

Inhoud

ENKELE INSTRUMENTEN OM DE MONETAIRE-BELEIDSKOERS TE BEOORDELEN	7
HET BANKKREDIET AAN DE PARTICULIERE SECTOR IN BELGIË	23
INFLATIE IN BELGIË EN IN HET EUROGEBIED: VOORUITZICHTEN VOOR 2003 EN 2004	35
SUMMARIES OF ARTICLES	47
ABSTRACTS OF THE WORKING PAPERS SERIES	49

Enkele instrumenten om de monetaire-beleidskoers te beoordelen

H. De Doncker
M. Hradisky
Q. Wibaut*

Dit artikel handelt over de beoordeling van de monetaire-beleidskoers in het algemeen en vooral vanuit een Europees standpunt. Eerst wordt beklemtoond hoe moeilijk deze oefening is, gelet op de complexe omgeving waarin het monetaire beleid wordt gevoerd alsook op de indirecte uitwerking ervan. Vervolgens geeft het een beschrijving, een toepassing in het eurogebied en een kritische analyse van verschillende instrumenten die doorgaans worden gebruikt om de monetaire-beleidskoers te beschrijven of te beoordelen: monetaire aggregaten, reële korte-termijnrente, indexcijfer van de monetaire voorwaarden, regel van Taylor, inflatieverwachtingen.

Het beoordelen van de monetaire-beleidskoers is van essentieel belang, niet alleen voor de waarnemers van de centrale banken maar ook voor de monetaire autoriteiten zelf. De Raad van bestuur van de ECB beoordeelt en heroriënteert eventueel zijn optreden in het kader van de in 1998 aangekondigde strategie, die bestaat uit een kwantitatieve definitie van de doelstelling van prijsstabiliteit en een in twee pijlers vastgelegde analyse. Dit artikel bevat tevens een toelichting bij de verfijning van die strategie op 8 mei 2003.

Over hoe moeilijk een beoordeling is

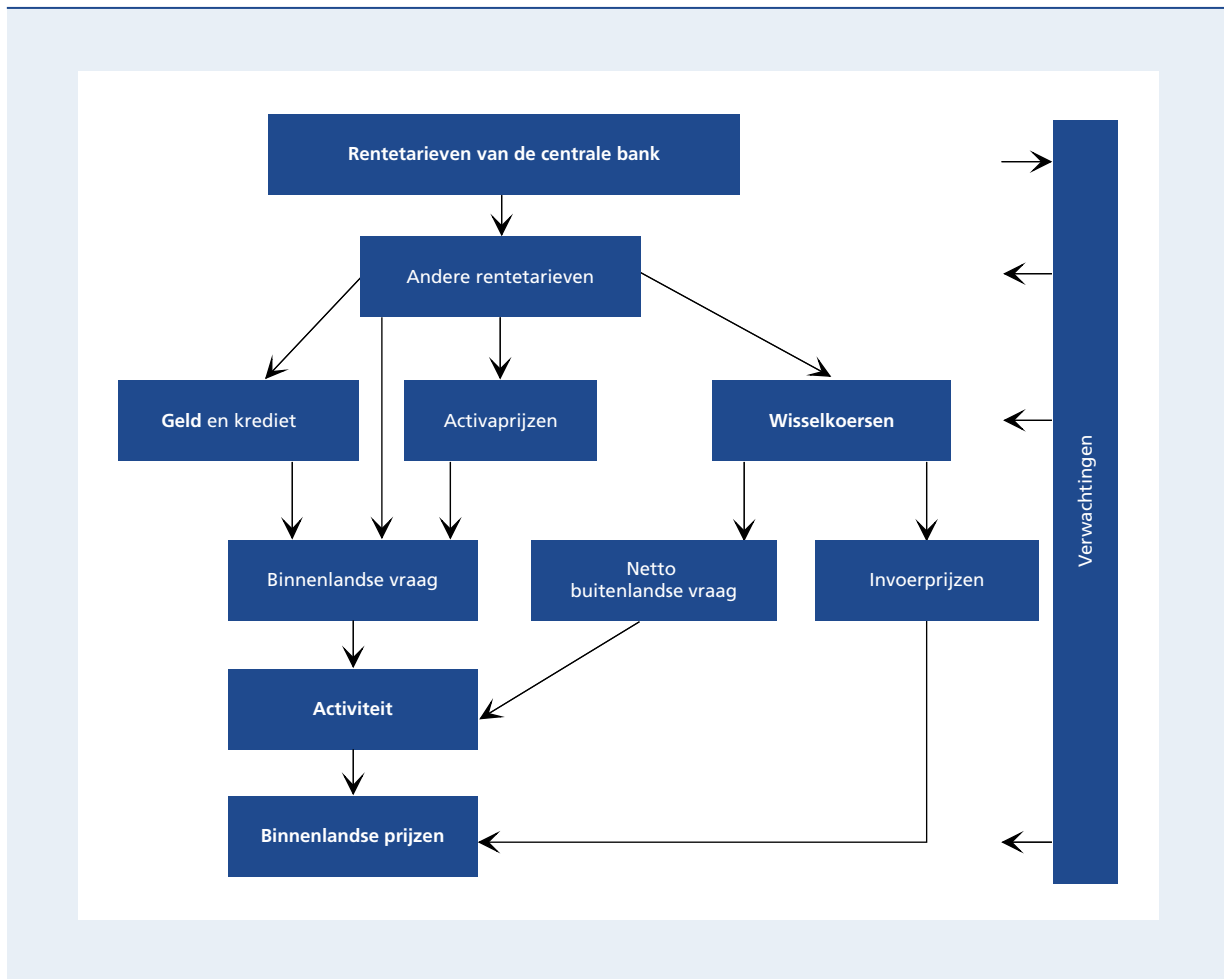
Een beoordeling van de monetaire-beleidskoers is niet eenvoudig omdat het monetaire beleid in een complexe en evoluerende omgeving wordt gevoerd en er een grote afstand is tussen de monetaire-beleidsinstrumenten en de doelstellingen van dat beleid: de centrale bank werkt in de financiële sfeer van de economie, waar ze enkel nauw

toeziet op de zeer korte geldmarktrente, terwijl haar hoofddoelstelling het handhaven is, op de middellange termijn, van de stabiliteit van het algemene prijspeil van goederen en diensten, wat een stabilisatie van de activiteitsgroei niet uitsluit.

Het spreekt vanzelf dat voor een beschrijving van de monetaire-beleidskoers wordt uitgegaan van het gebruik dat de centrale bank maakt van de instrumenten die zij ter beschikking heeft. Doordat de meeste centrale banken van de industrielanden hebben afgezien van reglementaire maatregelen, zoals kredietbeperking, en van kwantitatieve operationele doelstellingen, zoals de ontwikkeling van de vrije reserves van de banken, is het relatief gangbaar geworden dat het gebruik van die instrumenten wordt samengevat door een leidinggevend tarief – in het Eurosysteem is dat de minimale inschrijvingsrente die wordt toegepast op de basis-herfinancieringstransacties – of door een rente die wordt aangekondigd als operationele doelstelling – de fed-fundsrente in de Verenigde Staten. Bij uitbreiding kan worden aangenomen dat het verloop van de zeer korte geldmarktrente grotendeels het optreden van de centrale bank weerspiegelt.

Een zelfde peil van die rentetarieven kan echter een zeer verschillende betekenis hebben naar gelang van de context. Dat blijkt bijvoorbeeld uit de monetaristische kritiek op het Amerikaanse monetaire beleid aan het begin van de jaren zeventig: indien de geldhoeveelheid en de prijzen ondanks de renteverhoging versnellen, moet het monetaire beleid als te accommoderend worden bestempeld.

* De auteurs danken A. Durré, Ph. Moës en V. Périlleux voor hun opmerkingen.



Voor zover er een stabiele relatie bestaat tussen de monetaire groei en het prijsverloop, kan aan de hand van de monetaire aggregaten worden nagegaan of het liquiditeitspeil in de economie spoort met de doelstelling van prijsstabiliteit.

Het zijn overigens niet zozeer de nominale rentetarieven die het gedrag van de economische subjecten beïnvloeden, dan wel de reële rentetarieven, na aftrek van de verwachte inflatie.

Bovendien kan de steeds grotere rol die de reacties van de financiële-marktpartijen in de transmissie van de monetaire-beleidsimpulsen vervullen, de evaluatie bemoeilijken. Een zelfde beweging van de zeer korte geldmarktrente kan immers verschillende resultaten opleveren naar gelang van de reacties op de obligatie-, de aandelen- en de valutamarkt. Daarenboven zijn de rentetarieven op de langere termijn, de bancaire rentetarieven, de aandelenkoersen en de wisselkoersen aan andere invloeden onderhevig.

Bepaalde synthetische indicatoren, zoals de indexcijfers van de monetaire voorwaarden, combineren de reële korte-termijnrente met andere financiële variabelen.

Vervolgens kan het uit normatief oogpunt onmogelijk worden beoordeeld of de door de centrale bank gecontroleerde rente overeenstemt met de beoogde doelstellingen zonder te verwijzen naar de economische situatie. Bij het zoeken naar een optimale rente die wordt bepaald door een eenvoudige regel vond het werk van Taylor (1993) een zekere weerklank. Om de monetaire-beleidskoers te beoordelen, hanteren heel wat waarnemers regels geïnspireerd op die van Taylor, die de korte-termijnrente in verband brengen met de output gap en de inflatie. Geen enkele centrale bank heeft echter zulk een eenvoudige regel aangenomen.

Ten slotte zou de centrale bank rechtstreeks kunnen worden beoordeeld op grond van de verwezenlijking van haar doelstellingen, maar een dergelijke evaluatie kan slechts a posteriori plaatsvinden – gelet op de tijd die de monetaire-beleidstransmissie vergt – en dient de tijdelijke effecten van de talrijke schokken in de activiteit en de prijzen buiten beschouwing te laten. Het verloop van de inflatieverwachtingen verschaft nuttige aanwijzingen voor de real-time beoordeling van het monetaire beleid.

Er bestaat dus blijkbaar geen unieke indicator die het mogelijk maakt de monetaire-beleidskoers te beschrijven en, vooral, te beoordelen. De monetaire-beleidsvoering is een moeilijke kunst, waarbij de centrale bank steunt op alle beschikbare gegevens en op de in het verleden vastgestelde wetmatigheden om de risico's voor de prijsstabiliteit in te schatten en dienovereenkomstig te reageren. Tegelijkertijd kan de bekendmaking van een monetaire-beleidsstrategie die deze reacties stuurt, de

Kader – Herziening van de monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem

Het verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap legt het Eurosysteem als primaire doelstelling het handhaven van prijsstabiliteit op. Zonder afbreuk te doen aan die doelstelling ondersteunt het Eurosysteem het algemene economische beleid in de EU, dat met name gericht is op het bevorderen van de groei en de werkgelegenheid.

De Raad van bestuur van de ECB maakte op 13 oktober 1998 de te volgen strategie bekend, die bestond uit een kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit en uit twee pijlers: een vooraanstaande rol voor de geldhoeveelheid, zoals tot uitdrukking gebracht door de bekendmaking van een referentiewaarde voor de groei van het ruime monetaire aggregaat M3, en een beoordeling, op grond van een ruime waaier andere indicatoren, van de vooruitzichten inzake de prijsontwikkelingen en van de risico's voor de prijsstabiliteit in het eurogebied.

Eind 2002 achtte de Raad van bestuur het nuttig die strategie te evalueren, om na te gaan of ze nog steeds was aangepast aan de economische en monetaire omgeving en of de communicatie over de strategie kon worden verbeterd. De evaluatie-oefening, waarin rekening werd gehouden met de openbare gedachteswisselingen die de strategie uitlokte en met een reeks studies door deskundigen van het Eurosysteem, werd op 8 mei 2003 afgerond. De Raad van bestuur heeft toen de doelstelling van prijsstabiliteit en de rol van de monetaire analyse nader omschreven.

Eenzijds bevestigde de Raad van bestuur de definitie van de doelstelling van prijsstabiliteit als een stijging van de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP) met minder dan 2 pct. per jaar in het eurogebied; aan die doelstelling moet op de middellange termijn worden voldaan, maar de Raad verklaarde te streven naar een stijging in de buurt van die drempel. Deze verduidelijking onderstreept de verbintenis van de Raad om een toereikende veiligheidsmarge in acht te nemen teneinde zich te wapenen tegen deflatierisico's. Die verklaring was tevens bedoeld als antwoord op de vraag naar het mogelijke bestaan van een HICP-meetfout en naar de gevolgen van de inflatieverschillen binnen het eurogebied.

Anderzijds bevestigde de Raad de monetaire-beleidsbeslissingen te zullen blijven baseren op een grondige en in twee pijlers opgezette analyse van de risico's voor de prijsstabiliteit. Hij merkte echter op dat de monetaire analyse vooral de gelegenheid bood om de aanwijzingen die voor de korte en de middellange termijn uit de economische analyse naar voren komen, vanuit een lange- en middellange-termijnvisie onderling te vergelijken. De inleidende verklaring die de president van de ECB aflegt na de vergaderingen van de Raad van bestuur betreffende het monetaire beleid, begint voortaan met een economische analyse, vervolgt met een monetaire analyse en eindigt met een algemene beoordeling. Om het langere-termijnkarakter van de referentiewaarde voor de M3-groei – die nooit een «tussenuitdaging» is geweest – te beklemtonen, heeft de Raad tevens besloten die referentiewaarde niet elk jaar opnieuw te onderzoeken

verwachtingen inzake het prijsverloop beïnvloeden en stelt ze het publiek in staat het optreden van de centrale bank te beoordelen. De Raad van bestuur van de ECB heeft in oktober 1998 zo'n strategie aangenomen en in mei 2003 bepaalde aspecten ervan nader uitgewerkt (zie onderstaande kader).

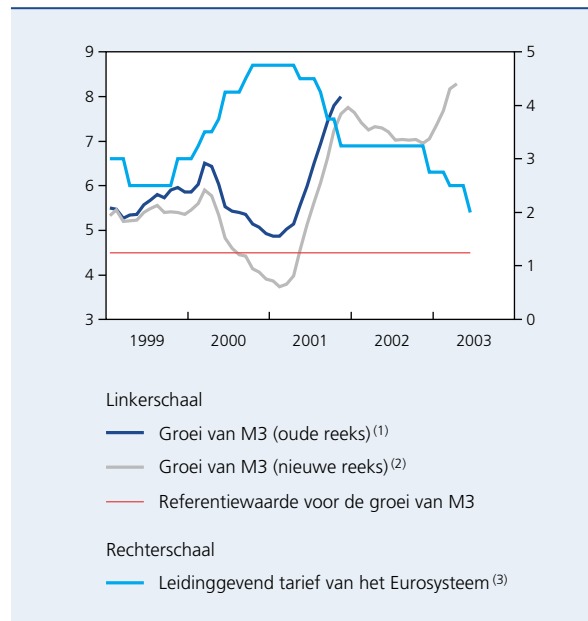
De monetaire aggregaten

Tot de belangrijkste indicatoren die informatie kunnen verschaffen over de monetaire-beleidskoers, behoren de monetaire aggregaten. Gaande van centrale-bankgeld (bankbiljetten en reserves van de banken) tot de ruime aggregaten, zoals M3 (bankbiljetten en muntstukken, zicht- en termijndeposito's, deposito's met een opzegtermijn en verhandelbare schuldbewijzen op ten hoogste twee jaar), vermindert de invloed van de monetaire overheid, maar wordt de band met de prijsontwikkeling, de finale doelstelling van het monetaire beleid, steeds sterker.

Omdat in het verleden is vastgesteld dat de verhouding tussen M3, de activiteit en de prijzen relatief stabiel blijft op de middellange termijn en dat M3 vooruitloopt op de prijzen, heeft de Raad van bestuur van de ECB voor de jaarlijkse groei van dit aggregaat een referentiewaarde vastgesteld. Die waarde is sinds de start van de monetaire unie op 4,5 pct. gebleven. De berekening van dat cijfer berust op parameters voor de middellange termijn: een beoordeling van de potentiële groei in het eurogebied, een raming van de trendmatige daling van de omloopsnelheid van M3 en de veronderstelling dat de prijzen stabiel blijven.

In het besef dat M3 korte-termijnschommelingen kan ondergaan die zonder gevolg zijn voor de prijsstabiliteit en dat de monetaire koerswijziging die de invoering van de euro betekende, tot ander gedrag kan leiden, heeft de Raad van bestuur ervan afgezien de groei van M3 te verheffen tot tussentijdse doelstelling. Aanzienlijke en langdurige afwijkingen van de groei van dat aggregaat ten opzichte van de referentiewaarde kunnen, in normale omstandigheden, wijzen op risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn. Er bestaat echter geen eenvoudige mechanische correlatie tussen de afwijking ten opzichte van de referentiewaarde en de rentebeslissingen. De beslissing zal immers worden genomen op grond van de algemene beoordeling van de risico's voor de prijsstabiliteit, een beoordeling die gebaseerd is op het aantonen van de oorzaken van het vastgestelde verschil, op de andere, hieronder besproken elementen van de monetaire analyse, en op het onderzoek van een ruime waaier van economische en financiële gegevens.

GRAFIEK 2 GROEI VAN M3 EN LEIDINGGEVEND TARIEF VAN HET EUROSISTEEM



Bron: ECB.

- (1) Driemaands gecentreerd gemiddelde van de jaarlijkse veranderingspercentages.
- (2) De nieuwe reeks stemt overeen met de oude na aftrek van de tegoeden van niet-ingezetenen in verhandelbare korte-termijneffecten.
- (3) Rente op de vaste-rentetender voor de basis-herfinancieringstransacties tot 28 juni 2000, minimale inschrijvingsrente voor deze transacties na die datum.

Toen de Raad van bestuur van de ECB in april 1999 de rente verlaagde, overschreed de groei van M3 weliswaar de referentiewaarde, maar dat werd toegeschreven aan bijzondere factoren die samenhangen met de start van de monetaire unie. Vanaf november 1999, daarentegen, trok de Raad de rente herhaaldelijk op, onder meer wegens een langdurige afwijking van M3 ten opzichte van de referentiewaarde, die werd geïnterpreteerd als een signaal voor inflatoire risico's. De renteverlaging in mei 2001 werd ook deels gerechtvaardigd door het verloop van M3: uit de bekendmaking van nieuwe gegevens, die waren gecorrigeerd voor de door niet-ingezetenen aangehouden verhandelbare effecten, bleek immers dat M3 reeds enkele maanden trager steeg dan de referentiewaarde. De sinds medio 2001 opgetekende versneling van de monetaire groei gaf echter geen aanleiding tot renteverhogingen, aangezien ze toe te schrijven was aan portefeuilleherstructureringen die verband hielden met onder meer de onzekerheid op de financiële markten en die door de Raad van bestuur niet werden beschouwd als een bedreiging voor de prijsstabiliteit.

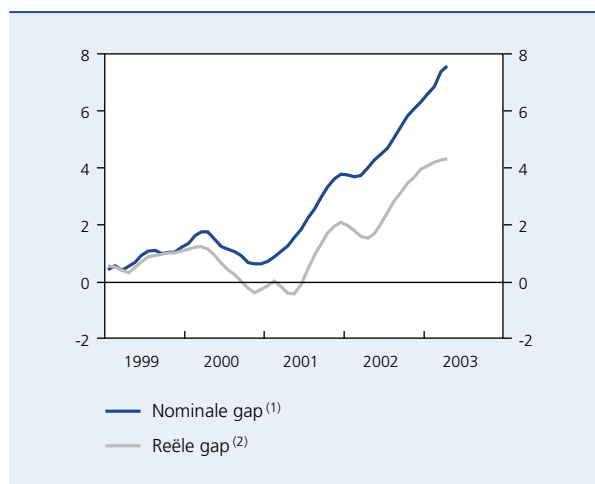
Het toezicht op de jaarlijkse groei van M3 wordt aangevuld met de analyse van de money gap, die gedefinieerd wordt als het verschil tussen M3 en het peil dat M3 zou hebben bereikt bij een groei overeenkomstig de referentiewaarde vanaf een basisperiode. Die eenvoudige maatstaf van het liquiditeitsoverschot of -tekort kan ook worden vervangen door een complexere maatstaf, die berust op een uit een geldvraagmodel afgeleide evenwichtsgeldhoeveelheid. De reële money gap corrigeert de voornoemde maatstaf voor het voorbijgaande inflatieoverschot: voor zover de prijsstijgingschokken slechts beperkte secundaire effecten sorteren, vormt de monetaire groei die ze veroorzaken nauwelijks een bedreiging voor de toekomstige prijsontwikkeling en wordt de reële money gap een betere indicator terzake.

De monetaire analyse bestudeert tevens de oorzaken van de M3-groei, met name aan de hand van econometrische modellen, en onderzoekt de componenten en de tegenpartijen van M3.

Zo valt de krachtige stijging van M3 sinds de herfst van 2001 slechts gedeeltelijk te verklaren door de klassieke determinanten zoals de economische activiteit, de prijzen en de opportuniteitskosten voor het aanhouden van geld⁽¹⁾. Ze vloeit wellicht grotendeels voort uit een toegenomen voorkeur voor liquide activa met een gering risico, tegen de achtergrond van sterk volatiele financiële markten.

GRAFIEK 3 NOMINALE EN REËLE MONEY GAP

(procenten van referentie-M3, driemaands gecentreerde gemiddelden)

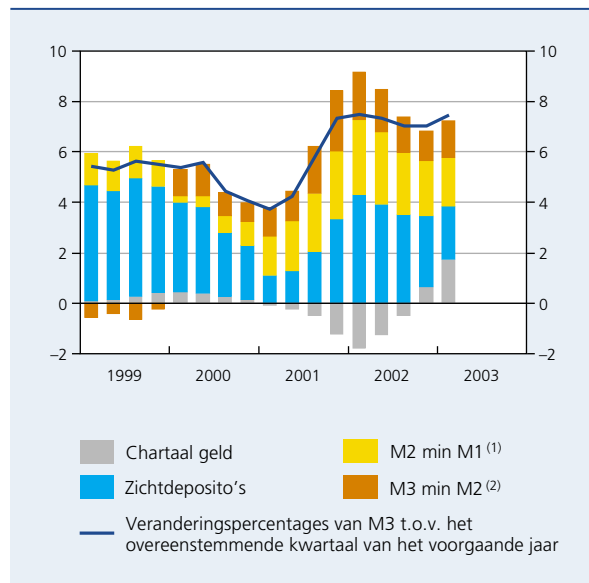


Bron: ECB.

- (1) Verschil tussen opgetekend M3 en referentie-M3, verkregen door het eind 1998 uitstaande bedrag te verhogen met 4,5 pct. per jaar.
(2) Nominale gap gecorrigeerd voor het verschil tussen de stijging van de HICP en 1,5 pct. per jaar.

GRAFIEK 4 M3 EN DE COMPONENTEN ERVAN

(bijdrage tot de verandering van M3, tenzij anders vermeld)



Bron: ECB.

- (1) M2 min M1 omvat de termijndeposito's met een looptijd van ten hoogste twee jaar en de deposito's met een opzegtermijn van maximaal drie maanden.
(2) M3 min M2 omvat de andere korte-termijnverplichtingen van de MFI's ten opzichte van ingezetenen van het eurogebied, zoals verhandelbare instrumenten.

De hypothese dat de financiële beweegredenen een doorslaggevende invloed hadden, wordt ondersteund door de analyse van de componenten van M3: terwijl in 1999 de groei van dit aggregaat hoofdzakelijk te verklaren was door de expansie van de meest liquide activa (M1), hebben de korte-termijndeposito's en de verhandelbare effecten een beslissende rol gespeeld in de recente versnelling van M3. Die tegoeden kunnen allicht gemakkelijk worden ingezet voor de aankoop van goederen en diensten, maar het inflatierisico dat ze inhouden, is miniem zolang de groeivoorzichten matig blijven – wat wijst op de complementariteit van de gegevens afkomstig van de twee pijlers van de monetaire-beleidsstrategie.

Ten slotte kan het onderzoek van de ontwikkeling van de tegenpartijen van M3 in de geconsolideerde balans van de monetaire financiële instellingen (MFI's) ook bijdragen tot de interpretatie van de oorzaken van de monetaire groei. De kredietverlening aan de particuliere sector is, kwantitatief beschouwd, de voornaamste tegenpartij van

(1) De opportuniteitskosten voor het aanhouden van geld bestaan uit het rendementsverlies opgelopen door een deelnemer aan het economische verkeer die beslist geld aan te houden in plaats van andere, rendabelere financiële activa. Ze worden vaak gemeten als het verschil tussen, enerzijds, de rentetarieven op effecten van de overheidsschuld op korte en op lange termijn en, anderzijds, de gemiddelde rente van de activa die in het desbetreffende monetaire aggregaat begrepen zijn.

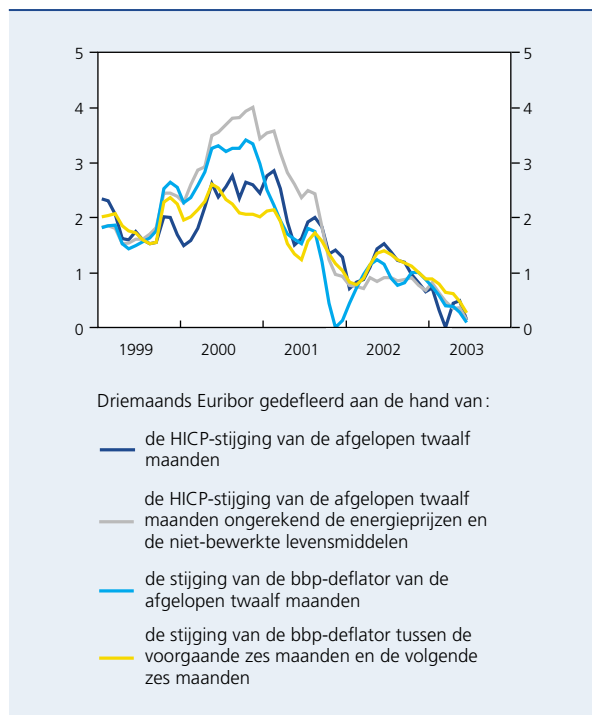
M3 en ook economisch de meest significante. De leningen aan de particuliere sector zijn in 1999 en 2000 zeer krachtig gestegen onder invloed van de hoogconjunctuur, het relatief lage rentepeil en een golf van fusies en overnames. Ze dienden onder meer ter financiering van de directe investeringen en de portefeuillebeleggingen buiten het eurogebied, zodat hun toename niet alleen de groei van M3 aanwakkerde, maar ook een daling van de netto externe tegoeden van de MFI's veroorzaakte. De expansie van die leningen is sindsdien sterk vertraagd, zonder daarom uitzonderlijk gering te worden.

De reële korte rente

Zoals eerder reeds vermeld, is de monetaire-beleidsvoering in de meeste centrale banken vanuit instrumentaal en operationeel oogpunt op de rente afgestemd. Uit onderzoek naar de transmissiemechanismen van het monetaire beleid in het eurogebied blijkt bovendien dat de rente veruit het belangrijkste transmissiekanaal is⁽¹⁾.

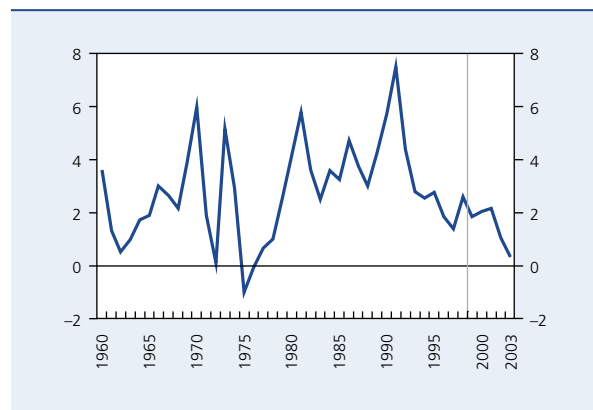
Voor de investerings- en spaarbeslissingen van de gezinnen en de ondernemingen zijn de cruciale variabelen echter niet zozeer de nominale rentetarieven als wel de

GRAFIEK 5 REËLE KORTE-RENTETARIEVEN



Bronnen : ECB, EC, eigen berekeningen.

GRAFIEK 6 REËLE KORTE RENTE⁽¹⁾ IN DUITSLAND (1960-1998) EN IN HET EUROGEBIED (1999-2003)⁽²⁾
(jaargemiddelden)



Bronnen : BIB, ECB, EC.

- (1) Rente op drie maanden, gedefleerd aan de hand van de stijging van het indexcijfer van de consumptieprijzen van de afgelopen twaalf maanden.
(2) Eerste zes maanden.

reële rentetarieven, d.w.z. de rente na aftrek van de verwachte inflatie. In tegenstelling tot de nominale rente kan deze laatste rente niet rechtstreeks worden vastgesteld, aangezien ze afhankelijk is van de verwachtingen van de verschillende economische subjecten met betrekking tot het verloop van de daarmee verband houdende prijzen.

Om het reële peil van de korte rente te ramen, kunnen verschillende prijsindicatoren worden gebruikt (indexcijfer van de consumptieprijzen, al dan niet met uitzondering van de meest volatiele prijzen, bbp-deflator, enz.). Ook de inflatieverwachtingen kunnen op diverse manieren worden geraamd: de meest courante methode bestaat erin de inflatie van de afgelopen twaalf maanden als zodanig over te nemen. Grafiek 5, bijvoorbeeld, toont de verschillende ramingen die voor de reële rente kunnen worden opgesteld, afhankelijk van de gebruikte prijsindicator en de definitie die voor het jaarlijkse verloop wordt gekozen. Welke maatstaf ook wordt gebruikt, momenteel ligt de reële rente in het eurogebied blijkbaar bijzonder laag.

In een meer normatieve benadering wordt de reële korte rente soms vergeleken met een zogenaamd « neutrale » reële evenwichtsrente, die verenigbaar is met een niet-inflatoire economische groei. Het is echter uiterst moeilijk het peil van die neutrale rente te bepalen. Grafiek 6 toont aan dat het gebruik van historische gemiddelden sterk afhankelijk is van de gekozen periode. Andere methoden

(1) McAdam en Morgan, (2001), Peersman en Smets, (2001), Van Els et al., (2001).

berusten op de potentiële groei van de economie, de rente van de geïndexeerde obligaties of de geraamde constante van een reactiefunctie van de centrale bank. De meeste ramingen schommelen tussen 2 en 3 pct. Het peil van de neutrale rentevoet varieert in feite naar gelang van determinanten als de productiviteit, het arbeidsaanbod, of de voorkeur voor het heden en wijzigingen van deze determinanten zijn moeilijk op te sporen.

Het gebruik van de indicator van de reële rente in het kader van het monetaire beleid is dus niet vanzelfsprekend, gelet op de onzekerheid omtrent de maatstaf van de verschillende concepten. De indicator biedt weliswaar interessante informatie, maar moet met andere indicaties worden aangevuld.

De index van de monetaire voorwaarden

De index van de monetaire voorwaarden (IMV) werd begin van de jaren negentig door de Canadese centrale bank voorgesteld als een synthetische maatstaf voor de invloed van de rente en de wisselkoers op de economische activiteit en de prijzen. Hoewel de centrale banken zich altijd bewust zijn geweest van de rol van deze twee variabelen in het transmissiemechanisme van het monetaire beleid, wilde de Bank of Canada hun een expliciet gewicht toekennen om een kwantitatieve maatstaf te verkrijgen van de monetaire voorwaarden in de economie.

De wens om de wisselkoers op te nemen in de beoordeling van de monetaire-beleidsoriëntatie is gerechtvaardigd omdat het wisselkoerskanaal in een open economie en vooral in een kleine open economie, met een vlottend wisselkoersstelsel en kapitaalmobiliteit, een niet te verwaarlozen invloed uitoefent op de fundamentele economische variabelen. De valutamarkten kunnen een actie van de centrale banken immers versterken, afzwakken of zelfs neutraliseren. In het geval van een positieve vraagschok zal de economische activiteit bijvoorbeeld kunnen worden afgeremd door de verhoging van de rente (rechtstreeks effect via het rentekanaal) en kan dit negatieve effect op de totale vraag worden versterkt door de appreciatie van de nationale valuta als gevolg van de rentestijging (indirect effect via het wisselkoerskanaal). Als de valutamarkt daarentegen in omgekeerde zin reageert, meer bepaald met een depreciatie van de valuta als gevolg van exogene factoren of zelfs door een paradoxale interpretatie van de rentewijziging⁽¹⁾, zal het wisselkoerskanaal het negatieve effect van de stijging van de leidinggevende tarieven op de geaggregeerde vraag verzachten.

De IMV is een lineaire combinatie van de veranderingen van de rente en van de wisselkoersen ten opzichte van een willekeurig vastgestelde referentieperiode. Deze index maakt het mogelijk na te gaan in welke mate de monetaire voorwaarden krappere of soepelere zijn geworden in vergelijking met die oorspronkelijke situatie.

De index kan in reële of nominale termen worden berekend. De gewichten van de variabelen in de IMV kunnen betrekking hebben op de effecten van de rente en de wisselkoers op de economische activiteit of op de prijzen en moeten econometrisch worden geraamd aan de hand van structurele modellen, schaalmodellen of vector-autoregressies (VAR's).

Doorgaans wordt de IMV als volgt gedefinieerd:

$$ICM_t = (i_t - i_0) + \lambda * \left[\left(\frac{e_t}{e_0} - 1 \right) * 100 \right]$$

waarbij:

- λ wordt berekend als de verhouding tussen de geraamde coëfficiënten van de rente en van de wisselkoers in de vergelijking van de reële vraag of de prijs en op die manier hun relatieve belang meet in het (vereenvoudigde) transmissiemechanisme van het monetaire beleid;
- i het korte-rentetarief is, gewoonlijk op drie maanden, reëel of nominaal, uitgedrukt in procentpunten;
- e de effectieve wisselkoers is, reëel of nominaal, uitgedrukt als indexcijfer;
- de indexen t en 0 respectievelijk verwijzen naar de lopende periode en de referentieperiode.

Een voorbeeld: als λ , berekend op basis van de raming van een vraagvergelijking, 1/3 bedraagt, zoals in Canada⁽²⁾, betekent dit dat een appreciatie van de effectieve wisselkoers ten belope van 3 pct. dezelfde invloed zal uitoefenen op de economische activiteit als een stijging van de rente met 100 basispunten (één procentpunt).

Vanaf 1991 gebruikte de Bank of Canada de IMV in plaats van de korte rente als operationele doelstelling in haar strategie ter bestrijding van de inflatie. Nadien kende enkel de Nieuw-Zeelandse centrale bank deze indicator een dergelijke status toe, maar kwam daar korte tijd later van terug, net als de Bank of Canada.

(1) Tijdens de eerste jaren van het bestaan van de euro is het gebeurd dat een stijging van de rente in het eurogebied niet leidde tot een appreciatie van de euro, maar eerder als depreciatiefactor werd geïnterpreteerd wegens een verwachte negatieve invloed op de groei.

(2) Zie Freedman (1994).

In de praktijk gaf het gebruik van de IMV als operationele doelstelling aanleiding tot de berekening op basis van driemaandelijke voorspellingen over zes tot acht maanden van het «gewenste» verloop voor die index, d.w.z. van een traject dat verenigbaar is met de uiteindelijke doelstellingen van het monetaire beleid. Daarvoor dienden de gebruikte modellen de realiteit uiteraard getrouw weer te geven en mocht de economie, minstens tot de volgende voorspellingsronde, geen nieuwe schokken ondergaan. Om zich gedeeltelijk tegen die mogelijkheid te wapenen, werkte de Bank of Canada «risicoscenario's» uit om de gevoeligheid van het gewenste traject voor de verschillende ontwikkelingen van de sleutelvariabelen te beoordelen. Tussen twee voorspellingsrondes werd het verloop van de IMV systematisch gevolgd en indien nodig werd de index terug op het gewenste traject gezet door de daggeldrente aan te passen.

De Bank of Canada, die zich bewust was van de onzekerheid omtrent de berekening van het gewenste traject, trachtte echter alleen de aanzienlijke afwijkingen ten opzichte van dit traject te neutraliseren. Bovendien gaven deze afwijkingen niet automatisch aanleiding tot een correctie omdat eveneens rekening werd gehouden met de situatie op de financiële markten en met overwegingen van strategische aard.

Andere centrale banken – vooral die van de Scandinavische landen –, het IMF, de OESO en bepaalde commerciële banken hebben de IMV gebruikt als referentie-instrument voor de beoordeling van de monetaire voorwaarden of als vooruitlopende indicator voor de inflatoire druk. In dit laatste geval werden uitsluitend de veranderingen van de index gevolgd en niet zozeer de afwijkingen ten opzichte van het gewenste traject.

De verdedigers van de IMV wijzen op drie belangrijke voordelen van het gebruik ervan in de monetaire-beleidsvoering:

- eenvoud. Afgezien van de problemen met betrekking tot de raming van de gewichten van de rente en van de wisselkoers (zie verderop), vormt de index een eenvoudige maatstaf van de monetaire voorwaarden en kan hij dus a priori gemakkelijk aan de markten worden meegegeed;
- synthetisch van aard. In één cijfer aggregereert de index de gewogen effecten van twee specifieke kanalen van het transmissiemechanisme. Dit vergemakkelijkt de beoordeling van de risico's voor de prijsstabiliteit, tenminste de risico's die voortvloeien uit de in de IMV opgenomen variabelen;
- real-time beschikbaarheid. De nominale IMV is de dag zelf beschikbaar en de reële IMV met een vertraging van een maand. Hoewel deze laatste theoretisch beschouwd de belangrijkste is, blijken de verschillen tussen beide op de korte termijn minimaal te zijn.

De index heeft ook nadelen:

- keuze van de variabelen. De IMV houdt slechts rekening met één rentevoet (meestal de rente op drie maanden) en één wisselkoers (doorgaans de effectieve wisselkoers)⁽¹⁾. Voorts rijst de vraag naar de keuze van de deflatoren in het geval van de berekening van de index in reële termen. Ericsson et al. (1999) merken op dat de keuze van de variabelen kan worden opgemaakt uit een aggregatie van gegevens. Ten eerste sluit de IMV per definitie alle andere transmissiekanalen van het monetaire beleid uit (zoals het kredietkanaal of het welvaartskanaal), wat erop neerkomt dat hun een nulgewicht wordt toegekend. Bovendien vormt de effectieve wisselkoers een gewogen gemiddelde van de bilaterale wisselkoersen, waarvan verscheidene definities bestaan. Tot slot vormt de lineaire combinatie van een bepaalde rente en een bepaalde wisselkoers een aggregatie op zich. Elk aggregatieniveau leidt tot verlies van informatie. Het gebruik van de IMV in de monetaire-beleidsstrategie veronderstelt dan ook impliciet dat dit verlies verwaarloosbaar is;
- raming van de gewichten van de rente en de wisselkoers. Deze gewichten moeten worden geraamd, waardoor de IMV afhankelijk wordt van de specificatie van het model. Een en ander leidt tot econometrische problemen met betrekking tot het constant blijven van de reeksen, de dynamiek van het model, het exogene karakter van de variabelen en de stabiliteit van de parameters, nog afgezien van de onzekerheid in verband met de resultaten van de raming⁽²⁾. Het relatieve belang van het rentekanaal en van het wisselkoerskanaal wordt doorgaans geraamd aan de hand van schaalmodellen met slechts één equatie, een zeer aanvechtbare benadering in het licht van vele eerder genoemde econometrische aspecten⁽³⁾. De nominale rente is in feite een exogene variabele die door de monetaire autoriteiten kan worden gecontroleerd. Over de wisselkoers hebben ze daarentegen geen controle, aangezien die door andere variabelen dan de rente kan worden beïnvloed;

(1) Men kan eveneens indexen van de financiële voorwaarden opstellen, die één of ander rentetarief op de lange termijn bevatten, zelfs de aandelenkoersen.

(2) Deze technische aangelegenheden worden gedetailleerd geanalyseerd in Eika et al. (1996) en Ericsson et al. (1999)

(3) Dugay (1994) raamt de vraagvergelijking voor Canada bijvoorbeeld als volgt:

$$\Delta y_t = 0,13 + 0,52 \Delta y_t^* + 0,45 \Delta y_{t-1}^* - 0,40 \left[\Delta_s RR_t / 8 \right] - 0,15 \left[\Delta_{12} q_t / 12 \right] + \varepsilon_t$$

(0,13) (0,11) (0,11) (0,22) (0,12)

$$R^2\text{-bijgesteld} = 0,64 \quad DW = 1,96$$

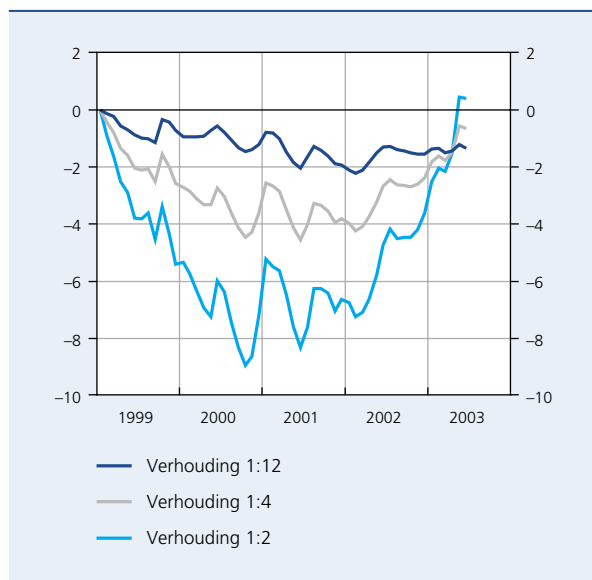
waarbij:

- y en y^* overeenstemmen met het respectieve Canadese en Amerikaanse bbp;
- RR staat voor de reële rente op drie maanden, berekend door de nominale rentevoet te defleren aan de hand van de jaarlijkse verandering van de bbp-deflator in het voorgaande kwartaal ($RR_t = R_t - \Delta_s p_{t-1}$);
- q de reële bilaterale wisselkoers is tussen de Amerikaanse en de Canadese dollar. Deze specificatie betekent dat ervan uitgegaan wordt dat de wisselkoers de prijzen niet direct, maar alleen indirect via de groei kan beïnvloeden. Vanuit dynamisch oogpunt sluit deze vergelijking bovendien de feedback-effecten van de wisselkoers op de rente uit, een variabele die door de centrale bank wordt gestuurd.

- problemen in verband met de interpretatie van de IMV. Bij de beoordeling van de monetaire voorwaarden dient dan ook rekening te worden gehouden met de aard van de economische schokken. In dat verband toont Grande (1997) aan de hand van een IS-LM-model⁽¹⁾ aan dat de IMV verkeerde signalen geeft in geval van een schok op de wisselkoersen, een financiële schok en in bepaalde omstandigheden ook bij een aanbodschok. In het geval van een appreciatie van de nationale valuta ten gevolge van een structurele verbetering van de ruilvoet is er bijvoorbeeld geen reden om aan te nemen dat de monetaire voorwaarden krappert zijn geworden;
- communicatieproblemen. De ervaring van de Bank of Canada toont aan dat de eenvoud van een indicator niet borg staat voor gemakkelijke communicatie. De financiële-marktpartijen hadden immers de neiging de verschillen tussen het opgetekende en het gewenste traject van de index in verband te brengen met een actie van de centrale bank.

In de praktijk bleek het gebruik van de IMV als operationele doelstelling relatief complex, wat de Bank of Canada er overigens toe bracht er geleidelijk van af te zien.

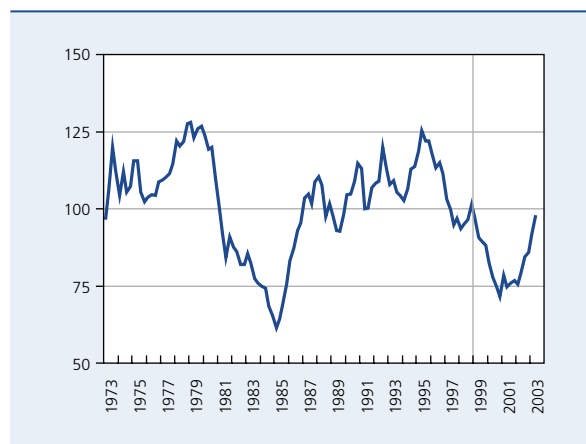
GRAFIEK 7 INDEXEN VAN DE MONETAIRE VOORWAARDEN VOOR HET EUROGEBIED (IN REËLE TERMEN)⁽¹⁾



Bronnen: ECB, EC, eigen berekeningen.

(1) Verandering in procentpunten ten opzichte van januari 1999 van de driemaands Euribor, gedeïndeerd aan de hand van de stijging van de bbp-deflator (herleid op maandbasis) van het eurogebied tussen de maanden t+6 en t-6, verhoogd met respectievelijk 1/12, 1/4 en 1/2 van het veranderingspercentage ten opzichte van januari 1999 van de reële effectieve wisselkoers van de euro (ten opzichte van de beperkte groep commerciële partners volgens de definitie van de ECB), uitgedrukt in termen van de producentenprijzen.

GRAFIEK 8 REËLE WISSELKOERS VAN DE DUITSE MARK (1973-1998) OF VAN DE EURO (1999-2003) TEN OPZICHTE VAN DE AMERIKAANSE DOLLAR⁽¹⁾
(gemiddelde 1973-2002 = 100)



Bronnen: BIB, ECB, EC, eigen berekeningen.

(1) Nominale wisselkoers van de Duitse mark (1973-1998) of van de euro (1999-2003) ten opzichte van de Amerikaanse dollar, gedeïndeerd aan de hand van de verhouding tussen de indexcijfers van de consumptieprijzen in de Verenigde Staten en Duitsland (1973-1998) of het eurogebied (1999-2003).

Ondanks hun gebreken worden voor het eurogebied geregeld IMV's berekend. Het relatieve gewicht van de wisselkoers ten opzichte van de rente varieert in deze berekening binnen een marge van 1:2⁽²⁾ tot 1:12⁽³⁾, wat de grote onzekerheid omtrent deze parameter weergeeft. In het eerste geval heeft een appreciatie van de effectieve wisselkoers met 2 pct. hetzelfde effect op de activiteit (de prijzen) als een stijging van de rente met 100 basispunten. In het tweede geval is het aan de wisselkoers toegekende gewicht veel geringer, aangezien de koers met 12 pct. moet stijgen om dezelfde weerslag te hebben als een verhoging van de rente met 100 basispunten.

Om de gevoeligheid van de IMV voor de weging te illustreren, hebben we voor het eurogebied drie indexen in reële termen samengesteld: twee ervan zijn berekend op basis van de eerder vermelde uiterste ratio's, terwijl de derde daartussen ligt met een relatief gewicht van de wisselkoers ten opzichte van de rente van 1:4⁽⁴⁾. Hoewel de indexen algemeen beschouwd een vergelijkbaar beeld geven van het verloop van de monetaire voorwaarden, is de index volatieler⁽⁵⁾ naarmate het aan de wisselkoers toegekende gewicht toeneemt. Anderzijds blijft de verandering van de

(1) Het betreft een model voor een kleine open economie met een volmaakte kapitaalmarkt, volmaakte prijsrigiditeiten en voorspellingen.

(2) Dornbush et al. (1998).

(3) Salomon Smith Barney (1998).

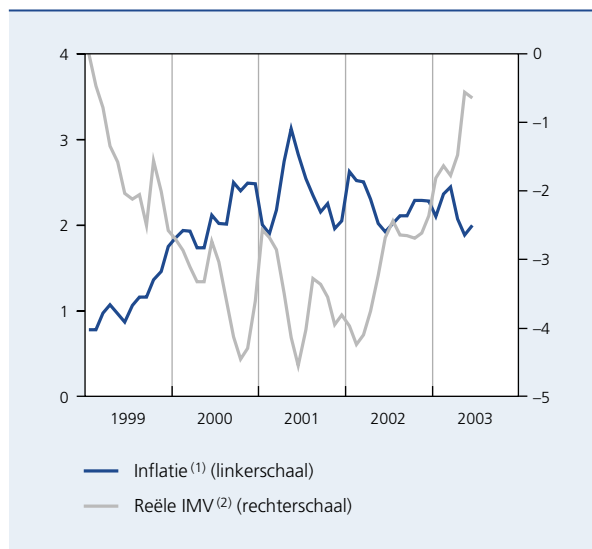
(4) Deze verhouding ligt in de buurt van het resultaat van Martinez Pagés en Ortega Eslava (2000): volgens hun ramingen bedroeg de verhouding 1:4,4.

(5) Een en ander kan worden verklaard door een grotere volatiliteit van de wisselkoers ten opzichte van de rente tijdens deze periode.

drie indexen tijdens de hele onderzochte periode zo goed als ongewijzigd. Niettemin doen zich enkele divergenties voor, waarvan de meest opvallende tussen februari en mei 2000. Tijdens die periode vertoont de index op basis van de verhouding 1:12 – weliswaar lichte – tekenen van een verkrapping van de monetaire voorwaarden, terwijl de twee andere indexen, die meer gewicht toekennen aan de wisselkoers, het tegendeel aangeven als gevolg van een aanzienlijke depreciatie van de eenheidsmunt, die niet kon worden gecompenseerd door de opeenvolgende renteverhogingen in maart en in april 2000 tegen een krachtige economische achtergrond.

Zelfs wanneer aan de wisselkoers een relatief gering aandeel wordt toegekend, drukken de talrijke schommelingen ervan hun stempel op het verloop van de index. Zo leidden de renteverhogingen van november 1999 tot oktober 2000 amper tot een stijging van de index. Welke weging ook wordt toegepast, de monetaire voorwaarden blijken sinds begin 2002 krappere te zijn geworden onder invloed van de appreciatie van de euro en benaderen de voorwaarden van bij het begin van de monetaire unie. Op de langere termijn beschouwd, lijkt de recente appreciatie van de euro een duidelijke onderwaardering in 2000-2001 te hebben gecorrigeerd.

GRAFIEK 9 REËLE INDEX VAN DE MONETAIRE VOORWAARDEN EN DE INFLATIE IN HET EUROGEBIED



Bronnen : ECB, EC, eigen berekeningen.

(1) Jaarlijkse veranderingspercentages van de HICP.

(2) Berekend op basis van een verhouding van 1:4 tussen de wisselkoers en de rente.

Het vooruitlopende karakter van de IMV ten opzichte van de prijsontwikkelingen in het eurogebied blijkt behoorlijk zwak te zijn. Het spreekt voor zich dat de inflatie door heel wat andere factoren wordt bepaald.

Al bij al heeft de index van de monetaire voorwaarden in de praktijk slechts een beperkt nut. Hij moet worden geïnterpreteerd als een uitsluitend uit de korte rente en de wisselkoers voortvloeiende synthetische maatstaf van de druk op de activiteit en op de prijzen.

De regel van Taylor

Het wordt de monetaire autoriteiten soms aangeraden zich te houden aan een min of meer strikte regel, die gedurende een voldoende lange tijdspanne van kracht dient te blijven teneinde de verwachte effecten te sorteren, bijvoorbeeld in termen van geloofwaardigheid van de centrale bank.

Er kan een onderscheid worden gemaakt tussen twee soorten regels: enerzijds de regels die ten aanzien van de operationele doelstelling van het monetaire beleid een verloop voorschrijven dat constant is in de tijd (bijvoorbeeld het voorstel van de heer Friedman voor een constant groeitempo van de monetaire basis) en, anderzijds, de regels die de bewegingen van de monetaire basis of van de kortlopende rente koppelen aan de schommelingen van de macro-economische sleutelindicatoren. In de tweede groep worden de regels die het verloop van de rente koppelen aan het inflatieverschil ten opzichte van zijn doelstelling en aan de output gap doorgaans Taylor-regels genoemd, naar de Amerikaanse econoom die in 1993 een dergelijke reactiefunctie voorstelde:

$$i_t = \bar{r} + p_t + 0,5(p_t - \bar{p}) + 0,5 \frac{y_t - \bar{y}_t}{\bar{y}_t}$$

waarin:

- i_t verwijst naar de aanbevolen fed-fundsrente;
- \bar{r} de reële evenwichtsrente of neutrale rente is;
- p_t de inflatie voorstelt van de laatste vier kwartalen, die geacht wordt een aanwijzing te geven voor de verwachte inflatie;
- \bar{p} de inflatiedoelstelling is;
- y_t en \bar{y}_t respectievelijk overeenstemmen met het vastgestelde en trendmatige bbp-niveau;
- de coëfficiënten willekeurig gekozen werden, maar ervoor zorgen dat de regel het verloop van de fed-fundsrente in de periode 1987-1992 kan verklaren.

De oorspronkelijke regel die Taylor formuleerde, gaat uit van de stelling dat de centrale bank zich uitsluitend bezighoudt met de economische situatie in eigen land

(met de mondiale rente wordt bijvoorbeeld geen rekening gehouden) en kent positieve en gelijke gewichten toe aan de inflatie- en productieveverschillen ten opzichte van hun respectieve doelstellingen. Indien de inflatie gelijk is aan de doelstelling, vastgesteld op 2 pct., en het niveau van de economische activiteit samenvalt met haar potentiële niveau, stemt de reële rente overeen met haar evenwichtspeil op de lange termijn. In de oorspronkelijke specificatie is deze vastgesteld op 2 pct.⁽¹⁾.

Wanneer men de vergelijking herschrijft, blijkt trouwens dat de aan de inflatie toegekende coëfficiënt groter is dan één. Dit betekent dat de centrale bank de reële rente opwaarts zal herzien wanneer de inflatiedoelstelling wordt overschreden⁽²⁾:

$$i_t = \bar{r}_t - 0,5 \bar{p} + 1,5 p_t + 0,5 \frac{y_t - \bar{y}_t}{\bar{y}_t}$$

Taylor beveelt niet aan om automatisch een dergelijke reactiefunctie te hanteren. Hij erkent de noodzaak om een brede waaier van economische indicatoren te evalueren, vooral in situaties waarin de economie tijdelijke of onverwachte schokken ondergaat. De regel zou echter inherent moeten zijn aan de onderzochte concepten, al was het maar op experimentele basis als indicator van de monetaire-beleidskoers. Als de ervaring leert dat de regel betrouwbaar is, zou hij een prioritaire leidraad kunnen gaan vormen in de besluitvorming, en zou hij in zekere zin de mogelijkheid bieden om de economische praktijk te toetsen aan de theorie, vermits deze laatste de superioriteit van de regels heeft bewezen ten opzichte van het discretionaire beleid in termen van coherentie in de tijd (*time-consistency*), geloofwaardigheid en optimalisering van het welzijn.

In 1999 gaat Taylor nog een stapje verder, en suggereert hij dit concept te gebruiken als leidraad voor het monetaire beleid in het algemeen en voor het Eurosysteem in het bijzonder. Uit de resultaten van de simulaties blijkt immers dat eenvoudige regels, zoals die van Taylor, robuust zijn, doordat zij in de verschillende econometrische modellen een stabilisering van de prijzen en de activiteit mogelijk maken op een wijze die vergelijkbaar is met de – meestal complexere – optimale regels. Een optimale reactiefunctie in een specifiek model leidt daarentegen tot minder bevredigende resultaten dan een eenvoudige Taylor-regel indien ze wordt overgenomen in andere modellen. Aan de hand van een eenvoudige regel kan men aldus de kans verminderen dat een verkeerde strategie wordt gevolgd, aangezien de structuur van de economie niet precies bekend is op het ogenblik van de besluitvorming en metertijd ook verandert.

De regel van Taylor lijkt dus een zeer aantrekkelijk concept. Men dient echter bepaalde voorzorgsmaatregelen in acht te nemen wegens de problemen die hij doet rijzen, zowel vanuit een theoretisch als vanuit een empirisch oogpunt.

Vooreerst werden de aan de inflatie en aan de output gap toegekende gewichten willekeurig vastgesteld. Zij kunnen ook het voorwerp uitmaken van een raming, en zijn dan niet alleen afhankelijk van het onderliggende economische model, maar tevens van de gehanteerde econometrische methode. Daarnaast dient rekening te worden gehouden met het feit dat elke centrale bank tijdens de conjunctuurcyclus impliciet of expliciet meer gewicht toekent aan één of andere variabele. Zo ontstaat het gevaar dat de evaluatie van het monetaire beleid zou leiden tot tegenstrijdige conclusies, naar gelang van het relatieve belang van de twee variabelen in de regel. In het geval van het Eurosysteem is het handhaven van de prijsstabiliteit de hoofddoelstelling. Het tijdsperspectief van deze doelstelling – op de middellange termijn – biedt echter de mogelijkheid rekening te houden met de output gap, voornamelijk als determinant van het verdere prijsverloop.

De keuze van de variabelen zorgt nog voor supplementaire problemen. Deze laatste zijn relatief beperkt in het geval van de inflatie, die gewoonlijk wordt berekend op basis van een ruime prijsindex, zoals de consumptieprijsindex of de bbp-deflator. Indien er geen belangrijke bewegingen in de ruilvoet zijn, zullen deze beide indexcijfers een soortgelijk verloop laten optekenen. Het probleem wordt acuter bij het bepalen van de output gap, waarvan de ramingen sterk uiteenlopen naar gelang van de methode die wordt gehanteerd voor de berekening van het potentiële niveau van de economische activiteit en waarvoor Orphanides (2000) heeft aangetoond dat de ex-post raming aanzienlijk kan verschillen van de real-time raming. Hoewel de reële evenwichtsrente soms wordt benaderd door het gemiddelde van de verschillen tussen de nominale rente en de inflatie, beschouwd over een min of meer lange periode, maakt zij af en toe ook deel uit van de constante en dan wordt zij berekend na raming van de regel. De hypothese van een constante reële evenwichtsrente wordt des te dwingender naarmate de analyseperiode langer wordt, vermits de Taylor-regel de determinanten van deze variabele volledig negeert.

(1) Dat is een waarde die vergelijkbaar is met het trendmatige groeitempo van de Amerikaanse economie tussen 1984 en 1992.

(2) Vanuit een meer theoretische benadering heeft Woodford (2001) in het kader van een «neo-wickselliaans» model aangetoond dat, enerzijds, een inflatiecoëfficiënt groter dan één een noodzakelijke en voldoende voorwaarde vormt om het evenwichtsprijspeil te kunnen bepalen en, anderzijds, dat de volatiliteit van de prijzen en van de output zal verminderen naarmate men het evenwicht nadert: zo kan met behulp van de regel het systeem worden gestabiliseerd.

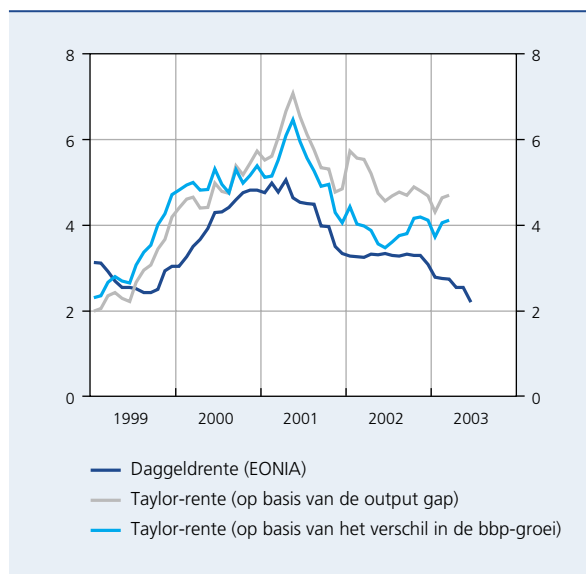
Vervolgens houdt de door Taylor aanvankelijk geformuleerde regel geen rekening met de anticiperende aard van het monetaire beleid. De centrale bank controleert echter nauwelijks de huidige inflatie, en kan de toekomstige inflatie slechts beïnvloeden op een termijn die gewoonlijk begrepen is tussen vier en acht kwartalen. De monetaire autoriteiten zouden systematisch te laat reageren indien de beslissingen uitsluitend gebaseerd zouden zijn op de huidige ontwikkelingen van de belangrijkste macro-economische variabelen. Door in de regel voorspellingen op te nemen die gebaseerd zijn op alle beschikbare informatie, kan beter worden ingespeeld op de grote en veranderlijke vertragingen in de transmissie van de monetaire beleidsimpulsen. De discussie over het vermogen van die reactiefuncties van anticiperende aard om de prijzen en de activiteit beter te stabiliseren, is echter niet gesloten⁽¹⁾.

Tot slot kan de regel van Taylor in bepaalde gevallen verkeerde signalen uitzenden. Bij een tijdelijke olieschok of een btw-verhoging zou de regel bijvoorbeeld een renteverhoging aanbevelen, hoewel de prijsverhoging op de korte termijn de daling van de economische activiteit ruimschoots zou compenseren. Hoewel het effect op de prijzen tijdelijk van aard is, biedt die renteverhoging echter geen afdoende oplossing. Het monetaire beleid kan de «eerste-ronde»-effecten van de uitzonderlijke schommelingen van het algemene prijspeil dulden.

Het zou derhalve onvoorzichtig zijn om zich bij de monetaire-beleidsvoering uitsluitend te laten leiden door een reactiefunctie, en meer in het algemeen door één enkele indicator. De centrale bank dient integendeel de oorsprong te onderzoeken van de schokken die de economie treffen, en een veelzijdige aanpak na te streven, vermits zij actief is in een uitermate onzekere omgeving, of het nu gaat om de structuur van de economie, het gedrag van de economische subjecten, de toekomstige ontwikkelingen, of gewoon het meten van de macro-economische variabelen. Door verscheidene indicatoren en modellen in aanmerking te nemen, vermindert men aldus de kans op fouten, en wordt het mogelijk een daadkrachtiger strategie uit te werken ten aanzien van een onzekere omgeving.

Om de toepassing en de beperkingen van een eenvoudige regel te illustreren, vergelijken we de daggeldrente in het eurogebied met de hypothetische rentetarieven berekend aan de hand van de oorspronkelijke regel van Taylor en aan de hand van de aangepaste regels. Het inflatiepercentage wordt berekend op basis van de HICP, en de inflatiedoelstelling is vastgesteld op 2 pct., hoewel de Raad van bestuur van de ECB ernaar streeft om de prijsstijging onder deze grens te houden. De neutrale reële rente is vastgelegd op 2,25 pct., wat plusminus overeenstemt met het rekenkundige gemiddelde van de reële rente tijdens de afgelopen

GRAFIEK 10 REGEL VAN TAYLOR EN DAGGELDRENTE IN HET EUROGEBIED



Bronnen : ECB, EC, eigen berekeningen.

tien jaar⁽²⁾. Het potentiële productieniveau wordt geraamd aan de hand van een log-lineaire specificatie en op grond van de maandgegevens van het bbp van het eurogebied sinds 1991. In de aangepaste regel, ten slotte, hebben we – in navolging van Orphanides (2000) – de output gap, dat wil zeggen het verschil tussen het vastgestelde en het potentiële productieniveau, vervangen door het verschil tussen de vastgestelde groei en de potentiële groei. Deze laatste is gelijk aan 2,25 pct. Deze vervanging biedt het voordeel dat de beslissingsfouten die te wijten zijn aan vergissingen in de real-time raming van het potentiële productiepeil worden beperkt. Bovendien loopt het groeiverschil vaak vooruit op de output gap.

Ongeacht de beschouwde regel, zijn de rentetarieven van Taylor volatieler dan de vastgestelde daggeldrente⁽³⁾. Dat komt doordat de in aanmerking genomen reactiefuncties een zeer actief monetair beleid vergen, dat onmiddellijk reageert op de nieuwe prijs- en productieontwikkelingen⁽⁴⁾. Zij houden met andere woorden geen rekening met de negatieve effecten van een verhoogde volatiliteit van de rentetarieven, die het vormingsproces van de verwachtingen in de war kan sturen. Een geleidelijke wijziging in de

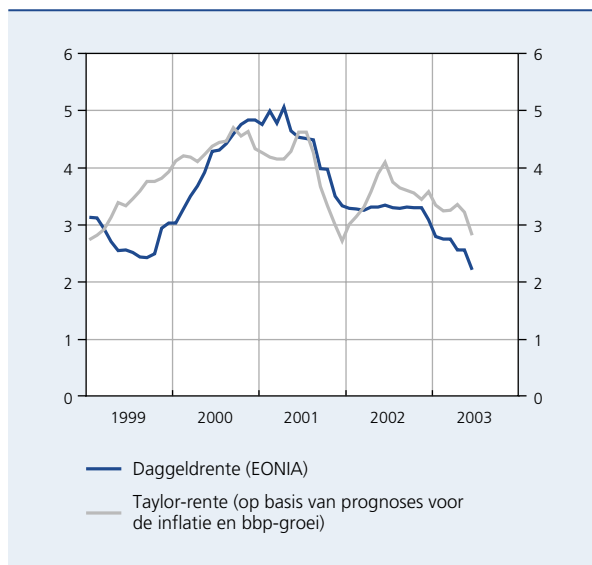
(1) Zie bijvoorbeeld Batini en Haldane (1999) en de Europese Centrale Bank (2001).

(2) Vóór januari 1999 wordt deze rente verkregen als gewogen wiskundig gemiddelde van de rentetarieven van de lidstaten van het eurogebied.

(3) De volatiliteit, gemeten aan de hand van de standaardafwijking over de verslagperiode, is gelijk aan 0,80 voor de vastgestelde reeks van rentetarieven, en 0,97 en 1,21 voor de rentetarieven van Taylor, respectievelijk verkregen op grond van de aangepaste en de oorspronkelijke regel.

(4) Een reactiefunctie die rekening houdt met het stapsgewijs ingrijpen van de centrale bank, werd voorgesteld door Clarida et al. (1998).

GRAFIEK 11 REGEL VAN TAYLOR OP BASIS VAN PROGNOSES EN DAGGELDRENTE IN HET EUROGEBIED



Bronnen : ECB, EC, The Economist, eigen berekeningen.

(1) Vooruitzichten op één jaar berekend aan de hand van de prognoses per kalenderjaar ontleend aan de enquêtes van The Economist en van de waarnemingen met betrekking tot de afgelopen periode van het lopende jaar. De regel is berekend op basis van het groeiverschil.

basisrentetarieven maakt het monetaire beleid efficiënter en kan leiden tot een betere transmissie van de schommelingen in de korte rente op de rendementscurve in haar geheel.

Op basis van de beschouwde reactiefuncties kunnen de beslissingen van de Raad van bestuur van de ECB niet perfect worden weergegeven. Afgemeten aan die functies lijkt de Raad over het algemeen een vrij accommoderend monetair beleid te hebben gevoerd dat weliswaar voorrang gaf aan de doelstelling van prijsstabiliteit, maar toch heeft kunnen bijdragen tot het stabiliseren van de economische groei.

De vervanging van de inflatie- en groeigegevens door de verwachtingen op één jaar die professionele voorspellers terzake bekendmaakten, leidt tot vrij identieke conclusies. De hypothetische rente, die kan worden berekend voor de meest recente periode, is echter veel minder volatiel en ligt minder stelselmatig hoger dan de opgetekende rente. Bij de interpretatie van de resultaten van deze berekeningen dient rekening te worden gehouden met het feit dat de voorspellers in hun prognoses vaak uitgaan van een rentewijziging door de centrale bank.

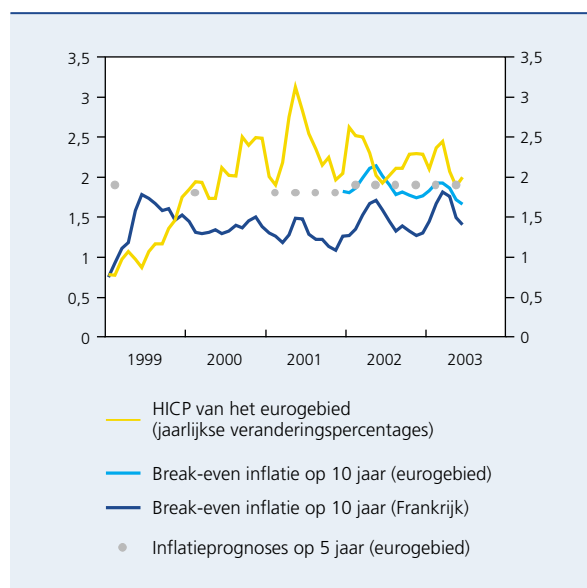
De inflatieverwachtingen

De centrale banken hebben als eerste doelstelling het handhaven van de prijsstabiliteit. Het is echter riskant om de monetaire-beleidskoers te beoordelen op basis van de huidige inflatie omdat deze laatste onderhevig is aan talrijke exogene schokken, waar de monetaire autoriteiten geen controle over hebben. Een centrale bank kan niet aansprakelijk worden gesteld voor deze tijdelijke schommelingen van de inflatie. Zij dient er slechts op te reageren om te vermijden dat deze bewegingen zouden overslaan op de inflatieverwachtingen, en aldus uiteindelijk zouden doorwerken in de prijs- en loonvorming.

Om die reden verschaffen de inflatieverwachtingen op de middellange en de lange termijn (resp. 5 en 10 jaar) waarschijnlijk goede aanwijzingen over de relevantie van het monetaire beleid. Bovendien zijn ze een eenvoudige indicator voor de geloofwaardigheid van de monetaire autoriteiten, die de efficiëntie van hun beleid verhoogt. Het is bijgevolg wenselijk dat de inflatieverwachtingen op de middellange en de lange termijn in de buurt van de inflatiedoelstelling zouden liggen.

Grafiek 12 stelt twee metingen van de inflatieverwachtingen voor: enerzijds de break-even inflatie die wordt afgeleid uit het verschil tussen het rendement van de nominale obligaties op tien jaar en dat van de geïndexeerde obligaties met een zelfde looptijd (uitgegeven door de Franse

GRAFIEK 12 INFLATIE EN INFLATIEVERWACHTINGEN OP DE MIDDELLANGE EN DE LANGE TERMIJN IN HET EUROGEBIED



Bronnen : ECB, EC.

Staat); anderzijds de inflatieverwachtingen ontleend aan enquêtes die door de ECB in het eurogebied zijn uitgevoerd bij de financieel deskundigen.

Deze twee indicatoren zijn niet boven alle kritiek verheven. De liquiditeit op de markt van geïndexeerde Franse obligaties is beperkt. Dit betekent, enerzijds, dat het rendement volatieler is dan voor nominale obligaties en, anderzijds, dat in de reële rente een liquiditeitspremie is vervat die wellicht leidt tot een neerwaartse vertekening van de break-even inflatie. Omgekeerd moet worden opgemerkt dat deze niet alleen de gemiddelde inflatieverwachting meet, maar tevens de risicopremie die voortvloeit uit de onzekerheid omtrent deze prognose. De uit enquêtes naar voren komende inflatieverwachtingen van hun kant, richten zich uitsluitend tot het beperkte publiek van financieel analisten, die geacht worden goed geïnformeerd te zijn, en niet tot de actoren die de beslissingen inzake prijzen en lonen nemen.

De twee soorten van indicatoren leveren echter soortgelijke resultaten op. Ondanks opeenvolgende schokken die de stijging van de HICP boven de 2 pct. hebben geduwd, evolueerden de inflatieverwachtingen binnen nauwe limieten die doorgaans overeenstemden met die welke de prijsstabiliteit in het eurogebied definiëren. Het Eurosysteem lijkt er dus te zijn in geslaagd de inflatieverwachtingen op de middellange en de lange termijn stevig te verankeren.

Conclusie

Het monetaire beleid opereert indirect en in een omgeving die complex, veranderlijk en onzeker is. De monetaire-beleidsstrategie dient met deze complexiteit rekening te houden, maar tegelijk moet zij ook duidelijkheid nastreven teneinde de geloofwaardigheid te verhogen en het publiek in staat te stellen de genomen beslissingen beter te beoordelen. Geen enkele centrale bank heeft een eenvoudige regel goedgekeurd die een automatische beleidssturing mogelijk maakt. Alle centrale banken hebben daarentegen als prioritaire doelstelling het handhaven van de prijsstabiliteit en het staven van hun beslissingen. De centrale banken bewaren echter een uiteenlopende mate van discretie in hun beleidsvoering. Zo heeft de Amerikaanse Federal Reserve geen expliciete strategie, terwijl de Raad van bestuur van de ECB de definitie van prijsstabiliteit heeft gekwantificeerd (met echter een zekere ingebouwde speling gelet op de verbintenis om die stabiliteit « op de middellange termijn » te handhaven)

en zijn beslissingen neemt aan de hand van een breed gefundeerde, rond twee « pijlers » opgebouwde analyse.

Verschillende vereenvoudigingsinstrumenten, die erop gericht zijn de spanning tussen de complexiteit van de omgeving en het elementaire karakter van de monetaire-beleidsinstrumenten weg te nemen, worden door de waarnemers gebruikt en soms als regels voorgesteld ten behoeve van deze beleidsvoering. Wij hebben er de verdiensten en beperkingen van onderzocht. Daarbij is onder meer gebleken dat zelfs de synthetische indicatoren omzichtig dienen te worden geïnterpreteerd, omdat zij de complexiteit van een wisselende omgeving niet kunnen weerspiegelen.

Wij hebben deze instrumenten, ondanks hun tekortkomingen, toegepast op de situatie in het eurogebied. Op basis daarvan kan de huidige monetaire-beleidsvoering van het Eurosysteem als volgt worden samengevat:

- de liquiditeit is in het eurogebied bijzonder ruim, maar zij is willicht tijdelijk beïnvloed door een groter-dan-gebruikelijke risico-aversie;
- de reële korte rente ligt bijzonder laag;
- hetzelfde geldt voor de index van de monetaire voorwaarden, ook al heeft die zich sinds de lente van 2002 hersteld;
- het basisrentetarief van de ECB ligt onder het peil dat wordt voorgeschreven door verschillende regels van het type van de Taylor-regel;
- de inflatieverwachtingen op de middellange en de lange termijn blijven net onder de 2 pct.

Ondanks hun onvolkomenheden schetsen die indicatoren allemaal het algemene beeld van een monetair beleid dat, om de groei te stabiliseren, gebruik heeft gemaakt van de marges die worden geboden door de reeds verworven geloofwaardigheid inzake handhaving van de prijsstabiliteit.

Het spreekt vanzelf dat de Raad van bestuur van de ECB zijn monetaire-beleidsbeslissingen baseert op een veel diepgaander analyse dan alleen maar het onderzoek van de bovenvermelde indicatoren, zoals onder meer blijkt uit de schat aan informatie die de Maandberichten van de ECB bevatten. De Raad onderzoekt alle beschikbare gegevens over de economische toestand en de vermoedelijke ontwikkeling ervan, die regelmatig worden samengevat in de prognoses van de diensten van het Eurosysteem, en vergelijkt de aanwijzingen van economische en monetaire analyses om de risico's die over verschillende periodes de prijsstabiliteit bedreigen, te beoordelen en dienovereenkomstig te reageren.

Referenties

- Batini, N. and Haldane, A. (1999), « Monetary Policy Rules and Inflation Forecasts », *Bank of England Quarterly Bulletin* (February), pp. 60-6.
- Clarida, R., Galí, J. and Gertler, M. (1998), « Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence », *European Economic Review*, vol. 42, no. 6, pp. 1033-67.
- de Mourgues, M. (1993), « La monnaie: système financier et théorie monétaire », 3e édition, *Economica*.
- Deutsche Bundesbank (1999), « Taylor Interest Rate and Monetary Conditions Index », *Monthly Report* (April), pp. 47-63.
- Dornbush, R., Favero, C.A. and Giavazzi, F. (1998), « Immediate Challenges for the ECB: Issues in Formulating a Single Monetary Policy », *Economic Policy*, vol. 26, pp. 15-64.
- Dugay, P. (1994), « Empirical Evidence on the Strength of the Monetary Transmission Mechanism in Canada: An Aggregate Approach », *Journal of Monetary Economics*, vol. 33, no. 1, pp. 39-61.
- Eika, K. H., Ericsson, N. R. and Nymoen, R. (1996), « Hazards in Implementing a Monetary Conditions Index », *Oxford Bulletin of Statistics and Economics*, vol. 58, no. 4, pp. 765-90.
- Ericsson, N. R., Jansen, E. S., Kerbeshian, N. A. and Nymoen, R. (1999), « Interpreting a Monetary Conditions Index in Economic Policy », *Occasional Papers, Norges Bank Schrifserie*, no. 28, pp. 27-48.
- Europese Centrale Bank (2001), « Problemen verbonden aan monetaire-beleidsregels », *Maandbericht* (oktober), pp. 39-53.
- Freedman, C. (1994), « The Use of Indicators and of the Monetary Conditions Index in Canada », in *Frameworks for Monetary Stability*, ed. by Baliño, T. J. T. and Cottarelli, C., IMF, pp. 458-78.
- Freedman, C. (1995), « Le rôle des conditions monétaires et de l'indice des conditions monétaires dans la conduite de la politique », *Revue de la Banque du Canada* (Automne), pp. 53-9.
- Grande, G. (1997), « Properties of the Monetary Conditions Index », *Temi di discussione, Banca d'Italia*, No. 324.
- Martinez Pagés, J. and Ortega Eslava, E. (2000), « Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias », *Banco de España, Boletín Económico*, februari.
- McAdam, P. and Morgan, J. (2001), « The Monetary Transmission Mechanism at the Euro-Area Level: Issues and Results Using Structural Macroeconomic Models », *ECB Working Paper*, no. 93.
- Orphanides, A. (2000), « The Quest for Prosperity without Inflation », *ECB Working Paper*, no. 15.
- Peersman, G., Smets, F. (2001), « The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: More Evidence from VAR Analysis », *ECB Working Paper*, no. 91.
- Taylor, J.B. (1993), « Discretion versus Policy Rules in Practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, pp. 195-214.
- Taylor, J.B. (1999), « The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by the European Central Bank », *Journal of Monetary Economics*, vol. 43, no. 3, pp. 655-79.
- Salomon Smith Barney (1998), *Euro Weekly* of 27 August.

Van Els, P., Locarno, A., Morgan, J., Villetelle, J-P. 2001 « Monetary Policy Transmission in the Euro Area: What Do Aggregate and National Structural Models Tell Us? » *ECB Working Paper*, no. 94.

Woodford, M. (2001), « The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy », *American Economic Review*, vol. 91, no. 2, pp. 232-36.

Het bankkrediet aan de particuliere sector in België

M. Hradisky*

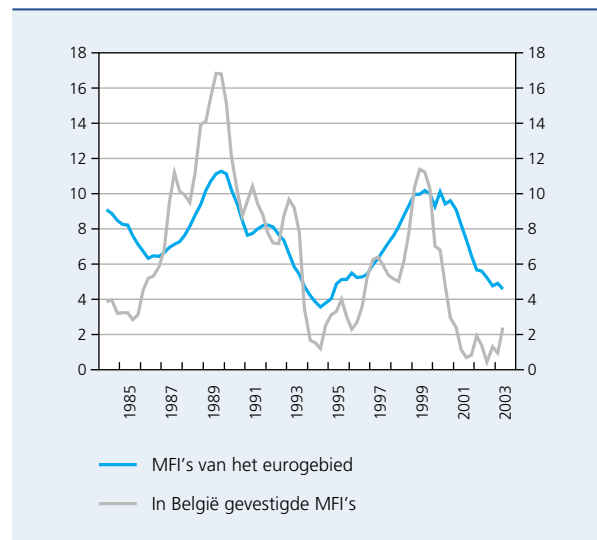
Na een toename met meer dan 10 pct. op jaarbasis in 1999 is de groei van de kredietverlening aan de particuliere sector in België aanhoudend vertraagd, in die mate dat sommige waarnemers vanaf de lente van 2001 gewag maakten van het opdrogen van de kredietverlening. Gaat het werkelijk om een aanzienlijke verkrapping van het aanbod van bankkrediet in België of is de vertraging toe te schrijven aan de vraag? Geldt die trend evenzeer voor de ondernemingen als voor de particulieren? Dit artikel tracht enkele mogelijke antwoorden op die vragen aan te reiken. Het bevat ook voor het eerst de resultaten voor België van de driemaandelijkse enquête van het Eurosysteem⁽¹⁾ bij hen die verantwoordelijk zijn voor de kredietverlening in de banken.

Het bankkrediet aan de particuliere sector

De groei van de uitstaande leningen⁽²⁾ die de Belgische kredietinstellingen aan de particuliere ingezetenen⁽³⁾ van het eurogebied hebben verstrekt, is sinds het in 1999 opgetekende hoogtepunt fors vertraagd en heeft zich vanaf 2001 rond 1 pct. per jaar gestabiliseerd, dat is een veel trager groeitempo dan dat van de leningen van de monetaire financiële instellingen⁽⁴⁾ (MFI's) van het eurogebied als geheel. In 1984 was reeds een vergelijkbaar verschil tussen het verloop in België en in Europa opgetekend. De leningen van de Belgische banken zijn onderhevig aan sterkere cyclische schommelingen en hun ontwikkelingen lijken doorgaans vooruit te lopen op die van de leningen verstrekt door de kredietinstellingen van het eurogebied.

GRAFIEK 1 BANKKREDIETEN AAN DE PARTICULIERE SECTOR VAN HET EUROGEBIED

(veranderingspercentages van de gemiddelde uitstaande bedragen t.o.v. het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar)



Bronnen: ECB, NBB.

* De auteur dankt D. Gosset, C. Gouyette en V. Périlleux voor hun medewerking.

- (1) Het Eurosysteem bestaat uit de ECB en de twaalf nationale centrale banken van het eurogebied.
- (2) Hoewel de term « kredieten » soms niet alleen slaat op leningen, maar ook op de tegoeden van de banken in de vorm van effecten, worden de termen « leningen » en « kredieten » in dit artikel door elkaar gebruikt.
- (3) Alle kredietnemers behalve de MFI's en de overheid.
- (4) De MFI's omvatten de centrale bank en de andere monetaire financiële instellingen; deze laatste bestaan uit de kredietinstellingen en de instellingen voor collectieve belegging met een monetair karakter. De kredietinstellingen nemen vrijwel de volledige kredietverlening van de MFI's aan de particuliere sector voor hun rekening.

De eerste aanwijzingen betreffende het tweede kwartaal van 2003 doen evenwel een lichte opleving van de kredietverlening in België vermoeden.

Zoals blijkt uit grafiek 2, zijn de laatste twintig jaar twee grote kredietcycli te zien geweest. De eerste liep van 1983 tot 1993 en de tweede van 1994 tot begin 2003. De eerste cyclus lijkt meer uitgesproken en symmetrischer dan de tweede, die werd gekenmerkt door een scherp oplopende kredietgroei in 1999. Die groei kwam echter op een veel lagere piek uit dan in 1989.

Hoewel meteen zichtbaar wordt wat de weerslag van de conjunctuur op die ontwikkelingen is, hebben deze laatste ook te maken met andere factoren die een invloed hebben op het aanbod van en de vraag naar krediet.

Aan de vraagzijde dient krediet voor de financiering van de investeringen in vast kapitaal van de ondernemingen (gebouwen, uitrusting) en de gezinnen (woningen), de voorraadvorming en de lopende activiteiten van de vennootschappen, een deel van de particuliere consumptie, met name van duurzame goederen, alsook de financiële beleggingen en de investeringen in aandelen (fusies en overnames van vennootschappen). De aan de Belgische banken gevraagde kredieten voor die verschillende doeleinden zijn onder meer afhankelijk van het peil van de economische activiteit en de prijzen, de nominale rentetarieven, de verwachtingen inzake groei en inflatie, de beschikbaarheid van andere financieringsbronnen (interne financiering, uitgifte van aandelen en vastrentende effecten, beroep op andere kredietverstrekkers) en het klimaat op de beurs en de vastgoedmarkt.

Het kredietaanbod van de Belgische banken hangt onder meer af van de inzetbaarheid en de kosten van de middelen waarover ze beschikken – die worden beïnvloed door het monetaire beleid, de reglementaire vereisten inzake eigen vermogen en de situatie op de obligatiemarkt –, de concurrentiedruk en de risicoperceptie – die zelf afhankelijk is van de economische conjunctuur en de waarde van de waarborgen die de kredietnemers kunnen bieden.

Het is niet gemakkelijk te onderscheiden welke weerslag de wijzigingen in vraag en aanbod respectievelijk hebben, aangezien beide reageren op gemeenschappelijke factoren. Het bestaan van aanbodeffecten kan enkel indirect worden opgespoord, bijvoorbeeld via het onderzoek van de aanwendingsgraad van de kredietopeningen of van het verschil tussen de debetrente en de rente op risicoloze beleggingen. In dat verband verstrekt de nieuwe enquête van het Eurosysteem betreffende de kredietverlening waardevolle bijkomende informatie.

GRAFIEK 2

KREDIETEN VAN DE BELGISCHE KREDIETINSTELLINGEN AAN DE BELGISCHE PARTICULIERE SECTOR

(veranderingspercentages van de uitstaande bedragen t.o.v. het overeenstemmende kwartaalultimo van het voorgaande jaar, na correctie voor de weerslag van de herwaarderingen en de sectorale herklasseringen)



Bron: NBB.

Gelet op de heterogeniteit van de factoren die een invloed kunnen hebben op de kredieten aan in België gevestigde vennootschappen, de kredieten aan Belgische particulieren en de leningen aan in andere landen van het eurogebied gevestigde ondernemingen en particulieren, zal het vervolg van het artikel handelen over de eerste twee categorieën, die het leeuwendeel van de kredietverlening aan de particuliere sector uitmaken en die eind 2002 een uitstaand bedrag van respectievelijk 102,8 en 86,4 miljard euro bereikten (cf. kader 1). De gegevens lopen tot eind maart 2003. Voorlopige en gedeeltelijke informatie betreffende eind juni 2003 doet vermoeden dat het jaarlijkse veranderingspercentage van de uitstaande kredieten aan vennootschappen en aan particulieren licht toeneemt.

Afgezien van specifieke factoren worden de kredieten aan vennootschappen en aan particulieren beide met name beïnvloed door de conjunctuur en het algemene rentepeil, waardoor ze meestal een vrij gelijklopende ontwikkeling vertonen. De leningen aan vennootschappen waren aan sterkere schommelingen onderhevig dan die aan particulieren, waarvan het uitstaande bedrag tijdens de afgelopen drieëntwintig jaar nooit is gedaald. Het begin 2003 opgetekende verschil tussen het veranderingstempo van de leningen aan particulieren en dat van de leningen aan vennootschappen is echter bijzonder groot: de leningen aan particulieren stegen op jaarbasis immers met 4,3 pct., terwijl de kredieten aan vennootschappen met 3,5 pct. per jaar terugliepen.

Kader 1 – De gegevens over bankkredieten

De meeste van de in dit artikel gebruikte gegevens over bankkredieten zijn ontleend aan de financiële rekeningen van België en worden volgens de onderstaande principes opgesteld.

Creditsector:

kredietinstellingen, op territoriale basis (Belgische vestigingen van de kredietinstellingen naar Belgisch en naar buitenlands recht).

Debetsector:

- grafiek 1: alle in het eurogebied gevestigde debiteuren, met uitzondering van de MFI's en de overheid;
- grafieken 2 tot 4 en 6: in België gevestigde vennootschappen, behalve MFI's, verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen en instellingen voor collectieve belegging⁽¹⁾;
- grafieken 2 en 8: gezinnen (met inbegrip van zelfstandigen) en in België gevestigde instellingen zonder winstoogmerk ten behoeve van huishoudens.

Financiële instrumenten:

oorspronkelijk door de kredietinstellingen verleende kredieten in verschillende vormen (leningen met vaste looptijd, hypothecaire leningen, voorschotten in rekeningen-courant, leningen op afbetaling, handelspapier, enz.), met uitzondering van roerende waarden en andere verhandelbare effecten.

Bronnen en correcties:

de voornaamste bron is de maandstaat van de kredietinstellingen («schema A») en de bijlagen ervan; de brutogegevens zijn echter herwerkt, met name om aan de hand van de veranderingen in de uitstaande bedragen de netto-stromen te ramen, waarbij de weerslag van de wisselkoersschommelingen, de andere herwaarderingen en de sectorale herklasseringen buiten beschouwing wordt gelaten.

Grafiek 5 is opgesteld op basis van gegevens van de Centrale voor kredieten aan ondernemingen, die meer gedetailleerd maar niet exhaustief zijn, onder meer omdat ze slechts betrekking hebben op kredieten van 25.000 euro of meer.

Eind 2002 stonden van de bovengenoemde kredieten de volgende bedragen uit:

	(miljarden euro's)
Kredieten van de Belgische kredietinstellingen aan de particuliere sector van het eurogebied	205,5
waarvan:	
– kredieten aan de Belgische vennootschappen	102,8
<i>waarvan in de Risicocentrale geregistreerde kredieten</i>	<i>74,5</i>
– kredieten aan Belgische particulieren	86,4
<i>waarvan hypothecaire leningen</i>	<i>61,1</i>

De gegevens over de debetrente (grafieken 6 tot 8) zijn afkomstig van een enquête bij de Belgische banken, die aanvang in 1993 en betrekking heeft op standaardovereenkomsten. Een nieuwe, door het Eurosysteem geharmoniseerde enquête is in januari 2003 van start gegaan. De resultaten ervan zullen in de loop van het vierde trimester 2003 worden bekendgemaakt.

(1) In de financiële rekeningen van België omvat de sector van de niet-financiële vennootschappen sinds kort (Statistisch Tijdschrift van de NBB, 2003-II) niet langer de financiële holdings, de beursvennootschappen of de hypotheekmaatschappijen. In dit artikel zijn deze instellingen nog steeds begrepen in de sector van de vennootschappen, omdat de desbetreffende gegevens slechts met vertraging beschikbaar zijn en omdat de leningen die ze bij de kredietinstellingen opnemen, grotendeels dienen ter financiering van de leningen aan de niet-financiële vennootschappen.

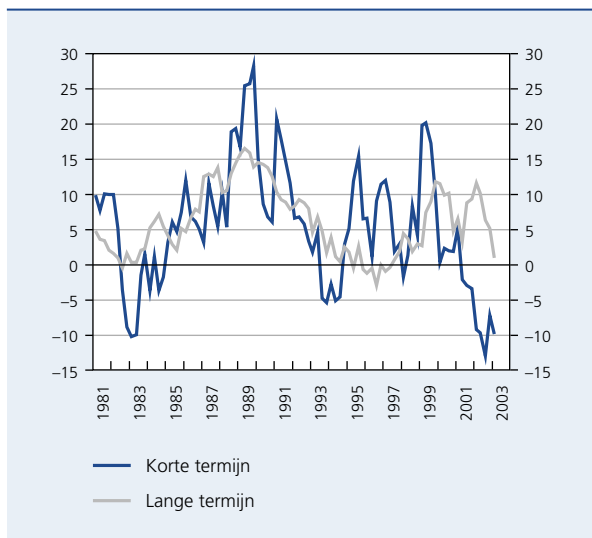
Kredieten aan vennootschappen

De recente inkrimping van de bankkredieten aan de vennootschappen is vooral toe te schrijven aan de kortetermijnkredieten, die hoofdzakelijk bestaan uit kaskredieten en voorschotten voor ten hoogste een jaar. Deze categorie kredieten, die gemiddeld zowat 45 pct. van het totaal uitmaakt, is weliswaar de meest volatiele, maar het verschil tussen de veranderingspercentages van de korte- en de lange-termijnkredieten is nooit zo omvangrijk geweest als in 2002. In de loop van datzelfde jaar echter liep de groei van de lange-termijnleningen aan de vennootschappen, die vooral bestaan uit investeringskredieten, op zijn beurt terug. Tijdens de twaalfmaandsperiode tot eind maart 2003 was de kredietverlening, zowel op de korte als op de lange termijn, minder groot dan de terugbetalingen, zodat het uitstaande bedrag van de aan vennootschappen verstrekte kredieten met zowat 3,5 pct. is gedaald. Dergelijke inkrimpingen hadden zich reeds voorgedaan in 1982-83 en in mindere mate in 1993-94.

In verhouding tot de totale externe financiering van de vennootschappen hebben de kredieten van de Belgische banken de laatste twee decennia een inkrimping vertoond, terwijl een toename is opgetekend van het beroep op buitenlandse banken en van de uitgiften van effecten - in het bijzonder aandelen, maar ook door de coördinatiecentra uitgegeven effecten op korte termijn. Bijgevolg

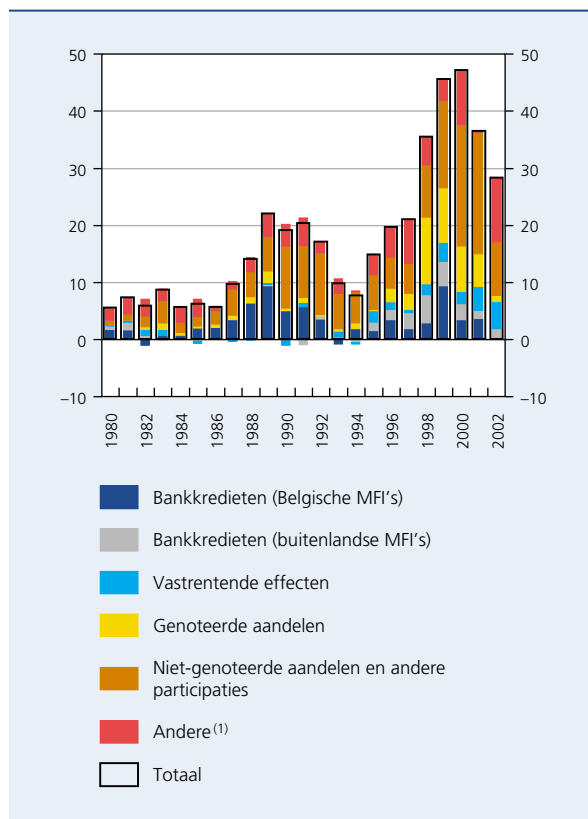
GRAFIEK 3 KREDIETEN VAN DE BELGISCHE KREDIETINSTELLINGEN AAN DE BELGISCHE VENNOOTSCHAPPEN

(veranderingspercentages van de uitstaande bedragen t.o.v. het overeenstemmende kwartaalultimo van het voorgaande jaar, na correctie voor de weerslag van de herwaarderingen en de sectorale herklasseringen)



Bron : NBB.

GRAFIEK 4 NIEUWE FINANCIËLE VERPLICHTINGEN VAN DE BELGISCHE VENNOOTSCHAPPEN (mijliarden euro's)



Bron : NBB.

(1) Deze rubriek omvat onder meer de van in het buitenland gevestigde verbonden ondernemingen ontvangen leningen en de transitorische posten in de zin van het ESR 1995.

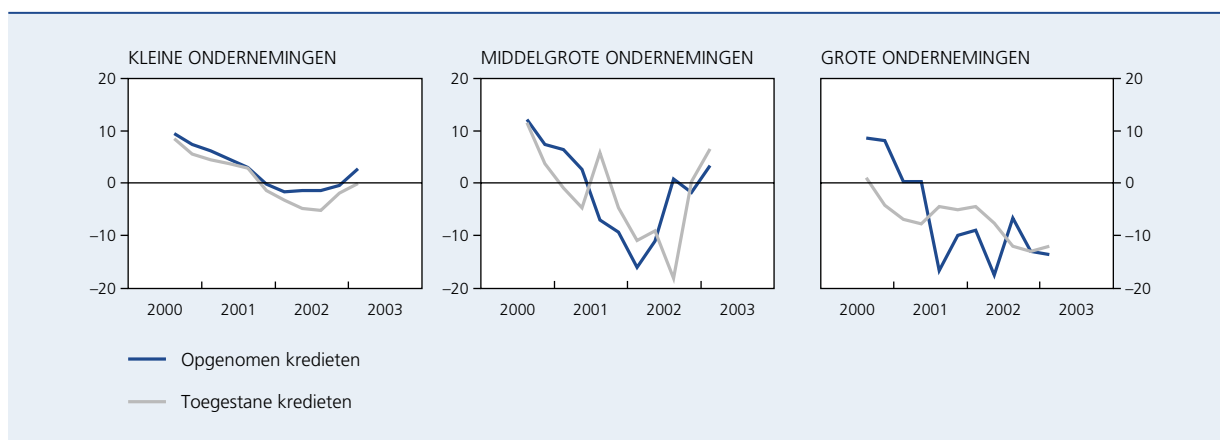
zijn de ondernemingen in het algemeen minder blootgesteld aan cyclische veranderingen in het kredietaanbod van de Belgische banken.

Het is evenwel niet uitgesloten dat de gevolgen voor de kleine ondernemingen zwaarder zijn, omdat deze laatste meer afhankelijk zijn van bankkrediet. De gegevens van de Kredietcentrale, die minder volledig zijn dan die van de financiële rekeningen, maar waarmee een onderscheid kan worden gemaakt volgens de grootte van de debiteuren, tonen aan dat vooral de kredietverstrekking aan grote ondernemingen zou zijn gekrompen, terwijl het uitstaande bedrag van leningen aan kleine ondernemingen slechts licht zou zijn gewijzigd⁽¹⁾. Bij de kredieten aan

(1) De gegevens van de Kredietcentrale verschaffen een ietwat ander totaalbeeld dan dat van de financiële rekeningen: de inkrimping van het uitstaande bedrag van kredieten aan de vennootschappen zou vanaf het derde kwartaal van 2001 hebben ingezet en zou medio 2002 haar hoogtepunt hebben bereikt alvorens in het eerste kwartaal van 2003 enigszins te verzwakken. De daling in het derde kwartaal van 2001 zou ten dele te wijten kunnen zijn aan correcties door de rapporterende banken.

GRAFIEK 5 KREDIETEN VAN DE BELGISCHE KREDIETINSTELLINGEN AAN DE BELGISCHE VENNOOTSCHAPPEN NAAR GROOTTE VAN DE ONDERNEMINGEN ⁽¹⁾ VOLGENS DE KREDIETCENTRALE

(veranderingspercentages van de uitstaande bedragen t.o.v. het overeenstemmende kwartaalultimo van het voorgaande jaar)



Bron : NBB.

(1) Vennootschappen die een verkort schema van de jaarrekening hebben neergelegd, worden als kleine ondernemingen beschouwd. Vennootschappen die een volledig schema hebben neergelegd, worden beschouwd als groot of middelgroot al naar gelang de omzet van twee opeenvolgende jaren meer of minder dan 37,2 miljoen euro bedroeg.

middelgrote ondernemingen deden zich uiteenlopende ontwikkelingen voor: eerst stabiliseerden ze zich na vier kwartalen van daling en in het eerste kwartaal van 2003 werd een lichte jaar-op-jaarstijging opgetekend. Aan de andere kant lag het veranderingspercentage van de verstrekte kredieten bij de kleine ondernemingen, meer dan bij de grote ondernemingen, systematisch lager dan dat van de opnemingen, wat zou kunnen wijzen op een sterker aanbodeffect. De traditioneel hogere opnemingsgraad van de kredietlijnen bij kleine ondernemingen is dus licht toegenomen van 79 pct. eind 1999 tot 84 pct. in het eerste kwartaal van 2003, terwijl hij bij middelgrote en grote ondernemingen respectievelijk zowat 63 en 50 pct. bleef bedragen.

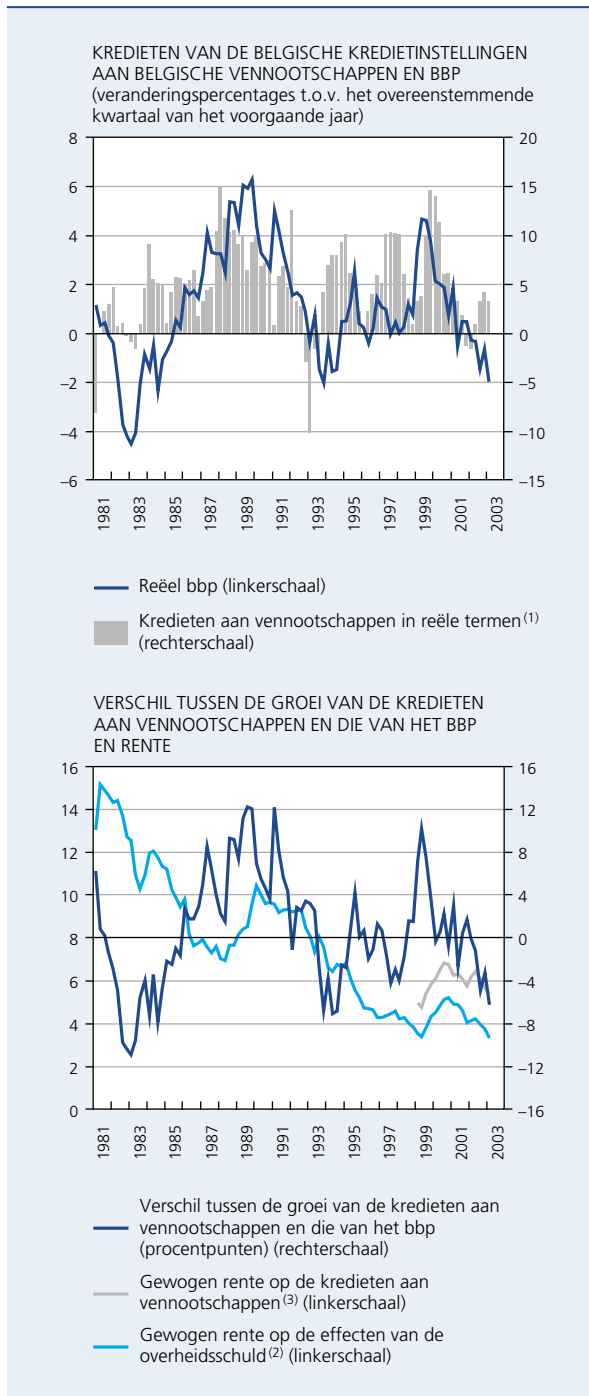
Tijdens de laatste twee decennia was het veranderings-tempo van de bankkredieten aan de vennootschappen sterk gecorreleerd met de groei van de economische activiteit. De negatieve invloed van de rentevoeten is minder duidelijk: hij is reëel, maar lijkt soms met enige vertraging op te treden.

De daling van de kredietverstrekking ten opzichte van de piek van 1999 kan voornamelijk worden verklaard door de verslechtering van de conjunctuur. Ook de rentestijgingen van medio 1999 tot eind 2000 hebben er wellicht toe bijgedragen. Net als in 1994 lijkt de recente inkringing van de uitstaande kredieten evenwel slechts voor een deel het gevolg te zijn van deze twee factoren. De aanmerkelijke daling van het aantal fusies en overnames is immers een andere determinant van deze inkringing.

De rente-ecarts ten opzichte van de risicoloze beleggingen vormen een van de elementen aan de hand waarvan het gedrag van de banken inzake kredietverstrekking kan worden beoordeeld. Zoals blijkt uit de verruiming van deze ecarts tijdens de afgelopen drie jaren lijken de kredietinstellingen daadwerkelijk een restrictievere houding te hebben aangenomen: de marges op kaskredieten, een instrument dat a priori op kmo's is afgestemd, en op investeringskredieten hebben zich sinds begin 2003 gestabiliseerd op een aanzienlijk hoger niveau dan in het verleden. De rente op voorschotten met vaste looptijd, een financieel product dat gewoonlijk voor grote vennootschappen is bestemd, werd daarentegen snel en integraal aangepast aan de veranderingen in de geldmarktrente. De verhogingen van de marges ten opzichte van de rente op de effecten van de overheids-schuld zouden ten dele kunnen worden verklaard door een aanpassing aan de voorwaarden in de buurlanden als gevolg van de integratie van de financiële markten in Europa en van grensoverschrijdende fusies. Ze kunnen in de hand zijn gewerkt door een toegenomen concentratie binnen de Belgische banksector⁽¹⁾. Ze getuigen wellicht ook van een voorzichtiger houding in het licht van het sombere conjunctuurklimaat en de anticipatie op het nieuwe Bazelse akkoord over de vereisten inzake

(1) Het Herfindahl-indexcijfer – som van de kwadraten van de in procenten uitgedrukte marktaandeelen, die bijgevolg kan variëren van 0 tot 10.000 – voor de kredieten van de Belgische kredietinstellingen aan de Belgische vennootschappen is gestegen van 971 eind 1995 tot 1.825 eind 2000 en tot 1.894 eind 2002.

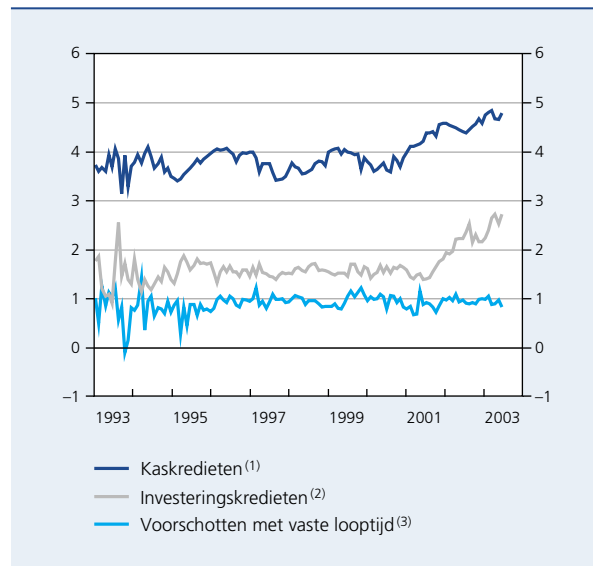
GRAFIEK 6 BANKKREDIETEN AAN DE VENNOOTSCHAPPEN, BBP EN RENTE



Bron: NBB.

- (1) Door Belgische kredietinstellingen verstrekte kredieten, gegevens per kwartaalultimo gecorrigeerd voor de weerslag van de herwaarderingen en de sectorale herklasseringen en gedeeld door de bbp-deflator.
- (2) Gewogen gemiddelde van het tarief van de driemaands schatkistcertificaten en van het rendement op lange-termijnleningen (leningen op zes jaar en meer tot eind 1992, vervolgens OLO's op vijf jaar). De gewichten hebben betrekking op het aandeel van de kredieten op korte en lange termijn in de kredietverlening aan de vennootschappen.
- (3) Gewogen gemiddelde van de rente op investeringskredieten, voorschotten met vaste looptijd, kaskredieten, leningen op afbetaling, hypothecaire leningen en discontokredieten.

GRAFIEK 7 ECART TUSSEN DE DEBETRENTES VAN DE BELGISCHE BANKEN EN DE RENTE OP DE EFFECTEN VAN DE OVERHEIDSSCHULD (procentpunten)



Bron: NBB.

- (1) Ecart ten opzichte van de rente op driemaands schatkistcertificaten.
- (2) Ecart ten opzichte van het rendement van de OLO's op vijf jaar.
- (3) Ecart ten opzichte van de rente op zesmaands schatkistcertificaten.

het eigen vermogen⁽¹⁾. Het onlangs verschenen artikel in de Financial Stability Review van de NBB⁽²⁾ toont in dat verband echter aan dat dit nieuwe Bazelse akkoord noch zou leiden tot duurdere kredieten, uitgedrukt in eigen vermogen, noch tot een rantsoenering van het krediet voor KMO's in België.

Volgens de enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening (zie kader 2) lijkt de verruiming van de marges de belangrijkste uiting van de verstrakking, door de Belgische banken, van de criteria voor de kredietverlening aan ondernemingen tijdens de afgelopen drie kwartalen. Tegelijk met een verwacht vraagherstel voorzagen sommige banken in juli een lichte versoepeling van deze criteria in het derde kwartaal van 2003.

(1) Vergeleken met het eerste Bazelse akkoord bevat de nieuwe reglementering een veel meer verfijnde en gedifferentieerde weging van de activa op basis van de risico's.

(2) Zie Masschelein (2003).

Kader 2 – Enquête van het Eurosysteem naar de kredietverlening

De analyse van de ontwikkelingen op de kredietmarkt is van bijzonder belang voor de voorbereiding van de monetaire-beleidsbeslissingen. Krediet speelt immers een fundamentele rol in het transmissiemechanisme van het monetaire beleid en in de economie meer in het algemeen. De driemaandelijkse enquête van het Eurosysteem naar de kredietverlening, die voor het eerst werd gehouden in januari 2003, vormt in dat opzicht een waardevolle informatiebron over de vraag- en aanbodvoorwaarden in verband met krediet, als aanvulling op de bestaande statistieken. Andere centrale banken zoals de Amerikaanse Federal Reserve of de Bank of Japan organiseren soortgelijke enquêtes.

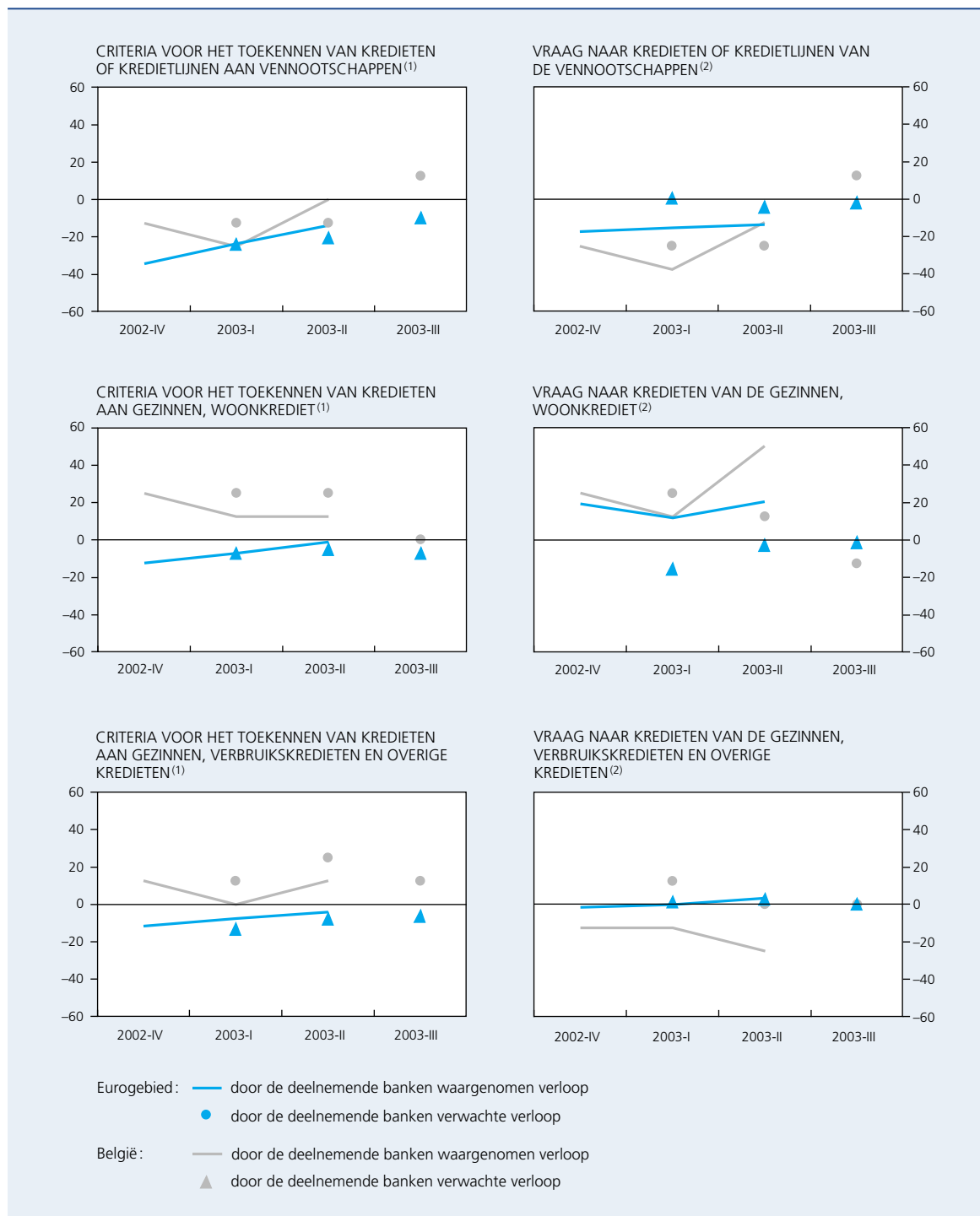
De enquête bevat zeventien kwalitatieve vragen met betrekking tot de ontwikkelingen van de vraag naar en het aanbod van krediet tijdens het afgelopen kwartaal en het verwachte verloop voor het volgende kwartaal. Als reactie op een open vraag kunnen zij die verantwoordelijk zijn voor de kredietverstrekking eventueel extra opmerkingen formuleren. Drie grote kredietcategorieën worden onderscheiden: leningen aan niet-financiële vennootschappen, hypothecaire leningen aan gezinnen en overige leningen aan gezinnen. Het staal voor het eurogebied omvat momenteel 86 kredietinstellingen en telt minstens drie banken per land. Het Belgische staal bestaat uit de vier belangrijkste banken. Voor de berekening van de resultaten op nationaal niveau wordt aan elke instelling hetzelfde gewicht toegekend, terwijl de resultaten voor het eurogebied worden verkregen door aggregatie van de nationale resultaten op basis van de nationale aandelen in het totale uitstaande kredietbedrag. De berekening steunt op het concept van het « nettopercentage », dat overeenkomt met het verschil tussen het percentage van de antwoorden dat wijst op een ontwikkeling in een bepaalde richting en het percentage van de antwoorden dat wijst op een ontwikkeling in de tegenovergestelde richting. Afhankelijk van het geval kan een negatief nettopercentage dus wijzen op een verstrakking van de criteria voor de kredietverstrekking of op een verzwakking van de vraag naar kredieten. Voor meer informatie over deze enquête en over de voorstelling van de resultaten wordt de lezer verwezen naar het artikel in het Statistisch Tijdschrift van de Bank van augustus 2003.

De resultaten van de enquête wijzen op een verstrenging van de criteria voor het toekennen van leningen aan vennootschappen en gezinnen in het eurogebied tijdens de afgelopen drie kwartalen. Meer bemoedigend is echter dat het aantal banken dat deze criteria verscherpt, vermindert en zich in het derde kwartaal van 2003 zou moeten stabiliseren of zelfs dalen. In België liepen de resultaten iets meer uiteen naar gelang van de sectoren: voor de verstrekking van kredieten aan de ondernemingen was er tijdens de eerste twee kwartalen waarop de enquête betrekking had, eveneens sprake van een verstrenging van de criteria (gevolgd door een stabilisering tijdens het tweede kwartaal van 2003) maar bij de leningen aan de gezinnen werd een versoepeling vastgesteld. In juli verwachtten sommige Belgische kredietinstellingen voor het derde kwartaal van 2003 een versoepeling van hun kredietverlening aan ondernemingen.

Wat de kredietvraag in het eurogebied betreft, noteerden de banken een daling van de vraag vanwege de niet-financiële vennootschappen tijdens de afgelopen drie kwartalen, een stijging van de vraag naar hypothecaire leningen en een status-quo in de vraag naar overige kredieten van de gezinnen. In juli maakten ze gewag van een stabilisering van de vraag naar de verschillende kredietcategorieën in het derde kwartaal van 2003. In België tekenden de kredietinstellingen een vergelijkbaar verloop op voor de twee belangrijkste kredietcategorieën. Door de aanhoudend lage rente is de vraag naar woonkredieten tijdens het tweede kwartaal van 2003 bijzonder sterk toegenomen. Bepaalde Belgische banken voorzagen in juli voor het derde kwartaal van 2003 een herstel van de kredietvraag vanwege de vennootschappen.



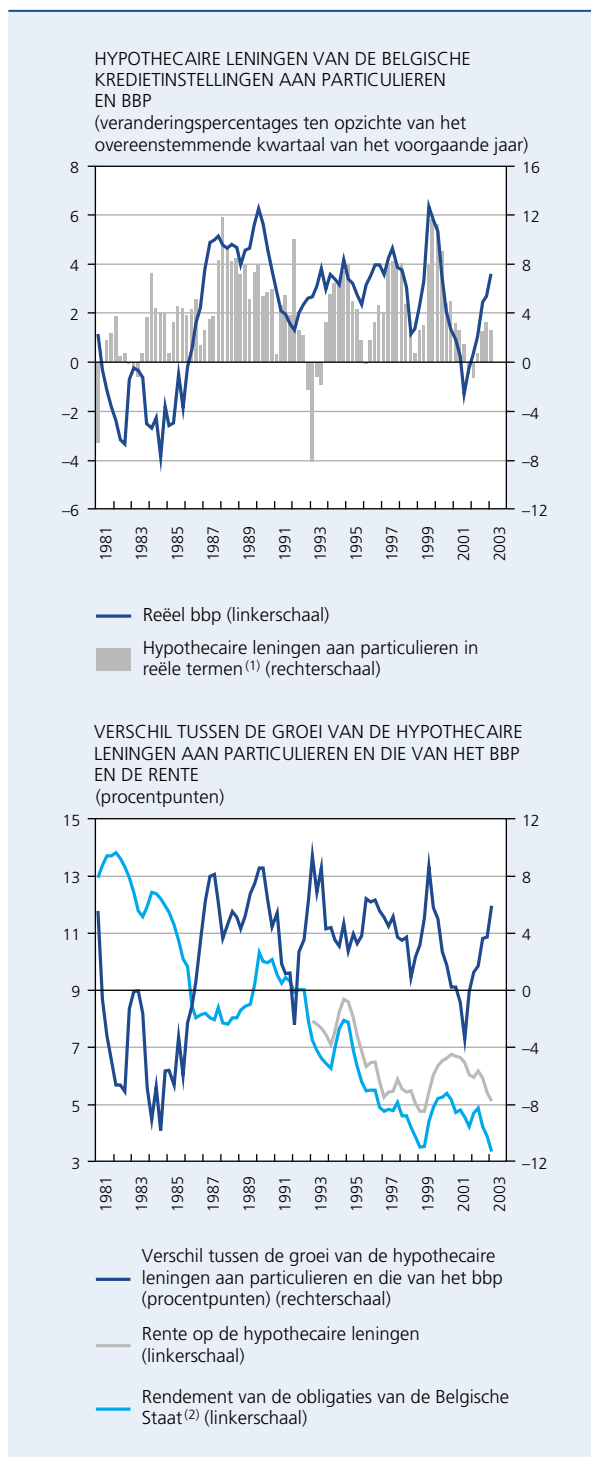
BELANGRIJKSTE RESULTATEN VAN DE ENQUÊTE VAN HET EUROSISTEEM NAAR KREDIETVERLENING IN HET EUROGEBIED EN IN BELGIË



(1) Saldo van de percentages van de antwoorden die respectievelijk wijzen op aanzienlijk versoepelde (x 1), enigszins versoepelde (x 0,5), enigszins verscherpte (x -0,5) en aanzienlijk verscherpte (x -1) criteria voor de kredietverstrekking.

(2) Saldo van de percentages van de antwoorden die respectievelijk wijzen op een aanzienlijk toegenomen (x 1), een enigszins toegenomen (x 0,5), een enigszins afgenomen (x -0,5) en een aanzienlijk afgenomen (x -1) vraag naar kredieten of kredietlijnen.

GRAFIEK 8 HYPOTHECAIRE LENINGEN AAN PARTICULIEREN, BBP EN RENTE



Bron: NBB.

(1) Door Belgische kredietinstellingen verstrekte kredieten, gegevens per kwartaalultimo gecorrigeerd voor de invloed van de herwaarderings- en de sectorale herklasseringen en gedeeld door de bbp-deflator.

(2) Tot eind 1992 leningen op zes jaar en meer, nadien OLO's op vijf jaar.

Kredieten aan particulieren

De kortlopende kredieten vertegenwoordigen slechts één tiende van de kredieten die door de Belgische kredietinstellingen aan de particulieren worden verstrekt. Van de langlopende kredieten wordt meer dan drie vierde momenteel opgenomen in de vorm van hypothecaire leningen.

Net als de kredieten aan de ondernemingen blijken de hypothecaire leningen gevoelig voor het conjunctuurklimaat. Zij lijken bovendien sterker te reageren op de rentetarieven.

Na een forse toename in 1999 verloren de hypothecaire leningen snel terrein naarmate de economische groei verzwakte. Bovendien heeft de verhoging van de hypotheekrente die tussen het tweede kwartaal van 1999 en eind 2000 werd opgetekend, de vraag naar krediet mede afgeremd. Tot slot heeft de verlaging van de registratierechten in Vlaanderen, een maatregel die medio 2001 werd aangekondigd en op 1 januari 2002 van kracht werd, de gezinnen ertoe aangezet het afsluiten van hypothecaire leningen uit te stellen. Vervolgens heeft de daling van de rente bijgedragen tot een herstel vanaf begin 2002 en heeft de malaise op de beursmarkten de vastgoedsector ongetwijfeld aantrekkelijker gemaakt.

De Belgische kredietinstellingen hebben de kredietvoorwaarden van medio 2000 tot eind 2001 verstrakt: het renteverskil tussen de hypothecaire leningen en de OLO's op vijf jaar liet tijdens die periode een toename van meer dan 80 basispunten optekenen en kwam in oktober 2001 op meer dan 200 basispunten uit: dat is het hoogste peil sinds de cijfers beschikbaar zijn. Zoals ook het geval is met sommige kredieten aan de ondernemingen, zou deze verruiming van de marges een gevolg kunnen zijn geweest van een aanpassing aan de geldende voorwaarden in de buurlanden en van de noodzaak om de conjuncturele aantasting van de rentabiliteit te compenseren, en werd zij mogelijk in de hand gewerkt door de concentratie van de kredietverleners⁽¹⁾.

Volgens de enquête van het Eurosysteem was deze margeverruiming tussen het laatste kwartaal van 2002 en het tweede kwartaal van 2003 de belangrijkste verklaring voor de vermindering van het aantal Belgische banken die gewag maken van een versoepeling van hun toekenningscriteria voor hypothecaire leningen aan de gezinnen. In juli verwachtten de kredietinstellingen dat ze deze criteria in

(1) Toegepast op de hypothecaire leningen die door de Belgische kredietinstellingen aan particulieren worden toegestaan, is de Herfindhal-index (zie voetnoot 1, p. 27) gestegen van 969 eind 1995 tot 1.556 eind 2000 en 1.613 eind 2002.

het derde kwartaal van 2003 ongewijzigd zouden laten, terwijl ze een lichte achteruitgang van de vraag vanwege de huishoudens verwachtten.

De overige bancaire kredieten aan particulieren omvatten de consumentenkredieten en andere leningen, in het bijzonder die aan zelfstandigen. In tegenstelling tot wat is gebeurd met de hypothecaire leningen, heeft het aandeel van de kredietinstellingen in de toekenning van consumentenkredieten de afgelopen jaren de neiging vertoond om af te nemen. In dit verband zal de ingebruikneming, op 1 juni 2003, van de zogeheten «positieve» Centrale voor kredieten aan particulieren, die met andere woorden niet alleen de wanbetalingen maar tevens de leningen met een normaal verloop registreert, een aanvulling mogelijk maken van de beschikbare statistische informatie over consumentenkredieten, die in een later artikel worden behandeld.

Besluit

In een periode van aarzelende conjunctuur en in een financiële context die wordt gekenmerkt door grote onzekerheid, vertoont zowel de vraag naar krediet als het aanbod van krediet de neiging om terug te lopen. De groeivertraging en de recente inkrimping van de uitstaande kredieten die door de Belgische banken aan de ondernemingen worden verleend, zijn waarschijnlijk vooral het gevolg van een in het geval van de grote ondernemingen bijzonder gevoelige teruggang van de vraag. De banken zijn echter ook voorzichtiger geworden en hebben de kredietverleningsvoorwaarden verstrakt, vooral ten aanzien van debiteuren van wie het risico hoger wordt ingeschat. De leningen aan de particulieren lijken minder te zijn aangetast en hebben sinds eind 2001 een gestadiger groei te zien gegeven.

Geraadpleegde Literatuur

Europese Centrale Bank (2003), «Een enquête naar kredietverlening door banken in het eurogebied», *Maandbericht* (april), pp. 65-75.

Nationale Bank van België, *Verslag 2002, Deel 1: Economische en financiële ontwikkeling*.

Nationale Bank van België, *Financial Stability Review 2003*.

Bernanke B. S., Lown C. S. (1991), «The Credit Crunch», *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, pp. 205-47.

Calza A., Gartner C., Sousa J. (2001), «Modelling the Demand for Loans to the Private Sector in the Euro Area», *Working Paper n° 55*, European Central Bank.

Deutsche Bundesbank (2002), «The Development of Bank Lending to the Private Sector», *Monthly Report* (februari), pp. 31-46.

Duca J. V. (1999), «What Credit Market Indicators Tell Us», *Economic and Financial Review*, Federal Reserve Bank of Dallas, n° 3, pp. 2-13.

Masschelein N., «The Basel II Capital Accord, SME Loans and Implications for Belgium», *Financial Stability Review 2003*, National Bank of Belgium, pp. 151-72.

Tallman E. W., Bharucha N. (2000), «Credit Crunch or What? Australian Banks during the 1986-93 Credit Cycle», *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, n° 3, pp. 13-33.

Inflatie in België en in het eurogebied : vooruitzichten voor 2003 en 2004

Dit artikel bevat een analyse van het recente verloop van de inflatie in België en in het eurogebied, alsook van de vooruitzichten voor 2003 en 2004. Deze prognoses maken deel uit van de macro-economische projecties die de ECB in het juni-nummer van haar Maandbericht bekend heeft gemaakt. De omvang van de verwachte inflatievertraging en het lage peil waar de inflatie in 2004 op zou kunnen uitkomen, worden vanuit een ruimer perspectief benaderd door de aard aan te geven van de factoren die aan de verwachte teruggang ten grondslag liggen. Daarnaast worden de risico's besproken waar de inflatieprojecties van het Eurosysteem aan onderhevig zijn en wordt ook nagegaan welke factoren het aanzienlijke negatieve inflatie-ecart van België ten opzichte van het eurogebied veroorzaken.

Bij het opstellen van de projecties, is gebruik gemaakt van de tot en met 22 mei 2003 beschikbare macro-economische informatie. Dit betekent dat de inflatiegegevens beschikbaar waren tot en met april 2003 en dat de projecties starten vanaf mei 2003.

De projecties berusten bovendien op een geheel van hypothesen. Er wordt meer bepaald van uitgegaan dat de korte rente en de wisselkoers van de euro tegenover de VS-dollar onveranderd blijven op hun peil van medio mei, namelijk 2,4 procent voor de driemaands rente en 1,16 dollar voor 1 euro. Overeenkomstig de in de termijncontracten van medio mei weerspiegelde impliciete prijzen, wordt er daarenboven van uitgegaan dat de prijs van een vat aardolie van het Brent-type zeer geleidelijk zal dalen van ongeveer 25 dollar per vat in april 2003 tot 23 dollar per vat in het vierde kwartaal van 2004. Voorts zal de economische situatie in het eurogebied vanaf de tweede helft van 2003 wellicht langzaam verbeteren onder impuls van, eerst, de buitenlandse vraag en, vervolgens, ook de consumptie en de investeringen.

Wat deze hypothesen betreft, zij opgemerkt dat de Raad van bestuur van de ECB inmiddels, namelijk op 5 juni, besloten heeft de leidinggevende rentetarieven met 50 basispunten te verlagen. Bovendien was de appreciatie van de euro tegenover de VS-dollar op de afsluitingsdatum van dit artikel minder uitgesproken dan waar bij het opstellen van de projecties werd van uitgegaan, terwijl de prijs van ruwe aardolie hoger noteerde dan in de hypothesen. Ten slotte is in de Belgische projecties geen rekening gehouden met de mogelijke weerslag van de herschikking van de indirecte belastingen die de nieuwe regering bij haar aantreden heeft aangekondigd.

Deze afwijkingen van de hypothesen kunnen de resultaten aanzienlijk beïnvloeden. Zo stellen de eigenlijke projecties, zoals verderop zal worden toegelicht, dat de Belgische inflatie zou dalen van 1,6 pct. in 2002 naar respectievelijk 1,2 en 0,8 pct. in 2003 en 2004. Daar staat tegenover dat de inflatie wellicht veel minder zal teruglopen – tot zowat 1,5 pct. in 2003 en 1,2 pct. in 2004 – indien rekening wordt gehouden met de door de nieuwe Belgische regering bekendgemaakte aanpassingen van de indirecte belastingen en als er bovendien wordt van uitgegaan dat de wisselkoers van de euro en de prijs van een vat ruwe aardolie op termijn onveranderd blijven ten opzichte van de niveaus die zij bij het afsluiten van dit artikel hadden bereikt, namelijk ongeveer 1,13 dollar voor 1 euro en een prijs per vat ruwe aardolie die terugloopt van circa 30 dollar in augustus 2003 tot 25 dollar in december 2004.

TABEL 1 CONSUMPTIEPRIJZEN IN HET EUROGEBIED

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

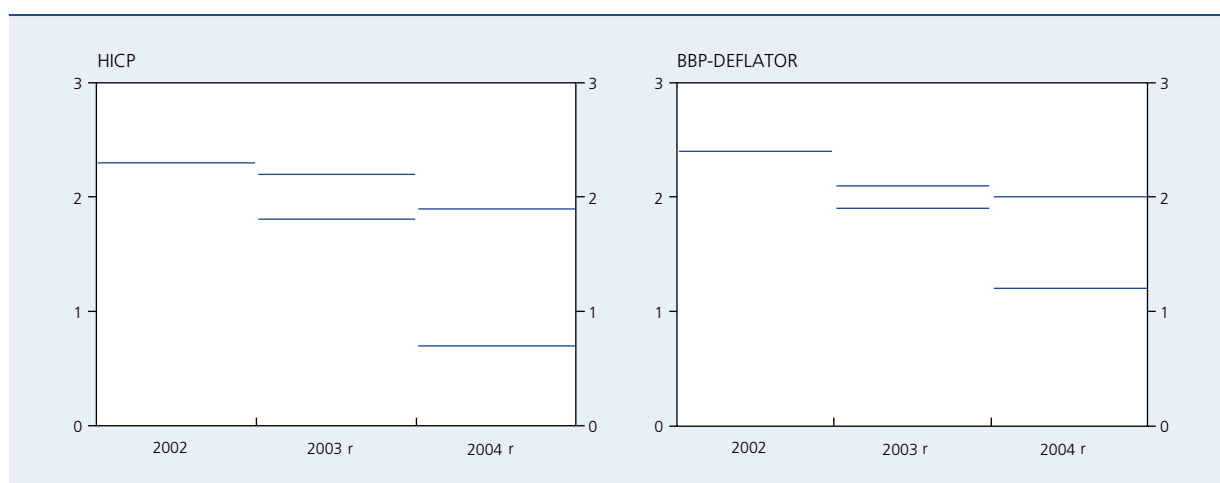
	Publicatiedatum	2002	2003 r	2004 r
Eurosysteem	Juni 2003	2,3	1,8 – 2,2	0,7 – 1,9
	December 2002	2,1 – 2,3	1,3 – 2,3	1,0 – 2,2
Europese Commissie	April 2003	2,3	2,1	1,7
IMF	April 2003	2,3	2,0	1,5
OESO	April 2003	2,4	2,0	1,6
Consensus Economics	Juni 2003	2,3	1,9	1,5
Economist Poll	Juni 2003	2,3	1,9	1,5

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

1. Projecties voor het eurogebied

De inflatie in het eurogebied, die in februari en maart 2003 was gestegen tot 2,4 pct., liep terug tot 2,1 pct. in april en 1,9 pct. in mei. Zij zal gedurende de rest van 2003 wellicht rond dat niveau blijven schommelen, weliswaar onder voorbehoud van de in de inleiding tot dit artikel toegelichte hypothesen. Deze nuancering is niet onbelangrijk. Met name de prijs voor ruwe aardolie is tussen mei en juli gestegen van ongeveer 25 tot circa 28 dollar per vat, terwijl de projecties gewag maakten van een geringe, doch continue teruggang. Het is als gevolg van de verhoging van de prijs voor ruwe aardolie dat de

inflatie in juni 2003 in lichte mate is versneld tot 2 pct. In juli bedroeg zij opnieuw 1,9 pct. Rekening houdend met de onzekerheid omtrent zowel de uitgangshypothesen als de specificatie van de projectiemodellen, zou de inflatie over het hele jaar 2003 tussen 1,8 en 2,2 pct. uitkomen, tegen 2,3 pct. in 2002. Voor 2004 wordt een verdere, significante vertraging in het vooruitzicht gesteld. Ten grondslag hieraan liggen vooral de daling van de invoerprijzen – een gevolg van zowel het verwachte verloop van de olieprijs als de appreciatie van de euro – en de dankzij het bescheiden economische herstel geringere prijsdruk van binnenlandse oorsprong. Verwacht wordt dat de inflatie zich in 2004 tussen 0,7 en 1,9 pct. zal bevinden.

GRAFIEK 1 INFLATIEMAATSTAVEN IN HET EUROGEBIED(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)⁽¹⁾

Bronnen: ECB, EC.

(1) Voor 2003 en 2004 zijn telkens de onder- en bovengrens van de in het vooruitzicht gestelde waarschijnlijkheidsintervallen aangegeven.

De inflatie zou aldus fors teruglopen dan wat bij de vorige, van december 2002 daterende projectie-oefening in het vooruitzicht werd gesteld. Opvallend is ook dat de voor 2004 door andere instellingen geformuleerde inflatieprognoses zich doorgaans in de bovenste helft van het waarschijnlijkheidsinterval van het Eurosysteem bevinden. In een aantal gevallen is dat toe te schrijven aan verschillen in de hypothesen: in de projectie van het Eurosysteem is immers uitgegaan van lagere olieprijsen, een sterkere appreciatie van de euro en minder gunstige groeiperspectieven. Het Eurosysteem zelf en meer in het bijzonder de Raad van bestuur van de ECB oordeelden bovendien dat, bij een ongewijzigd rentebeleid, de neerwaartse risico's groter waren dan de opwaartse.

Een bruske correctie van het tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten, eventueel in combinatie met een verdere appreciatie van de euro, en ook de kans dat de herstructurering van de bedrijfsbalansen in het eurogebied nog niet is voltooid, vormen het zwaarste neerwaartse risico voor de groei en, via dat kanaal, ook voor de inflatie. Bovendien zou deze laatste, ingeval de euro verder in waarde stijgt, ook een meer directe neerwaartse invloed ondergaan van de verder gedaalde invoerkosten. Het is derhalve niet geheel denkbeeldig dat de inflatie in 2004 in de onderste helft van het in het vooruitzicht gestelde interval uitkomt. Ter zake zijn er echter twee belangrijke opmerkingen.

Ten eerste zij onderstreept dat zowel de voorziene inflatievertraging als het potentieel neerwaartse risico, zoals dat blijkt uit de intervalbreedte van de projecties, in hoge mate terug te voeren is op het verloop van de kosten van buitenlandse oorsprong. Voor het stijgingstempo van de bbp-deflator, die het binnenlandse kostenverloop weergeeft, is het voor 2004 in het vooruitzicht gestelde interval immers minder gedaald en ook minder verbreed dan voor de HICP-inflatie. De bbp-deflator zou in 2003 met 1,9 à 2,1 pct. stijgen en in 2004 met 1,2 à 2 pct., tegen 2,4 pct. in 2002. Die vertraging zou voornamelijk toe te schrijven zijn aan een cyclisch herstel van de productiviteit, terwijl de nominale lonen per werknemer in 2003 en 2004 nagenoeg even snel zouden stijgen als in 2002. De daaruit voortvloeiende vertraging van het loonkostenverloop per eenheid product zou vooral tot uiting komen in het prijsverloop. Toch zouden de winstmarges in 2004 ietwat stijgen. Daarnaast wordt de vertraging van het stijgingstempo van de bbp-deflator mede in de hand gewerkt door het feit dat de indirecte belastingen in 2004 wellicht minder sterk zullen toenemen dan in 2002 en 2003.

Voor zover de inflatievertraging toe te schrijven is aan een verminderde bijdrage van de indirecte belastingen en aan goedkopere invoer, werkt zij koopkrachtverhogend en verbreedt zij mogelijk ook de winstmarges in het eurogebied. Derhalve stimuleert zij de binnenlandse vraag en brengt zij geen deflatoire spiraal op gang (zie ook kader). Dat geldt in ieder geval voor de inflatievertraging die het gevolg is van goedkopere olieproducten en die, onder meer vanwege een sterk negatief basiseffect aan het begin van 2004, ingrijpend is. De impact van de appreciatie van de euro is minder eenduidig, aangezien deze ook de vraag naar in het eurogebied geproduceerde goederen en diensten afremt. Het neerwaartse effect ervan op de activiteit en, via dat kanaal, op het prijsverloop van binnenlandse oorsprong zou echter, uitgaande van het verwachte verloop van de bbp-deflator, beperkt blijven. Noch de HICP-inflatie, noch het stijgingstempo van de bbp-deflator loopt terug tot een lager peil dan dat wat werd opgetekend tijdens de periode 1997-1999.

Ten tweede zij erop gewezen dat de rentebeslissing van de Raad van bestuur van 5 juni laatstleden precies werd ingegeven door de duidelijke verbetering van de vooruitzichten inzake prijsstabiliteit op de middellange termijn alsook door het neerwaartse risico voor de economische groei. Als gevolg van die renteverlaging mag, ceteris paribus, worden aangenomen dat de balans van de risico's evenwichtiger is geworden. Inmiddels is ook het monetair beleid in de Verenigde Staten verder versoepeld.

2. Gedetailleerde inflatieprojecties voor België

2.1 Energiedragers

Vanaf december 2002 duwden zowel de naar aanleiding van een nationale staking verstoorde olieproductie in Venezuela als de oplopende geopolitieke spanningen in Irak de in dollar luidende prijs voor ruwe aardolie omhoog. De weerslag daarvan werd wel enigszins getemperd door de appreciatie van de euro ten opzichte van de dollar. Toen eind maart duidelijk werd dat de oorlog van korte duur zou zijn, liep de prijs voor ruwe aardolie in april terug tot zowat 25 dollar per vat, ongeveer evenveel als het jaar voordien. Uitgedrukt in euro lag de ruwe aardolieprijs echter meer dan 20 pct. lager dan in april 2002. Nadat het prijsstijgingstempo voor energiedragers in maart 2003 was versneld tot 6,2 pct., werd in april dus een prijsdaling met 2,2 pct. genoteerd.

Kader – Wat is deflatie ?

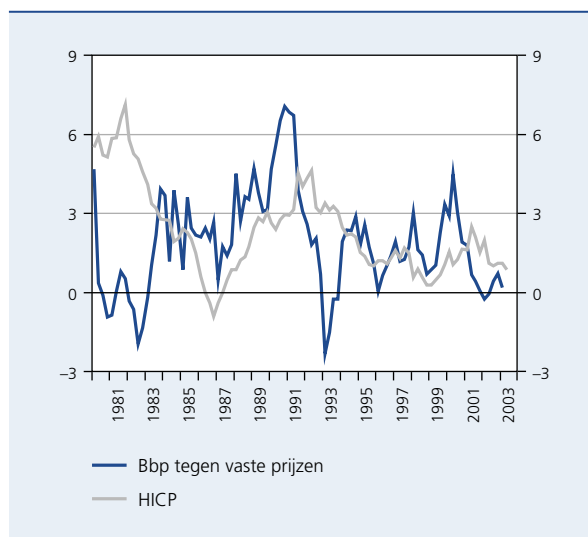
Deflatie wordt meestal gedefinieerd als een aanhoudende daling van het algemene prijspeil, waardoor ook voor de toekomst verwachtingen van prijsdalingen blijven bestaan en de economische activiteit zwaar wordt geschaad.

Prijsdalingen voor bepaalde producten vallen derhalve buiten deze definitie. Het is immers perfect mogelijk dat bepaalde goederen, bijvoorbeeld computers, in prijs dalen vanwege de snelle technologische vooruitgang in die branche. Dat is op zich niet alarmerend, net zo min als forse prijsstijgingen voor het monetaire beleid reden tot bezorgdheid zijn zolang zij beperkt blijven tot bepaalde goederen of diensten, bijvoorbeeld omdat zij erg in trek zijn. Dergelijke aanpassingen van de relatieve prijzen zijn in een markteconomie immers het mechanisme dat voor een efficiënte allocatie van de beschikbare middelen zorgt.

GRAFIEK 2

GROEI EN INFLATIE IN DUITSLAND

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



Bron: ECB.

Indien bepaalde prijzen rigider blijken dan andere – wat betekent dat zij zich trager aanpassen aan de onderliggende economische determinanten –, kan het hierboven beschreven relatieve aanpassingsproces een impact hebben op het algemene prijspeil en dit laatste, in voorkomend geval, ook doen dalen. Dat is bijvoorbeeld mogelijk in geval van een prijsverlaging voor grondstoffen, zoals ruwe aardolie, of bij prijsdalingen die voortvloeien uit deregulering van bepaalde segmenten van de productmarkten. De kans dat dergelijke prijsdalingen een meer algemene en duurzame deflatie veroorzaken, is veeleer gering omdat zij de koopkracht en de vraag in de economie ondersteunen. Zo leidde de zogeheten omgekeerde olieschok in 1986 in Duitsland tot negatieve inflatiecijfers tijdens de periode 1986-1987. Dat verschijnsel bleek echter tijdelijk van aard en de economische groei bleef dicht in de buurt van zijn potentieel. Destijds liet ook Nederland gedurende een korte periode negatieve inflatiecijfers optekenen.

Het risico van een nefaste deflatiedynamiek wordt daarentegen groter geacht in geval van een krachtige negatieve vraagschok. Op dat ogenblik bestaat immers de kans dat een aantal zichzelf in de hand werkende mechanismen, die allemaal hun oorsprong vinden in een of andere vorm van neerwaartse nominale rigiditeit, in werking treden. Zo verzwakt deflatie de reële last van doorgaans in nominale termen aangegeven leningen. Dit laatste verhoogt voor de debiteuren het risico van wanbetaling en/of faillissement, wat de kredietinstellingen in moeilijkheden kan brengen en derhalve kan leiden tot een grotere terughoudendheid bij de kredietverstrekking. Aangezien de nominale rente niet negatief kan worden, is bovendien de mogelijkheid om de economie via een daling van de reële rente te stimuleren niet onbeperkt. Zodra de nominale rente tot nul is gezakt, zal de reële rente naar rato van het deflatiepercentage stijgen, waardoor consumptie- en investeringsuitgaven worden uitgesteld. Tot slot doen prijsdalingen, in geval van neerwaartse rigiditeit van de nominale lonen, de reële lonen stijgen. Dit laatste zou stabiliserend kunnen werken wanneer de vraag tijdelijk terugloopt, maar het kan ook de werkloosheid doen toenemen, zeker indien de stijging van de reële lonen persistent zou blijken. Deze asymmetrieën verklaren waarom de aan deflatie verbonden kosten zwaarder uitvallen dan die verbonden aan inflatie.

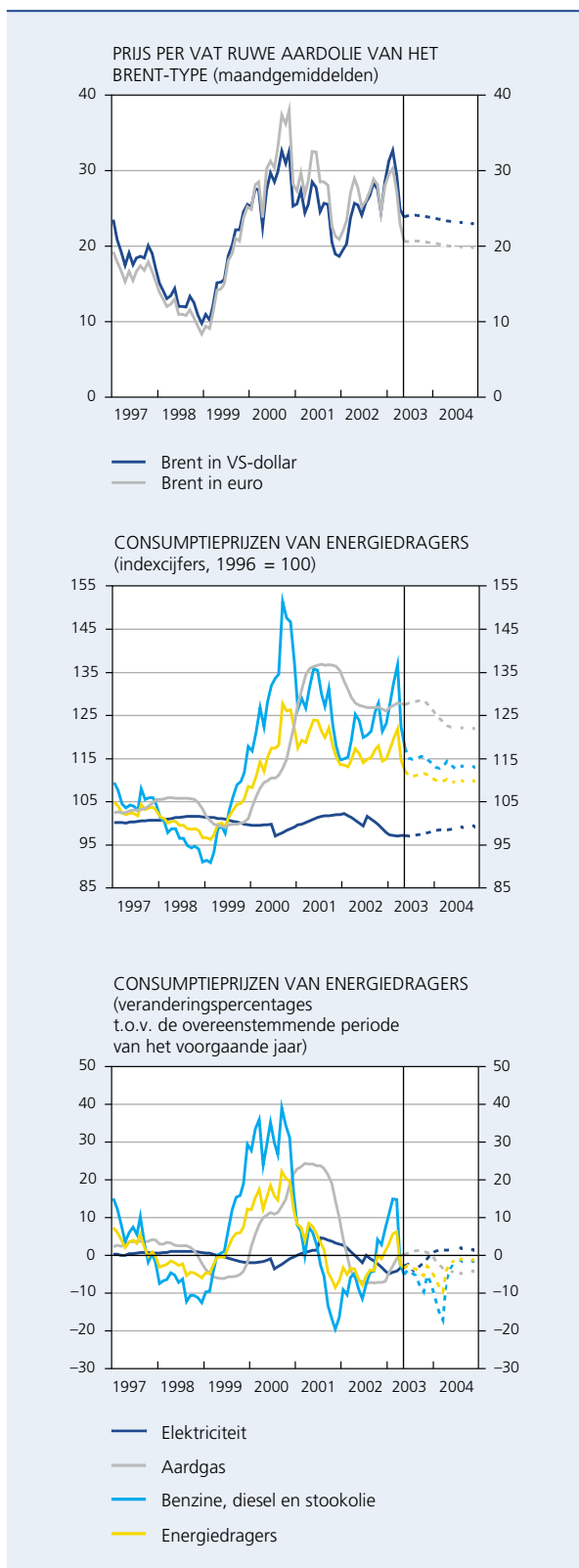
In een monetaire unie dient een onderscheid te worden gemaakt tussen de situatie in de unie als geheel en die in de afzonderlijke lidstaten. Worden een of meerdere lidstaten getroffen door een negatieve vraagschok, dan leidt dat tot een versoepeling van het monetaire beleid voor zover die schok de inflatie- en groeiperspectieven van de unie als geheel drukt. Hoe dan ook zal, bij een gelijke nominale rente, de reële rente hoger liggen in de landen waar de inflatie door de negatieve vraagschok lager uitkomt dan in de unie. Dit effect op de reële rente kan voor de bewuste landen destabiliserend werken, maar het wordt gecompenseerd door het feit dat hun concurrentiekracht verbetert. Daardoor zal de vraag na verloop van tijd gedeeltelijk verschuiven naar de landen die aanvankelijk door een negatieve schok werden getroffen, zodat de situatie binnen de monetaire unie minder asymmetrisch wordt. Een dergelijke aanpassing van de relatieve prijzen tussen de lidstaten van een monetaire unie verloopt vlotter indien zij niet leidt tot een daling van het algemene prijspeil in de landen die door een negatieve vraagschok worden getroffen.

Het vaststellen van deflatie wordt in de praktijk bemoeilijkt doordat de gemeten inflatie het eigenlijke prijsstijgingstempo enigszins overschat. Toch mag niet uit het oog worden verloren dat, door toepassing van nieuwe statistische methoden, deze (opwaartse) meetfout de laatste jaren wellicht is verkleind. Zo heeft de Bundesbank onlangs geoordeeld dat, als gevolg van met name verbeterde aanpassingen voor kwaliteitswijzigingen van PC's⁽¹⁾, de meetfout in de Duitse HICP voortaan minder dan 0,5 procentpunt bedraagt tegenover een eerdere raming van 0,75 procentpunt. Ook in België werd in 2002 de methode die wordt gevolgd om rekening te houden met kwaliteitswijzigingen in geval van PC's, bijgesteld; daardoor vallen de gemeten prijsdalingen beduidend groter uit dan voordien. Dat is een van de redenen waarom de Belgische, aan de hand van de HICP gemeten inflatie momenteel iets lager ligt dan de inflatie gemeten aan de hand van de nationale CPI, waarin PC's niet zijn opgenomen.

Naar aanleiding van de recente evaluatie van de monetaire-beleidsstrategie, heeft de Raad van bestuur van de ECB op 8 mei laatstleden beklemtoond dat deflatie niet in overeenstemming is met prijsstabiliteit. De Raad heeft er zich immers toe verbonden om in zijn streven naar prijsstabiliteit alles in het werk te stellen om op de middellange termijn de inflatie onder, maar « dicht bij » 2 pct. te handhaven. Hij stelde daaromtrent expliciet: « Deze verduidelijking (van het beleid) onderstreept de door de ECB aangegeven committering een toereikende veiligheidsmarge te verschaffen ter bescherming tegen de risico's van deflatie, en gaat tevens in op het probleem van de mogelijke aanwezigheid van een meetfout in de HICP en de implicaties van inflatieverschillen binnen het eurogebied ».

(1) Deutsche Bundesbank (2002), *Changes in the official consumer price statistics and their implication for the « measurement bias » in the inflation rate*, Monthly Report, August, blz. 38-39.

GRAFIEK 3 PRIJS VAN RUWE AARDOLIE EN CONSUMTIEPRIJZEN VAN ENERGIEDRAGERS ⁽¹⁾



Bronnen : EC, NBB.

(1) Werkelijke cijfers tot en met april 2003, projecties vanaf mei 2003 (per maand tot en met juni 2004 en per kwartaal nadien). De inmiddels beschikbaar geworden werkelijke HICP-cijfers van mei, juni en juli 2003 zijn opgenomen in tabel 2.

Conform de hoger vermelde hypothesen voor de Brent-prijs in euro, wordt verwacht dat de prijzen van benzine, diesel en stookolie na hun duidelijke daling in april nog tot eind 2004 in lichte mate zullen blijven zakken. Na veeleer geringe negatieve jaar-op-jaar veranderingen over het hele jaar 2003, zouden begin 2004 forse neerwaartse veranderingspercentages worden opgetekend als gevolg van, onder meer, een sterk negatief, door de forse prijsstijgingen van begin dit jaar veroorzaakt basiseffect.

De consumptieprijs voor gas zal vermoedelijk pas eind 2003- begin 2004 dalen aangezien hij de olieprijs met enige vertraging volgt. Die vertraagde reactie op het prijsverloop van aardolie komt ook tot uiting in het verloop van de jaar-op-jaar veranderingen van de consumptieprijs voor gas. Zo waren deze tot voor kort negatief, maar voor de rest van 2003 zouden zij licht positief worden. In 2004 daarentegen zouden de jaar-op-jaar wijzigingen uitgesproken negatief zijn.

Het prijsverloop van elektriciteit, waarin het aandeel van olie-gerelateerde grondstoffen bij de productie veel geringer is, weerspiegelt eerder de tariefreducties waartoe het Controlecomité voor de Elektriciteit en het Gas (CEEG) in december 2001 besloot. Het CCEG, dat bevoegd was voor de prijsvorming op het niet-geliberaliseerde gedeelte van de markten voor deze producten, nam die maatregel teneinde de Belgische tarieven voor gas en elektriciteit te harmoniseren met die in de ons omringende landen. De tariefreducties waren vooral voelbaar voor elektriciteit. Als gevolg van een en ander ging de in de HICP opgetekende prijs voor elektriciteit in de loop van 2002 geleidelijk dalen, zodat voor deze energiecomponent aan het begin van 2003 vrij grote negatieve jaar-op-jaar veranderingen werden opgetekend. In de veronderstelling dat de tariefstructuur niet meer zal veranderen, zal de elektriciteitsprijs voortaan wellicht ietwat stijgen, conform het verloop van een aantal kostenindicatoren zoals de loonkosten.

Rekening houdend met al deze elementen waarin, zoals reeds gezegd, de door de nieuwe regering aangekondigde wijzigingen van de indirecte belastingen niet zijn vervat, zullen de prijzen van alle energiedragers samen in 2003 en 2004 naar verwachting met respectievelijk 1,5 pct. en 3,3 pct. dalen. De energiedragers zouden dus vooral in 2004 in hoge mate bijdragen tot de in het vooruitzicht gestelde lage inflatie.

De prijzen van de energiedragers daalden in mei 2003 ietwat forsler dan waar in de projecties werd van uitgegaan; in juni en juli 2003 was die daling minder uitgesproken dan verwacht. De prijs van ruwe aardolie noteerde in die maanden immers boven het niveau dat ten tijde van het opmaken van de projecties werd vooropgesteld.

2.2 Niet-bewerkte levensmiddelen

Sedert medio vorig jaar zijn de seizoengezuiverde prijzen voor niet-bewerkte levensmiddelen matig gestegen als gevolg van de sedertdien geldende neutrale aanbodvoorwaarden. In 2001 waren ze fors gestegen naar aanleiding van de crisis in de vleessector en begin 2002 door de slechte weersomstandigheden. Ook voor de projecties werd uitgegaan van neutrale aanbodvoorwaarden die aanleiding zouden geven tot een gestage, doch matige toename van de prijzen voor niet-bewerkte levensmiddelen.

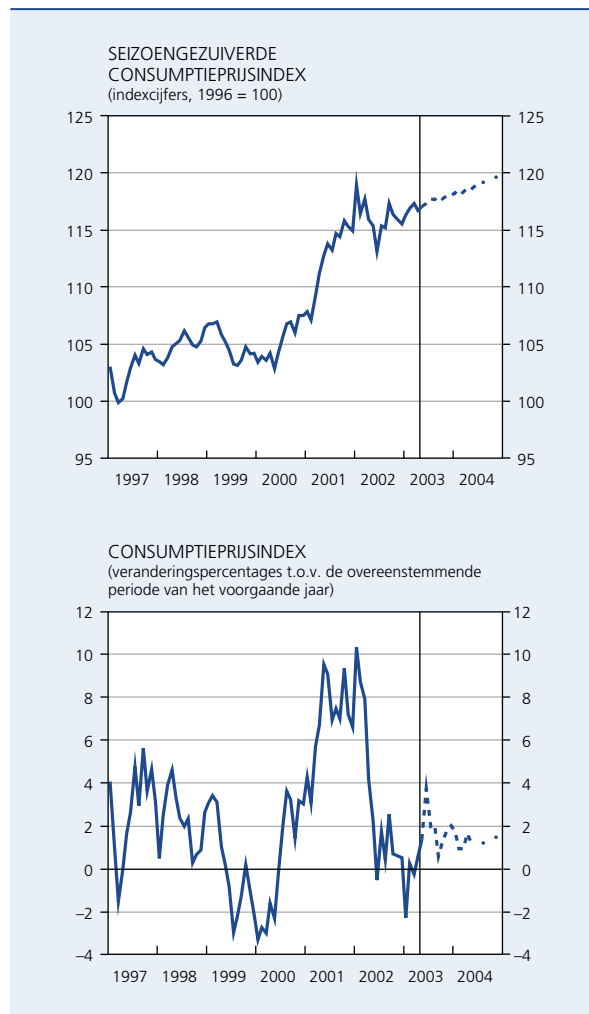
Desondanks vertonen de jaar-op-jaar veranderingen van de prijzen voor niet-bewerkte levensmiddelen een vrij erraticus profiel. Zo was de jaar-op-jaar wijziging in januari 2003 uitermate negatief. Dat kwam door een basiseffect dat was veroorzaakt door de forse, maar tijdelijke stijging van de groenteprijzen als gevolg van de ongunstige weersomstandigheden een jaar eerder. Al met al zou het stijgingstempo van de prijzen voor niet-bewerkte levensmiddelen voor 2003 en 2004 op respectievelijk 1,1 en 1,3 pct. uitkomen, tegen 3,2 pct. in 2002.

Als gevolg van de gunstige weersomstandigheden lag het werkelijke prijsverloop van de niet-bewerkte levensmiddelen zowel in mei als in juni 2003 enigszins lager dan dat voorzien in de projecties. Dat was in juli niet langer zo.

2.3 Onderliggende inflatietendens

De onderliggende inflatietendens, berekend als de totale inflatie ongerekend het prijsverloop van de volatiele componenten energiedragers en niet-bewerkte levensmiddelen, liep tussen februari en oktober 2002 flink terug. Vervolgens stabiliseerde zij zich tot maart 2003 op circa 1,4 pct. en in april steeg zij opnieuw tot 2 pct. Deze bewegingen hebben voor een groot deel te maken met de afschaffing, in 2002, van het kijk- en luistergeld in Vlaanderen en Brussel. Aangezien de ene helft van de gezinnen het kijk- en luistergeld in april betaalde en de andere helft in oktober, werd de afschaffing respectievelijk in april en oktober 2002 verrekenend. Uiteraard verdween de eerste helft van deze verrekening in april 2003 uit de jaar-op-jaar veranderingen. Het opwaartse effect daarvan

GRAFIEK 4 CONSUMPTIEPRIJZEN VOOR NIET-BEWERKTE LEVENSMIDDELEN ⁽¹⁾



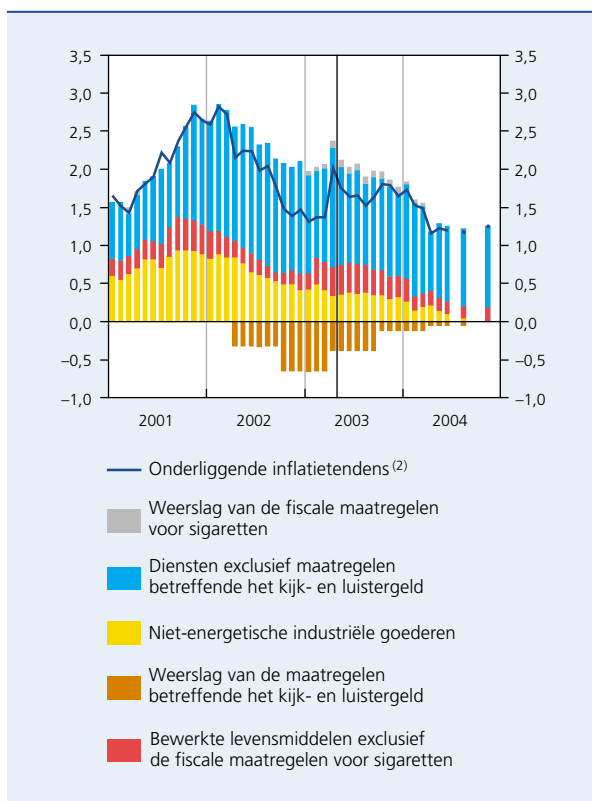
Bronnen: EC, NBB.

(1) Werkelijke HICP-cijfers tot en met april 2003, projecties vanaf mei 2003 (per maand tot en met juni 2004 en per kwartaal nadien). De inmiddels beschikbaar geworden werkelijke cijfers van mei, juni en juli 2003 zijn opgenomen in tabel 2.

op de inflatie werd slechts voor een deel gecompenseerd door de verlaging, in 2003, van het kijk- en luistergeld in Wallonië, die op analoge wijze werd verrekenend. In oktober 2003 zal de volledige impact van de afschaffing van het kijk- en luistergeld in Vlaanderen en Brussel uit de inflatiecijfers zijn verdwenen en zal de tweede helft van de verlaging in Wallonië worden verrekenend. Vervolgens zal de eerste helft van deze verlaging in april 2004 uit de jaar-op-jaar veranderingen vallen. Vanaf oktober 2004 zal ook deze maatregel de inflatie niet langer beïnvloeden.

GRAFIEK 5**ONDERLIGGENDE INFLATIETENDENS**

(bijdragen van de verschillende componenten in procentpunten, tenzij anders vermeld)⁽¹⁾



Bronnen: EC, NBB.

(1) Werkelijke HICP-cijfers tot en met april 2003, projecties vanaf mei 2003 (per maand tot en met juni 2004 en per kwartaal nadien). De inmiddels beschikbaar geworden werkelijke cijfers van mei, juni en juli 2003 zijn opgenomen in tabel 2.

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

Zelfs indien geen rekening wordt gehouden met de maatregelen betreffende het kijk- en luistergeld, is de onderliggende inflatietendens tussen februari en oktober 2002 teruggelopen. Daarna kwam die beweging evenwel tot stilstand. Van dan af werd de bij de diensten en de niet-energetische industriële goederen nog aan de gang zijnde inflatievertraging ruimschoots gecompenseerd door de aantrekkelijke prijsstijging bij de bewerkte levensmiddelen. Deze laatste is enerzijds toe te schrijven aan de prijsverhogingen voor tabaksproducten in januari en april 2003, waar naar aanleiding van de begrotingscontrole toe werd besloten. Anderzijds ziet het ernaar uit dat de prijzen van een groot aantal voedingsmiddelen een inhaalbeweging maakten, nadat zij tussen medio 2001 en medio 2002 zo goed als niet waren gestegen. Bovendien werden pakketreizen in april 2003 flink wat duurder. Volgens de projecties zouden deze factoren slechts een tijdelijk effect sorteren en zou de onderliggende inflatietendens – gecorrigeerd voor de weerslag van de maatregelen betreffende het kijk- en

luistergeld – eind 2003 en begin 2004 dus opnieuw vertragen als gevolg van de appreciatie van de euro, de nog steeds aarzelende conjunctuur en de vertraging van het loonkostenverloop.

De onderliggende inflatietendens zou het sterkst vertragen bij de bewerkte levensmiddelen en bij de niet-energetische industriële goederen. Vooral voor deze laatste zou de impact van de appreciatie van de euro van belang zijn. De niet-energetische industriële goederen zijn immers de component van de onderliggende inflatie waarvoor de invoer in de kostenstructuur het zwaarst weegt. De – minder sterke – vertraging van het prijsstijgingstempo bij de diensten heeft vooral te maken met het loonkostenverloop. Dit laatste zou vooral in 2003 bescheiden blijven. In het in december 2002 gesloten centrale akkoord hebben de sociale gesprekspartners voor 2003 en 2004 immers een indicatieve loonnorm van 5,4 pct. vastgelegd, wat minder is dan de voor 2001 en 2002 opgetekende loonsverhogingen. Gelet op de onzekerheid die eind 2002 het conjunctuurklimaat en de internationale omgeving drukte, hebben de sociale gesprekspartners er zich bovendien toe verbonden om voor 2003 een bijzondere inspanning inzake loonmatiging te leveren en de reële loonsverhogingen zoveel mogelijk uit te stellen tot 2004.

Zo zou de onderliggende inflatietendens teruglopen van 2,1 pct. in 2002 tot 1,6 pct. in 2003 en 1,3 pct. in 2004, wat nog steeds hoger is dan tijdens de periode 1997-2000. In tegenstelling tot de gegevens betreffende de niet-bewerkte levensmiddelen en de energiedragers lagen de werkelijke cijfers voor de onderliggende inflatietendens van mei, juni en juli 2003, telkens 1,7 pct., in de lijn van de projecties.

2.4 Synthese

Rekening houdend met alle hierboven toegelichte factoren en uitgaande van de in de inleiding toegelichte hypothesen, zou de Belgische inflatie gedurende de rest van 2003 en in 2004 rond 1 pct. schommelen; als gevolg van een sterk negatief basiseffect bij de energiedragers zou zij tijdens de eerste maanden van 2004 zelfs tot minder dan 0,5 pct. kunnen teruggelopen. Voor het hele jaar 2003 zou de inflatie 1,2 pct. bedragen; in 2004 zou zij op 0,8 pct. uitkomen. Zodoende zou de Belgische inflatie in 2003 en 2004 naar alle waarschijnlijkheid die van het eurogebied onderschrijden. Dat was in 2002 ook al het geval. De factoren die aan dit negatief inflatie-ecart ten grondslag liggen, worden verderop toegelicht.

TABEL 2 GEHARMONISEERDE CONSUMPTIEPRIJSINDEX VOOR BELGIË

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

	Totaal							p.m. Gezondheids- indexcijfer ⁽³⁾
	Energiedragers	Niet-bewerkte levens- middelen ⁽¹⁾	Onderliggende inflatie- tendens ⁽²⁾					
				Bewerkte levens- middelen	Niet- energetische industriële goederen	Diensten		
1997	1,5	3,1	2,7	1,1	2,3	0,1	1,7	1,3
1998	0,9	-3,6	2,2	1,4	1,4	0,7	2,1	1,3
1999	1,1	2,0	0,0	1,1	0,6	0,8	1,8	0,9
2000	2,7	16,3	0,2	1,1	1,3	0,0	2,3	1,9
2001	2,4	1,4	6,9	2,1	2,2	2,0	2,1	2,7
2002	1,6	-3,6	3,2	2,1	1,5	1,7	2,6	1,8
2003 r	1,2	-1,5	1,1	1,6	n.	n.	n.	1,3
2004 r	0,8	-3,3	1,3	1,3	n.	n.	n.	1,1
2003								
Januari	1,2	3,1	-2,3	1,3	1,7	1,1	1,3	0,9
Februari	1,6	5,7	0,3	1,4	2,8	1,2	1,1	1,3
Maart	1,7	6,2	-0,3	1,4	2,9	1,0	1,2	1,4
April	1,4	-2,2	0,6	2,0	3,2	0,8	2,6	1,5
Mei	0,9	-4,2	-0,7	1,7	3,3	0,9	2,0	1,1
Juni	1,5	-1,6	2,7	1,7	3,3	0,9	2,0	1,6
Juli	1,4	-1,9	2,3	1,7	3,2	1,0	1,8	1,5
Eerste zeven maanden	1,4	0,7	0,4	1,6	2,9	1,0	1,7	1,3

Bronnen: EC; FOD Economie, KMO, Middenstand en Energie; NBB.

(1) Fruit, groenten, vlees en vis.

(2) HICP ongerekend de prijzen van niet-bewerkte levensmiddelen en energiedragers.

(3) Nationale consumptieprijsindex ongerekend de prijzen van producten die schadelijk worden geacht voor de gezondheid, namelijk tabak, alcoholhoudende dranken, benzine en diesel.

3. Nadere toelichting bij het negatieve inflatieverschil tussen België en het eurogebied voor de periode 2002-2004

Hoewel het verloop van de inflatie in België en dat in het eurogebied in 2001 en begin 2002 nog vergelijkbaar waren, ontstond er in april 2002 een aanzienlijk verschil dat, volgens de projecties, in 2003 en 2004 zal blijven bestaan. Dat inflatieverschil kan grotendeels worden verklaard door de maatregelen inzake het kijk- en luistergeld en de tariefverlagingen voor gas en elektriciteit.

Zo hebben de hierboven toegelichte tariefmaatregelen van het CCEG op de gas- en elektriciteitsmarkt de inflatie in 2001, 2002 en 2003 telkens met ongeveer 0,1 procentpunt doen dalen. In 2002 en 2003 liep de inflatie met gemiddeld 0,3 procentpunt terug als gevolg van de

afschaffing van het kijk- en luistergeld in Vlaanderen en Brussel, terwijl zij zowel in 2003 als in 2004 met gemiddeld 0,05 procentpunt wordt gedrukt door de verlaging van het kijk- en luistergeld in Wallonië. De impact van deze maatregelen is veel groter dan het effect van de prijsverhogingen voor tabaksproducten in januari en april 2003.

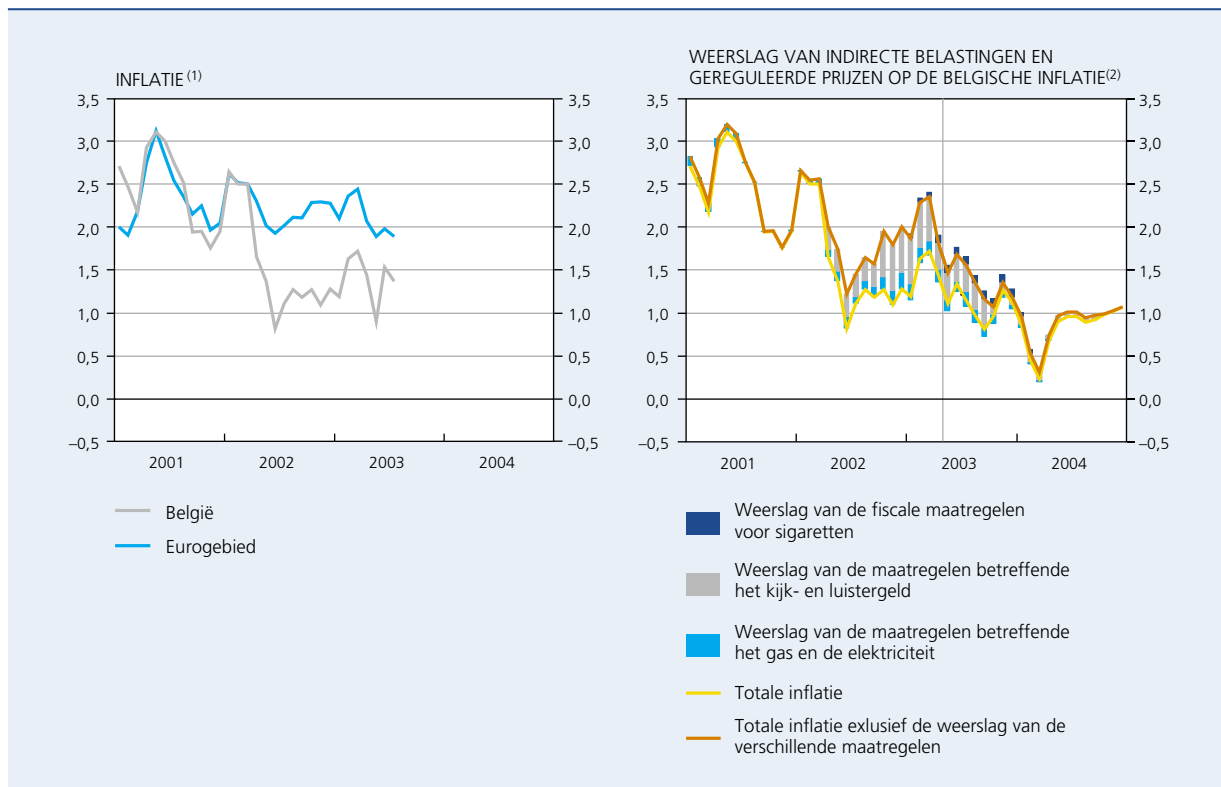
In het eurogebied daarentegen werd de inflatie in 2002 en tijdens de eerste helft van 2003 vrij sterk omhooggeduwd door verhogingen van de belastingen op, onder meer, energie- en tabaksproducten.

Daarnaast kan een deel van België's inflatie-ecart worden verklaard door het feit dat de Belgische inflatie gevoeliger is voor schommelingen in de prijs van ruwe aardolie. In periodes dat de olieprijs dalen, blijft de Belgische inflatie derhalve meestal onder die in het eurogebied, terwijl ze er, als de olieprijs stijgen, doorgaans boven uitstijgt.

GRAFIEK 6

WEERSLAG VAN INDIRECTE BELASTINGEN EN GEREGLAERDE PRIJZEN OP DE INFLATIE

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



Bronnen : EC, NBB.

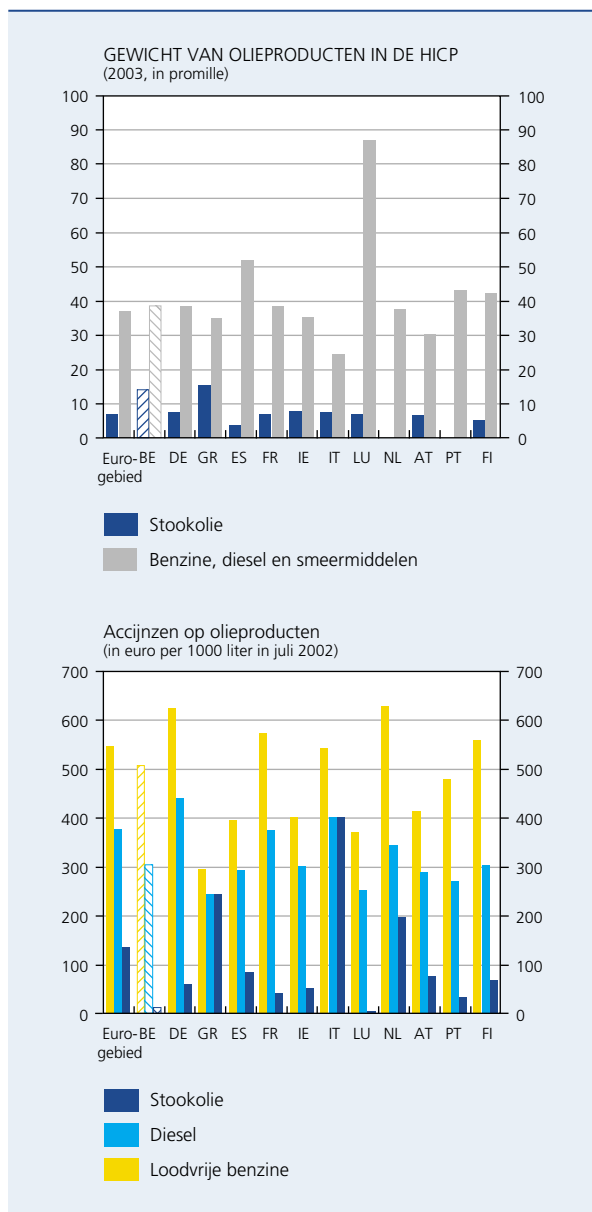
(1) Werkelijke HICP-cijfers tot en met juli 2003.

(2) Werkelijke HICP-cijfers tot en met april 2003, projecties vanaf mei 2003.

De grotere gevoeligheid van de Belgische inflatie voor het verloop van de olieprijs kan in eerste instantie worden teruggevoerd op het ruimere aandeel van olieproducten in de Belgische HICP. Dat heeft vooral te maken met de consumptie van stookolie aangezien België tot de landen behoort waar het meest met stookolie wordt verwarmd. Ten tweede heeft de Belgische overheid minder indirecte belastingen in de vorm van accijnzen op olieproducten. Door het forfaitaire karakter van accijnzen wordt de impact van schommelingen in de prijs voor ruwe aardolie, zowel in opwaartse als in neerwaartse zin, getemperd. Door de gemiddeld beschouwd lagere accijnzen in België wordt de gevoeligheid voor dergelijke schommelingen dus groter. Dit fenomeen is ook het meest uitgesproken voor stookolie, zodat beide factoren – zwaarder gewicht en lagere accijnzen – elkaar in de hand werken.

In deel 1 is reeds gewezen op de goedhartigheid van een inflatievertraging in het eurogebied als gevolg van een daling van de olieprijs. Uit wat voorafgaat, blijkt dat deze factor voor België nog sterker speelt. De belangrijke rol van de energiedragers in de verwachte inflatievertraging blijkt ook uit het feit dat het verloop van het gezondheidsindexcijfer zowel in 2003 als in 2004 dat van de totale inflatie enigszins zal overschrijden, namelijk respectievelijk 1,3 en 1,1 pct. tegen respectievelijk 1,2 en 0,8 pct. voor de totale inflatie. In 2003 en 2004 zou het bestaande indexeringsmechanisme derhalve de groei van de reële lonen en dus ook de koopkracht ietwat stimuleren, zonder evenwel de rentabiliteit van het bedrijfsleven in het gedrang te brengen. Als gevolg van de goedkopere aardolieproducten boekt de economie in haar geheel immers een ruilvoetwinst.

GRAFIEK 7 FACTOREN DIE BEPALEND ZIJN VOOR DE GEVOELIGHEID VAN DE INFLATIE VOOR OLIEPRIJSSCHOMMELINGEN



Bronnen: EC, NBB.

Dit resultaat is uiteraard sterk afhankelijk van het feit of de in de projecties veronderstelde daling van de prijs voor ruwe aardolie effectief wordt bewaarheid, terwijl ook de aangekondigde accijnshoogtes voor benzine en diesel het in het vooruitzicht gestelde ecart tussen het verloop van het gezondheidsindexcijfer en dat van de HICP zouden kunnen verkleinen.

Aangezien het negatieve inflatie-ecart van België toe te schrijven is aan een geheel van gunstige ontwikkelingen aan de aanbodzijde van de economie, impliceert het geenszins een gevaar voor deflatie.

4. Slotbeschouwingen

De inflatieprojecties van het Eurosysteem stellen voor het eurogebied een forse daling van de inflatie in het vooruitzicht, waardoor deze laatste in 2003 tussen 1,8 en 2,2 pct. zou uitkomen en in 2004 tussen 0,7 en 1,9 pct., vergeleken met 2,3 pct. in 2002. Hoewel de inflatie in 2004 dus sterk zou kunnen teruglopen, zijn er geen tekenen die wijzen op een reëel gevaar voor deflatie. Voor zover de inflatievertraging toe te schrijven is aan prijsdalingen voor energiedragers en aan geringere verhogingen van de indirecte belastingen, werkt zij integendeel koopkrachtverhogend en ondersteunt zij het verwachte herstel van de economische activiteit in het eurogebied.

Ook uit de projecties van de Bank blijkt voor België een aanzienlijke vertraging van de inflatie, namelijk van 1,6 pct. in 2002 tot 1,2 pct. in 2003 en 0,8 pct. in 2004. Het in 2002 ontstane negatieve inflatie-ecart ten opzichte van het eurogebied zou derhalve ook in 2003 en 2004 blijven bestaan. Uit dit artikel blijkt dat het bewuste ecart voornamelijk het resultaat is van gunstige ontwikkelingen aan de aanbodzijde van de economie, zodat het voor België geenszins een gevaar voor deflatie impliceert.

Uiteraard zijn de in dit artikel besproken inflatieprojecties sterk afhankelijk van de in de inleiding toegelichte hypothesen. Dat geldt zowel voor het eurogebied als voor België.

Zo zal de Belgische inflatie in 2003 en 2004 vermoedelijk veel minder teruglopen ten opzichte van haar peil van 2002, indien rekening wordt gehouden met de reeds bekendgemaakte aanpassingen van de indirecte belastingen en als er bovendien wordt van uitgegaan dat de wisselkoers van de euro en de prijzen van een vat ruwe aardolie op termijn onveranderd blijven ten opzichte van de bij het afsluiten van dit artikel bereikte niveaus, die verschillen van de basishypothesen. In dat geval zou ook het negatieve inflatie-ecart ten opzichte van het eurogebied kleiner uitvallen.

Summaries of Articles

How to assess the stance of monetary policy: some tools

Is monetary policy accommodating or restrictive? This article analyses and applies to the euro area five tools on the basis of which the monetary policy stance is often described or judged: monetary aggregates, real interest rate, monetary conditions index, Taylor rule and inflation expectations. These various – inevitably simplifying – concepts cannot express the complexity of the environment to which monetary policy has to react. Subject to this major reservation, they show that the Eurosystem's recent monetary policy has used, to sustain growth, the margins created by the credibility already achieved in terms of maintenance of price stability.

Bank lending to the private sector in Belgium

This article analyses the developments in bank lending to the private sector in Belgium over the past twenty years, thus putting the recent slowdown in a historical perspective, and presents for the first time the results for Belgium of the Eurosystem's bank lending survey. The recent slowdown in bank lending affected loans to companies rather than households. It was probably mainly the result of a lower demand, especially from large companies. However, banks have also tightened their lending conditions, particularly by widening interest rate margins for riskier loans.

Inflation in Belgium and in the euro area: projections for 2003 and 2004

According to the June 2003 Projections of the European System of Central Banks, euro area HICP inflation is expected to ease somewhat from 2.3 pct. in 2002 to between 1.8 and 2.2 p.c. in 2003. In 2004 it is expected to decrease more to between 0.7 and 1.9 p.c. This projection is based on the assumption of favourable import price trends, reflecting both oil price developments and the higher euro exchange rate, as well as on the expectation of lower domestic cost pressures in the context of a moderate economic recovery. The latter factor is the main driving force behind the deceleration of the rate of increase of the GDP deflator, which is less pronounced than for HICP inflation. However, there are great uncertainties concerning the underlying assumptions. The same pattern is expected for headline inflation in Belgium. As a result, Belgian inflation, which was already markedly lower than euro area inflation in 2002, is projected to stay below the euro area average in 2003 and 2004 as well. This negative inflation differential is mainly due to temporary factors, such as the measures in the field of the radio and television licence fees, deregulation-induced reductions of electricity and gas tariffs and the fact that Belgian inflation is more sensitive to oil price developments. On the basis

of information available through begin August 2003, headline inflation is expected to slow down from 1.6 p.c. in 2002 to 1.5 p.c. in 2003 and 1.2 p.c. in 2004. The factors underlying the projected deceleration of inflation do not indicate any risks of deflation.

Abstracts of the Working Papers Series

39. " La consommation privée en Belgique " by B. Eugène, Ph. Jeanfils and B. Robert, Document series, June 2003

This paper analyses the path of private consumption and its main macroeconomic determinants. These are related to the life-cycle approach which helps explaining consumption smoothing. In that respect, it is important to go beyond the simple correlation between current disposable income and consumption to incorporate future income expectations and wealth. As for this latter, the paper also proceeds to a careful description of the mechanisms at work in the wealth effect and of the structure of Belgian households' wealth. Empirically, it is shown that in Belgium human wealth plays a far larger role than financial wealth while the interest rate reflects intertemporal substitution in explaining long-term desired consumption. Variations in these long-term determinants impact only gradually on consumption dynamics, highlighting the fact that changes need to be sustained to have sizeable effects. Finally, in addition to the rate of interest, human and financial wealth, the significance of liquidity-constrained consumers and of a confidence indicator are tested. However it does not seem that they exhibit a significant contribution to consumption growth.

40. " The process of European monetary integration : a comparison of the Belgian and Italian approaches " by I. Maes and L. Quaglia, Research series, August 2003

This paper analyses and compares the roles which Belgium and Italy have played in the process of European monetary integration. It discusses Belgian and Italian attitudes towards European integration and EMU, exchange rate policies, key concepts of the Belgian and Italian EMU strategies and the concrete contributions made by Belgium and Italy. Overall, these two countries played an important and pace-setting role in the process of European monetary integration. They developed several creative and diplomatic proposals. Moreover, Belgian and Italian policy-makers often acted as "policy entrepreneurs" and proved to be skilful negotiators. The main difference is that Belgium has been a constant and consistent "pace-setter" in monetary matters, from the preparation of the Hague Summit to the elaboration of the EMS, the monetary chapter in the Single European Act and the realisation of EMU, whereas Italy was mainly active in the 1980s. This assessment of the Belgian and Italian contributions does not challenge the decisive impact of the Franco-German axis, but illustrates that EMU was a multilateral process. Furthermore, the paper shows how important it was for a country to achieve a sound economic performance, especially a stable exchange rate, in order to have influence on the European monetary scene.

Conventionele tekens

–	het gegeven bestaat niet of heeft geen zin
n.	niet beschikbaar
pct.	procent
p.m.	pro memorie
r	raming

Afkortingen

BBP	Bruto binnenlands product
BIB	Bank voor Internationale Betalingen
BTW	Belasting over de toegevoegde waarde
CCEG	Controlecomité voor de Elektriciteit en het Gas
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
EMS	European Monetary System
EMU	Economic and Monetary Union
ESR	Europees Systeem van Rekeningen
FOD	Federale overheidsdienst
GDP	zie BBP
HICP	Geharmoniseerde consumptieprijsindex
IMF	Internationaal Monetair Fonds
IMV	Index van de monetaire voorwaarden
IPCH	zie HICP
KMO	Kleine of middelgrote onderneming

MFI	Monetaire financiële instelling
NBB	Nationale Bank van België
NCB	Nationale centrale bank
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
OLO	Lineaire obligatie

Verantwoordelijke uitgever

J. HILGERS

Directeur

Nationale Bank van België
de Berlaimontlaan 14 – BE-1000 Brussel

Contactpersoon voor het Tijdschrift

Ph. QUINTIN

Chef van de dienst Communicatie

Tel. +32 2 221 22 41 – Fax +32 2 221 30 91
philippe.quintin@nbb.be

© Illustraties: fotostockdirect – goodshoot
gettyimages – digitalvision
gettyimages – photodisc
National Bank of Belgium

Opmaak: NBB Prepress
Omslag: NBB Multimedia

Gepubliceerd in september 2003