de druk op de daggeldrente in die valuta tijdens de openingstijden van de Europese markten. Een en ander blijkt duidelijk uit de respectieve ontwikkelingen van de Libor-daggeldrente in dollar, die wordt vastgesteld tijdens de openingsuren van de Europese markt, en de effectieve *overnight federal funds rate* die aan het einde van de middag van diezelfde dag wordt opgetekend, met andere woorden tijdens de openingstijden in de Verenigde Staten.

Zoals toegelicht in hoofdstuk 2 dat gewijd is aan het monetaire beleid van het Eurosysteem, hebben de centrale banken inspanningen geleverd om de marktspanningen te bedaren via speciale interventies en deviezenswaps. De financiële instellingen die het meest afhankelijk zijn van de *wholesale*-markten en waarvan de andere deelnemers oordelen dat ze zich in een precaire liquiditeitsituatie bevinden, zijn niettemin het doelwit geworden van de markten die hun weerstandsvermogen hebben trachten te testen. Het is tegen deze achtergrond van scherpe financiële spanningen, van zeer grote vrees voor tegenpartijrisico's en van complete desorganisatie van de financiële markten dat talrijke Europese bankgroepen, onder

GRAFIEK 82 RESPECTIEVE VOORWAARDEN VOOR OVERNIGHT-FINANCIERING IN DOLLAR GEDURENDE DE OPENINGSUREN VAN DE EUROPESE EN DE AMERIKAANSE MARKTEN (procenten)



Bron: Thomson Financial Datastream.

(1) Daggeldrente op de Europese interbankenmarkt, vastgesteld in London om 11.00 u. GMT.

(2) Daggeldrente op de Amerikaanse interbankenmarkt.

meer ook in België, hebben moeten vaststellen dat ze het steeds moeilijker hadden hun financieringen op de *wholesale*-markten te vernieuwen, wat een ondersteuning door de overheid noodzakelijk maakte.

8.2 Belgische banksector

De crisis zonder voorgaande in het wereldwijde financiële stelsel heeft de rentabiliteit en de liquiditeitspositie van de voornaamste kredietinstellingen van het Belgische financiële systeem ernstig aangetast. De moeilijkheden waaraan twee van de grootste financiële instellingen (*Fortis* en *Dexia*) het hoofd moesten bieden, vergden een herkapitalisatie door de overheid. Het hele Belgische financiële systeem werd echter geconfronteerd met aanzienlijke spanningen, wat tot uiting komt in de al dan niet gerealiseerde verliezen op de portefeuilles met financiële activa of in de broze liquiditeitsposities die voortvloeiden uit de versterking van de voornaamste interbancaire markten en *wholesale*-markten. Tegen die achtergrond nam de overheid tevens proactieve maatregelen om de weerstand van de sector tegen eventuele verdere schokken te verbeteren, wat bijvoorbeeld blijkt uit de invoering van een garantieplan voor bepaalde nieuwe kortlopende schulden

van de banken, de verhoging van het plafond van de depositogarantie of de intekening, door de Belgische Staat, op een kapitaalverhoging van de KBC-groep.

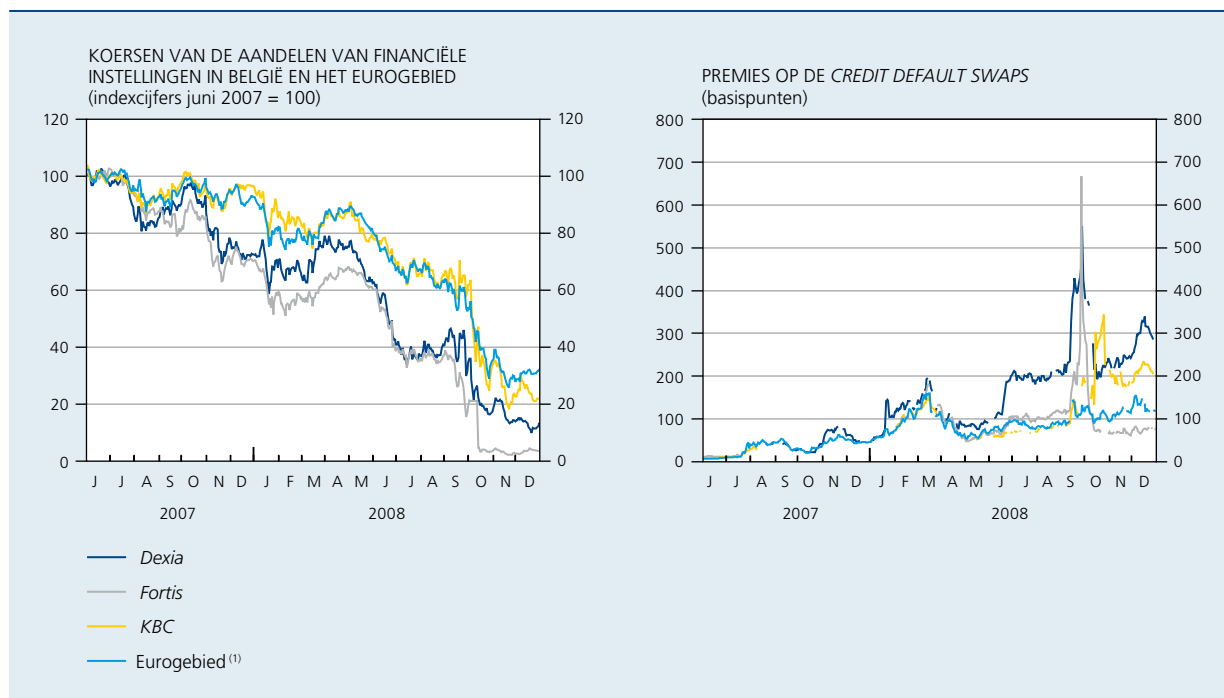
8.2.1 Ontwikkelingen in de voornaamste bankverzekeringsgroepen

Fortis en *Dexia*, twee van de vier grote bankverzekeringsgroepen die actief zijn in België, kwamen in de storm terecht die losbrak nadat *Lehman Brothers* in gebreke bleef. Die twee instellingen ondervonden inderdaad toenemende problemen om hun korte-termijnfinancieringen op de *wholesale*-markten te vernieuwen, terwijl ze ook het hoofd moesten bieden aan omvangrijke opvragingen van deposito's door professionele tegenpartijen. De druk op beide instellingen kwam ook tot uiting in het verloop van de marktindicatoren, onder meer in de vorm van bruuske dalingen van de beurskoersen of, meer nog, van een toename van de premie op de *credit default swaps* (CDS) die refereren aan entiteiten van *Fortis* of *Dexia*. De prijs van deze *credit default swaps*, die een tegenpartij – de koper van de kredietverzekering – in staat stellen zich in te dekken bij een andere tegenpartij – de verkoper van de kredietverzekering – tegen de verliezen die voortvloeien uit een kredietgebeurtenis in verband met de gerefereerde

instelling, klommen voor *Fortis* en *Dexia* tijdens de week van 22 september tot een jaarpremie van meer dan 500 basispunten. Dit peil oversteeg aldus ruimschoots de premie die van toepassing is op de CDS van een staal van Europese financiële instellingen, zoals gemeten aan de hand van de *iTraxx Financials Senior*-index. De CDS-premie voor *KBC* kwam tijdens dezelfde periode eveneens boven die maatstaf uit, maar evenaarde bijlange niet de uitzonderlijk hoge niveaus bij *Fortis* en *Dexia*. Het hoogtepunt voor *KBC* werd in feite twee weken later bereikt, na de aankondiging van aanzienlijke waardeverminderingen op een portefeuille *collateralised debt obligations* (CDO). Hoewel alle grote systeemrelevante bankverzekeringsgroepen vrijwel tegelijkertijd werden getroffen door de buitengewone risicoaversie en het algemene wantrouwen ten aanzien van bancaire tegenpartijen die op de financiële markten merkbaar waren, moesten ze vanuit een zeer verschillende individuele situatie met de crisis afrekenen.

Fortis bleek des te gevoeliger voor de uiterst gespannen en instabiele omstandigheden die de internationale financiële markten aan het wankelen brachten, omdat de overname van *ABN AMRO* de financiële speelruimte van die groep had beperkt. In oktober 2007 had *Fortis* die instelling overgenomen, samen met *Royal Bank of*

GRAFIEK 83 MARKTINDICATOREN VOOR DE BELGISCHE FINANCIËLE INSTELLINGEN EN DIE VAN HET EUROGEBIED
(daggegevens)



Bron: Thomson Financial Datastream.

(1) *iTraxx Financials* voor de *credit default swaps* en door Thomson Financial Datastream gedefinieerde beursindex voor de koersen van de aandelen van financiële instellingen.

Scotland (RBS) en *Santander*. Die operatie betekende het eindpunt van een in maart 2007 gestarte overnameprocedure die, op juridisch vlak, haar beslag vond in *RFS Holdings B.V.*, een speciaal daartoe gecreëerde entiteit die de drie groepen gezamenlijk beheerden. *Fortis*, *RBS* en *Santander* bezaten elk een aandeel in *RFS Holdings* naar rato van hun respectieve financiële verplichtingen; voor *Fortis* beliep dat 24 miljard euro. *Fortis* had voor de overname van *ABN AMRO* de instemming verkregen van de Europese Commissie, in haar bevoegdheid van toezichthouder op de concurrentieregels, op voorwaarde dat *Fortis* bepaalde concurrentieproblemen, die de transactie op de Nederlandse bankmarkt veroorzaakte, zou oplossen door een aantal desinvesteringen voor specifieke gedeelten van de Nederlandse tak van *ABN AMRO*.

Aangezien de meeste van de overdrachten van delen van *ABN AMRO* naar *Fortis* pas tussen eind 2008 en 2009 zouden plaatsvinden, moest *Fortis* over de nodige tijd beschikken om vier maatregelen uit te voeren waardoor de onderneming haar kapitaaldoelstellingen zou blijven naleven, namelijk winstreserveringen, een strikt toezicht op de groei van de kapitaalbehoeften, een volledige of gedeeltelijke verkoop van niet-strategische activa en het aantrekken van niet-verwaterende kapitaalinstrumenten.

Na een nieuwe verslechtering van de marktvoorwaarden sinds het einde van mei en in het vooruitzicht van een verlies op de gedwongen verkoop van sommige Nederlandse commerciële-bankactiviteiten overeenkomstig de eisen van de Europese Commissie, kondigde *Fortis* op 26 juni een aanpassing en een versnelde uitvoering van het solvabiliteitsplan aan. Die nieuwe maatregelen, voor een totaalbedrag van 8,3 miljard euro, bestonden uit een kapitaaluitgifte voor ongeveer 1,5 miljard, de beslissing om in 2008 geen tussentijds dividend voor een gepland bedrag van 1,3 miljard uit te keren, een voorstel om het dividend voor 2008 in aandelen uit te betalen, een programma om de kapitaalbehoeften terug te schroeven, onder meer via een sale-and-lease-backtransactie op vastgoed voor ongeveer 1,5 miljard, een emissie tot 2 miljard van niet-verwaterende kapitaalinstrumenten, en verdere verkopen van niet-strategische activa die de totale solvabiliteit eveneens met zowat 2 miljard moesten verhogen. De aankondiging van die maatregelen veroorzaakte een verdere koersdaling van het *Fortis*-aandeel. Een sterke blootstelling aan *structured finance*-instrumenten, ten belope van 42 miljard euro eind juni 2008, maakte van *Fortis* bovendien een doel bij uitstek voor financiële speculatie.

Na het in gebreke blijven van *Lehman Brothers* werd *Fortis* geconfronteerd met ernstige herfinancieringsproblemen op de interbancaire markten en de *wholesale*-markten,

alsook met de opvraging van deposito's door professionele tegenpartijen. De liquiditeitschaarste die daaruit voortvloeide, noopte de Bank ertoe *Fortis* vanaf 29 september noodhulp te verlenen in de vorm van kredieten voor één dag in euro en in dollar tegen een penaliserende rente en gedekt door een onderpand dat niet als beleenbaar geldt bij de normale herfinancieringstransacties van de ECB. Die dringende liquiditeitsbijstand werd verlengd tot 9 oktober en bereikte een maximale tegenwaarde van 51,3 miljard euro op 3 oktober. Bovendien moesten de Nederlandse, de Belgische en de Luxemburgse regering, om het voortbestaan van de instelling te waarborgen, een reddingsoperatie opzetten, die nader wordt omschreven in Kader 16.

Net als verscheidene andere Europese banken die sterk afhankelijk waren van de *wholesale*-markten werd ook *Dexia* getroffen door het in gebreke blijven van *Lehman Brothers*. De kwetsbaarheid van de groep werd bovendien versterkt door haar blootstelling aan effecten met activa als onderpand (*asset-backed securities* – ABS) via *Financial Security Assurance (FSA)*, de Amerikaanse dochteronderneming van *Dexia Crédit local de France*. De kernactiviteit van *FSA*, een van de vijf belangrijkste obligatieverzekeraars ter wereld, bestaat erin de beleggers in obligaties te beschermen tegen het aan een bepaalde obligatie verbonden wanbetalingsrisico, door een kredietverzekering aan te bieden die de uitbetaling van de coupons en het kapitaal dekt. Ingeval de oorspronkelijke debiteur van de obligatie in gebreke blijft, staat de financiële garantieggever, ook *monoline insurer* genoemd, borg voor de verdere uitbetaling van de interesten en het kapitaal aan de effectenhouders, overeenkomstig het betalingsplan dat omschreven is in de contractuele clausules van de aldus verzekerde obligatie. Deze in 1971 ingevoerde kredietverzekeringstechniek werd aanvankelijk gehanteerd op de markt voor Amerikaanse gemeentelijke obligaties, en breidde zich vanaf het midden van de jaren tachtig geleidelijk uit naar de verzekering van geëffectiseerde activa en van *structured finance*-activa, zoals (tranches van) *mortgage-backed securities* (MBS), effecten met andere activa als onderpand (*asset-backed securities* – ABS) en, meer onlangs, *collateralised debt obligations* (CDO). Het is via deze laatste categorieën van activa dat de sector van de *monoline insurers* werd getroffen door de internationale financiële crisis; die sector leed daarbij veel grotere verliezen dan verwacht op effecten gewaarborgd door Amerikaanse hypothecaire vorderingen.

Hoewel *FSA* zich had onthouden van het verzekeren van de meest risicovolle effecten, bleef die onderneming echter niet gevrijwaard voor de uitbreiding van de verliezen naar andere types van *mortgage-backed*

securities, als gevolg van de groeiende problemen op de Amerikaanse woningmarkt. Deze ontwikkelingen beïnvloedden maar een beperkt deel van het totale uitstaande bedrag van de door FSA verleende verzekeringsgaranties, dat eind juni 443 miljard dollar bedroeg, waarvan 30 pct. betrekking had op *asset-backed securities* en 70 pct. op effecten uitgegeven door (lokale) overheden. Niettemin vormden ze een belangrijke bron van potentiële verliezen en bovendien droegen ze bij tot een waardevermindering van de portefeuille ter waarde van 16,5 miljard dollar *asset-backed securities* die FSA aanhield via haar entiteit *Asset Management*, die als voornaamste activiteit heeft beleggingsovereenkomsten met gewaarborgd rendement aan te bieden aan gemeenten en andere beleggers die enkel willen beleggen in deposito's met een AAA-rating.

Op 21 juli plaatste *Moody's* de AAA-rating van FSA op *review for possible downgrade*. Dit bracht *Dexia* ertoe op 6 augustus een herkapitalisatie van FSA aan te kondigen voor 300 miljoen euro, en een bevestigde en ongedekte liquiditeitslijn van 5 miljard dollar aan de dochteronderneming *Asset Management* van FSA toe te kennen. Die lijn is bedoeld om de terugbetaling van de verplichtingen van dat activiteitssegment te waarborgen en te voorkomen dat verliezen zouden ontstaan door een vervroegde verkoop van activa uit de portefeuille van die dochteronderneming. FSA kondigde tevens aan de verzekering van *asset-backed securities* stop te zetten.

Afgezien van de aanzienlijke financiële verplichtingen van dochteronderneming FSA, ondervond de *Dexia*-groep ook hinder van haar financieringsstructuur, die haar kwetsbaar maakte voor de verstoring van de interbancaire markt.

Aangezien de groep enkel in België en Luxemburg retail-deposito's aantrekt, is ze afhankelijk van de *wholesale*-markten om sommige van haar activiteiten te dekken. Ze maakt, met name, gebruik van een groot deel van de effecten met de hoogste rating in haar portefeuille om te lenen op de gewaarborgde interbancaire markt. De ontwrichting van die markt in de dagen na het in gebreke blijven van *Lehman Brothers* had een invloed op belangrijke financieringsbronnen van *Dexia*. Dit verscherpte de onrust van de tegenpartijen over de blootstelling van de groep aan kredietrisico's in de Verenigde Staten en over de accumulatie van omvangrijke niet-gerealiseerde verliezen die de groep opliep op nochtans goed aangeschreven obligaties, als gevolg van de spectaculaire stijging van de risicopremies. Ook hier was een ingrijpen van de overheid nodig (zie Kader 16).

Bij *KBC* kwamen de moeilijkheden later aan het licht en bleven ze minder groot dan die van *Fortis* of *Dexia*. Nadat *Moody's* een neerwaartse herziening had aangekondigd van de rating van een aantal door *KBC Financial Products* gecreëerde *collateralised debt obligations*, moest de groep, die eind juni 2008 voor 16 miljard euro was blootgesteld aan *structured finance*-instrumenten, een groot verlies op die investeringen in de resultaten van het derde kwartaal bekendmaken. In overeenstemming met de talrijke initiatieven die vele andere landen namen om de liquiditeit van gezonde bankinstellingen te garanderen, het vertrouwen in het financiële systeem te herstellen en de kredietverlening voor particulieren en niet-financiële vennootschappen in stand te houden, tekende de Belgische regering in op een specifieke uitgifte van kapitaalinstrumenten, die in aanmerking komen als basiskapitaal (*Tier 1*), teneinde de solvabiliteit van *KBC* te versterken (zie Kader 16).

Kader 16 – Overheidsmaatregelen ter versterking van de financiële stabiliteit in België

Naast de ingrepen van de Bank om, waar nodig, dringende liquiditeitsbijstand te verlenen, nam de Belgische overheid verschillende maatregelen teneinde de stabiliteit van het financiële systeem te versterken. Deze berusten op drie pijlers:

- de herkapitalisatie van systeemkritische financiële instellingen, in combinatie met significante veranderingen in de bestuursstructuur van elk van hen;
- een kader dat toelaat een Staatswaarborg te verlenen om de herfinanciering van de kredietinstellingen en financiële holdings op de interbancaire markten en bij institutionele tegenpartijen te vergemakkelijken;
- de verhoging van het plafond van de depositogarantie, alsook de uitbreiding ervan, op vrijwillige basis, tot de tak 21-verzekeringsproducten.



Herkapitalisatiemaatregelen

Fortis Bank België

Op 29 september 2008 sloten de regeringen van België, Nederland en Luxemburg een overeenkomst waarbij elk van de drie landen voor ongeveer 49 pct. zou deelnemen in het kapitaal van de entiteit van *Fortis Bank* op zijn eigen grondgebied. De Belgische Staat nam via de Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij een participatie van 4,7 miljard euro in het kapitaal van *Fortis Bank België*. Tegelijk besloten de Nationale Bank van België en vervolgens *De Nederlandsche Bank* een dringende liquiditeitsbijstand te verlenen aan respectievelijk *Fortis Bank België* en *Fortis Bank Nederland*.

Op 3 oktober verwierf de Nederlandse regering de in Nederland uitgeoefende bank- en verzekeringsactiviteiten van de *Fortis*-groep (met inbegrip van *ABN AMRO*) voor een bedrag van 16,8 miljard euro. Als gevolg van die overname werden de Belgische en Nederlandse entiteiten van de *Fortis*-groep losgekoppeld en werd het Nederlandse gedeelte van de operatie van 29 september geannuleerd.

Op 6 oktober verwierf de Belgische Staat, via de Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij, voor 4,7 miljard de aandelen die *Fortis Holding* aanhield in *Fortis Bank België*; de Staat werd aldus voor 99,93 pct. eigenaar van *Fortis Bank België*. Daarnaast kwam de Belgische regering – die een blokkeringsminderheid behield – met *BNP Paribas* overeen iets minder dan 75 pct. van zijn participatie in het kapitaal van *Fortis Bank België* aan die instelling over te dragen in ruil voor 121,2 miljoen door *BNP Paribas* uit te geven aandelen. Voorts werd overeengekomen dat *BNP Paribas* de Belgische verzekeringsactiviteiten van *Fortis Holding* zou overnemen en een participatie van 66 pct. zou verwerven in de bankactiviteiten van *Fortis Holding* te Luxemburg.

Ten slotte werd overeengekomen een door *Fortis Bank België* aangehouden portefeuille risicovolle activa ter waarde van 10,4 miljard euro over te hevelen naar een vehikel met afgestoten probleemkredieten. Dit bedrag moest voor 24 pct. worden gefinancierd door de Belgische Staat, voor 10 pct. door *BNP Paribas* en voor 66 pct. door *Fortis Holding*. Wanneer de bijdrage van 2,8 miljard die de Belgische Staat – in de vorm van aandelen en leningen voor respectievelijk 0,8 en 2 miljard – in het kader van die overheveling leverde, wordt samengevoegd met de twee participatienemingen van elk 4,7 miljard en het overbruggingskrediet van 3 miljard dat aan de bovengenoemde structuur werd verleend om *Fortis Holding* haar deel van de risicovolle activa te helpen financieren, bedraagt het in 2008 via de Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij geïnjecteerde totaalbedrag in principe 15,2 miljard euro.

Op 12 december 2008 sprak het Hof van Beroep te Brussel een vonnis uit waarbij de verkoop aan *BNP Paribas* van de door de Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij van *Fortis Holding* gekochte aandelen werd opgeschort. Gelet op dat besluit heeft de Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij de daartoe van de Schatkist verkregen middelen (ongeveer 6 miljard euro) niet in het vehikel met afgestoten probleemkredieten ingebracht.

De verschillende herkapitaliseringsoperaties ten behoeve van *Fortis* werden op 3 december door de Europese Commissie goedgekeurd.

Dexia

De herkapitalisatie, op 30 september, van *Dexia* ten belope van 6,4 miljard euro is het resultaat van een gezamenlijke actie van de Belgische, de Franse en de Luxemburgse regering. In België werd de herkapitalisatie van 3 miljard euro ondersteund door de federale regering (1 miljard via de Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij) en de regionale regeringen (500 miljoen door de Vlaamse Gemeenschap, 350 miljoen indirect door het Waalse Gewest



en 150 miljoen door het Brussels Hoofdstedelijk Gewest), alsook door de bestaande institutionele aandeelhouders (*Gemeentelijke Holding*, *Arcofin* en *Ethias* voor een totaalbedrag van 1 miljard).

De Franse overheid nam voor 3 miljard deel aan de kapitaalverhoging van *Dexia*. De Luxemburgse regering schreef ten belope van 376 miljoen in op de emissie van nieuwe converteerbare obligaties.

Bovendien besloten de Belgische en de Franse Staat op 14 november 2008 de portefeuille activa te garanderen van *FSA Asset Management*, een dochteronderneming die geen deel zal uitmaken van de verkoop van de activiteiten van *FSA* die in het kader van de herstructurering van de *Dexia*-groep moet plaatsvinden, met dien verstande dat *Dexia* het eerste verlies van 3,1 miljard Amerikaanse dollar zou dekken dat boven de bestaande voorzieningen van 1,4 miljard dollar uitkomt. Die portefeuille werd op 16,5 miljard dollar geraamd. De voornoemde staten kunnen preferente aandelen ontvangen ingeval de garantie moet worden gehonoreerd.

KBC

Op 27 oktober 2008 besloot de Belgische regering in te tekenen op de emissie, door *KBC*, van specifieke effecten ten belope van 3,5 miljard euro. Deze niet-overdraagbare kapitaalinstrumenten zonder stemrecht, die in aanmerking komen als reglementair basiskapitaal, werden uitgegeven voor 29,50 euro per effect (dat is de gemiddelde koers bij de afsluiting van de drie beursdagen die voorafgingen aan de aankondiging van de herkapitalisatie). De jaarlijkse coupon per effect zal het hoogste bedrag zijn tussen hetzij 2,51 euro (wat overeenstemt met een rente van 8,5 pct.), hetzij 120 pct. van het dividend dat wordt uitbetaald op de gewone aandelen voor 2009 en 125 pct. vanaf 2010. Geen enkele coupon moet echter worden betaald indien de gewone aandelen geen recht geven op de uitkering van een dividend.

KBC zal de opbrengst van de transactie gebruiken om het reglementaire basiskapitaal in haar bankactiviteit met 2,25 miljard en de solvabiliteitsmarge in haar verzekeringsactiviteit met 1,25 miljard te verhogen. Deze operatie werd op 18 december door de Europese Commissie goedgekeurd.

Ethias

Op 21 oktober 2008 besloten de Belgische federale regering, alsook de Vlaamse Gemeenschap en het Waalse Gewest de verzekeringsonderneming *Ethias* te herkapitaliseren ten belope van 500 miljoen euro elk, dus voor een totaalbedrag van 1,5 miljard euro. Hierdoor verwierf iedere regering een blokkeringsminderheid.

Staatsgarantie om de herfinanciering op de interbanken- en de *wholesale*-markt te vergemakkelijken

Op grond van het koninklijk besluit van 16 oktober 2008 tot uitvoering van artikel 117bis van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, dat werd gewijzigd bij koninklijk besluit van 10 december 2008 betreffende de waarborg van bepaalde risico's aangegaan door financiële instellingen, zette de Belgische regering een tijdelijk garantieplan op om de herfinanciering van de kredietinstellingen en financiële holdings op de interbankenmarkt of de *wholesale*-markt te vergemakkelijken.

Elke instelling neemt vrijwillig aan het plan deel en de desbetreffende instelling moet die deelname zelf aanvragen. De criteria om in aanmerking te komen voor het plan, zijn de solvabiliteits- en liquiditeitspositie van de instelling, haar belang voor de Belgische economie en de bescherming van alle deposanten.

De garantie kan worden verleend voor alle financieringen die de begunstigde instelling opneemt om zich te herfinancieren bij kredietinstellingen en institutionele tegenpartijen, met inbegrip van die in de vorm van obligaties en schuldbewijzen uitgegeven ten behoeve van institutionele beleggers, mits die financieringen vervallen vóór 31 oktober 2011. Het plan beoogt aldus instrumenten als interbancaire deposito's, deposito's van fiduciaires,



centrale banken en institutionele beleggers, *commercial paper*, depositobewijzen en verhandelbare bons op middellange termijn, voor zover ze tussen 9 oktober 2008 en 31 oktober 2009 door de begunstigde instelling worden aangegaan of vernieuwd. De garantie wordt toegekend tegen betaling van een commissie die het financiële voordeel weerspiegelt dat de instelling dankzij die garantie geniet.

Op 20 november 2008 heeft de Europese Commissie ingestemd met de garantiëplannen die de Belgische, de Franse en de Luxemburgse regering gezamenlijk hadden opgezet voor de *Dexia*-groep, alsook met het door de Belgische regering voor *Fortis Bank* uitgewerkte plan.

Depositogarantie

Het koninklijk besluit van 14 november tot uitvoering van de wet van 15 oktober 2008 verhoogt de dekking voor depositohouders van 20.000 tot 100.000 euro en biedt verzekeringsondernemingen, op vrijwillige basis, de mogelijkheid om tak 21-producten op dezelfde wijze te waarborgen. Daartoe richtte de regering het Bijzonder Beschermingsfonds voor deposito's en levensverzekeringen op. Dit fonds dekt de tak 21-producten, alsook de schijf van 50.000 tot 100.000 euro voor de deposito's bij de kredietinstellingen, terwijl de eerste schijf van 0 tot 50.000 euro onder het bestaande Beschermingsfonds voor de deposito's en financiële instrumenten valt.

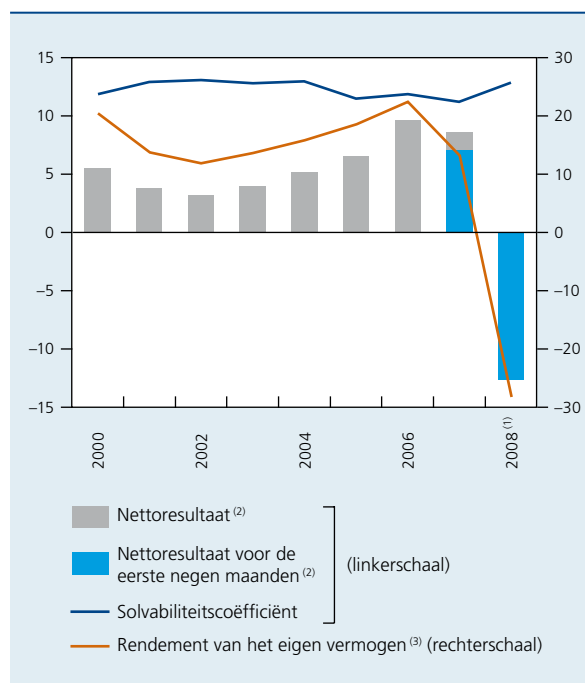
De ontwikkelingen bij de voornaamste systeemkritische Belgische banken kwamen uiteraard tot uiting in de geaggregeerde gegevens voor de gehele banksector die in het vervolg van dit deel worden gehanteerd. Het is belangrijk erop te wijzen dat de voornoemde gegevens, die ontleend zijn aan de voor het prudentiële toezicht gebruikte gestandaardiseerde reportingschema's, voor de *Dexia*-groep enkel betrekking hebben op *Dexia Bank België* en de dochterondernemingen hiervan, zodat de andere grote dochterondernemingen van de groep in Luxemburg en Frankrijk, alsook *FSA*, dus buiten beschouwing worden gelaten.

8.2.2 Rentabiliteit en solvabiliteit

De nettorentabiliteit van de Belgische banksector werd tijdens de eerste negen maanden van 2008 duidelijk beïnvloed door de financiële crisis. De Belgische banken maakten immers gewag van een nettoverlies van 12,7 miljard euro. Dit bedrag omvat een uitzonderlijk verlies voor in totaal 8,9 miljard euro, dat verband houdt met beëindigde activiteiten, en weerspiegelt in dat opzicht vooral de door *Fortis* verwachte waardevermindering op de verkoop van de deelbewijzen in het *RFS*-consortium (zie in dat verband deel 8.2.1). Aangezien de waarde van die deelbewijzen was afgetrokken van het reglementaire eigen vermogen van *Fortis* bij de participatieneming, had het uitzonderlijke verlies ten gevolge van hun verkoop geen effect, in nettoterminen, op het reglementaire eigen vermogen van de sector. De reglementaire solvabiliteitscoëfficiënt bleef

GRAFIEK 84 RENTABILITEIT EN SOLVABILITEIT VAN DE BELGISCHE KREDIETINSTELLINGEN

(geconsolideerde gegevens; procenten, tenzij anders vermeld)



Bronnen: CBFA, NBB.

(1) Op basis van de gegevens voor de eerste negen maanden.

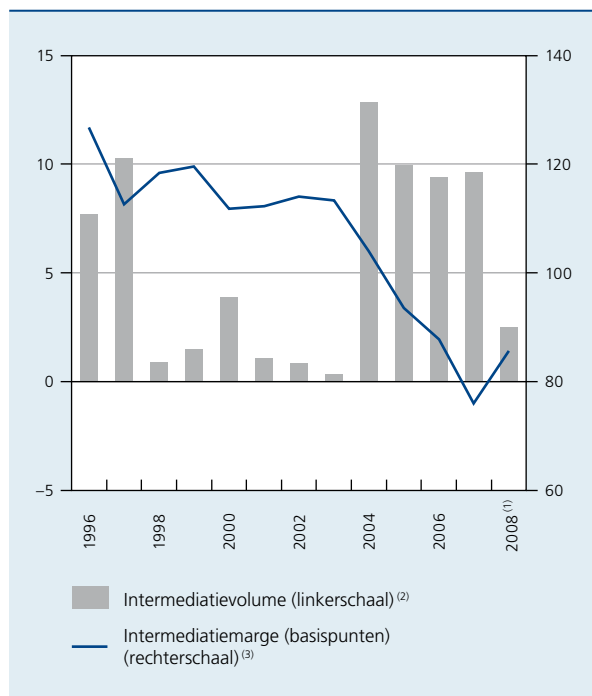
(2) Miljarden euro's.

(3) Cijfer op jaarbasis.

zelfs verbeteren, onder meer doordat de Belgische Staat op 29 september intekende op een kapitaalverhoging van *Fortis Bank België*. Twee andere factoren droegen eveneens bij tot de handhaving van een hoge coëfficiënt. Enerzijds heeft de verwerkingsmethode voor de niet-gerealiseerde kapitaalwinsten of -verliezen op de portefeuilles vastrentende effecten die de Belgische banken voor beleggingsdoeleinden aanhouden, als effect dat in de berekening van het reglementaire eigen vermogen de impact wordt geannuleerd van de latente verliezen op de – zoals in de IFRS-normen omschreven – voor verkoop beschikbare effecten. Anderzijds zijn de nieuwe reglementaire vereisten van Bazel II sinds 1 januari 2008 van toepassing op alle bancaire activa. De meest gesofisticeerde methoden om de reglementaire vereisten te berekenen voor het kredietrisico, geven een groot deel van de activa van de voornaamste Belgische banken een gunstiger weging dan het oude Bazel I-stelsel. Het totale uitstaande bedrag van de naar risico gewogen activa is derhalve gedaald, waardoor de reglementaire solvabiliteitscoëfficiënten verbeterden.

Afgezien van de uitzonderlijke minderwaarden als gevolg van de verkoop, door *Fortis*, van zijn deelbewijzen in het *RFS*-consortium, vertoonden de traditionele bankactiviteiten van de Belgische banken een verlies van 2 miljard euro tijdens de eerste negen maanden van 2008, dat is een verslechtering met meer dan 10 miljard ten opzichte van de overeenstemmende periode van 2007. Alle posten van de resultatenrekening droegen bij tot de daling van het netto bedrijfsresultaat, uitgezonderd de netto renteopbrengsten, die 62 pct. van het totale bankprovenu uitmaakten. De netto inkomsten uit commissies liepen met 2,4 pct. terug en de bedrijfskosten stegen verder, namelijk met 5,1 pct. De geaccumuleerde verliezen op *structured finance*-producten wogen echter het meest op het netto bedrijfsresultaat en beïnvloedden zowel de al dan niet gerealiseerde winsten of verliezen op financiële instrumenten (die 3 miljard euro lager waren dan in de overeenstemmende periode van 2007) als de waardecorrecties en voorzieningen (die met 6,8 miljard stegen). Deze laatste werden trouwens ook opgedreven door de toename van de voorzieningen voor verliezen op vorderingen die verband houden met de meer traditionele activiteiten van de Belgische banken.

GRAFIEK 85 DETERMINANTEN VAN HET RENTERESULTAAT VAN DE BELGISCHE KREDIETINSTELLINGEN (niet-geconsolideerde gegevens)



Bronnen : CBFA, NBB.

- (1) Procenten op jaarbasis, berekend aan de hand van de gegevens voor de eerste negen maanden.
- (2) Gemiddelde van de jaarlijkse stijgingspercentages van de rentedragende activa, procenten.
- (3) De intermediaatimarge stemt overeen met het verschil tussen de ontvangsten en de betaalde gemiddelde impliciete rente op het uitstaande bedrag van respectievelijk de rentedragende activa en passiva.

De netto renteopbrengsten stegen tijdens de eerste negen maanden van 2008 met 11,6 pct. Hoewel een volume-effect een rol bleef spelen, nam het groeitempo van de deposito's en de leningen niettemin sterk af ten opzichte van de voorgaande jaren. Daarentegen werd de sinds 2003 opgetekende trendmatige daling van de intermediaatimarge omgebogen als gevolg van de respectieve renteontwikkelingen voor de voornaamste bancaire activa en passiva, waarvan de hoofdstukken 1 en 7 van dit Verslag een overzicht geven.

De precieze omvang van de waardeverminderingen die zich de laatste kwartalen opstapelden, is moeilijk te meten, met name voor de *structured finance*-producten, waarop de zwaarste verliezen werden geleden. Door de financiële crisis is de marktliquiditeit voor deze instrumenten – die aanvankelijk reeds op krappe secundaire markten werden verhandeld omdat ze zo complex zijn en wegens hun gebrek aan standaardisatie – ingestort. Bij gebrek aan enige marktwaarde dienden de banken hun toevlucht te nemen tot alternatieve waarderingsmethoden, die berusten op het gebruik van modellen waarvan de ijking zelf zeer gecompliceerd is.

Bovenop die waarderingsproblemen zijn de waardeverminderingen op financiële instrumenten moeilijk in te schatten door de specifieke kenmerken van de boekingsmethoden. Deze laatste verschillen niet alleen naar gelang van de doeleinden waarvoor banken bepaalde effecten aanhouden, zoals gedefinieerd volgens de

TABEL 41 RESULTATENREKENING VAN DE BELGISCHE KREDIETINSTELLINGEN

(gegevens op geconsolideerde basis, miljarden euro's, tenzij anders vermeld)

	Eerste negen maanden van 2007	Eerste negen maanden van 2008	
			Veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende periode van 2007
Bankprovenu	20,2	17,5	-13,0
Netto renteopbrengsten	9,7	10,9	11,6
Niet-renteresultaat	10,4	6,7	-35,9
Netto inkomsten uit commissies	5,6	5,5	-2,4
Al dan niet gerealiseerde winsten of verliezen op financiële instrumenten	3,6	0,6	-83,5
Overige niet-rentegebonden inkomsten	1,1	0,6	-50,6
Bedrijfskosten (-)	11,9	12,5	5,1
Personeelskosten	6,7	7,0	4,7
Andere bedrijfskosten	5,1	5,4	5,7
Bruto bedrijfsresultaat	8,3	5,1	-38,8
Waardecorrecties en voorzieningen (-)	0,4	7,2	-
Aandeel in de winst of het verlies van de participaties verwerkt volgens de <i>equity</i> -methode	0,4	0,1	-66,5
Netto bedrijfsresultaat	8,2	-2,0	-
<i>p.m. Winst of verlies (netto)</i>	7,1	-12,7	-

Bronnen: CBFA, NBB.

IFRS-boekhoudcategorieën, maar soms ook op grond van de onderliggende redenen zelf van de waardeverminderingen, zodat deze in diverse posten van de resultatenrekening worden geboekt, of soms zelfs direct in de balans.

De eerste desbetreffende post op de resultatenrekening is de component van het niet-renteresultaat die samenhangt met de al dan niet-gerealiseerde winsten of verliezen op financiële instrumenten. Die inkomsten liepen in totaal terug met 83,5 pct. ten opzichte van de overeenstemmende periode van 2007 en bleven beperkt tot 0,6 miljard euro in de eerste negen maanden van 2008. In deze post werden de aanzienlijke, al dan niet gerealiseerde verliezen opgetekend die de Belgische banken leden op vastrentende instrumenten en daaraan verbonden derivaten, die vervat zijn in de voor transactiedoeleinden aangehouden portefeuille. De sterke koersdalingen van de in deze portefeuille opgenomen *structured finance*-producten leidden tot een totaal verlies van bijna 3 miljard euro gedurende de eerste negen maanden van het jaar.

Een groot deel van die gestructureerde producten is evenwel opgenomen in de zogenoemde portefeuille met voor verkoop beschikbare activa van de banken. De werkelijk bij een verkoop van die effecten gerealiseerde verliezen zijn eveneens in de hierboven toegelichte post geboekt, maar de meeste waardeverminderingen op die effecten zijn latente verliezen, aangezien nog niet gerealiseerd. Die waardeverminderingen kunnen van tweeërlei aard zijn. Indien ze overeenstemmen met vermoedelijke verliezen op die instrumenten, ten gevolge van ofwel wanbetalingen van de debiteuren, ofwel waardedalingen die als permanent kunnen worden beschouwd, moeten ze worden opgenomen in de post van de resultatenrekening die alle waardecorrecties en voorzieningen omvat. De specifieke correcties op de voor verkoop beschikbare effecten beliepen 2,5 miljard euro in 2007 en 3,9 miljard tijdens de eerste negen maanden van 2008. Indien daarentegen de niet-gerealiseerde verliezen op die voor verkoop beschikbare financiële instrumenten tijdelijk van aard blijven en later nog kunnen worden omgebogen, worden ze niet in de resultatenrekening geboekt, maar direct op de balans, waar ze worden afgetrokken van het boekhoudkundige eigen vermogen, in de vorm van een verlaging van de herwaarderingsreserves voor de voor verkoop beschikbare

activa. Eind september 2008 was het uitstaande bedrag van die rechtstreeks in het eigen vermogen opgenomen reserves teruggelopen tot een sterk negatief bedrag, namelijk –6,3 miljard euro, tegen –0,6 miljard aan het einde van 2007 en 2,8 miljard eind 2006.

Voor de volledigheid moet daaraan worden toegevoegd dat de winsten of verliezen op de portefeuille met de tot het einde van de looptijd aangehouden effecten – die een zeer gering deel van de activa van de banken uitmaakt – niet worden geboekt, tenzij wanneer ze als definitief worden beschouwd; in dit geval worden ze eveneens opgenomen in de waardecorrecties en voorzieningen van de resultatenrekening.

De indeling van een effect in een van de drie grote categorieën, namelijk de voor transactiedoeleinden aangehouden activa, de voor verkoop beschikbare activa en de tot einde looptijd aangehouden beleggingen, heeft dus belangrijke gevolgen voor de banken. De tijdelijke veranderingen in de marktwaarde van die effecten zullen voor de eerstgenoemde categorie zowel de rentabiliteit als de solvabiliteit beïnvloeden en voor de tweede uitsluitend de solvabiliteit, terwijl ze voor de derde geen uitwerking zullen hebben. Om deze potentiële gevolgen, die zeer nadelig zijn in geval van uitzonderlijke koersschommelingen, te temperen, bestaan er twee methoden. Bij de eerste methode – die van de zogeheten prudentiële filters – mogen de banken van de toezichthouders uit de berekening van de reglementaire solvabiliteitscoëfficiënten de negatieve

effecten, op het boekhoudkundige eigen vermogen, weglaten van – als voorlopig beschouwde – niet-gerealiseerde verliezen op de portefeuille voor verkoop beschikbare vastrentende effecten. Via de tweede methode, die van kracht werd door een recent amendement op de internationale IAS 39-boekhoudnorm, kunnen de kredietinstellingen, onder bepaalde voorwaarden en in uitzonderlijke omstandigheden, effecten transfereren uit de categorie van voor transactiedoeleinden aangehouden activa (met uitzondering van de derivaten) en uit de categorie van voor verkoop beschikbare activa. In tegenstelling tot sommige Europese banken, hadden de Belgische banken van die tweede mogelijkheid nog geen gebruik gemaakt bij de voorstelling van hun rekeningen van het derde kwartaal van 2008, hoewel ze dit overwogen voor de publicatie van hun situatie aan het einde van het jaar. Er moet echter worden erkend dat de financiële analisten en de ratingbureaus in hun comparatieve analyses van de grote, voor het systeem belangrijke Europese banken, in ruime mate rekening houden met de veelvuldige effecten van die verwerkingsverschillen.

8.2.3 Risicofactoren

De financiële crisis heeft duidelijk gemaakt dat krediet- en marktrisico's, door de *structured finance*-producten, steeds meer met elkaar verweven zijn geraakt, zelfs binnen effectenportefeuilles die oorspronkelijk over de beste ratings beschikten. Hoewel de kredietrisico's voor

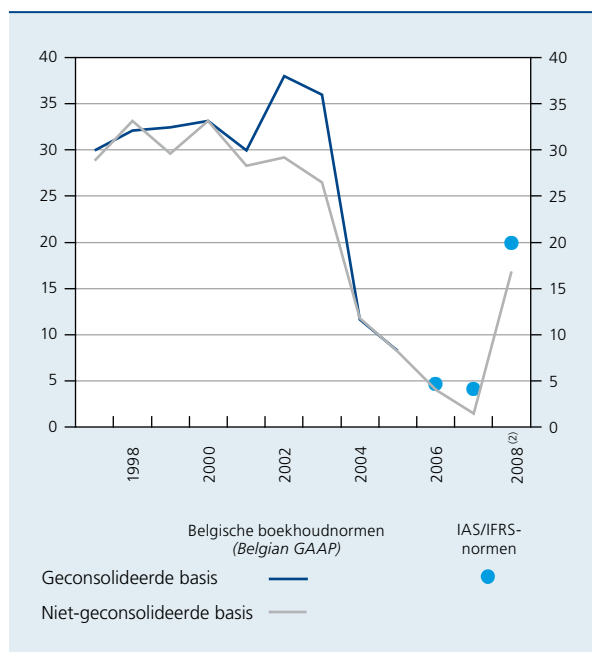
TABEL 42 WEERSLAG VAN DE WAARDEVERANDERINGEN OP DE DOOR BELGISCHE KREDIETINSTELLINGEN AANGEHOUDEN FINANCIËLE ACTIVA

(gegevens op geconsolideerde basis, miljarden euro's)

	2006	2007	Eerste negen maanden	
			2007	2008
Weerslag via de resultatenrekening (stromen in de loop van de periode)				
Al dan niet gerealiseerde winsten of verliezen (–) op financiële instrumenten	3,9	3,8	3,6	0,6
waarvan: op vastrentende instrumenten en daaraan verbonden derivaten vervat in de voor transactiedoeleinden aangehouden portefeuille ..	0,5	–0,9	0,3	–3,0
Waardecorrecties en voorzieningen	0,4	2,9	0,4	7,2
waarvan: op de voor verkoop beschikbare activa	0,0	2,5	0,1	3,9
Weerslag via het boekhoudkundige eigen vermogen (uitstaand bedrag aan het einde van de periode)				
Herwaarderingsreserve voor de effecten die beschikbaar zijn voor verkoop	2,8	–0,6	0,1	–6,3

Bronnen: CBFA, NBB.

GRAFIEK 86 KREDIETVERLIESRATIO OP VORDERINGEN VAN DE BELGISCHE KREDIETINSTELLINGEN ⁽¹⁾
(basispunten)



Bronnen: CBFA, NBB.

(1) De kredietverliesratio op vorderingen stemt overeen met de netto stroom van de nieuwe voorzieningen voor verliezen op vorderingen, uitgedrukt in procenten van het uitstaande bedrag aan vorderingen. De gegevens vanaf 2006 hebben betrekking op de kredietverliesratio voor de categorie « leningen en vorderingen » volgens de IAS/IFRS-boekhoudnormen.

(2) Op basis van de gegevens voor de eerste negen maanden.

de Belgische banken tot dusver vooral tot uiting kwamen via deze gestructureerde instrumenten, bestaat het gevaar dat de risico's en de kredietverliezen zich door de conjunctuurvertraging uitbreiden naar de traditionele kredietactiviteiten. De kredietverliesratio is in 2008 al fors beginnen te stijgen.

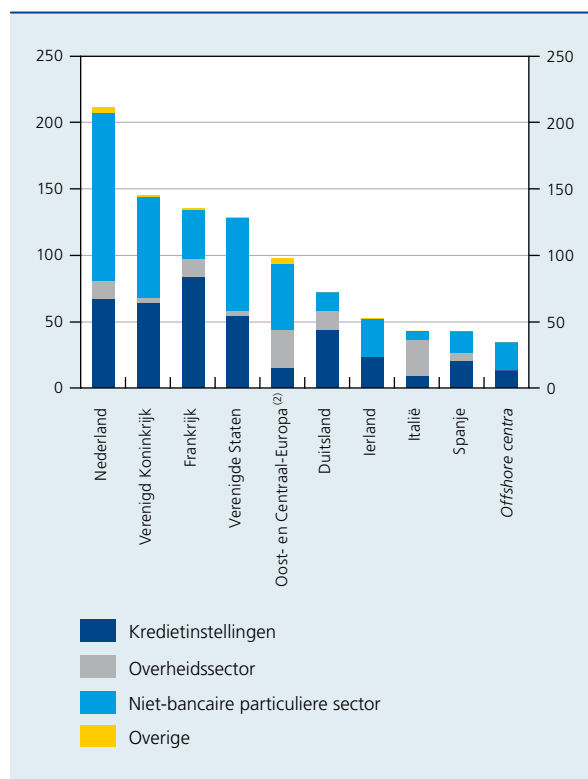
Hoe groot de impact van de conjunctuuromslag op de Belgische banken zal zijn, zal onder meer afhangen van de geografische spreiding van hun kredieten en de aard van de uitstaande bedragen. De leningenportefeuille van het geheel van Belgische banken nam met 12,6 pct. toe in 2007 en met 2 pct. in de eerste negen maanden van 2008 tot 1.006,3 miljard euro. Met een groei van 19 pct. over de eerste negen maanden van 2008 leverden de leningen aan ondernemingen de grootste bijdrage aan de toename van de totale kredietverstrekking. De interbancaire vorderingen zijn daarentegen aanzienlijk gedaald, vooral in het derde kwartaal; ze liepen tijdens de beschouwde periode in totaal met 9 pct. terug. Uitgedrukt in uitstaande bedragen, nemen de vennootschappen ongeveer 37 pct. van alle leningen en voorschotten voor hun rekening, terwijl de kredietinstellingen en de particuliere cliëntel elk goed zijn voor zowat 29 pct. van het geheel.

De geografische spreiding van de leningenportefeuille toont aan dat de leningen ongeveer gelijk verdeeld zijn over België, de overige landen van het eurogebied en de rest van de wereld. Als de spreiding voor elk van de drie grote categorieën van afzonderlijke tegenpartijen nader wordt onderzocht, lijkt ze evenwel minder gelijkmatig. De leningen met de grootste internationaliseringsgraad zijn, met ruime voorsprong, die aan de kredietinstellingen, die in zeer grote mate bijdragen tot het grote aandeel van niet-ingezeten tegenpartijen in de totale leningenportefeuille. Hoewel de internationaliseringsgraad het geringst is voor leningen aan de particulieren, overschrijdt het aandeel van de Belgische ingezetenen in deze categorie amper 50 pct. Een significant gedeelte van de leningen aan de vennootschappen, tot slot, wordt verstrekt aan vennootschappen die buiten het eurogebied zijn gevestigd.

Met behulp van een andere statistiek, waarvan de dekking evenwel ruimer is, aangezien ze zowel leningen als obligaties omvat, kunnen de vorderingen van de

GRAFIEK 87 ACTIVA VAN DE BELGISCHE KREDIETINSTELLINGEN TEN OPZICHTE VAN HET BUITENLAND ⁽¹⁾

(gegevens aan het einde van september 2008, op geconsolideerde basis, miljarden euro's)



Bronnen: CBFA, NBB.

(1) De activa in deze grafiek zijn onderverdeeld naar finaal risico, dat wil zeggen na risico-overdrachten. Deze gegevens zijn nog gebaseerd op de Belgische boekhoudnormen (Belgian GAAP).

(2) Met inbegrip van Turkije en Rusland.

TABEL 43

OPSPLITSING VAN DE PORTEFEUILLE VAN LENINGEN VAN DE BELGISCHE KREDIETINSTELLINGEN
NAAR SECTOR EN INGEZETENSCHAP VAN DE TEGENPARTIJ

(geconsolideerde gegevens, per einde periode; miljarden euro's, tenzij anders vermeld)

	2006	2007	September 2008	Opsplitsing in 2008 naar ingezetenschap van de tegenpartij (procenten van het totaal)			Totaal
				België	Eurogebied	Rest van de wereld	
Kredietinstellingen	285,7	320,8	291,1	2,2	15,4	11,3	28,9
Vennootschappen	260,9	313,5	371,8	10,2	11,3	15,4	36,9
Particulieren	260,1	276,2	287,3	15,0	10,7	2,9	28,6
Centrale overheid	11,4	16,4	17,5	0,6	0,2	0,9	1,7
Niet-bancaire instellingen ⁽¹⁾	58,6	60,1	38,5	3,2	0,1	0,5	3,8
Totaal	876,7	987,0	1.006,3	31,2	37,8	31,0	100,0

Bronnen: CBFA, NBB.

(1) De tegenpartij « niet-bancaire instellingen » omvat onder meer leningen aan andere financiële instellingen dan de banken en aan de lokale overheden.

Belgische banksector op het buitenland naar land worden opgesplitst.

Hieruit blijkt dat de Belgische banken aanzienlijke vooreringen aanhouden op de niet-bancaire particuliere sector in Nederland, het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en Centraal- en Oost-Europa. Rekening houdend met de zeer sterke vertraging van de economische groei in het Verenigd Koninkrijk en in de Verenigde Staten, die volgt op een fase van forse kredietexpansie, alsook met de moeilijkheden van sommige Centraal-Europese landen, zouden die posities tot kredietverliezen kunnen leiden. Ook de blootstelling aan de Ierse niet-bancaire particuliere sector zou problemen kunnen veroorzaken.

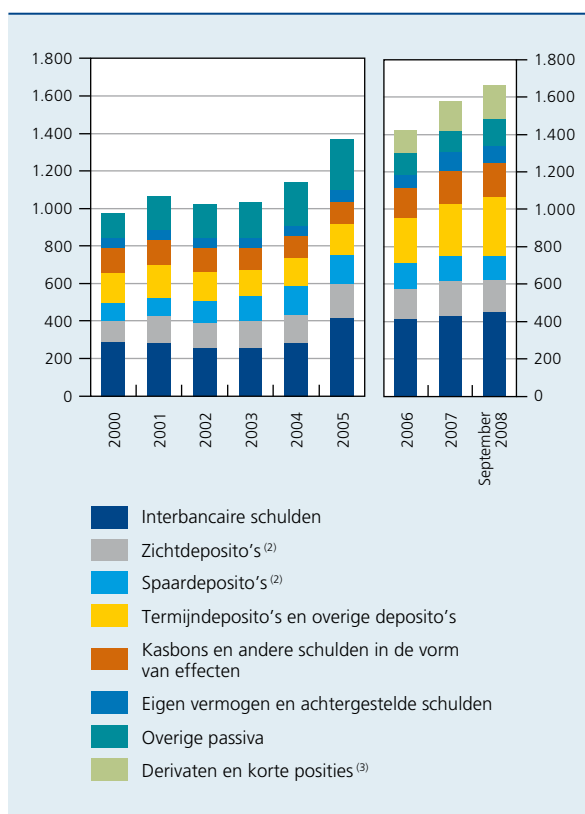
De vorderingen op de banksector zijn voornamelijk geconcentreerd in Frankrijk, Nederland, het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en Duitsland. In het geval van de eerste twee landen omvatten ze de intragroeps-transacties van respectievelijk *Dexia Bank België* en *ING België* met zusterentiteiten in andere landen, aangezien *Dexia* en *ING* slechts gedeeltelijk worden geconsolideerd in de prudentiële *reporting*gegevens die worden gebruikt voor de analyse van de geografische blootstelling van de Belgische banken.

De Belgische banksector moest onlangs waardeverminderingen boeken op zijn posities ten opzichte van buitenlandse banken, onder meer als gevolg van de wanbetalingen op door *Lehman Brothers* of door IJslandse banken uitgegeven obligaties. Deze obligaties vertegenwoordigden echter slechts een fractie van de aanzienlijke

GRAFIEK 88

PASSIVA VAN DE BELGISCHE
KREDIETINSTELLINGEN⁽¹⁾

(eindeperiodegegevens, op geconsolideerde basis,
miljarden euro's)



Bronnen: CBFA, NBB.

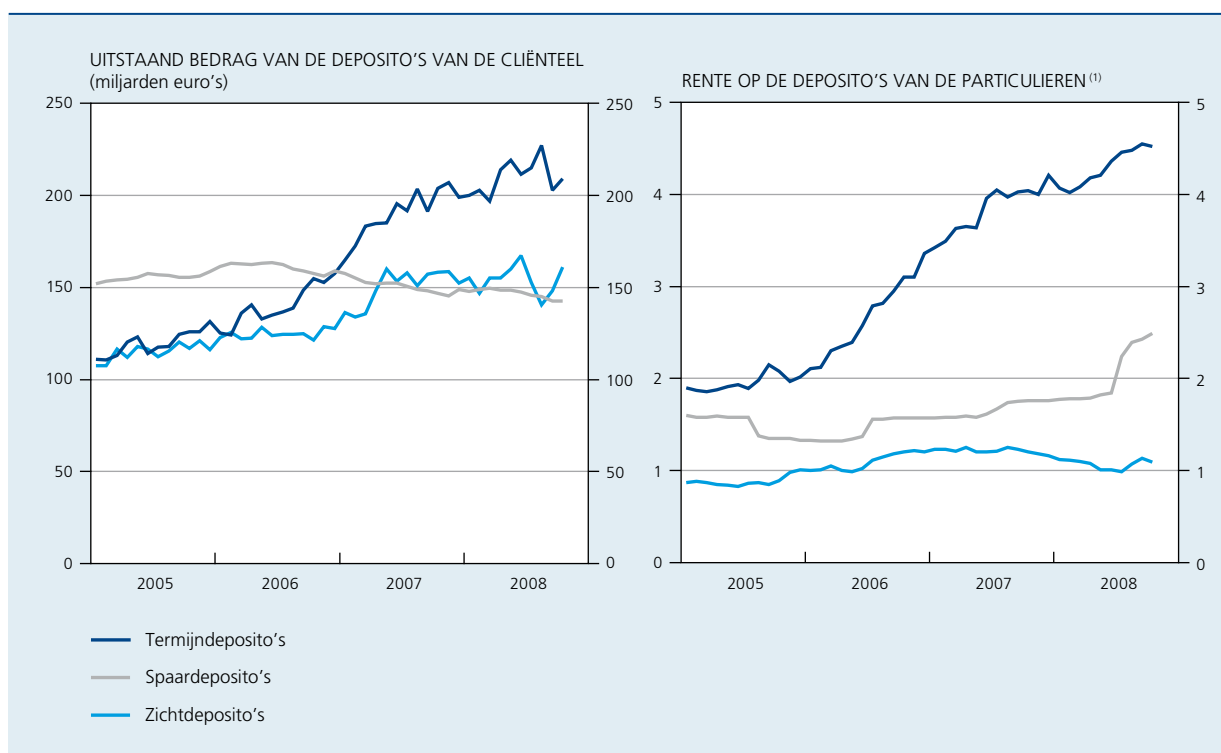
(1) Gegevens opgesteld volgens de Belgische boekhoudnormen tot 2005 (*Belgian GAAP*) en volgens de IAS/IFRS-normen vanaf 2006.

(2) Omvatten uitsluitend de tegen geamortiseerde kostprijs geboekte leningen en deposito's.

(3) Derivaten gewaardeerd tegen hun marktwaarde.

GRAFIEK 89 UITSTAANDE BEDRAGEN EN RENTEVOORWAARDEN VAN DE DEPOSITO'S VAN DE CLIËNTEEL BIJ BELGISCHE KREDIETINSTELLINGEN

(maandgegevens, op vennootschappelijke basis)



Bronnen: CBFA, NBB.

(1) Gegevens uit de maandelijkse MIR-enquête, voor de nieuwe deposito's.

effectenportefeuille van de Belgische kredietinstellingen, waarvan het totale uitstaande bedrag eind september 300 miljard euro beliep, goed voor 18 pct. van de totale activa. Bijna de helft van deze portefeuille bestond uit door centrale overheden uitgegeven effecten en iets meer dan een derde daarvan uit door de Belgische Staat uitgegeven papier. De andere helft was samengesteld, in ongeveer gelijke delen, uit door kredietinstellingen uitgegeven effecten en bedrijfsobligaties.

Vooraf die laatste omvatten risico's ten opzichte van *structured finance*-producten. Volgens de door de belangrijkste bankverzekeringsgroepen gepubliceerde gegevens beliep de blootstelling van de Belgische banksector aan deze gestructureerde activaklassen – inclusief in de vorm van derivaten – eind 2007 ongeveer 80 miljard euro. Deze activa waren de belangrijkste bron van de hierboven toegelichte (niet-)gerealiseerde verliezen of waardeverminderingen en waardecorrecties.

De omvangrijke obligatieportefeuille van de Belgische banken speelt een belangrijke rol in het liquiditeitsbeheer, aangezien deze effecten als waarborg kunnen

worden ingezet om leningen te verkrijgen op de *wholesale*-markt. Het belang van deze gewaarborgde transacties tussen professionele tegenpartijen was de afgelopen jaren voortdurend toegenomen, wat bijdroeg tot de stijging van het relatieve aandeel van de *wholesale*-financiering – in tegenstelling tot de financiering via cliëntendeposito's – op de balans van de Belgische banken. Eind september 2008 beliepen de totale passiva van de Belgische banksector 1.662 miljard euro, waarvan meer dan een kwart, namelijk 449 miljard, bestond uit interbancaire deposito's. Hoewel de overige deposito's, namelijk de zicht-, spaar- en termijndeposito's, op diezelfde datum 662 miljard euro vertegenwoordigden, of 37 pct. van de totale passiva, kon een aanmerkelijk gedeelte van deze deposito's eveneens als *wholesale*-financiering worden beschouwd, aangezien de deposito's van de particulieren alleen slechts 275 miljard bedroegen. Deze sterke afhankelijkheid van de deposito's van banken, grote ondernemingen, institutionele beleggers, centrale banken of andere financiële instellingen was het belangrijkste transmissiekanaal van de spanningen op de financiële markt naar de Belgische banksector tijdens de tweede helft van september. Als gevolg van het in

gebreke blijven van *Lehman Brothers* werden bepaalde effecten niet meer aanvaard als onderpand voor leningen of alleen nog tegen veel minder gunstige voorwaarden. Aangezien het ondertussen nagenoeg onmogelijk was geworden om niet-gewaarborgde financiering te verkrijgen, konden de grote Belgische bankgroepen, in het bijzonder *Fortis* en *Dexia*, niet langer voldoen aan al hun liquiditeitsbehoeften, wat de centrale bank en vervolgens de overheid dwong om in te grijpen.

Deze ontwikkelingen toonden aan dat het voor de banken van essentieel belang is om te beschikken over een goed gediversifieerde financieringsstructuur en te voorzien in alternatieve liquiditeitsbronnen, indien bepaalde markten dichtgaan. Ook de voordelen van een solide financieringsbasis via particuliere deposito's werden duidelijk zichtbaar.

Aan deze deposito's zijn evenwel kosten verbonden. De afgelopen jaren zijn de termijndeposito's, die een proportioneel duurdere financieringsvorm zijn, sneller gegroeid dan de zicht- en spaardeposito's. Met het oog op het beperken van de verschuivingen tussen de verschillende depositocategorieën, maar ook om spaargeld van particulieren aan te trekken toen de andere financieringsbronnen opdroogden, hebben veel banken de rente op spaardeposito's in het derde kwartaal van 2008 opgetrokken. De financiële crisis heeft eveneens geleid tot meer dan gebruikelijke verschuivingen van deposito's tussen afzonderlijke banken, alsook tot een toegenomen vraag naar biljetten. Een van de door de Belgische overheid genomen maatregelen om het vertrouwen van de particuliere deposanten te vrijwaren was, in overeenstemming met soortgelijke initiatieven van de andere Europese landen, het verhogen van het gewaarborgde depositobedrag.

8.3 Verzekeringsmaatschappijen

De crisis op de internationale financiële markten had in 2008 een aanzienlijke weerslag op de rekeningen van de hele Belgische verzekeringssector. Ze had echter vooral gevolgen voor de maatschappij *Ethias*, wegens de belangrijke participatie van deze laatste in de *Dexia*-groep. Dit aandeelhouderschap is historisch gegroeid uit de activiteiten van *Ethias*, dat als verzekeringsmaatschappij oorspronkelijk vooral voor de lokale overheid, overheidsondernemingen en ambtenaren werkte. De scherpe daling van de aandelenkoers van *Dexia* in het tweede semester van 2008 leidde tot een opeenstapeling van niet-gerealiseerde verliezen op de portefeuille financiële activa van *Ethias*, waardoor de solvabiliteit van de groep in het gedrang kwam en de CBFA corrigerende maatregelen moest eisen.

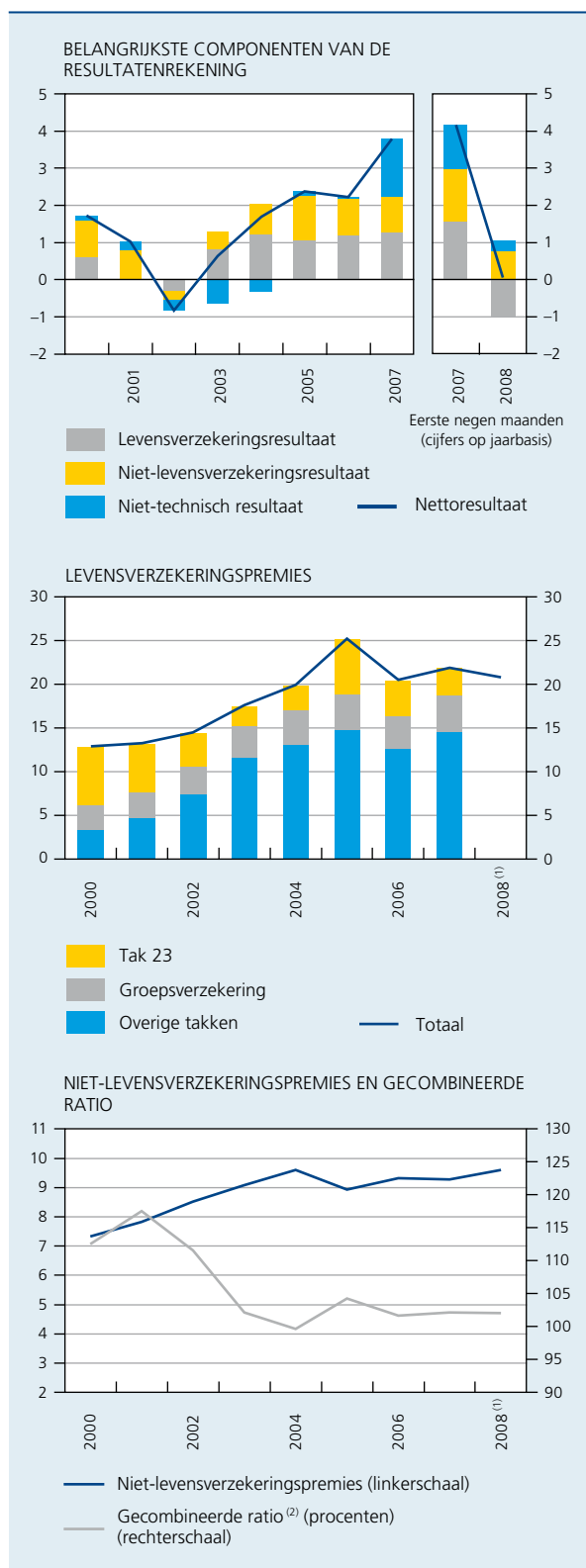
Als reactie hierop besliste de overheid op 21 oktober tot een kapitaalinjectie van 1,5 miljard euro, volgens de voorwaarden die worden toegelicht in Kader 16 van dit Verslag. De bekendmaking van de financiële moeilijkheden bij *Ethias* leidde ook tot aanzienlijke opvragingen van het product dat het commerciële uithangbord was van *Ethias*, namelijk het «*First*»-levensverzekeringscontract met gewaarborgd kapitaal en een winstdeelneming. Hoewel het *First*-contract een verzekeringspolis van tak 21 was, die *Ethias* in staat had gesteld om tot 8,7 miljard euro op te halen, vertoonde het een aantal specifieke kenmerken. Het was met name zeer soepel in het gebruik, door het ontbreken van instap- of uitstapkosten. Het financiële herstelplan van *Ethias* moest derhalve bepalen dat de voorwaarden voor nieuw geopende *First*-rekeningen worden herzien, met de bedoeling de blootstelling van de groep aan liquiditeitsrisico's te verminderen. De Belgische regering heeft deze inspanningen gesteund door de verzekeringsmaatschappijen de mogelijkheid te bieden, op vrijwillige basis en tegen betaling van een premie, deel te nemen aan het waarborgstelsel voor deposito's, teneinde levensverzekeringsproducten te beschermen die overeenkomsten vertonen met bancaire deposito's.

Afgezien van de ontwikkelingen bij *Ethias*, liep de rentabiliteit van de overige Belgische verzekeringsmaatschappijen eveneens sterk terug. Zo bleef het totale netto resultaat van de sector tijdens de eerste drie kwartalen van 2008 beperkt tot minder dan 50 miljoen euro op jaarbasis. Dit rentabiliteitsverlies volgt op een lange periode van winstgroei, die in 2007 een hoogtepunt had bereikt met een nettowinst van bijna 3,8 miljard euro. Dat uitstekende resultaat was weliswaar gedeeltelijk incidenteel, aangezien het voortvloeide uit uitzonderlijke meerwaarden die werden gerealiseerd op beleggingen in verbonden vennootschappen, die de inkomens uit beleggingen in het niet-technische resultaat hadden opgedreven.

De forse verslechtering van de rentabiliteit kan amper worden verklaard door een ongunstig verloop van het activiteitsvolume zoals gemeten door de in de levens- en de niet-levensverzekeringsector geïnde premies, hoewel de moeilijkheden op de internationale financiële markten hebben bijgedragen tot een zekere vertraging in de gestorte premies in de tak leven.

Vergeleken met het jaar 2007, of met het gemiddelde premiebedrag dat werd geïnd tijdens de periode van 2004 tot 2007, liep het op jaarbasis geraamde bedrag van de premies van de tak leven in 2008 met ongeveer 4,9 pct. terug. Het blijft evenwel ruimschoots hoger dan het peil dat gedurende de eerste jaren van het decennium werd opgetekend. In dat verband dient eraan herinnerd te worden dat het bijzonder hoge premiebedrag dat in

GRAFIEK 90 NETTORESULTATEN VAN DE VERZEKERINGSSECTOR, ACTIVITEITENVOLUME EN OMVANG VAN DE KOSTEN
(miljarden euro's, tenzij anders vermeld)



Bronnen: CBFA, NBB.

(1) Projectie op basis van de gegevens voor de eerste negen maanden.

(2) De gecombineerde ratio geeft de verhouding weer tussen de som van de verzekerings- en operationele kosten en de netto geïnde premies.

2005 werd geïnd, te maken heeft met verschuivingen die zich tussen 2005 en 2006 voordeden als gevolg van de invoering, met ingang van 1 januari 2006, van een belasting van 1,1 pct. op premies voor individuele levensverzekeringscontracten. Aangezien de huishoudens op deze belasting hadden geanticipeerd door extra premies te storten tijdens de laatste maanden van 2005 en hun betalingen vervolgens terug te schroeven in 2006, werden de nettoresultaten van 2005 en 2006 achtereenvolgens kunstmatig opgedreven en gedrukt ten opzichte van de ontwikkeling die kon worden verwacht zonder die fiscale maatregel.

De grote meerderheid van de premies – zowel voor groepsverzekeringen als voor individuele levensverzekeringen – wordt geïnd voor contracten waarvan de met de ontwikkelingen op de financiële markten verbonden risico's minstens gedeeltelijk worden gedragen door de maatschappij. De premies met betrekking tot contracten van tak 23, waarvoor de verzekeringsnemer zelf de financiële risico's van de beleggingen draagt, vertegenwoordigen tijdens de periode van 2004 tot 2007 minder dan 20 pct. van het geheel. Levensverzekeringscontracten van tak 21 met een gewaarborgd minimumrendement maken het grootste gedeelte uit van de overige polissen.

Dat het verloop van het activiteitsvolume geen grote rol heeft gespeeld in de scherpe daling van de winsten in 2008, blijkt ook uit het feit dat, tegelijkertijd, de premies voor niet-levensverzekeringen bleven toenemen. Overigens lijkt ook de onderliggende rentabiliteit van de eigenlijke niet-levensverzekeringsactiviteiten geen verklarende factor te zijn. Een omgekeerde maatstaf van deze onderliggende rentabiliteit wordt traditioneel geleverd door de gecombineerde ratio, die de verzekerings- en exploitatiekosten uitdrukt als percentage van de door de premies gegenereerde ontvangsten. Deze gecombineerde ratio heeft zich in 2008 gestabiliseerd op 102 pct., een peil dat vergelijkbaar is met het gemiddelde voor de periode 2003-2007 en afsteekt tegen de veel minder gunstige situatie die werd opgetekend van 2000 tot 2002, toen deze ratio meer dan 110 pct. had belopen. Dit gunstige verloop van de gecombineerde ratio kan worden verklaard door regelmatige aanpassingen van de premies, een betere kostenbeheersing en een nauwgezet beheer van de gedekte risico's in de deficitaire verzekeringsbranches.

De verslechtering van de algemene rentabiliteit van de verzekeringssector weerspiegelt in feite hoofdzakelijk de invloed van de internationale financiële crisis, die geleid heeft tot inkomensverlies en waardeverminderingen op de beleggingen van de verzekeringsmaatschappijen in financiële activa. In 2008 werden immers substantiële

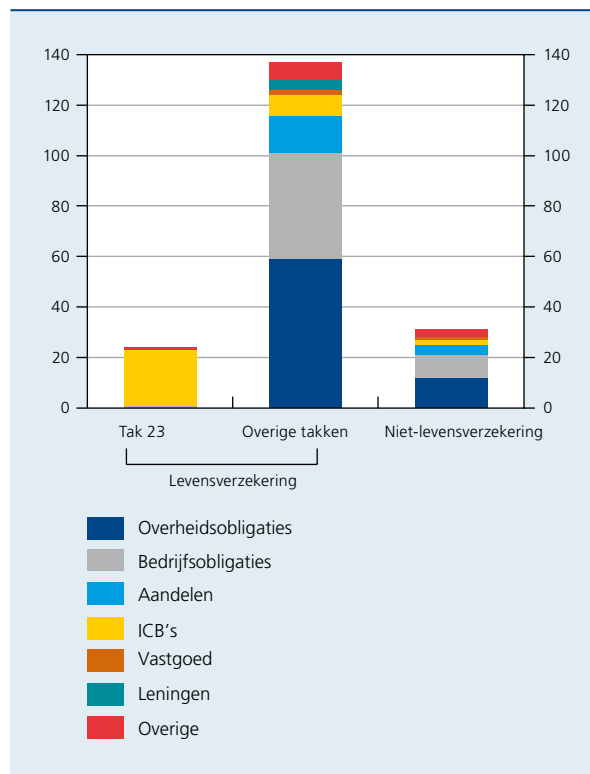
waardeverminderingen geboekt, zowel in de tak leven als in de tak niet-leven. In de driemaandelijkse financiële rekeningen kwamen deze tot uiting via een stijging van de beleggingskosten. Tijdens de eerste negen maanden van 2008 zijn deze kosten, die onder meer de bruto depreciaties en de marktwaardedalingen op de posities in financiële activa omvatten, met respectievelijk 2,8 miljard euro en 0,7 miljard euro toegenomen in de technische levens- en niet-levensresultaten ten opzichte van dezelfde periode in 2007.

Het belang van deze beleggingsportefeuilles, die zijn aangelegd met het oog op het nakomen van toekomstige verplichtingen, lijkt in de levensverzekeringen verhoudingsgewijs veel groter dan in de niet-levensverzekeringen, gelet op het relatieve aandeel van de premies in deze twee bedrijfstakken, namelijk ongeveer 70 pct. voor de levensverzekeringen en 30 pct. voor de niet-levensverzekeringen. Dat kan worden verklaard door het feit dat de productiecycclus van de niet-levensverzekeringcontracten, die meestal jaarlijks worden verlengd, doorgaans korter is dan die van de levensverzekeringen, waarvoor de premies over het algemeen over lange periodes worden geïnd met het oog op een betaling op lange termijn, wat impliceert dat de ontvangen premies in de tussentijd moeten worden belegd.

Om hun blootstelling aan het verloop van de financiële activaprijzen te beperken, bieden de maatschappijen levensverzekeringcontracten aan waarbij dit risico wordt overgedragen op de verzekeringnemer. Zo houden de levensverzekeringopolissen met variabel kapitaal, beter bekend als tak 23-producten, geen enkel marktrisico in voor de maatschappijen, hoewel de als tegenwaarde aangehouden activa zijn opgenomen in hun balans. Deze producten zijn in feite vergelijkbaar met gemeenschappelijke beleggingsfondsen, waarvan de verzekeringnemer-belegger alle beleggingsrisico's draagt. Uitgedrukt in termen van uitstaande bedragen, vertegenwoordigen de contracten met variabel kapitaal amper 15 pct. van de technische reserves of de dekkingswaarden van alle levensverzekeringopolissen. Een opsplitsing van de dekkingswaarden van deze tak 23-contracten bevestigt dat ze hoofdzakelijk worden belegd in deelbewijzen van instellingen voor collectieve belegging.

De meeste andere levensverzekeringcontracten, die hoofdzakelijk de polissen van tak 21 omvatten, houden een zeker marktrisico in voor de verzekeringmaatschappijen, als gevolg van het gewaarborgd minimumrendement. Deze gewaarborgde rente wordt doorgaans gecombineerd met een winstdeelnemingsmechanisme dat voor de verzekeringmaatschappij in principe geen marktrisico impliceert, maar wel een commercieel risico.

GRAFIEK 91 SAMENSTELLING VAN DE DEKKINGSWAARDEN PER VERZEKERINGSTAK
(niet-geconsolideerde gegevens, eind 2007, miljarden euro's)



Bronnen: CBFA, NBB.

Een tweede techniek die door de maatschappijen wordt gebruikt om hun financiële risico's te beperken, zowel inzake leven als inzake niet-leven, is de diversificatie van de dekkingswaarden. Voor de andere levensverzekeringopolissen dan die met variabel kapitaal, bestaan deze activa grotendeels uit overheids- en bedrijfsobligaties, die eind 2007 respectievelijk 43,6 en 30,6 pct. van de portefeuille vertegenwoordigden. Aandelen, met inbegrip van participaties in (verbonden) vennootschappen, vertegenwoordigden slechts 11 pct. van de dekkingswaarden, terwijl het aandeel van leningen en vastgoedbeleggingen vrij marginaal bleef. De opsplitsing van de dekkingswaarden van de niet-levensverzekeringopolissen lijkt niet fundamenteel verschillend, hoewel aandelen naar verhouding iets belangrijker waren (13,8 pct.), wat gecompenseerd werd door geringere beleggingen in overheids- en bedrijfsobligaties.

De blootstelling van de Belgische verzekeringssector aan het marktrisico concentreert zich dus zeer sterk in de vastrentende instrumenten, wat de sector gevoelig maakt voor de schommelingen van de rente en, in het geval van de bedrijfsobligaties, voor de premies voor

kredietrisico's. Tot de bedrijfsobligaties behoren ook de *structured finance*-instrumenten. Een recente studie bij een staal van grote verzekeringsmaatschappijen wees uit dat de blootstelling aan deze instrumenten minder dan 10 pct. beliep van de totale beleggingsportefeuille. De zeer gespannen situatie op de internationale financiële markten heeft echter aanzienlijk gewogen op de prijzen van deze gestructureerde producten en, meer in het algemeen, op die van alle effecten, met uitzondering van de veiligste activa.

Dat de niet-levensverzekeringstak minder afhankelijk is van de financiële resultaten dan de levensverzekeringstak, verklaart waarom de gevolgen van de crisis op de mondiale markten veel geringer waren voor de eerstgenoemde bedrijfstak. Hoewel het netto technisch resultaat van de niet-levensverzekeringen, uitgedrukt in procenten van de geïnde premies, terugliep van 13,8 pct. in 2007 tot 8 pct. in 2008, bleef het ruim boven het peil dat werd opgetekend in 2001 en in 2002. Bij de levensverzekeringen, daarentegen, verslechterde het netto technisch resultaat veel sterker: op dezelfde basis gemeten, daalde het van 4,4 pct. in 2007 tot -5 pct. in 2008, tegen -1,7 pct. in 2002.

De ontwikkelingen op de financiële markten hebben niet enkel de resultatenrekening van de Belgische verzekeringssector beïnvloed. Via de niet-gerealiseerde kapitaalverliezen hebben ze eveneens een effect gehad op

TABEL 44 VERGELIJKING VAN DE MARKT- EN BOEKWAARDE VAN DE BELEGGINGSPORTEFEUILLE VAN DE BELGISCHE VERZEKERINGSMAATSCHAPPIJEN
(gegevens per einde september 2008, miljarden euro's)

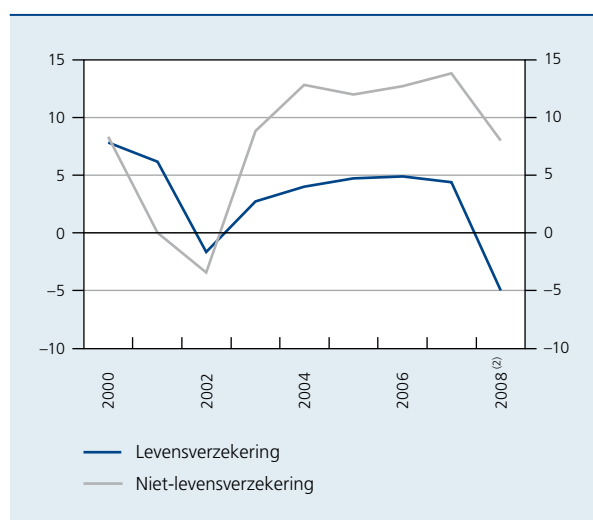
	Boek- waarde	Markt- waarde	Vershil
Vastgoed	2,5	4,1	+1,5
Participaties in verbonden vennootschappen	15,1	15,9	+0,8
Aandelen	17,3	15,7	-1,5
Obligaties	137,8	132,1	-5,8
Overige	11,6	11,8	+0,2
Totaal	184,3	179,5	-4,8

Bronnen: CBFA, NBB.

de solvabiliteit. Een vergelijking van de marktwaarde en de boekwaarde van de beleggingsportefeuille van de Belgische verzekeringsmaatschappijen toont aan dat er eind september 2008 een negatief verschil van 4,8 miljard euro tussen deze beide waarden was. De niet-gerealiseerde kapitaalverliezen op financiële beleggingen concentreren zich bij de vastrentende effecten, naar rata van 5,8 miljard, en bij de aandelen, ten belope van 1,5 miljard.

De solvabiliteit van de verzekeringsmaatschappijen berust op drie componenten. De expliciete marge omvat het eigen vermogen, de achtergestelde schulden en een aantal andere balansposten, meer in het bijzonder het fonds voor toekomstige toewijzingen, dat overeenstemt met het positieve saldo van het technische levensverzekeringsresultaat waarvoor – op de afsluitingsdatum van het boekjaar – de beslissing inzake de verdeling tussen aandeelhouders en verzekerden nog steeds hangende is. Behalve deze expliciete component kunnen de verzekeringsmaatschappijen, met de instemming van de CBFA, ook andere specifieke elementen opnemen in hun impliciete reglementaire solvabiliteitsmarge. Het belangrijkste hiervan bestaat uit een deel van de niet-gerealiseerde meerwaarden op de beleggingsportefeuilles. Die laatste mogelijkheid houdt verband met de actuele boekhoudnormen voor de activa van verzekeringsmaatschappijen. Volgens deze normen worden de meeste niet-gerealiseerde meerwaarden niet opgenomen in de boekwaarde van de beleggingsportefeuilles van de verzekeringsmaatschappijen, en brengen ze derhalve geen verandering in het eigen vermogen met zich. De rest van de niet-gerealiseerde kapitaalmeerwaarden

GRAFIEK 92 VERGELIJKING VAN DE RENTABILITEIT VAN DE LEVENSVZERKERINGS- EN NIET-LEVENSVZERKERINGSACTIVITEITEN ⁽¹⁾
(niet-geconsolideerde gegevens, procenten)



Bronnen: CBFA, NBB.

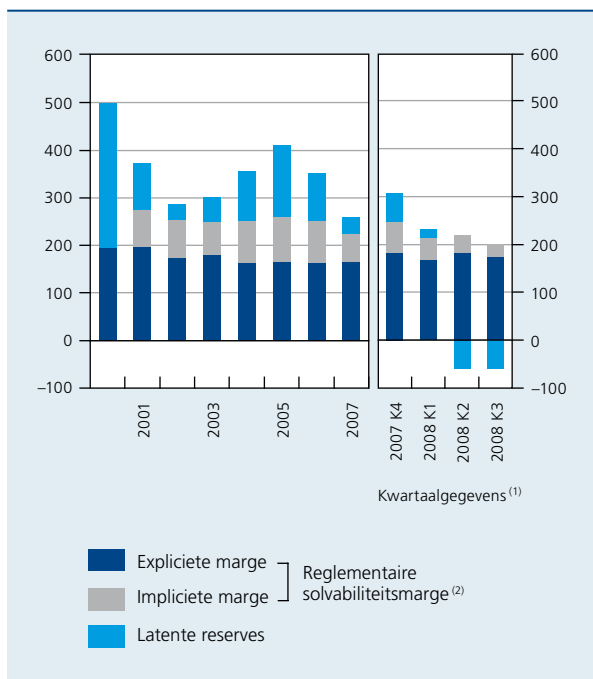
(1) Netto technisch resultaat in procenten van de premie-inkomsten.

(2) Op basis van de gegevens voor de eerste negen maanden.

GRAFIEK 93

SOLVABILITEITSMARGE VAN DE BELGISCHE VERZEKERINGSMACHTSCHAPPIJEN

(procenten van de reglementaire minimummarge)



Bronnen : CBFA, NBB.

(1) De cijfers op kwartaalbasis zijn niet helemaal vergelijkbaar met de definitieve cijfers op jaarbasis. Ze houden onder meer geen rekening met mogelijke winstuitkeringen aan aandeelhouders en verzekerden.

(2) Deze marge is samengesteld uit een expliciete marge – die het eigen vermogen, de achtergestelde schulden en een aantal andere balansposten omvat – en een impliciete marge waarin, met instemming van de CBFA, een aantal andere specifieke elementen zijn opgenomen, waarvan het belangrijkste bestaat uit een deel van de niet-gerealiseerde meerwaarden op de beleggingsportefeuilles.

of -verliezen, tot slot, die de verzekeringsmaatschappijen niet mochten opnemen in hun impliciete marge, vormt een soort van latente reserve. Deze reserve werd zwaar aangetast door de financiële crisis en is in 2008 sterk negatief geworden.

De veranderingen van de rente en het verloop van de obligatieprijzen vormen eveneens een cruciale parameter voor het beheer van de activa en passiva van de verzekeringsmaatschappijen, meer in het bijzonder voor de tak leven. De blootstelling aan renteschommelingen is in feite één van de belangrijkste risico's waarmee de verzekeringsmaatschappijen worden geconfronteerd bij het beheer van hun beleggingen, aangezien de gemiddelde looptijd van de financiële activa van de sector niet samenvalt met die van de passiva. De omvang en de richting zelf van dit ecart verschillen tussen de levens- en niet-levensverzekeringssegmenten, zoals opnieuw werd bevestigd door de stress tests die in 2008 op verzoek van de NBB en de CBFA werden uitgevoerd bij de belangrijkste ondernemingen van de sector.

Eenzijds is het gemiddelde looptijdverschil tussen de beleggingsportefeuilles en de technische voorzieningen doorgaans geringer voor de niet-levensverzekeringen dan voor de levensverzekeringen, zodat de eerste categorie een kleinere blootstelling aan het renterisico inhoudt. Anderzijds is de gemiddelde looptijd van de beleggingsportefeuilles gewoonlijk langer dan de looptijd van de eraan verbonden contracten in het geval van de niet-levensverzekeringen, terwijl het omgekeerde waar is voor de levensverzekeringen. Bij de levensverzekeringen bestaat bovendien een relatieve asymmetrie tussen de negatieve en de positieve effecten van een opwaartse en een neerwaartse verschuiving van de rente. Dit kan worden verklaard door de kenmerken van de levensverzekeringscontracten met gewaarborgd rendement. Krachtens deze contracten kunnen de maatschappijen een gedeelte van de positieve impact van een rentestijging delen met de verzekeringnemer, in de vorm van winstdeelnemingen, terwijl het risico dat gepaard gaat met een rentedaling tot onder het gewaarborgde minimum volledig door deze maatschappijen wordt gedragen.

De aan de financiële beleggingen verbonden risico's van de verzekeringsmaatschappijen zullen uitdrukkelijker in aanmerking worden genomen in de Solvabiliteitsrichtlijn II, die in 2012 in werking zou moeten treden. Net als het nieuwe Bazel II-kader voor de banken, voorziet de voornoemde richtlijn in een systeem met drie pijlers. Dit systeem combineert kwantitatieve normen voor de berekening van de kapitaalvereisten, meer kwalitatief gerichte vereisten inzake risicocontrole – in combinatie met de bevoegdheid voor de toezichhoudende autoriteiten om de vorming van een aanvullend eigen vermogen op te leggen – en ten slotte verplichtingen inzake de verstrekking van informatie om de marktdiscipline te versterken. De kwantitatieve normen van de eerste pijler nemen een veel ruimere waaier van risico's in aanmerking en stellen

TABEL 45 WEERSLAG VAN EEN RENTESCHOK OP DE WAARDE VAN DE NETTOACTIVA VAN DE BELGISCHE VERZEKERINGSMACHTSCHAPPIJEN ⁽¹⁾

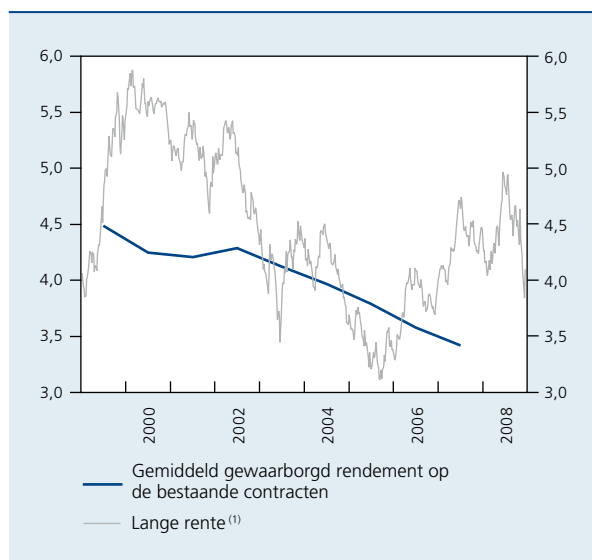
(gegevens aan het einde van juni 2008, procenten van het beschikbare reglementaire eigen vermogen)

	Levensverzekering	Niet-levensverzekering	Totaal
Opwaartse verschuiving	+1,5	-3,0	-0,3
Neerwaartse verschuiving	-31,9	+4,3	-19,5

Bronnen : CBFA, berekeningen van de verzekeringsmaatschappijen, NBB.

(1) Weerslag van een parallelle verschuiving van de rendementscurve met 200 basispunten, berekend op basis van de interne modellen en hypothesen van de belangrijkste maatschappijen.

GRAFIEK 94 **LANGE RENTE EN GEWAARBORGD RENDEMENT OP TAK 21-CONTRACTEN**



Bronnen: CBFA, NBB.

(1) Rendement op de secundaire markt van de tienjaars referentielening van de Belgische Staat (OLO) (daggegevens).

de maatschappijen in staat hun eigen risicobeheersingsmodellen te gebruiken om het vereiste eigen vermogen te berekenen. Bovendien houden ze rekening met de weerslag op de solvabiliteit van de waarderingsprincipes op grond van de reële waarde van zowel de financiële beleggingen, aan de actiefzijde, als de technische

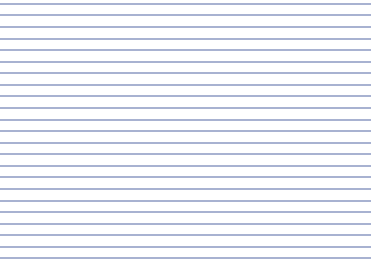
voorzieningen, aan de passiefzijde. Deze laatste vereiste zal een belangrijke anomalie in de huidige berekeningswijze van het reglementaire eigen vermogen corrigeren, te weten de onmogelijkheid om de actualisatievoet van de technische voorzieningen aan te passen wanneer de marktrente schommelt.

Bij de berekening van de reële waarde zal onder meer rekening moeten worden gehouden met de gewaarborgde minimumrendementen voor de polishouders van levensverzekeringscontracten. Het peil van deze gewaarborgde rendementen is van cruciaal belang wanneer de rente op risicoloze instrumenten tot lage niveaus terugloopt, zoals het geval is geweest tijdens het laatste kwartaal van 2008. Een dergelijk verloop dreigt immers de rentabiliteit van sommige contracten met een gewaarborgd rendement te ondermijnen, net zoals enkele jaren geleden is gebeurd toen het rendement voor de verzekeringsmaatschappijen op hun beleggingsportefeuille was gedaald tot ruim beneden het wettelijke plafond van het gewaarborgde minimumrendement, namelijk 4,75 pct. tot eind juni 1999 en later 3,75 pct. Sedertdien heeft de sector deze ongunstige structuur geleidelijk gecorrigeerd door nieuwe contracten aan te bieden met polisclausules en gewaarborgde rendementen die meer in overeenstemming zijn met de risicoloze tarieven en die eveneens herzien kunnen worden als de marktomstandigheden veranderen. Die maatregelen hebben ertoe bijgedragen dat de gewaarborgde gemiddelde rente op contracten van tak 21 is teruggelopen van 4,5 pct. in 1999 tot 3,4 pct. in 2007.



Emile Floors, detail van een ontwerp voor het bankbiljet van
100 frank – 20 belga type 1933, potlood, zonder datum (rond 1930),
verzameling Nationale Bank van België

Bijlagen



Statistische bijlagen

TABEL I BBP EN BELANGRIJKSTE BESTEDINGS-CATEGORIËN, NAAR VOLUME

(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, voor kalenderinvoeden gezuiverde gegevens)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 f
Consumptieve bestedingen van de particulieren	1,1	0,9	0,9	1,1	1,5	2,1	2,0	0,8
Woningen	-4,3	-0,7	3,8	9,8	10,0	7,9	1,3	0,9
Bruto-investeringen in vaste activa door de ondernemingen	3,6	-3,1	-2,4	6,5	5,2	5,6	8,5	6,7
Overheidsbestedingen	1,2	2,7	2,0	1,7	1,4	-0,7	2,4	1,8
Consumptieve bestedingen	2,4	2,9	2,1	1,8	0,4	0,1	2,3	2,1
Bruto-investeringen in vaste activa	-11,6	0,7	0,9	0,5	15,5	-10,6	3,4	-3,2
<i>p.m. Totale bruto-investeringen in vaste activa</i> ⁽¹⁾	0,4	-2,2	-0,7	6,8	7,3	4,8	6,1	4,4
Voorraadwijziging ⁽²⁾	-1,1	0,0	0,1	0,1	0,5	0,9	0,1	0,3
Totaal van de binnenlandse bestedingen	0,1	0,8	0,9	2,5	2,9	3,1	3,0	2,2
Uitvoer van goederen en diensten	1,1	1,2	3,0	6,1	3,9	2,7	3,9	3,0
Totaal van de finale bestedingen	0,6	0,9	1,9	4,2	3,4	2,9	3,4	2,6
Invoer van goederen en diensten	0,3	0,3	3,0	6,0	4,9	2,7	4,4	4,2
<i>p.m. Netto-uitvoer van goederen en diensten</i> ⁽²⁾	0,6	0,8	0,1	0,4	-0,6	0,1	-0,3	-1,0
Bbp	0,8	1,5	1,0	2,8	2,2	3,0	2,6	1,1

Bronnen: INR, NBB.

(1) Woningen, bruto-investeringen in vaste activa door de ondernemingen en bruto-investeringen in vaste activa door de overheid.

(2) Bijdrage tot de verandering van het bbp.

TABEL II BNI EN BELANGRIJKSTE BESTEDINGS-CATEGORIEËN, NAAR VOLUME
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, niet voor kalenderinvoeden gezuiverde gegevens)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 r
Consumptieve bestedingen van de particulieren	1,1	0,8	0,8	1,4	1,2	2,1	2,1	0,9
Woningen	-4,3	-0,7	3,8	9,8	10,0	7,9	1,3	0,9
Bruto-investeringen in vaste activa door de ondernemingen	3,3	-3,0	-2,5	7,0	4,6	5,5	8,6	7,3
Overheidsbestedingen	1,2	2,7	2,0	1,7	1,4	-0,7	2,4	1,8
Consumptieve bestedingen	2,4	2,9	2,1	1,8	0,4	0,1	2,3	2,1
Bruto-investeringen in vaste activa	-11,4	0,5	1,1	0,6	15,5	-10,6	3,4	-3,2
<i>p.m. Totale bruto-investeringen in vaste activa</i> ⁽¹⁾	0,2	-2,2	-0,7	7,1	6,9	4,7	6,2	4,7
Voorraadwijziging ⁽²⁾	-0,9	0,1	0,1	0,2	0,1	0,9	0,3	0,2
Totaal van de binnenlandse bestedingen	0,3	0,7	0,9	2,8	2,2	3,1	3,3	2,2
Uitvoer van goederen en diensten	0,9	1,2	2,9	6,5	3,6	2,6	4,0	3,2
Totaal van de finale bestedingen	0,5	0,9	1,8	4,5	2,9	2,9	3,6	2,7
Invoer van goederen en diensten	0,2	0,2	2,9	6,6	4,1	2,7	4,6	4,4
<i>p.m. Netto-uitvoer van goederen en diensten</i> ⁽²⁾	0,5	0,8	0,1	0,3	-0,3	0,0	-0,4	-0,9
Bbp	0,8	1,5	1,0	3,0	1,8	3,0	2,8	1,2
Handelsoverschot of -tekort (-) als gevolg van de ruilvoetverandering ⁽³⁾	0,1	0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,6	0,4	-2,7
Saldo van de primaire inkomens ontvangens van het buitenland ⁽³⁾	-0,7	-0,2	0,1	-0,5	-0,4	0,2	-0,1	0,0
Bni	0,2	1,7	0,7	2,1	1,2	2,6	3,1	-1,4

Bronnen: INR, NBB.

(1) Woningen, bruto-investeringen in vaste activa door de ondernemingen en bruto-investeringen in vaste activa door de overheid.

(2) Bijdrage tot de verandering van het bbb.

(3) Bijdrage tot de verandering van het bni.

TABEL III DEFALATOREN VAN HET BNI EN VAN DE BELANGRIJKSTE BESTEDINGS-CATEGORIEËN
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, niet voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 r
Consumptieve bestedingen van de particulieren	2,3	1,3	1,6	2,6	2,9	2,8	2,8	4,3
Woningen	4,2	4,5	1,2	4,7	3,2	5,3	3,8	3,7
Bruto-investeringen in vaste activa door de ondernemingen	-0,5	-2,3	1,3	1,8	0,8	2,8	1,5	2,6
Overheidsbestedingen	2,5	3,7	2,6	2,5	4,0	3,3	1,9	4,3
Consumptieve bestedingen	2,6	3,9	2,7	2,5	4,2	3,1	1,8	4,4
Bruto-investeringen in vaste activa	0,6	0,5	1,2	2,2	0,8	5,5	2,5	2,7
<i>p.m. Totale bruto-investeringen in vaste activa</i> ⁽¹⁾	0,6	-0,6	1,3	2,6	1,4	3,7	2,2	3,0
Totaal van de binnenlandse bestedingen ⁽²⁾	2,0	1,5	1,8	2,6	2,9	3,1	2,4	4,0
Uitvoer van goederen en diensten	2,1	-0,5	-2,2	2,4	4,1	3,4	3,0	3,6
Totaal van de finale bestedingen ⁽²⁾	2,1	0,6	-0,1	2,5	3,4	3,2	2,7	3,8
Invoer van goederen en diensten	2,0	-1,2	-2,0	2,8	4,4	4,1	2,6	6,7
<i>p.m. Ruilvoet</i>	0,1	0,7	-0,2	-0,4	-0,3	-0,7	0,5	-2,9
Bbp	2,0	1,9	1,6	2,4	2,4	2,3	2,4	2,2
Bni	1,9	1,4	2,0	2,7	2,6	2,8	2,0	5,0

Bronnen: INR, NBB.

(1) Woningen, bruto-investeringen in vaste activa door de ondernemingen en bruto-investeringen in vaste activa door de overheid.

(2) Exclusief de voorraadwijziging.

TABEL IV BNI EN BELANGRIJKSTE BESTEDINGS-CATEGORIEËN, TEGEN LOPENDE PRIJZEN
(miljoenen euro's, niet voor kalenderinvoeden gezuiverde gegevens)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 f
Consumptieve bestedingen van de particulieren	140.300	143.227	146.763	152.641	158.951	166.819	175.029	184.154
Woningen	11.392	11.818	12.409	14.270	16.199	18.405	19.351	20.246
Bruto-investeringen in vaste activa door de ondernemingen	37.076	35.126	34.700	37.827	39.879	43.278	47.728	52.557
Overheidsbestedingen	60.777	64.749	67.760	70.655	74.495	76.420	79.748	84.611
Consumptieve bestedingen	56.378	60.303	63.212	65.981	69.054	71.287	74.310	79.203
Bruto-investeringen in vaste activa	4.399	4.446	4.549	4.674	5.441	5.133	5.439	5.408
<i>p.m. Totale bruto-investeringen in vaste activa</i> ⁽¹⁾	52.867	51.389	51.657	56.770	61.519	66.815	72.518	78.211
Voorraadwijziging	180	62	810	1.828	1.353	3.506	3.077	7.330
Totaal van de binnenlandse bestedingen	249.724	254.981	262.442	277.220	290.878	308.427	324.933	348.898
Uitvoer van goederen en diensten	219.555	220.969	222.528	242.700	261.658	277.694	297.419	317.986
Totaal van de finale bestedingen	469.279	475.950	484.970	519.920	552.535	586.121	622.351	666.884
Invoer van goederen en diensten	210.396	208.298	210.244	230.291	250.423	267.898	287.434	320.205
<i>p.m. Netto-uitvoer van goederen en diensten</i>	9.159	12.672	12.284	12.408	11.235	9.796	9.984	-2.220
Bbp	258.883	267.652	274.726	289.629	302.112	318.223	334.917	346.679
Saldo van de primaire inkomens ontvangen van het buitenland	3.922	3.384	3.804	2.616	1.421	2.094	1.827	2.070
Bni	262.806	271.036	278.530	292.244	303.533	320.318	336.744	348.748

Bronnen: INR, NBB.

(1) Woningen, bruto-investeringen in vaste activa door de ondernemingen en bruto-investeringen in vaste activa door de overheid.

TABEL V TOEGEVOEGDE WAARDE VAN DE VERSCHILLENDE BEDRIJFSTAKKEN, NAAR VOLUME
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, niet voor kalenderinvoeden gezuiverde gegevens)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	p.m. Procenten van het bbp van 2007
Landbouw, jacht, bosbouw en visserij	-5,5	4,3	-7,6	5,3	-11,6	-4,3	3,4	0,7
Industrie	0,0	-0,8	-1,2	2,9	0,1	3,6	2,6	17,1
Winning van delfstoffen	-11,4	-5,1	0,1	3,2	7,3	10,2	5,0	0,1
Elektriciteit, gas, water	-1,7	-1,9	-0,8	-1,5	-3,2	9,7	2,2	1,9
Verwerkende nijverheid	0,3	-0,7	-1,3	3,6	0,5	2,9	2,6	15,1
waarvan:								
Niet-metaalhoudende mineralen	3,5	-1,3	-3,4	0,1	-2,0	0,2	-0,5	0,8
Ijzer, staal en non-ferrometalen	1,8	0,4	-2,4	4,4	-7,6	1,7	9,1	2,3
Metaalverwerkende nijverheid	-1,4	-4,4	-2,7	1,1	3,4	2,7	-2,1	3,4
Papier, drukkerij, uitgeverij	1,8	-1,7	1,7	5,1	1,0	4,4	4,3	1,1
Chemie en rubber	0,4	2,2	-0,4	6,2	0,0	4,2	-4,3	3,7
Textiel, kleding en schoeisel	-0,3	-1,5	-8,9	0,6	-5,6	5,6	6,4	0,6
Voedingsmiddelen, dranken, tabak	2,2	1,9	2,2	2,8	0,6	1,4	6,6	1,9
Bouwnijverheid	1,0	-1,5	0,9	3,5	3,7	8,4	3,6	4,5
Verhandelbare diensten	2,2	2,3	2,2	2,3	2,7	2,7	3,1	54,4
Handel en herstelling	3,7	4,3	4,9	3,6	-4,1	0,3	7,8	11,4
Financiële diensten	-0,7	10,2	-5,7	8,3	3,2	8,2	-1,4	5,1
Onroerende goederen, verhuur en diensten aan ondernemingen	2,5	0,9	3,1	1,4	6,6	4,2	3,2	20,4
Vervoer en communicatie	3,2	0,5	2,1	-0,4	3,8	0,8	0,7	7,5
Gezondheidszorg en maatschappelijke dienstverlening	3,0	1,2	1,9	1,4	1,4	0,7	2,8	6,1
Horeca en diverse diensten aan gezinnen	-2,0	-1,2	1,4	1,4	2,4	2,0	0,5	3,8
Niet-verhandelbare diensten	0,5	1,6	1,3	1,1	1,4	1,0	0,4	12,3
Toegevoegde waarde van de bedrijfstakken tegen basisprijzen	1,3	1,4	1,2	2,4	1,9	2,9	2,7	89,0
Productgebonden belastingen, ongerekend subsidies ⁽¹⁾	-0,4	0,3	-0,1	0,9	0,2	0,4	0,4	11,0
Bbp	0,8	1,5	1,0	3,0	1,8	3,0	2,8	100,0

Bron: INR.

(1) Bijdrage tot de verandering van het bbp.

TABEL VI **ARBEIDSMARKT**
(jaargemiddelden, duizenden personen)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 r
Bevolking op arbeidsleeftijd ⁽¹⁾	6.743	6.774	6.805	6.835	6.879	6.942	7.012	7.070
Beroepsbevolking	4.670	4.686	4.735	4.804	4.879	4.932	4.954	4.998
Nationale werkgelegenheid	4.200	4.194	4.197	4.227	4.283	4.343	4.422	4.493
Grensarbeiders (saldo)	50	50	51	53	53	56	57	57
Binnenlandse werkgelegenheid	4.150	4.144	4.146	4.175	4.229	4.287	4.365	4.436
Zelfstandigen	690	684	679	680	687	695	703	710
Loontrekkenden	3.460	3.461	3.467	3.495	3.542	3.593	3.662	3.726
Conjunctuurgevoelige bedrijfstakken ⁽²⁾	2.227	2.204	2.183	2.191	2.214	2.249	2.303	2.346
Overheid en onderwijs	713	725	735	744	759	765	768	770
Overige niet-marktdiensten ⁽³⁾	519	532	550	559	570	578	592	611
Werkloosheid ⁽⁴⁾	470	492	538	577	596	588	533	505

Bronnen: ADSEI, FPB, INR, RVA, NBB.

(1) Personen in de leeftijds categorie van 15 tot 64 jaar.

(2) Namelijk de bedrijfstakken « landbouw, jacht, bosbouw en visserij », « industrie », « bouwrijverheid », « handel, vervoer en communicatie » en « financiële diensten, vastgoed, verhuur en diensten aan ondernemingen ».

(3) Namelijk de bedrijfstakken « gezondheidszorg en maatschappelijke dienstverlening », « gemeenschapsvoorzieningen en sociale en persoonlijke diensten » en « particuliere huishoudens met werknemers ».

(4) Niet-werkende werkzoekenden, bestaande uit de uitkeringsgerechtigde volledig werklozen exclusief de niet-werkzoekende oudere werklozen, alsook de andere verplicht of vrijwillig ingeschreven werkzoekenden.

TABEL VII WERKGELEGENHEIDSGRAAD(procenten van de beroepsbevolking in de leeftijdscategorie van 15 tot 64 jaar⁽¹⁾, jaargemiddelden)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Gemiddelde van de eerste drie kwartalen	
								2007	2008
Totaal	59,9	59,9	59,6	60,3	61,1	61,0	62,0	61,8	62,4
Naar geslacht									
Vrouwen	51,0	51,4	51,8	52,6	53,8	54,0	55,3	54,9	56,2
Mannen	68,8	68,3	67,3	67,9	68,3	67,9	68,7	68,7	68,5
Naar leeftijd									
Van 15 tot 24 jaar	29,7	29,4	27,4	27,8	27,3	27,6	27,5	27,2	27,2
Van 25 tot 54 jaar	76,6	76,5	76,5	77,3	78,3	78,4	79,7	79,5	80,5
Van 55 tot 64 jaar	25,1	26,6	28,1	30,0	31,9	32,0	34,4	34,1	34,3
Naar gewest									
Brussel	53,9	54,5	53,2	54,1	54,8	53,4	54,8	54,6	55,9
Vlaanderen	63,4	63,5	62,9	64,3	64,9	65,0	66,1	65,9	66,6
Wallonië	55,4	54,9	55,4	55,1	56,1	56,1	57,0	56,7	57,0
Naar scholingsniveau									
Ten hoogste lager secundair	42,1	41,7	41,2	40,5	40,4	40,1	40,5	40,4	39,6
Ten hoogste hoger secundair	65,0	64,9	63,9	64,7	65,5	65,1	65,9	65,8	67,4
Hoger	83,3	82,5	82,2	82,5	82,8	82,4	83,7	83,2	82,8

Bron: ADSEI.

(1) Deze werkgelegenheidsgraden zijn berekend op basis van de geharmoniseerde gegevens uit de arbeidskrachtentelling.

TABEL VIII WERKLOOSHEIDSGRAAD(procenten van de overeenstemmende beroepsbevolking in de leeftijdscategorie van 15 tot 64 jaar⁽¹⁾, jaargemiddelden)

	Jaar										Gemiddelde van de eerste drie kwartalen	
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007	2007	2008		
Totaal	6,6	7,6	8,2	8,5	8,5	8,3	7,5	7,6	7,6	7,1		
Naar geslacht												
Vrouwen	7,5	8,7	8,9	9,6	9,6	9,4	8,5	8,7	8,7	7,6		
Mannen	6,0	6,7	7,7	7,6	7,7	7,5	6,7	6,8	6,8	6,7		
Naar leeftijd												
Van 15 tot 24 jaar	16,9	17,7	21,8	21,2	21,5	20,5	18,8	19,3	19,3	18,0		
Van 25 tot 54 jaar	5,6	6,6	7,1	7,4	7,4	7,2	6,6	6,7	6,7	6,2		
Van 55 tot 64 jaar	3,2	4,1	3,0	3,9	4,4	4,8	4,2	4,4	4,4	4,5		
Naar gewest												
Brussel	13,0	14,7	15,8	15,9	16,5	17,7	17,2	17,5	17,5	16,2		
Vlaanderen	4,0	4,9	5,7	5,4	5,5	5,0	4,4	4,5	4,5	4,0		
Wallonië	9,9	10,6	10,9	12,1	11,9	11,8	10,5	10,6	10,6	10,1		
Naar scholingsniveau												
Ten hoogste lager secundair	10,0	11,7	12,5	13,3	14,1	14,0	13,0	13,0	13,0	12,9		
Ten hoogste hoger secundair	6,6	7,4	8,4	8,5	8,5	8,2	7,6	7,7	7,7	6,7		
Hoger	3,5	4,1	4,4	4,7	4,5	4,5	3,8	3,9	3,9	3,8		

Bron: ADSEI.

(1) Deze werkloosheidsgraden zijn berekend op basis van de geharmoniseerde gegevens uit de arbeidskrachtentelling.

TABEL IX GEHARMONISEERDE CONSUMPTIEPRIJSINDEX

(veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar)

	Totaal				p.m. Nationale consumptieprijsindex			p.m. Gezondheidsindex ⁽³⁾
	Energiedragers	Niet-bewerkte levensmiddelen ⁽¹⁾	Onderliggende inflatieindex ⁽²⁾	Diensten				
				Bewerkte levensmiddelen	Niet-energetische industriële goederen	Diensten		
2001	2,4	1,4	2,1	2,2	2,0	2,0	2,5	2,7
2002	1,6	-3,6	2,1	1,5	1,7	2,6	1,6	1,8
2003	1,5	0,2	1,7	2,8	1,0	1,9	1,6	1,5
2004	1,9	6,6	1,4	2,2	0,3	2,1	2,1	1,6
2005	2,5	12,7	1,4	2,0	0,3	2,1	2,8	2,2
2006	2,3	7,3	1,6	2,1	0,9	2,1	1,8	1,8
2007	1,8	0,2	1,9	4,7	0,9	1,9	1,8	1,8
2008	4,5	19,8	2,7	7,8	1,3	2,3	4,5	4,2
2008 Januari	3,5	13,3	2,5	8,5	1,4	1,5	3,5	2,8
Februari	3,6	15,0	2,5	8,7	1,2	1,5	3,6	3,1
Maart	4,4	20,7	2,6	8,3	1,2	1,9	4,4	3,9
April	4,1	20,7	2,2	8,3	1,3	1,1	4,2	3,7
Mei	5,1	26,4	2,5	8,5	1,4	1,5	5,2	4,6
Juni	5,8	31,2	2,8	8,7	1,4	2,1	5,8	5,1
Juli	5,9	31,4	2,8	8,7	1,1	2,3	5,9	5,2
Augustus	5,4	26,6	2,9	8,5	1,1	2,6	5,4	4,9
September	5,5	26,6	3,0	7,9	1,3	2,9	5,5	5,1
Oktober	4,8	19,2	3,1	7,0	1,5	3,2	4,7	4,8
November	3,2	6,5	2,9	5,8	1,5	3,2	3,1	3,9
December	2,7	3,1	2,7	4,5	1,5	3,1	2,6	3,5

Bronnen: EC, ADSEI.

(1) Fruit, groenten, vlees en vis.

(2) Gemeten aan de hand van de HICP, ongerekend niet-bewerkte levensmiddelen en energiedragers.

(3) Nationale consumptieprijsindex, ongerekend de producten die schadelijk worden geacht voor de gezondheid, namelijk tabak, alcoholhoudende dranken, benzine en diesel.

TABEL X INKOMENSREKENING VAN DE VERSCHILLENDE SECTOREN, TEGEN LOPENDE PRIJZEN⁽¹⁾
(miljoenen euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 f
Particulieren								
Bruto primair inkomen	205.226	208.125	209.178	213.854	220.771	230.727	244.127	255.483
Lonen en salarissen ⁽²⁾	138.074	143.425	146.277	150.283	155.420	162.903	172.372	180.948
Inkomens uit vermogen ⁽³⁾	29.721	27.795	25.240	25.192	25.311	26.080	27.601	28.652
Bruto gemengd inkomen	24.613	24.116	24.639	25.235	25.915	26.598	27.841	28.985
Bruto-exploitatieoverschot	12.818	12.789	13.022	13.144	14.126	15.146	16.313	16.898
Lopende overdrachten ⁽³⁾	-38.981	-39.588	-38.920	-39.712	-40.866	-41.175	-43.902	-46.511
Ontvangen overdrachten	55.678	58.444	60.554	62.949	65.310	66.865	70.117	73.651
Betaalde overdrachten (-)	-94.660	-98.032	-99.474	-102.661	-106.177	-108.039	-114.018	120.162
Bruto beschikbaar inkomen	166.245	168.537	170.258	174.142	179.905	189.553	200.225	208.972
<i>p.m. in reële termen⁽⁴⁾</i>	185.650	185.858	184.782	184.183	184.976	189.553	194.778	194.938
<i>(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)</i>	(2,3)	(0,1)	(-0,6)	(-0,3)	(0,4)	(2,5)	(2,8)	(0,1)
Vennootschappen								
Bruto primair inkomen	38.040	40.797	45.963	51.807	54.253	58.919	61.728	62.329
Bruto-exploitatieoverschot	51.805	54.528	57.539	64.823	69.765	74.785	79.330	80.912
Inkomens uit vermogen ⁽³⁾	-13.765	-13.732	-11.576	-13.016	-15.512	-15.866	-17.602	-18.584
Lopende overdrachten ⁽³⁾	-6.480	-6.549	-6.370	-7.567	-8.559	-9.901	-9.431	-8.511
Bruto beschikbaar inkomen	31.561	34.248	39.593	44.240	45.695	49.018	52.297	53.817
Overheid								
Bruto primair inkomen	19.539	22.114	23.389	26.583	28.509	30.672	30.889	30.937
Lopende overdrachten ⁽³⁾	42.972	43.348	41.553	43.278	45.486	47.228	49.648	51.023
Bruto beschikbaar inkomen	62.511	65.462	64.942	69.862	73.994	77.900	80.537	81.960
Buitenland								
Bruto beschikbaar inkomen	2.490	2.789	3.738	4.000	3.939	3.848	3.685	3.998
Bni	262.806	271.036	278.530	292.244	303.533	320.318	336.744	348.748

Bronnen: INR, NBB.

(1) De gegevens van deze tabel worden in brutotermen opgesteld, d.w.z. vóór aftrek van het verbruik van vast kapitaal.

(2) Bezoldigingen (exclusief die van de eigenaars-ondernemers), met inbegrip van de socialezekerheidsbijdragen, en overheidspensioenen.

(3) Het gaat om nettobedragen, d.w.z. het verschil tussen de van andere sectoren ontvangen en de aan andere sectoren betaalde inkomens of overdrachten, met uitzondering van de overdrachten in natura.

(4) Gegevens gedeïfleerd aan de hand van de deflator van de consumptieve bestedingen van de particulieren.

TABEL XI SYNTHESE VAN DE TRANSACTIES VAN DE GROTE SECTOREN VAN DE ECONOMIE, TEGEN LOPENDE PRIJZEN ⁽¹⁾
(miljoenen euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 f
1. Particulieren								
1.1 Bruto beschikbaar inkomen	166.245	168.537	170.258	174.142	179.905	189.553	200.225	208.972
<i>p.m. Bruto alternatief beschikbaar inkomen</i>	200.453	204.543	208.470	214.586	222.322	233.260	245.955	257.783
1.2 Wijziging in de rechten van de particulieren op de pensioenfondsen	1.607	1.541	1.716	1.857	2.009	1.959	2.517	2.427
1.3 Consumptieve bestedingen	140.300	143.227	146.763	152.641	158.951	166.819	175.029	184.154
<i>p.m. Werkelijke consumptie</i>	174.507	179.233	184.975	193.085	201.368	210.526	220.758	232.965
1.4 Bruto besparingen (1.1 + 1.2 - 1.3)	27.553	26.851	25.210	23.358	22.963	24.692	27.714	27.245
<i>p.m. Procenten van het bruto beschikbare inkomen⁽²⁾</i>	16,4	15,8	14,7	13,3	12,6	12,9	13,7	12,9
<i>p.m. Procenten van het bruto alternatieve beschikbare inkomen⁽²⁾</i>	13,6	13,0	12,0	10,8	10,2	10,5	11,2	10,5
1.5 Kapitaaloverdrachten ⁽³⁾	-569	-338	-819	-1.100	-1.307	-1.296	-1.384	-1.574
1.6 Bruto kapitaalvorming	13.543	14.228	14.478	16.595	18.429	20.787	22.066	23.104
1.7 Financieringssaldo (1.4 + 1.5 - 1.6)	13.440	12.286	9.913	5.664	3.227	2.609	4.265	2.568
2. Vennootschappen								
2.1 Bruto beschikbaar inkomen	31.561	34.248	39.593	44.240	45.695	49.018	52.297	53.817
2.2 Wijziging in de rechten van de particulieren op de pensioenfondsen	-1.606	-1.540	-1.721	-1.853	-2.008	-1.956	-2.516	-2.426
2.3 Bruto besparingen (2.1 + 2.2)	29.954	32.708	37.872	42.387	43.687	47.062	49.782	51.391
2.4 Kapitaaloverdrachten ⁽³⁾	803	897	-1.801	1.004	8.638	1.890	2.108	1.607
2.5 Bruto-investeringen in vaste activa	34.839	32.613	32.531	35.401	37.551	40.797	44.910	49.454
2.6 Voorraadwijziging	270	160	905	1.932	1.448	3.601	3.175	7.571
2.7 Financieringssaldo (2.3 + 2.4 - 2.5 - 2.6)	-4.351	832	2.636	6.058	13.326	4.554	3.804	-4.027
3. Overheid								
3.1 Bruto beschikbaar inkomen	62.511	65.462	64.942	69.862	73.994	77.900	80.537	81.960
<i>p.m. Bruto alternatief beschikbaar inkomen</i>	28.303	29.456	26.730	29.478	31.577	34.192	34.808	33.749
3.2 Wijziging in de rechten van de particulieren op de pensioenfondsen	-1	-1	5	-4	-1	-3	-2	-1
3.3 Consumptieve bestedingen	56.378	60.303	63.212	65.981	69.054	71.287	74.310	79.203
<i>p.m. Werkelijke consumptie</i>	22.170	24.297	25.000	25.537	26.637	27.579	28.580	30.392
3.4 Bruto besparingen (3.1 + 3.2 - 3.3)	6.132	5.158	1.735	3.877	4.939	6.610	6.226	2.757
3.5 Kapitaaloverdrachten ⁽³⁾	-703	-1.008	2.437	-61	-7.648	-604	-1.898	-1.229
3.6 Bruto-investeringen in vaste activa	4.399	4.446	4.549	4.674	5.441	5.133	5.439	5.408
3.7 Voorraadwijziging	-4	4	5	-4	3	3	5	5
3.8 Financieringssaldo volgens het ESR 1995 (3.4 + 3.5 - 3.6 - 3.7)	1.033	-300	-381	-855	-815	871	-1.116	-3.885
<i>p.m. Financieringssaldo volgens de EDP⁽⁴⁾</i>	1.173	-123	-170	-532	-750	1.093	-966	-3.727
4. Geheel van de binnenlandse sectoren								
4.1 Financieringssaldo (1.7 + 2.7 + 3.8)	10.122	12.818	12.168	10.867	8.400	8.034	6.953	-5.344

Bronnen: INR, NBB.

(1) De gegevens van deze tabel worden in brutotermen opgesteld, d.w.z. vóór aftrek van het verbruik van vast kapitaal.

(2) Beschikbaar inkomen, inclusief de wijziging in de rechten van de particulieren op de pensioenfondsen.

(3) Het gaat om nettobedragen, d.w.z. het verschil tussen de van andere sectoren ontvangen en de aan andere sectoren betaalde overdrachten, inclusief de netto-aankopen van niet-geproduceerde niet-financiële activa en de netto-aankopen van kostbaarheden.

(4) De methodologie van het ESR 1995 werd in 2001 aangepast om de netto rentewinsten uit bepaalde financiële transacties, zoals swaps en forward rate agreements (FRAs), uit de berekening van het financieringssaldo te weren. In het kader van de procedure bij buitensporige overheidstekorten (EDP) wordt met deze correctie evenwel geen rekening gehouden; dit is evenmin het geval voor de evaluatie van de stabiliteitsprogramma's door de EC.

TABEL XII ONTVANGSTEN, UITGAVEN EN FINANCIERINGSSALDO VAN DE OVERHEID

(miljoenen euros)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 r
Ontvangsten ⁽¹⁾	118.134	123.720	128.489	133.267	140.405	142.321	149.175	155.007	160.947	167.219
Fiscale en parafiscale ontvangsten	106.585	111.764	115.064	119.519	121.410	128.619	133.835	139.453	145.023	150.512
Heffingen die in hoofdzaak op de inkomens uit arbeid wegen ..	63.598	66.837	70.102	72.689	73.740	76.270	78.347	80.078	83.874	88.835
Personenbelasting ⁽²⁾	29.032	31.131	32.712	33.440	33.677	34.900	36.058	36.142	37.385	39.598
Sociale bijdragen ⁽³⁾	34.566	35.706	37.390	39.249	40.063	41.370	42.288	43.936	46.489	49.237
Belastingen op de vennootschapswinsten ⁽⁴⁾	7.702	8.089	8.091	8.142	9.121	9.211	10.223	11.808	12.123	11.734
Heffingen op de overige inkomens en op het vermogen ⁽⁵⁾	7.982	8.526	8.700	9.052	9.518	10.422	11.147	11.542	12.245	12.569
Belastingen op goederen en diensten	27.304	28.312	28.171	29.637	30.241	32.717	34.118	36.025	36.781	37.374
Niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten ⁽⁶⁾	11.549	11.956	13.425	13.749	18.995	13.702	15.340	15.554	15.924	16.706
Uitgaven exclusief rentelasten	103.226	107.076	110.609	118.114	129.073	129.262	144.260	141.406	149.075	158.011
Sociale uitkeringen	51.680	53.737	56.506	59.654	63.109	66.398	68.965	70.947	74.651	79.854
Vervangingsinkomens	30.023	30.748	32.120	34.291	35.812	37.331	38.702	39.939	42.131	44.818
Pensioenen van de particuliere sector	20.250	20.968	21.866	22.942	23.812	24.799	25.777	26.735	28.625	30.694
Pensioenen van de overheid	14.149	14.549	15.110	15.722	16.253	16.686	17.344	17.843	18.496	19.891
Inkomensgarantie voor ouderen	6.101	6.418	6.757	7.220	7.559	8.113	8.433	8.893	10.129	10.804
Brugpensioenen	227	249	258	258	264	283	276	269	340	361
Werkloosheidsuitkeringen	1.215	1.163	1.153	1.144	1.184	1.239	1.257	1.301	1.359	1.423
Loopbaanonderbrekingen en tijdskrediet	4.504	4.381	4.637	5.356	5.747	6.024	6.121	6.097	5.825	5.866
Ziekte- en invaliditeitsuitkeringen	197	236	274	352	432	488	556	590	647	704
Arbeidsongevallen en beroepsziekten	2.722	2.840	3.023	3.208	3.366	3.485	3.636	3.840	4.152	4.552
Leeftoon	485	486	489	495	494	495	503	504	501	501
Overige sociale uitkeringen ⁽⁷⁾	424	426	420	536	514	517	575	604	683	717
waarvan:	21.657	22.989	24.386	25.364	27.297	29.067	30.264	31.008	32.519	35.036
Gezondheidszorg	13.208	13.999	15.027	15.372	16.745	18.053	18.896	19.255	20.287	22.061
Kinderbijslag	4.261	4.324	4.433	4.564	4.637	4.731	4.850	5.023	5.162	5.466
Overige primaire uitgaven	51.547	53.339	54.103	58.459	62.964	62.864	75.294	70.459	74.425	78.157
Bezoldigingen van het overheidspersoneel	28.032	29.039	30.326	32.532	33.833	34.659	36.423	37.858	39.273	41.190
Lopende aankopen van goederen en diensten	7.775	8.193	8.688	10.099	10.291	10.608	10.890	11.440	11.831	12.837
Subsidies aan ondernemingen	3.046	3.199	3.335	3.345	3.818	3.539	4.955	5.603	6.543	7.388
Lopende overdrachten aan het buitenland	2.018	2.006	2.167	2.427	2.787	3.077	3.230	3.287	3.250	3.431
Overige lopende overdrachten	2.879	2.871	3.044	3.177	3.484	3.789	4.013	4.147	3.854	4.182
Bruto-investeringen in vaste activa	4.658	4.934	4.399	4.446	4.549	4.674	5.441	5.133	5.439	5.408
Overige kapitaaluitgaven	3.139	3.097	2.144	2.435	4.202	2.517	10.342	2.992	4.234	3.772
Saldo exclusief rentelasten	14.908	16.644	17.880	15.154	14.332	13.059	4.916	13.601	11.872	9.208
Rentelasten	16.332	16.709	16.847	15.454	14.713	13.914	13.068	12.731	12.988	13.093
Financieringsaldo volgens het ESR 1995	-1.424	-64	1.033	-300	-381	-855	-8.153	871	-1.116	-3.885
<i>p.m. Financieringsaldo volgens de EDP⁽⁸⁾</i>	-1.407	41	1.173	-123	-170	-532	-7.750	1.093	-966	-3.727

Bronnen: EC, INR, NBB.

(1) Conform het ESR 1995 wordt de opbrengst van de door de overheid aan de EU overgedragen fiscale ontvangsten niet opgenomen in de totale overheidsontvangsten.

(2) In hoofdzaak de bedrijfsvoorheffing, de voorafbetalingen, de inkoeringen en de opbrengst van de oprentingen op de personenbelasting.

(3) Geheel van de sociale bijdragen, inclusief de bijzondere bijdrage voor de sociale zekerheid en de bijdragen van de niet-werkende bevolking.

(4) In hoofdzaak de voorafbetalingen, de inkoeringen en de roerende voorheffing van de vennootschappen.

(5) In hoofdzaak de roerende voorheffing van de particulieren, de onroerende voorheffing (inclusief de opbrengst van de succesie- en registratierechten).

(6) Inkomens uit vermogen, toegerekende sociale bijdragen, lopende overdrachten en kapitaaloverdrachten van andere sectoren en verkopen van geproduceerde goederen en diensten.

(7) Naast de twee belangrijkste in de tabel vermelde subcategorieën omvat deze rubriek hoofdzakelijk de uitkeringen aan gehandicapten en de overdrachten naar de instellingen die hen verzorgen, de uitkeringen van de fondsen voor bestaanszekerheid en de pensioenen voor oorlogsachttoffers.

(8) De methodologie van het ESR 1995 werd in 2001 aangepast om de netto rentewinsten uit bepaalde financiële transacties, zoals swaps en forward rate agreements (FRAs), uit de berekening van het financieringsaldo te weren. In het kader van de procedure bij buitensporige overheidskortoren (EDP) wordt niet deze correctie evenwel geen rekening gehouden, dat is evenmin het geval voor de evaluatie van de stabiliteitsprogramma's door de EC.

TABEL XIII FINANCIERINGSSALDO PER DEELSECTOR VAN DE OVERHEID
(miljoenen euros)

	Entiteit I			Entiteit II			Overheid	
	Federale overheid	Sociale zekerheid	Totaal	Gemeenschappen en gewesten	Lokale overheid	Totaal	Volgens het ESR 1995	p.m. Volgens de EDP ⁽¹⁾
1999	-3.781	1.554	-2.227	921	-118	803	-1.424	-1.407
2000	-1.165	1.345	181	610	-855	-245	-64	41
2001	-2.385	1.795	-591	1.953	-329	1.624	1.033	1.173
2002	-684	1.360	676	-382	-594	-976	-300	-123
2003	754	-737	17	26	-424	-398	-381	-170
2004	-649	154	-496	152	-511	-359	-855	-532
2005	-8.005	-11	-8.016	721	-858	-137	-8.153	-7.750
2006	-150	1.267	1.117	622	-868	-247	871	1.093
2007	-3.742	1.824	-1.918	993	-191	802	-1.116	-966
2008 r	-5.481	1.255	-4.225	137	203	340	-3.885	-3.727

Bronnen: EC, INR, NBB.

(1) De methodologie van het ESR 1995 werd in 2001 aangepast om de netto rentewinsten uit bepaalde financiële transacties, zoals swaps en forward rate agreements (FRAs), uit de berekening van het financieringssaldo te weren. In het kader van de procedure bij buitensporige overheidstekorten (EDP) wordt met deze correctie evenwel geen rekening gehouden; dat is evenmin het geval voor de evaluatie van de stabiliteitsprogramma's door de EC.

TABEL XIV GECONSOLIDEERDE BRUTOSCHULD VAN DE OVERHEID ⁽¹⁾
(uitstaand bedrag aan het einde van de periode, miljoenen euro's)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1. Officiële schuld van de Schatkist	246.755	251.061	257.163	262.752	263.018	265.518	269.160	270.601	285.226	310.215
In euro	236.314	242.455	250.085	257.288	259.295	263.074	267.420	269.145	284.288	305.700
Voor ten hoogste een jaar	36.553	33.310	34.851	31.115	30.222	30.355	31.036	32.243	37.891	54.162
Voor meer dan een jaar	199.762	209.144	215.234	226.173	229.073	232.719	236.384	236.902	246.397	251.539
In vreemde valuta's	10.441	8.606	7.079	5.464	3.724	2.444	1.740	1.456	937	4.515
2. Elementen van de officiële schuld van de Schatkist niet begrepen in de geconsolideerde brutoschuld ⁽²⁾	4.595	5.429	4.572	3.996	3.459	0	0	0	0	0
3. Andere verplichtingen van de federale overheid ⁽³⁾	12.982	11.533	14.034	14.286	8.886	8.039	12.781	12.086	9.496	n.
4. Consolidatie tussen de entiteiten van de federale overheid ⁽⁴⁾	3.792	4.189	7.745	12.974	17.358	21.246	22.649	21.454	30.718	n.
waarvan: Activa van het Zilverfonds ⁽⁵⁾	–	–	374	1.087	4.266	12.492	13.504	14.661	15.494	16.183
5. Geconsolideerde brutoschuld van de federale overheid (1 – 2 + 3 – 4)	251.351	252.975	258.881	260.067	251.088	252.312	259.292	261.232	264.003	n.
6. Geconsolideerde brutoschuld van de gemeenschappen en gewesten	18.376	17.165	16.800	16.776	15.305	14.875	13.100	12.642	12.142	n.
7. Geconsolideerde brutoschuld van de lokale overheid	12.163	13.213	14.179	14.446	14.860	15.677	15.747	16.410	16.861	n.
8. Geconsolideerde brutoschuld van de sociale zekerheid	1.429	1.237	0	103	90	52	428	0	0	n.
9. Consolidatie tussen de deelsectoren van de overheid ⁽⁶⁾	12.640	13.300	14.032	14.263	10.128	9.742	10.175	10.817	12.048	n.
10. Geconsolideerde brutoschuld van de overheid ⁽¹⁾ (5 + 6 + 7 + 8 – 9)	270.679	271.291	275.827	277.130	271.215	273.173	278.392	279.467	280.958	307.584 r

Bronnen: FOD Financiën, NBB.

(1) Schuld zoals die is gedefinieerd in de Europese verordening (EG) nr. 3605/93 van de Raad van 22 november 1993 betreffende de toepassing van het aan het verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap gehechte protocol op de procedure bij buitensporige overheidstekorten.

(2) In hoofdzaak de schatkistcertificaten overgedragen aan het IMF.

(3) In hoofdzaak de gedebiteerde schuld van de Schatkist, de schulden van de Deposito- en consignaatiekas, van het ALESH (tot 2002) en van het FSI (vanaf 2005), en de muntstukken in omloop.

(4) Schuld van de federale overheid waarvan de tegenpost een actief is van een entiteit van de federale overheid.

(5) Met inbegrip van de gekapitaliseerde interesten op de «Schatkistbons-Zilverfonds».

(6) Schuld van een deelsector van de overheid waarvan de tegenpost een actief is van een andere deelsector van de overheid.

TABEL XV LOPEND EN KAPITAALVERKEER OP TRANSACTIEBASIS
(miljoenen euros)

	Eerste negen maanden								
	2006			2007			2008		
	Credit	Debet	Saldo	Credit	Debet	Saldo	Credit	Debet	Saldo
1. Totaal van het lopende verkeer op transactiebasis	337.489	331.170	6.319	371.955	366.361	5.594	312.200	315.469	-3.269
Goederen en diensten	271.349	263.771	7.578	293.747	287.466	6.281	243.388	246.612	-3.224
Goederen	223.967	221.385	2.582	236.103	234.647	1.456	196.685	204.228	-7.543
Algemene goederen	209.556	209.306	250	220.533	222.612	-2.079	185.257	194.294	-9.037
Loonwerk	12.114	10.786	1.328	13.773	10.782	2.991	9.962	8.572	1.390
Herstelling van goederen	320	242	78	454	226	228	179	248	-69
Goederen gekocht in havens	1.604	611	993	1.258	880	378	1.254	911	343
Niet-monetair goud	373	440	-67	85	147	-62	33	203	-170
Diensten	47.382	42.386	4.996	57.644	52.819	4.825	46.703	42.384	4.319
Vervoer	12.467	10.386	2.081	18.106	14.878	3.228	13.931	11.833	2.098
Reisverkeer	8.199	12.370	-4.171	7.939	12.583	-4.644	6.638	10.015	-3.377
Communicatie	1.623	1.270	353	2.819	2.280	539	1.926	1.450	476
Constructie	1.771	748	1.023	789	580	209	713	497	216
Verzekeringen	737	436	301	730	530	200	891	762	129
Financiële diensten	2.877	2.751	126	2.677	1.973	704	2.105	1.707	398
Informatica en berichtgeving	2.288	1.581	707	2.193	1.653	540	1.803	1.289	514
Royalty's en licenties	1.228	859	369	1.194	1.365	-171	590	1.086	-496
Andere diensten aan ondernemingen	13.913	10.902	3.011	16.658	13.485	3.173	14.536	11.215	3.321
waarvan: Driehoekshandel (netto)	1.408	-	1.408	4.580	-	4.580	3.540	-	3.540
Persoonlijke, culturele en ontspanningsdiensten	444	396	48	267	372	-105	313	320	-7
Niet elders vermelde overheidsdiensten	1.835	687	1.148	1.633	1.44	1.489	1.248	139	1.109
Niet toegewezen diensten	-	-	-	2.639	2.976	-337	2.009	2.071	-62
Inkomens	59.128	55.161	3.967	71.870	67.581	4.289	62.782	59.121	3.661
Inkomens uit arbeid	5.761	1.698	4.063	6.155	1.978	4.177	4.565	1.443	3.122
Inkomens uit beleggingen en investeringen	53.367	53.463	-96	65.715	65.603	112	58.217	57.678	539
Lopende overdrachten	7.012	12.238	-5.226	6.338	11.314	-4.976	6.030	9.736	-3.706
Overheid	2.388	6.641	-4.253	2.145	6.443	-4.298	1.731	5.028	-3.297
Andere sectoren	4.624	5.597	-973	4.193	4.871	-678	4.299	4.708	-409
2. Totaal van het kapitaalverkeer	768	1.104	-336	397	1.463	-1.066	527	1.498	-971
Kapitaaloverdrachten	179	572	-393	220	476	-256	308	315	-7
Aan- en verkoop van niet-geproduceerde, niet-financiële activa	589	532	57	177	987	-810	219	1.183	-964
3. Nettolening aan het buitenland (1 + 2)	338.257	332.274	5.983	372.352	367.824	4.528	312.727	316.967	-4.240

Bron: NBB.

TABEL XVI **VORMING VAN FINANCIËLE ACTIVA DOOR EN NIEUWE FINANCIËLE VERPLICHTINGEN VAN DE PARTICULIEREN**
(miljoenen euros)

	Eerste negen maanden										p. m. Eind september 2008 uitstaand bedrag	
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008		
Vorming van financiële activa	25.793	18.654	21.874	17.735	18.935	16.720	24.697	23.697	30.474	17.294	10.223	837.696
Voor ten hoogste een jaar	-600	8	7.773	9.577	14.372	21.643	15.516	12.258	9.374	5.333	1.720	260.544
Blijetten, muntstukken en zichtdeposito's	3.775	2.117	-3.606	4.383	3.537	6.752	6.050	1.208	-67	498	1.297	54.402
Spaardeposito's	3.422	-5.129	5.554	11.543	17.934	14.180	8.335	1.740	-8.774	-9.542	-5.338	136.312
Termijndeposito's	-7.138	3.247	4.204	-5.541	-4.909	93	420	11.083	17.508	13.730	4.508	63.055
Vastrentende effecten	-135	252	575	-1.258	-357	-244	-113	238	739	707	856	2.228
Deelbewijzen van monetaire ICB's	-524	-479	1.046	450	-1.832	862	824	-2.011	-32	-59	398	4.548
Voor meer dan een jaar	25.350	18.803	15.817	8.031	4.907	5.790	8.762	11.072	19.778	11.483	8.988	567.005
Termijndeposito's	-279	-467	223	-503	-627	-371	-637	35	1.329	1.159	3.186	7.571
Vastrentende effecten	5.605	975	-4.084	-8.383	-15.727	-17.019	-13.962	-10.084	-1.285	-2.391	4.475	73.554
Aandelen en overige participaties	1.650	-1.347	12	2.950	-4.123	-215	-8.265	-537	6.189	2.439	10.279	184.905
Deelbewijzen van niet-monetaire ICB's	10.143	8.079	9.036	3.589	9.879	5.772	9.106	8.363	-1.141	384	-16.525	91.711
Verzekeringstechnische voorzieningen ⁽¹⁾	8.232	11.562	10.630	10.379	15.504	17.623	22.519	13.295	14.687	9.892	7.574	209.264
Overige activa ⁽²⁾	1.042	-157	-1.716	127	-344	-10.713	419	367	1.322	478	-485	10.148
Nieuwe financiële verplichtingen	5.355	2.121	-167	4.137	5.501	6.317	11.901	12.356	14.301	8.341	8.693	174.443
Leningen voor ten hoogste een jaar	1.601	-659	-1.203	280	-998	-167	811	-54	154	118	603	6.681
Leningen voor meer dan een jaar	3.040	3.191	2.557	4.331	6.505	5.864	11.419	11.867	13.260	9.162	9.336	159.604
Hypothecaire leningen	5.473	2.360	2.394	4.947	6.165	6.333	10.037	10.748	11.949	8.027	7.836	130.510
Leningen met een forfaitair lastenpercentage	326	588	354	325	-208	-481	648	278	1.388	1.182	1.055	15.354
Overige	-2.759	243	-191	-941	548	12	735	841	-77	-47	446	13.741
Overige verplichtingen ⁽³⁾	714	-410	-1.521	-474	-5	620	-329	543	887	-939	-1.246	8.158
Financieel saldo ⁽⁴⁾	20.437	16.533	22.041	13.598	13.434	10.404	12.796	11.341	16.173	8.953	1.530	663.253

Bron: NBB.

(1) Deze rubriek omvat hoofdzakelijk de nettorechten van de gezinnen op de technische voorzieningen van de levensverzekeringen en op de pensioenfondsen.

(2) Deze rubriek omvat de andere te ontvangen rekeningen in de betekenis van het ESR 1995, namelijk de handelskredieten en diverse activa op de overheid en de financiële instellingen, waaronder met name de verlopen en niet-vervallen rente.

(3) Deze rubriek omvat de andere te betalen rekeningen in de betekenis van het ESR 1995, bijvoorbeeld de verschuldigde maar nog niet betaalde belastingen of bijdragen, of de verlopen en niet-vervallen rente.

(4) De saldi van de financiële rekeningen van de binnenlandse sectoren stemmen niet overeen met het financieringsvermogen of de financieringsbehoeften zoals opgetekend in de reële rekeningen, vanwege de verschillen tussen het tijdstip waarop de transacties in de beide rekeningen worden geregistreerd, statistische aanpassingen en weglatingen. Bij gebrek aan gegevens kunnen bijvoorbeeld de meeste handelsvorderingen en -schulden niet in de financiële rekeningen worden opgetekend.

TABEL XVII **VORMING VAN FINANCIËLE ACTIVA DOOR EN NIEUWE FINANCIËLE VERPLICHTINGEN VAN DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN**
(miljoenen euros)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Eerste negen maanden		p. m. End september 2008 uitstaand bedrag
										2007	2008	
Vorming van financiële activa	39.232	79.088	55.983	27.021	56.669	27.870	13.641	75.631	96.168	62.907	81.368	1.123.006
Voor ten hoogste een jaar	30.675	49.768	46.009	-4.349	36.143	-10.275	13.189	37.383	41.963	16.005	48.239	404.135
Bijlatten, munstukken en zichtdeposito's	865	156	502	805	1.916	1.346	2.128	4.997	2.970	2.755	-1.151	38.320
Overige deposito's	8.180	-2.372	3.336	-395	-3.792	1.773	-3.650	16.079	14.109	1.867	8.324	66.175
Overige ⁽¹⁾	21.629	51.984	42.171	-4.760	38.019	-13.394	14.711	16.307	24.884	11.384	41.066	299.641
Voor meer dan een jaar	8.494	34.092	12.459	18.573	25.385	30.820	14.995	36.068	53.793	29.471	28.776	701.225
Aandelen en overige deelnemingen ⁽²⁾	1.022	19.417	5.057	-2.971	2.408	18.694	12.478	-682	44.005	25.891	18.497	495.374
Vastrentende effecten	-329	-928	-154	2.042	-1.546	-1.236	1.472	-2.061	1.034	534	-550	5.985
Overige ⁽¹⁾	7.801	15.603	7.557	19.502	24.523	13.362	1.046	38.810	8.754	3.046	10.830	199.866
Overige activa en statistische aanpassingen ⁽³⁾	64	-4.772	-2.485	12.797	-4.859	7.326	-14.543	2.181	412	17.431	4.352	17.646
Nieuwe financiële verplichtingen	46.479	81.934	67.764	27.366	57.199	27.114	7.783	78.456	108.074	62.667	77.547	1.404.934
Voor ten hoogste een jaar	19.354	39.417	25.663	-4.665	22.522	-11.795	2.962	20.873	28.299	20.879	1.759	256.641
Door de kredietinstellingen toegekende kredieten	5.441	590	-1.276	-449	-2.100	2.513	-6.437	2.659	16.761	13.760	3.288	69.260
Overige kredieten ⁽¹⁾	12.480	35.682	25.433	-5.021	23.509	-13.442	11.377	19.092	7.570	3.877	-2.936	178.045
Vastrentende effecten	1.433	3.146	1.506	805	1.113	-866	-1.978	-878	3.968	3.242	1.407	9.336
Voor meer dan een jaar	25.585	42.166	41.495	33.371	33.838	38.696	5.128	56.332	80.036	43.450	77.471	1.144.105
Door de kredietinstellingen toegekende kredieten	4.191	4.572	1.531	1.863	-4.562	2.026	2.965	2.884	6.402	6.151	4.486	71.663
Overige kredieten ⁽¹⁾	7.154	12.442	6.536	20.354	24.850	7.611	-1.010	19.500	2.109	2.052	-1.640	155.540
Aandelen en overige deelnemingen ⁽²⁾	12.805	25.747	27.798	8.892	5.478	22.590	9.215	31.475	71.276	36.323	73.783	889.089
Vastrentende effecten	1.436	-595	5.631	2.261	8.072	6.469	-6.042	2.473	249	-1.075	843	27.814
Overige verplichtingen ⁽⁴⁾	1.540	350	606	-1.340	840	213	-307	1.250	-260	-1.662	-1.682	4.187
Financieel saldo ⁽⁵⁾	-7.247	-2.846	-11.781	-345	-530	756	5.858	-2.824	-11.906	239	3.820	-281.927

Bron: NBB.

(1) Niet inbegrip van de intrasectorale leningen van de niet-financiële vennootschappen.

(2) Inclusief ingehouden winsten op buitenlandse directe investeringen.

(3) Deze rubriek omvat diverse activa op financiële instellingen waaronder met name de verlopen en niet-vervallen rente. Zij omvat bovendien de vergissingen en weglatingen van de financiële rekening van België ten opzichte van de rest van de wereld, die, om redenen van coherentie tussen de rekeningen, worden beschouwd als niet-geregistreerd kapitaalverkeer.

(4) Deze rubriek omvat de technische voorzieningen van niet-zelfstandige pensioenfondsen en de transitorische posten zoals gedefinieerd in het ESR 1995, bijvoorbeeld de verschuldigde maar nog niet betaalde belastingen of bijdragen, of de verlopen en niet-vervallen rente.

(5) Zie voetnoot 4 bij tabel XVI.

TABEL XVIII **VORMING VAN FINANCIËLE ACTIVA DOOR EN NIEUWE FINANCIËLE VERPLICHTINGEN VAN DE OVERHEID**
(miljoenen euros)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Eerste negen maanden		p. m. Eind september 2008 uitstaand bedrag
										2007	2008	
Vorming van financiële activa	1.582	942	4.801	4.254	-4.462	3.322	593	972	12.477	9.631	-1.281	89.517
Deposito's, leningen en effecten andere dan aandelen	1.575	1.496	3.290	5.228	-3.965	3.832	1.400	-1.063	11.294	8.619	-6.143	44.630
Bij de overheid	516	1.154	4.400	5.556	1.682	3.625	1.815	-510	10.499	992	-8.345	34.709
Bij de andere sectoren	1.059	342	-1.111	-328	-5.648	207	-416	-553	795	7.628	2.202	9.921
Overige activa ⁽¹⁾	7	-555	1.512	-974	-496	-510	-807	2.035	1.183	1.012	4.861	44.887
Nieuwe financiële verplichtingen	2.686	2.076	5.392	6.017	-4.722	3.593	8.045	395	13.020	13.958	4.842	342.644
In euro	2.791	3.926	6.769	7.232	-3.440	4.954	7.930	544	13.550	13.983	4.543	340.578
Voor ten hoogste een jaar	-5.445	-4.607	-322	115	-467	-2.005	1.166	973	6.844	6.362	8.187	63.243
waarvan :												
Schatkistcertificaten	-6.807	-3.483	1.383	57	-840	-143	853	99	3.422	6.989	3.840	34.235
Andere effecten	-259	-772	-1.761	-72	473	-457	-185	103	975	2.794	3.618	6.776
Voor meer dan een jaar	8.236	8.532	7.091	7.117	-2.972	6.959	6.764	-429	6.706	7.621	-3.643	277.335
waarvan :												
OLO's	14.455	15.073	12.570	11.628	7.790	4.968	4.125	-14	6.679	9.096	-2.645	218.258
Andere effecten	-5.415	-6.427	-6.596	-5.778	-9.604	-5.929	-1.072	-1.536	-842	-1.203	-334	13.335
In vreemde valuta's	-105	-1.849	-1.377	-1.214	-1.282	-1.361	115	-149	-530	-25	298	2.066
Voor ten hoogste een jaar	1.517	-397	372	-164	-762	-50	-329	-77	-460	7	867	898
Voor meer dan een jaar	-1.622	-1.452	-1.748	-1.050	-520	-1.310	444	-72	-69	-32	-569	1.168
Financieel saldo ⁽²⁾	-1.104	-1.135	-591	-1.763	260	-271	-7.452	577	-543	-4.327	-6.123	-253.127

Bron: NBB.

(1) Aandelen en overige deelnemingen, deelbewijzen van ICB's, financiële derivaten en transitorische posten in de betekenis van het ESR 1995.

(2) Zie voetnoot 4 bij tabel XVI.

TABEL XIX **VORMING VAN FINANCIËLE ACTIVA DOOR EN NIEUWE FINANCIËLE VERPLICHTINGEN VAN DE MONETAIRE (1) FINANCIËLE INSTELLINGEN**

(gegevens op territoriale basis, miljoenen euro's)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Eerste negen maanden		p.m. End september 2008 uitstaand bedrag
										2007	2008	
Vorming van financiële activa												
Interbancaire Vorderingen	5.672	-47.874	317	15.680	59.190	48.115	58.245	47.903	129.719	59.994	125.572	652.115
Belgische MFIs	4.118	-26.509	-5.436	-6.903	8.112	7.093	15.998	2.901	32.007	-4.537	75.253	174.577
Buitenlandse MFIs	1.554	-21.366	5.753	22.583	51.078	41.022	42.248	45.003	97.713	64.531	50.319	477.538
Vorderingen ⁽²⁾	15.448	12.484	14.280	21.091	14.943	19.465	51.718	31.170	40.886	25.279	22.887	439.010
waarvan:												
Particulieren	4.999	2.051	2.076	3.284	5.625	6.734	13.367	12.129	7.634	4.617	-5.730	127.093
Niet-financiële vennootschappen	5.472	2.293	-749	-1.695	-7.373	-1.263	1.189	505	18.119	13.876	6.627	99.965
Vastrentende effecten	14.142	-12.309	28.201	-11.607	1.859	9.005	10.179	-8.142	7.341	-7.044	17.688	254.646
waarvan:												
Overheid	-12.560	-18.540	-9.405	-8.062	-8.255	-5.654	-545	-4.717	-13.352	-8.423	1.411	50.509
Buitenland	25.291	5.917	38.209	-2.423	9.753	14.409	11.489	-3.678	19.002	-336	308	181.158
Overige activa	9.466	9.238	4.381	-1.535	8.383	29.471	7.864	21.770	44.763	22.700	13.644	199.541
Totaal	44.727	-38.462	47.180	23.629	84.374	106.056	128.007	92.701	222.710	100.929	179.792	1.545.311
Particulieren	5.265	1.803	223	3.082	5.665	6.718	13.345	12.274	8.016	4.804	-5.765	129.026
Niet-financiële vennootschappen	5.552	3.447	-908	-4.537	-6.100	-1.995	1.096	2.165	21.181	15.583	7.220	105.259
Overheid	-12.768	-19.237	-10.858	-9.123	-8.175	-6.396	-965	-4.279	-13.815	-7.824	1.153	77.001
Financiële instellingen	10.500	-22.902	-4.507	-5.477	22.944	27.972	13.859	34.072	63.399	22.218	113.470	366.437
Buitenland	36.177	-1.572	63.230	39.684	70.040	79.757	100.673	48.469	143.929	66.148	63.714	867.589
Nieuwe financiële verplichtingen												
Interbancaire schulden	17.513	-57.890	17.583	786	57.646	48.231	89.244	74.571	110.732	25.429	103.074	699.910
Belgische MFIs	4.118	-26.509	-5.436	-6.903	8.112	7.093	15.998	2.901	32.007	-4.537	75.253	174.577
Buitenlandse MFIs	13.394	-31.381	23.019	7.689	49.534	41.138	73.246	71.670	78.726	29.966	27.821	525.333
Chartaal geld en deposito's ⁽²⁾	16.814	4.808	28.182	22.917	21.775	40.030	47.655	7.115	49.265	39.771	40.524	534.987
waarvan:												
Particulieren	3.927	303	5.820	7.219	10.622	15.513	13.739	9.828	7.681	4.793	2.095	219.050
Niet-financiële vennootschappen	2.141	-395	2.151	4.994	1.415	-373	1.045	10.151	9.365	3.180	1.848	75.066
Vastrentende effecten	-602	4.792	-5.777	-4.119	-8.900	-5.499	-9.558	-409	13.970	9.791	11.389	76.653
Kasbons	-5.905	-3.051	-4.790	-4.033	-6.976	-7.357	-7.280	-2.863	1.358	403	383	29.920
Andere vastrentende effecten	5.303	7.843	-987	-86	-1.924	1.858	-2.278	2.454	12.612	9.388	11.006	46.734
Overige verplichtingen en statistische aanpassingen ⁽³⁾	11.003	9.828	7.191	4.044	13.853	23.294	667	11.425	48.743	25.938	24.805	233.761
Totaal	44.727	-38.462	47.180	23.629	84.374	106.056	128.007	92.701	222.710	100.929	179.792	1.545.311
Particulieren	1.660	-2.362	569	3.735	1.604	8.935	5.749	6.527	11.531	9.761	6.493	267.988
Niet-financiële vennootschappen	10.800	-1.887	3.563	8.508	2.228	-5.802	351	13.771	6.524	2.728	-8.936	79.170
Overheid	-998	212	-36	-1.187	-214	-251	-50	-616	829	2.374	6.253	20.142
Financiële instellingen	13.924	-19.056	-1.697	-7.469	22.648	37.039	20.476	11.545	66.114	18.148	90.855	343.554
Buitenland	19.342	-15.368	44.780	20.042	58.108	66.135	101.481	61.475	137.712	67.918	85.126	834.457

Bron: NBB.

(1) Kredietinstellingen, monetaire ICBS en monetaire autoriteiten.

(2) Voortvloeiend uit andere dan de interbancaire operaties.

(3) De statistische aanpassingen komen voort uit het gelijkstellen van de totale financiële activa aan de totale financiële verplichtingen, aangezien de Belgische MFIs als louter financiële intermediairs worden beschouwd.

TABEL XX **VORMING VAN FINANCIËLE ACTIVA DOOR EN NIEUWE FINANCIËLE VERPLICHTINGEN VAN DE NIET-MONETAIRE FINANCIËLE ONDERNEMINGEN**
(miljoenen euros)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Eerste negen maanden		p. m. uitslaand bedrag
										2007	2008	
Niet-monetaire ICB's												
Vorming van financiële activa	14.850	18.524	12.110	3.886	4.029	6.240	6.492	7.935	-1.851	3.844	-6.216	95.174
Deposito's	5.291	1.264	2.041	2.957	2.390	1.994	1.860	-655	-6.996	-4.260	-3.520	18.098
Vastrentende effecten	2.023	4.281	1.529	203	-487	4.728	-1.123	3.130	7.450	6.271	277	30.225
Aandelen en overige deelnemingen ⁽¹⁾	5.768	9.630	5.444	1.753	338	-2.465	414	-1.222	-4.250	-3.109	159	24.116
Participaties in ICB's	2.255	3.334	1.962	-2.653	204	-5	5.856	5.058	-141	623	-3.385	15.041
Overige activa	-487	15	1.134	1.627	1.583	1.988	-515	1.624	2.086	4.319	253	7.694
Nieuwe financiële verplichtingen	14.850	18.524	12.110	3.886	4.029	6.240	6.492	7.935	-1.851	3.844	-6.216	95.174
Participaties in ICB's van de Belgische particulieren	11.944	11.046	8.820	5.237	5.905	4.265	1.077	5.515	-3.194	-2.550	-6.199	62.962
Participaties in ICB's van de andere beleggers	2.906	7.478	3.290	-1.350	-1.876	1.975	5.415	2.420	-75	3.304	-102	28.342
Andere verplichtingen	-	-	-	-	-	-	-	-	1.419	3.090	85	3.870
Financieel saldo ⁽²⁾	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen												
Vorming van financiële activa	9.222	8.994	9.971	10.508	16.405	20.418	22.480	15.473	17.503	19.762	8.807	226.695
Deposito's	599	296	420	1.748	3.311	2.589	63	-1.009	-929	5.137	-1.119	9.714
Vastrentende effecten	4.171	363	3.115	1.733	11.729	14.867	16.002	14.953	12.123	10.554	5.160	128.920
Leningen	87	157	551	376	-87	-104	-649	315	173	1.330	1.605	12.178
Aandelen en overige deelnemingen	-36	514	518	3.470	-1.250	76	2.127	-1.371	4.264	909	3.638	28.430
Participaties in ICB's	4.048	7.168	4.431	2.978	2.206	2.538	4.250	2.330	1.852	1.762	-2.130	36.729
Overige activa	354	497	935	203	495	452	688	255	20	70	1.653	10.724
Nieuwe financiële verplichtingen	9.179	11.067	10.676	10.774	16.382	20.396	23.965	16.634	15.540	18.634	10.418	237.280
Voorzieningen levensverzekeringen												
en pensioenfondsen	7.422	9.387	9.315	8.585	13.027	15.121	20.210	11.328	13.746	9.646	7.174	172.992
Andere technische voorzieningen verzekeringen	527	557	637	1.069	1.580	2.197	1.838	1.757	341	439	745	29.061
Andere verplichtingen	1.230	1.123	725	1.119	1.775	3.078	1.917	3.549	1.454	8.549	2.499	35.226
Financieel saldo	43	-2.073	-706	-265	23	22	-1.485	-1.161	1.963	1.128	-1.610	-10.585
Andere⁽³⁾												
Vorming van financiële activa	16.649	6.211	5.026	7.612	5.778	-4.036	4.773	29.600	45.710	17.544	23.808	172.545
Deposito's	848	150	711	-299	3.587	95	1.768	299	-109	723	-1.252	4.296
Leningen	103	2.156	1.250	3.200	1.595	267	805	14.575	8.819	5.527	20.996	77.006
Aandelen en overige deelnemingen	16.102	3.131	2.099	3.671	-1.619	-2.461	1.907	3.515	29.375	2.918	117	61.571
Overige activa	-405	775	965	1.040	2.215	-1.936	293	11.212	7.624	8.375	3.947	29.672
Nieuwe financiële verplichtingen	16.498	6.483	3.866	6.020	6.798	-3.993	6.091	29.499	44.443	16.063	26.243	180.915
Leningen	1.337	2.253	3.450	799	8.313	-3.880	1.497	9.157	9.748	6.621	7.025	50.215
Aandelen en overige deelnemingen	12.938	4.624	1.177	2.901	-68	-63	4.165	18.977	31.715	6.345	2.060	96.155
Andere verplichtingen	2.223	-394	-761	2.319	-1.447	-51	429	1.365	2.981	3.097	17.158	34.545
Financieel saldo	150	-272	1.159	1.593	-1.020	-43	-1.317	101	1.266	1.482	-2.435	-8.370

Bronnen : BEAMA, Belgische Vereniging van Pensioeninstellingen, CBFA, NBB.

(1) Inclusief de vastgoedcertificaten.

(2) De niet-monetaire ICB's worden behandeld als louter financiële intermediairs die geen financieel saldo laten optekenen.

(3) Financiële holding-vennootschappen, Vastgoedbevak, Privaks, instellingen voor belegging in schuldorderingen, hypotheekmaatschappijen, regionale instellingen voor sociale huisvesting, financieringsmaatschappijen, beleggingsondernemingen en beheersvennootschappen van ICB's.

TABEL XXI NETTO-UITGIFTEN VAN EFFECTEN⁽¹⁾ DOOR DE FINANCIËLE INSTELLINGEN⁽²⁾, DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN EN DE OVERHEID
(miljoenen euros)

	Eerste negen maanden										p. m. End september 2008 uitstaand bedrag	
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008		
Vastrentende effecten	4.125	9.409	6.258	5.621	-4.241	-2.251	-12.968	1.590	29.667	31.633	32.775	416.806
Financiële instellingen en niet-financiële vennootschappen	2.938	6.844	1.333	999	-776	667	-16.804	3.087	19.961	13.981	27.998	142.137
Effecten op ten hoogste een jaar	5.851	7.759	-1.212	1.048	-265	679	-3.184	-1.513	4.257	4.390	8.016	27.064
Effecten op meer dan een jaar	-2.913	-916	2.545	-49	-510	-12	-13.620	4.600	15.704	9.592	19.982	115.073
Overheid	1.187	2.565	4.925	4.622	-3.466	-2.918	3.836	-1.497	9.706	17.652	4.777	274.670
Effecten op ten hoogste een jaar	-6.232	-4.629	699	-178	-1.132	-646	339	125	3.939	9.791	8.325	41.909
Effecten op meer dan een jaar	7.418	7.194	4.226	4.800	-2.334	-2.272	3.497	-1.622	5.768	7.860	-3.548	232.761
Aandelen	26.416	30.824	29.257	12.367	4.177	22.804	13.382	53.607	122.963	44.689	81.784	1.040.603
Genoteerde aandelen	9.367	7.939	5.711	1.048	818	4.182	5.407	5.646	11.371	3.010	1.395	153.126
Niet-genoteerde aandelen en overige deelnemingen ⁽³⁾	17.049	22.885	23.547	11.319	3.360	18.623	7.975	47.961	111.592	41.679	80.389	887.477
<i>p. m. Beroep op de effectenmarkt door de financiële instellingen en de niet-financiële vennootschappen</i>	29.354	37.668	30.590	13.366	3.402	23.471	-3.422	56.694	142.924	58.670	109.782	1.182.740

Bronnen: CBFA, Euronext Brussels, NBB.

(1) Behalve derivaten en deelbewijzen van ICB's.

(2) Behalve het Eurosysteem.

(3) Inclusief de ingehouden winsten op directe investeringen gerealiseerd in België door de buitenlandse vennootschappen.

TABEL XXII RENTETARIEVEN
(einde kwartaal, procenten per jaar)

	Interbankenmarkt				Rendementspercentage op de Belgische secundaire markt voor de effecten uitgegeven door de Belgische overheid			Rendement van de tienjarige referentie-OLO
	Daggeld ⁽¹⁾	Driemaands ⁽²⁾		Driemaands schatkistcertificaten	Lineaire obligaties		Op vijf jaar	
		Op één jaar	Op twee jaar		Op één jaar	Op twee jaar		
2004 I	2,06	1,96	1,87	1,89	2,23	3,16	4,10	
II	2,13	2,12	2,03	2,28	2,72	3,68	4,44	
III	2,09	2,15	2,02	2,28	2,59	3,36	4,06	
IV	2,21	2,16	2,00	2,23	2,47	3,07	3,68	
2005 I	2,12	2,15	2,03	2,24	2,48	3,09	3,73	
II	2,17	2,11	2,00	1,98	2,08	2,53	3,22	
III	2,15	2,18	2,03	2,20	2,35	2,72	3,19	
IV	2,42	2,49	2,27	2,68	2,80	3,04	3,32	
2006 I	2,62	2,82	2,62	3,04	3,25	3,59	3,82	
II	2,89	3,06	2,82	3,33	3,55	3,87	4,09	
III	3,10	3,42	3,17	3,55	3,56	3,59	3,69	
IV	3,69	3,73	3,49	3,82	3,87	3,92	3,99	
2007 I	3,90	3,92	3,78	4,01	4,02	4,02	4,11	
II	4,14	4,18	4,01	4,35	4,50	4,54	4,63	
III	4,16	4,79	3,93	4,04	4,18	4,26	4,49	
IV	3,92	4,68	3,79	4,13	4,11	4,22	4,47	
2008 I	4,16	4,73	3,81	3,82	3,78	3,92	4,31	
II	4,27	4,95	4,22	4,64	4,79	4,87	4,87	
III	4,17	5,28	3,78	3,71	3,82	4,22	4,61	
IV	2,35	2,89	1,76	1,99	2,51	3,32	3,77	

Bronnen: ECB, NBB.

(1) Gewogen gemiddelde rente van de euro op de interbankenmarkt van het eurogebied voor in euro luidende blanco (d.w.z. zonder effectenwaarborg) dagtransacties (Eonia).

(2) Gemiddeld rentetarief geafficheerd op de interbankenmarkt van het eurogebied voor in euro luidende driemaands blancotransacties (Euribor).

TABEL XXIII BELANGRIJKSTE RENTETARIEVEN VAN HET EUROSISTEEM
(procenten per jaar)

	Aankondigingsdatum van de wijzigingen	Rente op de basis-herfinancieringstransacties ⁽¹⁾	Rente op de marginale beleningsfaciliteit	Rente op de depositofaciliteit
1998	22 december			
1999	8 april	3,00	4,50 ⁽²⁾	2,00 ⁽²⁾
	4 november	2,50	3,50	1,50
2000	3 februari	3,00	4,00	2,00
	16 maart	3,25	4,25	2,25
	27 april	3,50	4,50	2,50
	8 juni	3,75	4,75	2,75
	31 augustus	4,25	5,25	3,25
	5 oktober	4,50	5,50	3,50
2001	10 mei	4,75	5,75	3,75
	30 augustus	4,50	5,50	3,50
	17 september	4,25	5,25	3,25
	8 november	3,75	4,75	2,75
2002	5 december	3,25	4,25	2,25
2003	6 maart	2,75	3,75	1,75
	5 juni	2,50	3,50	1,50
2004	—	2,00	3,00	1,00
2005	1 december	2,25	3,25	1,25
2006	2 maart	2,50	3,50	1,50
	8 juni	2,75	3,75	1,75
	3 augustus	3,00	4,00	2,00
	5 oktober	3,25	4,25	2,25
	7 december	3,50	4,50	2,50
2007	8 maart	3,75	4,75	2,75
	6 juni	4,00	5,00	3,00
2008	3 juli	4,25	5,25	3,25
	8 oktober	3,75	4,25	3,25
	6 november	3,25	3,75	2,75
	4 december	2,50	3,00	2,00

Bron: ECB.

(1) Tot en met de op 21 juni 2000 te verrekenen operatie, vast rentetarief van de wekelijkse toewijzing van kredieten op twee weken. Voor de tussen 28 juni 2000 en 14 oktober 2008 te verrekenen operatie, minimale inschrijvingsrente voor de aanbestedingen van kredieten. Voor de te verrekenen operatie vanaf 15 oktober, vast rentetarief van de wekelijkse toewijzing van kredieten op een week.

(2) Behalve voor de periode van 4 tot 21 januari 1999, waarin de rente op de marginale beleningsfaciliteit 3,25 pct. bedroeg en de rente op de depositofaciliteit 2,75 pct. Die smallere « bandbreedte» (50 basispunten) had tot doel de overgang naar het nieuwe stelsel voor de marktdeelnemers te vergemakkelijken.

TABEL XXIV WISSELKOERSEN
(nationale munteenheden per euro, jaargemiddelden)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
VS-dollar	1,066	0,924	0,896	0,946	1,131	1,244	1,244	1,256	1,370	1,471
Japanse yen	121,3	99,5	108,7	118,1	131,0	134,4	136,9	146,0	161,3	152,5
Zwitserse frank	1,600	1,558	1,511	1,467	1,521	1,544	1,548	1,573	1,643	1,587
Koreaanse won ⁽¹⁾	1.267,3	1.043,5	1.154,8	1.175,5	1.346,9	1.422,6	1.273,6	1.198,6	1.273,0	1.606,1
Dollar van Hongkong ⁽¹⁾	8,269	7,198	6,986	7,375	8,808	9,688	9,677	9,755	10,691	11,454
Singapore dollar ⁽¹⁾	1,806	1,592	1,604	1,691	1,970	2,102	2,070	1,994	2,064	2,076
Canadese dollar	1,584	1,371	1,386	1,484	1,582	1,617	1,509	1,424	1,468	1,559
Noorse kroon	8,310	8,113	8,048	7,509	8,003	8,370	8,009	8,047	8,017	8,224
Australische dollar	1,652	1,589	1,732	1,738	1,738	1,691	1,632	1,667	1,635	1,742
Pond sterling	0,659	0,610	0,622	0,629	0,692	0,679	0,684	0,682	0,684	0,796
Zweedse kroon	8,807	8,445	9,255	9,161	9,124	9,124	9,282	9,254	9,250	9,615
Deense kroon	7,435	7,454	7,452	7,431	7,431	7,440	7,452	7,459	7,451	7,456
Tsjechische koruna	36,88	35,60	34,07	30,80	31,85	31,89	29,78	28,34	27,77	24,95
Estlandse kroon	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65
Hongaarse forint	252,8	260,0	256,6	243,0	253,6	251,7	248,1	264,3	251,4	251,5
Bulgaarse lev	16,345	19,922	1,9482	1,9492	1,9490	1,9533	1,9558	1,9558	1,9558	1,9558
Roemeense leu ⁽²⁾	4,264	3,695	3,582	3,459	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453	3,453
Litouwse litas ⁽¹⁾	0,626	0,559	0,560	0,581	0,641	0,665	0,696	0,696	0,700	0,703
Letse lats ⁽¹⁾	4,227	4,008	3,672	3,857	4,400	4,527	4,023	3,896	3,784	3,512
Poolse zloty	44,12	42,60	43,30	42,69	41,49	40,02	38,60	37,23	33,78	31,26
Slowaakse koruna ⁽¹⁾	96,2	87,0	87,7	90,1	100,6	104,4	103,3	103,6	107,7	112,7
<i>p.m. Effectieve wisselkoers van de euro⁽³⁾</i> <i>(index 1ste kwartaal 1999 = 100)</i>										

Bron: ECB.

(1) De ECB maakt pas sinds 2001 officiële referentiekosten bekend; de in de tabel vermelde koersen betreffende de periode vóór 2001 zijn derhalve indicatief.

(2) Vanaf 2005, nieuwe roemeense leu.

(3) Gegevens gebaseerd op de gewoone gemiddelden van de bilaterale wisselkoersen van de euro. De gewichten worden berekend op basis van de handel in fabricaten tijdens de periode 1995-1997 en 1999-2001 met de handelspartners (inclusief China) waarvan de valuta's in deze tabel zijn opgenomen; zij omvatten tevens effecten op derde markten.

Methodologische toelichting

Als gegevens die betrekking hebben op verschillende jaren met elkaar worden vergeleken, refereren zij aan dezelfde periode van elk van de beschouwde jaren, tenzij expliciet anders vermeld. In de tabellen kunnen de totalen als gevolg van afrondingen afwijken van de som van de rubrieken.

Om voor het gehele jaar 2008 het verloop te kunnen beschrijven van verschillende belangrijke economische gegevens over België, dienden ramingen te worden gemaakt; het voor het verslagjaar beschikbare statistische materiaal is immers soms nog zeer fragmentarisch. In de tabellen en grafieken staat naast die ramingen – die eind januari 2009 zijn afgesloten – de letter «r». Het gaat slechts om orden van grootte, die bedoeld zijn om de grote tendensen toe te lichten die zich op het ogenblik van de redactie reeds leken af te tekenen. Voor de jaren vóór 2008 wordt in het Verslag gebruik gemaakt van gegevens uit de officiële nationale rekeningen. De toelichtingen bij de internationale omgeving en de internationale vergelijkingen zijn gebaseerd op gegevens of ramingen van internationale instellingen, die respectievelijk in oktober 2008 door het IMF, in november 2008 door de OESO en in januari 2009 door de EC werden bekendgemaakt.

De valuta-eenheid die in het Verslag wordt gebruikt voor de gegevens die betrekking hebben op de landen van het eurogebied is de euro. Op 1 januari 1999 werd deze laatste immers de munt van België en van de meeste van die economieën, terwijl landen als Griekenland, Slovenië, Cyprus, Malta en, tot slot, Slowakije pas later op de euro overgingen, begin 2009 voor het laatstgenoemde land. Bedragen die betrekking hebben op een periode vóór de invoering van de euro werden omgerekend tegen de onherroepelijk vastgestelde omrekeningskoers naar de euro. Behalve in de hoofdstukken over het monetaire beleid en de prijzen, waarin de definitie van het eurogebied samenvalt met de historische ontwikkeling ervan, wordt het eurogebied in dit Verslag zoveel mogelijk gedefinieerd als het geheel van de landen van de EU die de eenheidsmunt hebben aangenomen, met uitzondering van Slowakije. Naast België omvat het eurogebied dus Duitsland, Finland, Frankrijk, Griekenland, Ierland, Italië, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Portugal, Spanje en, tenzij anders vermeld, Slovenië, Cyprus en Malta. Gemakshalve wordt dat geheel van landen ook met de term «eurogebied» aangeduid wanneer het om de periode vóór de inwerkingtreding van de derde fase van de EMU gaat.

Sinds 1999 past het INR, conform de door Eurostat opgelegde verplichting, de methodologie van het ESR 1995 toe bij de opstelling van de nationale rekeningen, in plaats van de methodologie van het ESR 1979. Het ESR 1995 verschaft een getrouwer en vollediger beeld van de economische ontwikkelingen⁽¹⁾. Het vormt bovendien een betere waarborg voor de internationale vergelijkbaarheid van de macro-economische gegevens. Het Verslag integreert zoveel mogelijk

(1) Voor meer informatie omtrent het ESR 1995 wordt verwezen naar de INR-publicatie *Nationale Rekeningen 1998 – Deel 1: Raming van de jaarlijkse aggregaten*. De door de overgang op het ESR 1995 teweeggebrachte wijzigingen in de overheidsrekening worden uitvoeriger beschreven in een andere publicatie van het INR, genaamd *Nationale Rekeningen 1998 – Deel 3: Rekeningen van de overheid*.

de definities en methoden van het ESR 1995. Terwijl dit systeem de voornaamste aggregaten uit de nationale rekeningen weergeeft in de vorm van resultaten na aftrek van het verbruik van vaste activa, worden de gegevens evenwel uitgedrukt in brutotermen, net als in het ESR 1979. Brutogegevens bieden het voordeel dat er minder problemen rijzen in verband met de waardering van de afschrijvingen, die berust op de veronderstelling dat de kapitaalgoederenvoorraad perfect bekend is. Ze vergemakkelijken daarenboven de interpretatie van bepaalde ontwikkelingen, zoals die van het bruto exploitatieoverschot. Ter vereenvoudiging worden de huishoudens en de instellingen zonder winstoogmerk ten behoeve van huishoudens, bij de opsplitsing naar grote sectoren, samengebracht in een sector «particulieren», hoewel zij in de methodologie van het ESR 1995 als afzonderlijke sectoren worden beschouwd; de uitdrukkingen «particulieren» en «huishoudens» worden evenwel door elkaar gebruikt. Ook de begrippen «vennootschappen» en «ondernemingen» worden meestal zonder onderscheid gebruikt. In de toelichting bij de optiek bestedingen van het bbp omvatten de «ondernemingen» echter ook de zelfstandigen, die in de reële en financiële sectorrekeningen deel uitmaken van de rekening van de huishoudens.

Net als in de andere Europese landen ondergingen de Belgische nationale rekeningen in 2005 en 2006 een reeks belangrijke methodologische revisies, die betrekking hadden op de basisgegevens en/of de berekeningswijzen van de meeste aggregaten (toegevoegde waarde, consumptie, investeringen, bezoldiging, enz.), alsook op de uitsplitsing van de prijs- en volume-effecten.

De voornaamste methodologische herziening van 2005 is de gewijzigde behandeling van de indirect gemeten diensten van financiële intermediairs (IGDFI). Vóór die revisie werd de productie van IGDFI, volgens overeenkomst, geregistreerd als een intermediair verbruik van een fictieve bedrijfstak, en werd ze dus niet in aanmerking genomen voor de berekening van het bbp. Als gevolg van de inwerkingtreding van een nieuwe Europese verordening, in januari 2005, worden de IGDFI voortaan toegerekend aan de gebruikende sectoren, door een deel van de rentebetalingen te herklasseren als betalingen van diensten. Die herindeling had belangrijke gevolgen voor de waarde van sommige geaggregeerde goederen- en dienstenstromen: de productie van de financiële vennootschappen, het intermediair verbruik en het finaal verbruik, de invoer en de uitvoer; dit had een invloed op de toegevoegde waarde van de verschillende bedrijfstakken en sectoren, maar ook op het bbp.

De herzieningen van 2006 hebben betrekking op de volumeramingen en omvatten drie gedeeltes: de aanpassingen van de onderliggende deflatoren in de reeksen betreffende de productie, het intermediair verbruik en de toegevoegde waarde, teneinde de kwaliteit van de nationale rekeningen te verbeteren; de aanpassing van de methodologie die werd gebruikt voor de volumeramingen van de productie van de onderwijsinstellingen uit de non-profitsector, zodat die ramingen voortaan berusten op een directe volume-indicator (aantal leerlinguren per onderwijstype en per gewest) in plaats van op deflatoren die eigen zijn aan elke component van de productiekosten (intermediair verbruik, bezoldigingen, verbruik van vaste activa); en de transformatie van de reeksen tegen prijzen van een vast basisjaar (2000, in de versie van de nationale rekeningen die in 2005 werd uitgebracht) naar reeksen tegen prijzen van het jaar dat voorafgaat aan het jaar waarin ze voor het eerst werden gepubliceerd. Door die laatste transformatie kan het volumeverloop van de aggregaten of subaggregaten worden gemeten in «kettingmaatstaven». Volgens deze methode wordt de volumegroei tussen twee opeenvolgende periodes steeds berekend aan de hand van de prijzen en gewichten van het voorgaande jaar. De ontwikkelingen tussen de opeenvolgende periodes worden aan elkaar geschakeld (gecumuleerd) om een kettingindexcijfer te berekenen. Door het kettingindexcijfer van een aggregaat of subaggregaat toe te passen op het bedrag (niveau) van een referentiejaar, bijvoorbeeld 2006, zoals in de officiële nationale rekeningen die in oktober 2008 werden gepubliceerd, kan een volumemaatstaf in «kettingeuro's (referentiejaar 2006)» worden berekend. De keuze van het referentiejaar heeft geen invloed op het groeipatroon van de reeks. De invoering van kettingindexcijfers verhoogt de precisie van de meting van de economische groei en maakt het makkelijker de resultaten internationaal te vergelijken. Bij het gebruik van reeksen in kettingniveaus moet evenwel rekening worden gehouden met het feit dat de toepassing van kettingindexcijfers leidt tot een verlies van additiviteit van de volumenniveaus

(behalve voor de resultaten betreffende het referentiejaar en het onmiddellijk daaropvolgende jaar). Niet-additiviteit betekent bijvoorbeeld dat bij reeksen in kettingniveaus het bbp niet gelijk is aan de som van de componenten ervan (consumptieve bestedingen, investeringen, voorraadwijziging en netto-uitvoer).

Een meer gedetailleerde toelichting bij de methodologische wijzigingen in de nationale rekeningen is te vinden in de volgende publicaties van het INR: *Nationale Rekeningen – Deel 2 Gedetailleerde rekeningen en tabellen 1995-2004* en *Nationale rekeningen – Deel 2 Gedetailleerde rekeningen en tabellen 1995-2005*. Deze publicaties zijn respectievelijk in december 2005 en november 2006 verschenen.

Op de afsluitdatum van dit Verslag waren de herziene officiële nationale rekeningen slechts beschikbaar voor de periode 1995-2007, zodat voor een terugblik over een langere periode ramingen via retropolatie moesten worden opgesteld, bijvoorbeeld voor de berekening van de ratio van de overheidsschuld ten opzichte van het bbp.

In het hoofdstuk over de internationale omgeving stemt de voorstellingswijze eveneens overeen met het ESR 1995 of zijn equivalent, het *System of National Accounts* (SNA 1993), dat de Verenigde Naties, de Wereldbank, de EC, het IMF en de OESO gezamenlijk publiceren. De statistieken die worden opgesteld door de bronnen waarnaar in het Verslag wordt verwezen – meestal de EC en de OESO – zijn evenwel niet gestandaardiseerd, aangezien de periodes waarvoor een omzetting of methodologische revisies van de nationale rekeningen van het ene systeem naar het andere hebben plaatsgevonden, zeer sterk verschillen van land tot land.

De opsplitsing van de financiële rekeningen tussen particulieren en vennootschappen berust hoofdzakelijk op de gegevens van de Belgische kredietinstellingen. De gegevens op basis waarvan de overige financiële transacties van de particuliere sector – onder meer de transacties met het buitenland en de aankopen van effecten – kunnen worden opgesplitst, zijn veel fragmentarischer. De belangrijkste statistiek die daarbij van nut kan zijn, namelijk het door de Balanscentrale van de Bank opgestelde geheel van de jaarrekeningen van de ondernemingen, is immers onvolledig, verschaft uitsluitend jaargegevens en is pas met verscheidene maanden vertraging beschikbaar. In een aantal gevallen moest dus van hypothesen worden uitgegaan en dienden ramingen te worden opgesteld.

Conventionele tekens

–	het gegeven bestaat niet of heeft geen zin
n.	niet beschikbaar
n.r.	niet representatief
pct.	procent
p.m.	pro memorie
r	raming van de Bank

Lijst van afkortingen

Regio of land

BE	België
DE	Duitsland
IE	Ierland
EL	Griekenland
ES	Spanje
FR	Frankrijk
IT	Italië
CY	Cyprus
LU	Luxemburg
MT	Malta
NL	Nederland
AT	Oostenrijk
PT	Portugal
FI	Finland
SI	Slovenië
EA	Eurogebied
EU-15	Europese Unie, ongerekend de landen die na 2003 zijn toegetreden
VS	Verenigde Staten
BR	Brussels Hoofdstedelijk Gewest
VL	Vlaams Gewest
WL	Waals Gewest

Andere

ABS	Asset-backed Security
Actiris	Brusselse regionale dienst voor arbeidsbemiddeling, voorheen BGDA
ADE	Algemene Directie Energie (Federale Overheidsdienst Economie, KMO, Middenstand en Energie)
ADSEI	Algemene Directie Statistiek en Economische Informatie (Federale Overheidsdienst Economie, KMO, Middenstand en Energie)
ALESH	Amortisatiefonds van de leningen voor de sociale huisvesting
ASEAN	Association of Southeast Asian Nations

BBP	Bruto binnenlands product
BEA	Bureau of Economic Analysis
BEAMA	Belgian Asset Managers Association
BIB	Bank voor Internationale Betalingen
BLEU	Belgisch-Luxemburgse Economische Unie
BLS	Bureau of Labor Statistics
BNI	Bruto nationaal inkomen
BRIC	Brazilië, Rusland, India en China
BTW	Belasting over de toegevoegde waarde
BVK	Beroepsvereniging van het Krediet
CBFA	Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen
CBS	Centraal Bureau voor de Statistiek
CDO	Collateralised Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CIS	Community Innovation Survey
CLO	Collateralised Loan Obligation
CPI	Consumptieprijsindex
CRB	Centrale Raad voor het Bedrijfsleven
CREDIBE	Voormalig Centraal Bureau voor Hypothecair Krediet
CREG	Commissie voor de Regulering van de Elektriciteit en het Gas
DESTATIS	Statistisches Bundesamt Deutschland
DIREM	Direction générale de l'énergie et des matières premières (Frankrijk)
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
ECOFIN	Raad van Ministers van Economie en Financiën van de Europese Unie
EDP	Excessive Deficit Procedure
EESA	Emergency Economic Stabilization Act
EIB	Europese Investeringsbank
EIS	Europees Innovatiescorebord
ELA	Emergency Liquidity Assistance
EMBI	Emerging Market Bond Index
EMU	Economische en Monetaire Unie
EONIA	Euro Overnight Index Average
ERM	European Exchange Rate Mechanism
ESCB	Europees Stelsel van Centrale Banken
ESR	Europees Systeem van Rekeningen
EU	Europese Unie
EUREPO	Euro Repurchase Agreement
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
FPB	Federaal Planbureau
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FEDERGON	Federatie van partners voor werk
FOD	Federale Overheidsdienst
FOREM	Office communautaire et régional de la formation professionnelle et de l'emploi
FRA	Forward Rate Agreement
FSA	Financial Security Assurance
FSI	Fonds voor Spoorweginfrastructuur
G-7	Groep van zeven
G-20	Groep van twintig

GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GLB	Gemeenschappelijk landbouwbeleid
GMT	Greenwich Mean Time
HICP	Geharmoniseerde consumptieprijsindex
HWWI	Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut
IAB	Internationaal Arbeidsbureau
IAS	International Accounting Standards
ICAP	Garban Intercapital plc
ICB	Instelling voor collectieve belegging
ICT	Informatie- en communicatietechnologie
IFRS	International Financial Reporting Standards
IGDFI	Indirect gemeten diensten van financiële intermediairs
IMF	Internationaal Monetair Fonds
INR	Instituut voor de nationale rekeningen
INSEE	Institut national de la statistique et des études économiques
IPN	Inflation Persistence Network
KeFIK	Kenniscentrum voor Financiering van KMO
KMO	Kleine of middelgrote onderneming
LBO	Leveraged Buyout
Libor	London Interbank Offered Rate
LIMOSA	Landenoverschrijdend Informatiesysteem ten behoeve van MigratieOnderzoek bij de Sociale Administratie
LPG	Liquified Petroleum Gas
MBS	Mortgage-backed Security
MFI	Monetaire financiële instelling
MIR	Monetary Financial Institutions Interest Rates
MTS	Mercato telematico dei titoli di Stato
NBB	Nationale Bank van België
NCB	Nationale Centrale Bank
NCPI	Nationale consumptieprijsindex
NMBS	Nationale Maatschappij der Belgische Spoorwegen
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
OIS	Overnight Index Swap
OLO	Lineaire obligatie
O&O	Onderzoek en ontwikkeling
OPEC	Organisatie van olie-exporterende landen
Privak	Private Equity Sicaf
RBS	Royal Bank of Scotland
RIR	Retail Interest Rates
RIZIV	Rijksinstituut voor Ziekte- en Invaliditeitsverzekering
RMBS	Residential Mortgage-backed Security
RSZ	Rijksdienst voor Sociale Zekerheid
RVA	Rijksdienst voor Arbeidsvoorziening
RVP	Rijksdienst voor Pensioenen

SNA	System of National Accounts
SPV	Special Purpose Vehicle
STADIM	Studies en advies Immobiliën
TFP	Totale factorproductiviteit
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
USDA	United States Department of Agriculture
VAR	Vector autoregression
VDAB	Vlaamse dienst voor arbeidsbemiddeling en beroepsopleiding
WDN	Wage Dynamics Network

Lijst van kaders, tabellen en grafieken

Kaders

Hoofdstuk 1 : Internationale omgeving

Kader 1: Vermogen en schulden van de binnenlandse niet-financiële sectoren in het eurogebied en de Verenigde Staten	21
Kader 2: De BRICs: drijvende krachten achter de mondiale economische groei?	32

Hoofdstuk 2 : Het monetaire beleid van het Eurosysteem

Kader 3: Verloop van de balans van het Eurosysteem tijdens de periode van financiële beroering	47
Kader 4: Interpretatie van de maatstaven van inflatieverwachtingen afgeleid uit financiële instrumenten tijdens de financiële crisis	58

Hoofdstuk 3 : Productie, bestedingen en lopend verkeer in België

Kader 5: De signaalfunctie van de vraagvooruitzichten	67
Kader 6: Hoe sterk staan de ondernemingen aan de vooravond van een ernstige mondiale groeivertraging?	74

Hoofdstuk 4 : Arbeidsmarkt en loonkosten

Kader 7: Omvang van de inspanningen van de ondernemingen inzake formele opleiding volgens de conjunctuur en de bedrijfstak	102
Kader 8: Demografische vooruitzichten	107
Kader 9: De dynamiek van de lonen : resultaten van de door de Bank in het kader van het <i>Wage Dynamics Network</i> verrichte werkzaamheden	112

Hoofdstuk 5: Prijzen

Kader 10: Wijkt de prijsvorming voor aardolieproducten in België af van die in de buurlanden ?	126
Kader 11: Tweederonde-effecten in de jaren zeventig en vandaag	136

Hoofdstuk 6: Overheidsfinanciën

Kader 12: De Belgische overheidsfinanciën sinds de invoering van de euro: een structurele versoepeling	155
Kader 13: Impact op de overheidsfinanciën van het overheidsingrijpen in het kader van de financiële crisis	158

Hoofdstuk 7: Financiële rekeningen van de particulieren, de bedrijven en de overheid

Kader 14: Het statuut van de gereguleerde spaarrekening	167
Kader 15: Vraag naar en aanbod van bedrijfskredieten: lessen uit de enquêtes	174

Hoofdstuk 8: Financiële stabiliteit

Kader 16: Overheidsmaatregelen ter versterking van de financiële stabiliteit in België	194
--	-----

Tabellen

Hoofdstuk 1: Internationale omgeving

1 Bbp-groei in de voornaamste economieën	4
2 Economische ontwikkeling in de Verenigde Staten	16
3 Economische ontwikkeling in Japan	18
4 Economische ontwikkeling in het eurogebied	20
5 Bbp-groei in de landen van het eurogebied	25
6 Financieringssaldo van de overheid in de landen van het eurogebied	27
7 Economische ontwikkeling in het Verenigd Koninkrijk	29
8 Macro-economische indicatoren voor opkomend Azië	31
9 Economische situatie in 2008 van de nieuwe Centraal- en Oost-Europese EU-lidstaten	37

Hoofdstuk 3: Productie, bestedingen en lopend verkeer in België

10 Toegevoegde waarde in de bedrijfstakken	69
11 Bbp en voornaamste bestedingscategorieën	72
12 Voornaamste componenten en determinanten van het bruto exploitatieoverschot van de vennootschappen, tegen lopende prijzen	73
13 Determinanten van het bruto beschikbare inkomen van de particulieren, tegen lopende prijzen	78
14 Ruilvoet voor de goederen	81
15 Nettolening aan de rest van de wereld	83

16 Resultaten van de goederenuitvoer naar waarde	88
17 Productiviteit, reglementering en innovatie in de handel en de diensten aan ondernemingen	90

Hoofdstuk 4: Arbeidsmarkt en loonkosten

18 Aanbod van en vraag naar arbeid	94
19 Activering van het zoekgedrag naar werk: situatie van eind december 2008	98
20 Geografische opsplitsing van de werkgelegenheid in België in 2007	101
21 Brugpensioenen, oudere werklozen en tijdskrediet	106
22 Geharmoniseerde werkgelegenheidsgraden in België in 2008: opsplitsing naar scholingsniveau en nationaliteit	107
23 Loonkosten in de particuliere sector	109
24 In de particuliere sector toegepaste indexeringsmethodes	110
25 Lastenverlaging op arbeid toegekend aan de ondernemingen	115
26 Loonbeleid waarbij de basislonen aangepast worden aan de waargenomen of verwachte inflatie: overzicht voor vijftien EU-landen	117

Hoofdstuk 5: Prijzen

27 Geharmoniseerde consumptieprijsindex voor België	121
28 Gewicht van de energiedragers in de HICP in 2008	124
29 Bijdrage van de niet-energetische industriële goederen en de diensten tot het inflatie-ecart t.o.v. het eurogebied	135

Hoofdstuk 6: Overheidsfinanciën

30 Normen inzake financieringsbehoefte (–) of -vermogen van de Belgische overheid	143
31 Overheidsontvangsten	144
32 Belangrijkste fiscale en parafiscale maatregelen	145
33 Overheidsontvangsten per deelsector van de overheid	147
34 Primaire uitgaven van de overheid	148
35 Gecorrigeerde primaire uitgaven per deelsector van de overheid	149
36 Financieringssaldo van de gezamenlijke overheid en van de deelsectoren	152
37 Verloop van het structurele begrotingsbeleid	154
38 Geconsolideerde brutoschuld van de gezamenlijke overheid	158

Hoofdstuk 7: Financiële rekeningen van de particulieren, de bedrijven en de overheid

39 Financiële activa en verplichtingen van de overheid	180
40 Financieringsbehoeften en -middelen van de federale overheid	182

Hoofdstuk 8: Financiële stabiliteit

41 Resultatenrekening van de Belgische kredietinstellingen	199
42 Weerslag van de waardeveranderingen op de door Belgische kredietinstellingen aangehouden financiële activa	200
43 Opsplitsing van de portefeuille van leningen van de Belgische kredietinstellingen naar sector en ingezetenschap van de tegenpartij	202

44	Vergelijking van de markt-en boekwaarde van de beleggingsportefeuille van de Belgische verzekeringsmaatschappijen	207
45	Weerslag van een renteschok op de waarde van de nettoactiva van de Belgische verzekeringsmaatschappijen	208

Grafieken

Hoofdstuk 1: Internationale omgeving

1	Verloop van de marktvoorwaarden	7
2	Bilaterale wisselkoers van de voornaamste valuta's ten opzichte van de VS-dollar	12
3	Prijzen van basisproducten	13
4	Prijzen voor ruwe aardolie	14
5	Particuliere consumptie en consumentenvertrouwen in de Verenigde Staten	15
6	Activiteit en prijsverloop in de woningsector in de Verenigde Staten	15
7	Kwartaalprofiel van het bbp en het ondernemersvertrouwen in Japan	18
8	Detailhandelsverkoop en consumentenvertrouwen in het eurogebied	20
9	Bedrijfsinvesteringen en ondernemersvertrouwen in het eurogebied	23
10	Reële woningprijzen en investeringen in woongebouwen in het eurogebied	24
11	Arbeidsmarkt in het eurogebied	25
12	Inflatie, onderliggende inflatietendens en energieprijzen in het eurogebied	26
13	Kwartaalprofiel van het bbp en van de uitvoer in China	31

Hoofdstuk 2: Het monetaire beleid van het Eurosysteem

14	Operationele monetaire-beleidsvoering van het Eurosysteem in 2007 en 2008	45
15	Rentestructuur op de geldmarkt in het eurogebied	51
16	Indicatoren van inflatoire druk in het eurogebied	52
17	Inflatieverwachtingen in het eurogebied	53
18	Geldhoeveelheid en kredietverlening aan de particuliere sector in het eurogebied	54
19	Prognoses voor de bbp-groei en de inflatie in het eurogebied	57
20	Monetaire voorwaarden in het eurogebied	60
21	Financieringsvoorwaarden van de ondernemingen op de financiële markten in het eurogebied	61
22	Financieringsvoorwaarden bij de monetaire financiële instellingen van het eurogebied	62
23	Toekenningscriteria voor kredieten in het eurogebied	63

Hoofdstuk 3: Productie, bestedingen en lopend verkeer in België

24	Bbp en voornaamste bestedingscategorieën	65
25	Bbp en conjunctuurindicator	66
26	Conjunctuurindicatoren en toegevoegde waarde in de voornaamste bedrijfstakken	70
27	Bedrijfsinvesteringen	72
28	Consumptie, beschikbaar inkomen en spaarquote van de particulieren	77
29	Uitvoer en invoer van goederen en diensten	80
30	Financieringsbehoefte (-) of -vermogen van de binnenlandse sectoren en lopende rekening van de betalingsbalans	84
31	Determinanten van de economische groei	85
32	Exportbedrijven in de verwerkende nijverheid	87

Hoofdstuk 4: Arbeidsmarkt en loonkosten

33 Activiteit en arbeidsmarkt	93
34 Vooruitzichten inzake het werkgelegenheidsverloop	94
35 Activiteit, uitzendarbeid en tijdelijke werkloosheid	95
36 Belemmeringen voor de activiteit wegens een tekort aan geschoolde arbeidskrachten	96
37 Niet-werkende werkzoekenden	97
38 Geharmoniseerde werkloosheidsgraden in de landen van de EU-15 in 2007 : gemiddelde en dispersie	99
39 Regionale arbeidsmarktsituatie	100
40 Werkgelegenheidsgraad in de landen van de EU-15 en de gewesten van België in 2008 : opsplitsing naar leeftijdsgroep	105
41 Werkgelegenheidsgraad in de landen van de EU-15 en de gewesten van België in 2008 : opsplitsing naar nationaliteit	106
42 Loondrift in de particuliere sector	111
43 Uurloonkostenstijgingen vervat in de centrale akkoorden	116
44 Uurloonkostenhandicap van de Belgische ondernemingen volgens de CRB	118

Hoofdstuk 5: Prijzen

45 Inflatieverschil tussen België en het eurogebied	122
46 Energiedragers	123
47 Geraffineerde aardolieproducten	124
48 Consumptieprijzen voor gas	130
49 Consumptieprijzen voor elektriciteit	131
50 Inflatie en inflatieperceptie	132
51 Consumptieprijzen voor bewerkte levensmiddelen	133
52 Melkprijzen	133
53 Consumptieprijzen van de niet-energetische industriële goederen en diensten	134
54 Prijsindexeringspraktijken in de dienstenbranche	135

Hoofdstuk 6: Overheidsfinanciën

55 Impliciete heffing op arbeid	146
56 Ontvangsten uit de vennootschapsbelasting	146
57 Overheidsuitgaven voor gezondheidszorg	149
58 Pensioengerechtigden uit de particuliere sector	150
59 Invloed van de electorale cyclus op de bruto-investeringen in vaste activa van de lokale overheid	150
60 Opsplitsing van de verandering in de rentelasten	151
61 Ontvangsten van de gemeenschappen en gewesten	152
62 Registratierechten	153

Hoofdstuk 7: Financiële rekeningen van de particulieren, de bedrijven en de overheid

63 Opsplitsing van het verloop van de door de particulieren aangehouden uitstaande financiële activa	163
64 Vermogen van de huishoudens	164
65 Externe financieringskosten van de niet-financiële vennootschappen in België	165
66 Vorming van financiële activa door de particulieren	166
67 Gereguleerde spaardeposito's en termijndeposito's van de particulieren	166

68 Door de particulieren aangehouden vastrentende effecten en rendement op lange termijn	169
69 Resultaten van de enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening: vraag naar en aanbod van woonkredieten in België	170
70 Nieuwe hypothecaire kredieten aan de particulieren, herfinancieringen en rentetarieven	170
71 Renteververschil en opsplitsing van de nieuwe hypothecaire contracten naar rentetype	171
72 Niet-geregulariseerde achterstallige kredieten	171
73 Nieuwe financiële verplichtingen van de niet-financiële vennootschappen: opsplitsing naar instrument	172
74 Kredieten van de Belgische banken aan ingezetenen niet-financiële vennootschappen, opsplitsing naar looptijd van het krediet	173
75 Volume en aanwendingsgraad van de kredieten volgens de kredietcentrale: opsplitsing van de ondernemingen naar bedrijfsgrootte	178
76 Aandelenkoersen en koers-winstverhouding in België en in het eurogebied	179
77 Rendement van de staatsleningen op tien jaar	183
78 Premies op <i>credit default swaps</i> (CDS) op vijf jaar in 2008	183

Hoofdstuk 8: Financiële stabiliteit

79 Markten voor kortlopende effecten in de Verenigde Staten	188
80 Minderwaarden op activa en herkapitalisaties van de grote financiële instellingen in de wereld	189
81 Indicatoren van spanning op de financiële markten	190
82 Respectieve voorwaarden voor <i>overnight</i> -financiering in dollar gedurende de openingsuren van de Europese en de Amerikaanse markten	191
83 Marktindicatoren voor de Belgische financiële instellingen en die van het eurogebied	192
84 Rentabiliteit en solvabiliteit van de Belgische kredietinstellingen	197
85 Determinanten van het renteresultaat van de Belgische kredietinstellingen	198
86 Kredietverliesratio op vorderingen van de Belgische kredietinstellingen	201
87 Activa van de Belgische kredietinstellingen ten opzichte van het buitenland	201
88 Passiva van de Belgische kredietinstellingen	202
89 Uitstaande bedragen en rentevoorzieningen van de deposito's van de cliënteel bij Belgische kredietinstellingen	203
90 Nettoresultaten van de verzekeringssector, activiteitsvolume en omvang van de kosten	205
91 Samenstelling van de dekkingswaarden per verzekeringstak	206
92 Vergelijking van de rentabiliteit van de levensverzekerings- en niet-levensverzekeringsactiviteiten	207
93 Solvabiliteitsmarge van de Belgische verzekeringsmaatschappijen	208
94 Lange rente en gewaarborgd rendement op tak 21-contracten	209

Statistische bijlagen

Tabellen betreffende de economische activiteit en de prijzen

I	Bbp en belangrijkste bestedingscategorieën, naar volume	212
II	Bni en belangrijkste bestedingscategorieën, naar volume	213
III	Deflatoren van het bni en van de belangrijkste bestedingscategorieën	214
IV	Bni en belangrijkste bestedingscategorieën, tegen lopende prijzen	215
V	Toegevoegde waarde van de verschillende bedrijfstakken, naar volume	216
VI	Arbeidsmarkt	217
VII	Werkgelegenheidsgraad	218
VIII	Werkloosheidsgraad	219
IX	Geharmoniseerde consumptieprijsindex	220
X	Inkomensrekening van de verschillende sectoren, tegen lopende prijzen	221
XI	Synthese van de transacties van de grote sectoren van de economie, tegen lopende prijzen	222

Tabellen betreffende de overheidstransacties

XII	Ontvangsten, uitgaven en financieringssaldo van de overheid	223
XIII	Financieringssaldo per deelsector van de overheid	224
XIV	Geconsolideerde brutoschuld van de overheid	225

Tabellen betreffende de transacties met het buitenland

XV	Lopend en kapitaalverkeer op transactiebasis	226
----	--	-----

Tabellen betreffende de monetaire en de financiële transacties

XVI	Vorming van financiële activa door en nieuwe financiële verplichtingen van de particulieren	227
XVII	Vorming van financiële activa door en nieuwe financiële verplichtingen van de niet-financiële vennootschappen	228
XVIII	Vorming van financiële activa door en nieuwe financiële verplichtingen van de overheid	229
XIX	Vorming van financiële activa door en nieuwe financiële verplichtingen van de monetaire financiële instellingen	230
XX	Vorming van financiële activa door en nieuwe financiële verplichtingen van de niet-monetaire financiële ondernemingen	231
XXI	Netto-uitgiften van effecten door de financiële instellingen, de niet-financiële vennootschappen en de overheid	232
XXII	Rentetarieven	233
XXIII	Belangrijkste rentetarieven van het Eurosysteem	234
XXIV	Wisselkoersen	235

Nationale Bank van België
Naamloze vennootschap
RPR Brussel – Ondernemingsnummer: 0203.201.340
Maatschappelijke zetel: de Berlaimontlaan 14 – BE-1000 Brussel
www.nbb.be



Verantwoordelijke uitgever

Guy Quaden
Gouverneur

Contactpersoon voor de publicatie

Philippe Quintin
Chef van het departement Communicatie en secretariaat
Tel. +32 2 221 22 41 – Fax +32 2 221 30 91
philippe.quintin@nbb.be

© Illustraties: Image plus
Nationale Bank van België

Omslag en opmaak: NBB TS – Prepress & Image

Gepubliceerd in februari 2009

