

Economisch Tijdschrift

September 2010



© Nationale Bank van België

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

ISSN 1371-1229

Inhoud

LESSEN UIT DE CRISIS: MONETAIR BELEID EN FINANCIËLE STABILITEIT	7
HERBALANCERING VAN DE WERELDECONOMIE	23
DE STRATEGIEËN EN MAATREGELEN GERICHT OP HET SANEREN VAN DE OVERHEIDSFINANCIËN	43
ENERGIEMARKTEN EN DE MACRO-ECONOMIE	65
DE TOEGENOMEN VOLATILITEIT VAN DE ELEKTRICITEITSPRIJS VOOR DE BELGISCHE HUISHOUDENS	89
SUMMARIES OF ARTICLES	119
ABSTRACT	123
CONVENTIONELE TEKENS	125
LIJST VAN AFKORTINGEN	127

Lessen uit de crisis : monetair beleid en financiële stabiliteit

L. Aucremanne
S. Ide

Inleiding

In dit artikel wordt de relatie besproken tussen monetair beleid en financiële stabiliteit tegen de achtergrond van de recente financiële en economische crisis. Het is de bedoeling uit de jongste gebeurtenissen lering te trekken en na te gaan wat de implicaties ervan zijn voor het monetair beleid. In concreto wordt de vraag gesteld of het monetair beleid, naast zijn mandaat inzake prijsstabiliteit, ook een belangrijker en proactieve rol moet spelen in het behoud van de financiële stabiliteit. Het dieperliggende motief van deze reflectie, die toegespitst is op de respectieve doelstellingen van prijsstabiliteit en financiële stabiliteit, is uiteraard na te gaan op welke wijze het monetair beleid het best kan bijdragen tot de performance van de macro-economie in ruime zin.

Deze vraag heeft recentelijk het onderwerp uitgemaakt van heel wat publicaties en speeches van vermaarde onderzoekers en/of beleidsmakers⁽¹⁾. Daaruit blijkt duidelijk dat het nog te vroeg is om definitieve lessen te trekken en dat er nog geen postcrisis consensus over monetair beleid tot stand is gekomen, terwijl centrale banken en academici de afgelopen decennia wel duidelijk naar een precrisis consensus hebben geconvergeerd. De relatie tussen monetair beleid en financiële stabiliteit is momenteel een topprioriteit voor zowel theoretisch als meer toegepast onderzoek in centrale banken en in de academische wereld en zal dat de komende jaren wellicht ook blijven. Het moet dan ook duidelijk zijn dat vandaag hooguit een aantal voorlopige lessen kunnen worden getrokken.

(1) O.m. Bean (2009), Bernanke (2010), Bini Smaghi (2009), BIS (2009), Blanchard et al. (2010), Cecchetti et al. (2009), Goodhart (2009), Kohn (2009), Papademos (2009), Taylor (2007), Trichet (2009, 2010), ...

Dit artikel is als volgt gestructureerd. In het eerste deel wordt nader ingegaan op wat de precrisis consensus over monetair beleid kan worden genoemd. In het tweede deel worden de uit de crisis te trekken lessen besproken en wordt nagegaan in welke mate die lessen de precrisis consensus ter discussie hebben gesteld. Het laatste deel bevat de conclusies.

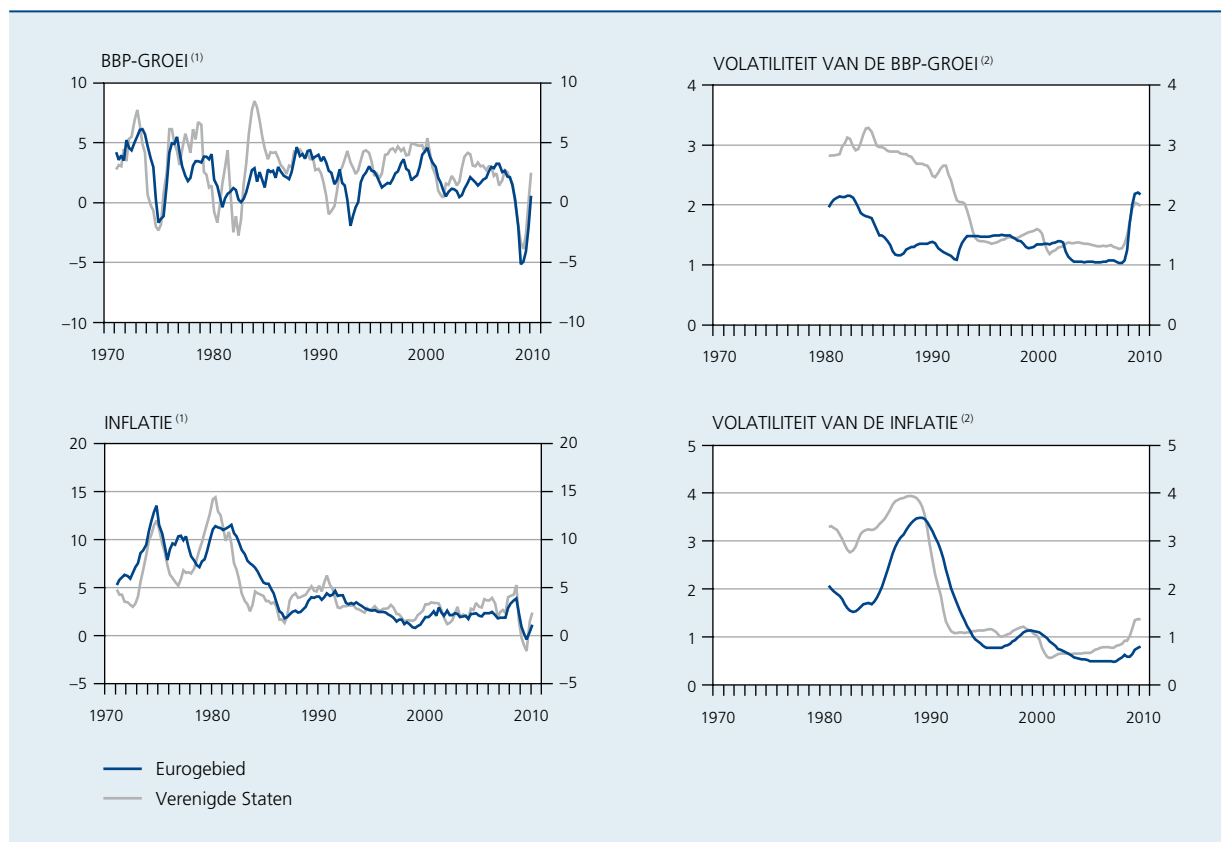
1. De precrisis consensus over monetair beleid

In dit deel wordt eerst ingegaan op de voornaamste economische ontwikkelingen van de laatste decennia. Zij vormen immers de achtergrond waartegen de precrisis consensus over monetair beleid tot stand is gekomen. Vervolgens worden de voornaamste ingrediënten van die precrisis consensus overlopen en wordt de specifieke relatie behandeld tussen monetair beleid en financiële stabiliteit. Tegen deze achtergrond wordt tot slot de monetairbeleidsstrategie van het Eurosysteem summier besproken.

1.1 Van « Great Inflation » naar « Great Moderation »

Het monetairbeleidsdebat heeft de afgelopen decennia sterk gefocust op de relatie tussen inflatie en economische bedrijvigheid, terwijl de problematiek van financiële (in)stabiliteit niet op de voorgrond stond. Dat komt wellicht doordat tijdens de periode na de tweede wereldoorlog in de geavanceerde economieën weinig of geen echt zware financiële crisissen zijn voorgekomen, wat – zoals

GRAFIEK 1 MACRO-ECONOMISCHE SCHOMMELINGEN SEDERT 1970
(kwartaalgegevens)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, Fagan et al. (2005), OESO.

(1) Veranderingspercentages ten opzichte van het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar.

(2) Standaardafwijking voor glijdende periodes van 40 kwartalen.

blijkt uit het werk van Reinhart en Rogoff (2009) – in schril contrast staat met zowel de omvang van de vooroorlogse financiële onrust als de portee van de laatste wereldwijde financiële crisis. Inflatie en groei lieten daarentegen een turbulenter verloop optekenen, vooral toen eerstgenoemde tijdens de jaren zeventig, in de nasleep van de olieschokken en de achteraf ongepast gebleken monetairbeleidsreactie daarop, fors opliep, zowel in de Verenigde Staten als in de meeste landen die later deel zijn gaan uitmaken van het eurogebied. Vanaf de vroege jaren tachtig werd een beleid van desinflatie gevoerd. De ervaring had geleerd dat het tolereren van inflatie niet geleid had tot meer economische groei of minder werkloosheid, maar daarentegen gezorgd had voor ontsprende inflatieverwachtingen en monetaire instabiliteit die op haar beurt nadelige gevolgen had voor de groei en de werkgelegenheid.

Die desinflatie ging bovendien gepaard met een onmiskenbare daling van de macro-economische volatiliteit.

Zowel de inflatie als de economische groei liet sedert het midden van de jaren tachtig een minder grillig verloop optekenen dan voorheen. Daarom hebben economen het vaak over de «Great Moderation» (na de «Great Inflation» van de jaren zeventig), een periode van stevige macro-economische stabiliteit die abrupt onderbroken werd door de jongste financiële crisis en de daaropvolgende bijzonder scherpe recessie van 2008-2009.

Die «Great Moderation» kan door verschillende factoren worden verklaard. In eerste instantie zou zij eenvoudig kunnen worden toegeschreven aan het feit dat de economie gedurende die periode toevallig overwegend gunstige macro-economische schokken onderging. Daarnaast zou zij het gevolg kunnen zijn van structurele veranderingen in de economie, bijvoorbeeld soepeler product- en arbeidsmarkten of betere beheerstechnieken, bijvoorbeeld inzake voorraadbeheer. Ten slotte kan ook een efficiënter macro-economisch beleid, en vooral een efficiënter monetair beleid, tot die stabielere

macro-economische omgeving hebben bijgedragen. Over het relatieve belang van deze verklaringen bestaat geen eensgezindheid, maar het oordeel dat een efficiënter monetair beleid een belangrijke bijdrage had geleverd, was prominent aanwezig. Door de jaren heen was tegen de hierboven geschetste macro-economische achtergrond immers een duidelijke consensus ontstaan over het voeren van (goed) monetair beleid. Die consensus was op de volgende ingrediënten gesteund.

1.2 Ingrediënten van de precrisis consensus

Om te beginnen, kwamen beleidsmakers tot het inzicht dat het verloop van de inflatie op lange termijn bepaald wordt door het vigerende monetairbeleidsstelsel. De erkenning dat inflatie in wezen een monetair fenomeen is, impliceert evenwel niet dat reële schokken er geen invloed op kunnen uitoefenen. Schokken zowel aan de vraag- als aan de aanbodzijde van de economie hebben een impact op de inflatie, maar die impact kan worden beperkt als de centrale bank een beleid voert dat erop gericht is de inflatie te stabiliseren. Ingeval echter de centrale bank de inflatoire druk die uit dergelijke schokken voortvloeit, niet tegenwerkt, maar hem daarentegen tolereert, zal de weerslag ervan, via een ontsporing van de inflatieverwachtingen, veel zwaarder zijn. Zo heeft de eerste olieschok van de jaren zeventig in alle geavanceerde economiën tot een duidelijke toename van de inflatie geleid; in Duitsland was dat minder het geval, precies omdat het monetair beleid er – zelfs tijdens die periode – meer gericht was op het behoud van prijsstabiliteit. Vandaag wordt er derhalve algemeen van uitgegaan dat het monetair beleid het langetermijnverloop van de inflatie stuurt en dus bij voorkeur gericht wordt op prijsstabiliteit.

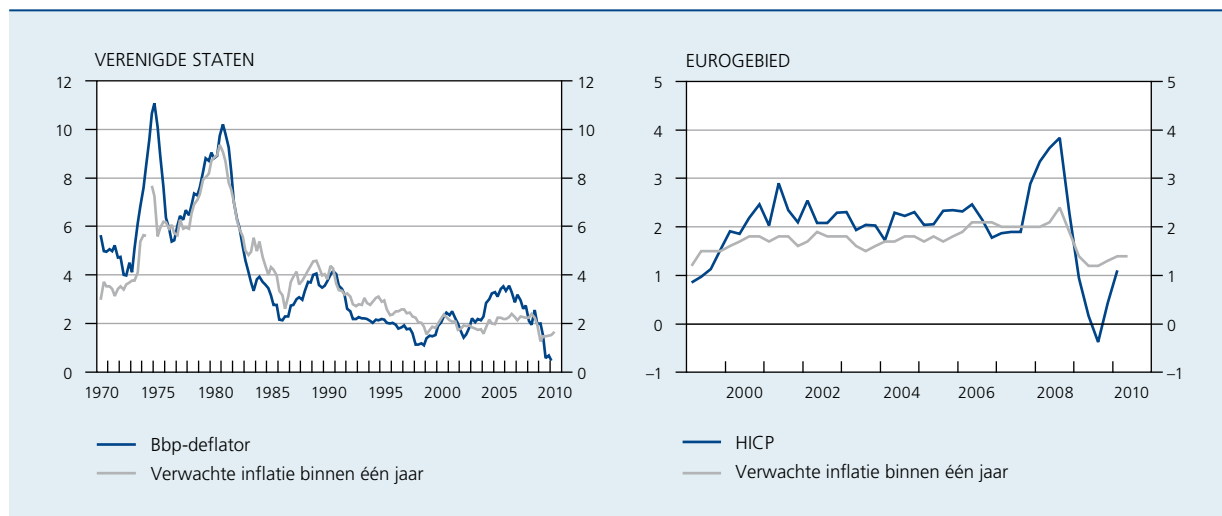
Een tweede ingrediënt van de consensus over het monetair beleid is immers de opvatting dat prijsstabiliteit geen kostprijs heeft in termen van economische bedrijvigheid, althans niet op lange termijn. Het zijn immers reële – en geen nominale – factoren die de economische groei en de werkgelegenheid op langere termijn bepalen. Precies daarom mislukten eind jaren zestig en tijdens de jaren zeventig de pogingen van de beleidsmakers om de groei te stimuleren door de prijs van een hogere inflatie te betalen. Meer zelfs, een dergelijke periode van monetaire instabiliteit en hoge en volatiele inflatie heeft nefaste gevolgen voor de groei en de werkgelegenheid door de stijgende risicopremies, de verstoorde prijssignalen en de willekeurige inkomensherverdelingen die ermee gepaard gaan. Het voordeel van het streven naar een lage en stabiele inflatie bestaat precies in het voorkómen van deze ontwrichtingen. Zo groeide het inzicht dat het

waarborgen van prijsstabiliteit de beste bijdrage is die het monetair beleid kan leveren tot duurzame economische groei. Die focus op prijsstabiliteit hoeft evenwel niet te betekenen dat centrale banken volkomen ongevoelig zijn voor andere economische overwegingen. De meeste centrale banken doen immers, in een of andere vorm, aan *flexible inflation targeting* (terminologie ontleend aan Svensson, 1999), waarbij er – naast de focus op de hoofd-doelstelling (prijsstabiliteit) – op korte termijn ruimte is voor andere overwegingen, bijvoorbeeld voor het verloop van de economische bedrijvigheid. Bedoeling daarbij is de eventueel met *strict inflation targeting* gepaard gaande overdreven volatilititeit in de economische bedrijvigheid en in de nominale rente te voorkómen. Terwijl het nastreven van prijsstabiliteit en duurzame economische groei op lange termijn niet tegenstrijdig en zelfs complementair zijn, kan het monetair beleid op korte termijn immers wel met beleidsdilemma's worden geconfronteerd, bijvoorbeeld in geval van aanbodschokken, en verdient een geleidelijke reactie vaak aanbeveling.

Een derde ingrediënt van de precrisis consensus over monetair beleid is de belangrijke rol die inflatieverwachtingen spelen in het inflatieproces. Prijs- en loonzetters zijn immers vooruitziend en brengen daarom vandaag reeds verwachtingen omtrent het toekomstig inflatieverloop in rekening. De geloofwaardigheid van de centrale bank inzake het waarborgen van prijsstabiliteit is derhalve cruciaal. Zo had de ontsporing van de inflatie er in de jaren zeventig toe geleid dat ook de inflatieverwachtingen opwaarts werden bijgesteld, terwijl de desinflatie van de jaren tachtig in eerste instantie de verwachtingen slechts zeer geleidelijk deden dalen. Aanvankelijk werd immers weinig geloof gehecht aan de belofte van de centrale bank om de inflatie terug te dringen, zodat de inflatieverwachtingen geruime tijd boven de feitelijke inflatie bleven. Dat verzwaarde de taak van het monetair beleid om de prijsstabiliteit te herstellen: er was een restrictiever beleid noodzakelijk, met tot gevolg kortetermijnkosten inzake economische bedrijvigheid. In scherp contrast hiermee bleven de inflatieverwachtingen het afgelopen decennium stevig verankerd omdat de monetaire autoriteiten een geloofwaardig, op prijsstabiliteit gericht beleid voerden. Daardoor namen de inflatieverwachtingen in de Verenigde Staten nauwelijks toe in de nasleep van de in 2005-2007 olopemde inflatie. Ook in het eurogebied, waarvoor men niet over een lange tijdreeks inzake inflatieverwachtingen beschikt, bleven deze laatste stevig verankerd tijdens de periode 2007-2008, toen olopemde grondstoffenprijzen voor een krachtige inflatieopstoot zorgden. Ook de forse daling van de inflatie tijdens de crisis had, zowel in de Verenigde Staten als in het eurogebied, slechts een beperkte weerslag op de inflatieverwachtingen.

GRAFIEK 2 INFLATIEVERWACHTINGEN

(veranderingspercentages ten opzichte van het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ECB Survey of Professional Forecasters, Federal Reserve Bank of Philadelphia Survey of Professional Forecasters.

Precies omdat geloofwaardigheid en inflatieverwachtingen zo belangrijk zijn, wordt vandaag veel belang gehecht aan de institutionele aspecten van het monetair beleid. Een vierde ingrediënt van de precrisis consensus is dan ook het creëren van een passend kader dat de monetairbeleidsmaker ertoe dwingt op prijsstabiliteit te focussen. Dat bevordert de geloofwaardigheid, leidt tot een betere verankering van de inflatieverwachtingen en vergemakkelijkt in fine het stabiliseren van de inflatie. Het uitwerken van een dergelijk dwingend kader is de praktische vertaling van de lessen die zijn getrokken uit het *discretion versus commitment* debat in de literatuur⁽¹⁾. Verschillende factoren zijn daarbij van belang. Het bepalen van een duidelijke opdracht – het handhaven van prijsstabiliteit – is er één van. Bovendien vertaalden heel wat centrale banken die opdracht in een kwantitatieve inflatiedoelstelling, wat een duidelijk nominaal anker voor de inflatieverwachtingen biedt en het afleggen van rekenschap bevordert. Door het hanteren van een heldere strategie waarover de centrale bank geregeld communiceert, wordt het beleid bovendien voorspelbaarder en dus ook effectiever omdat de verwachtingen op die wijze beter gestuurd kunnen worden. Die transparantie en voorspelbaarheid betekenen echter niet dat het monetair beleid mechanisch wordt geïmplementeerd aan de hand van een of andere regel: hoewel de beslissingen in een duidelijke

strategie zijn ingebed, blijft er ruimte voor het oordeel van de beleidsmaker en dus voor flexibiliteit in de toepassing van de strategie. De economie is in werkelijkheid immers veel complexer dan de sterk vereenvoudigde economische modellen waaruit de superioriteit van de *commitment* aanpak is gebleken, zodat de beleidsmaker over enige flexibiliteit moet kunnen beschikken. De praktijk heeft ook geleerd dat de centrale bank bij voorkeur onafhankelijk is bij de invulling van haar opdracht. Ook dat aspect vergroot de geloofwaardigheid, maar daar staat tegenover dat zij verplicht rekenschap moet afleggen van haar acties en de motieven ervan. Enkel op die manier kan een hoge mate van onafhankelijkheid worden gerechtvaardigd. Het afleggen van rekenschap biedt bovendien de kans om de gevolgde strategie toe te lichten.

1.3 Monetair beleid en financiële stabiliteit in de precrisis consensus

Ook over de relatie tussen monetair beleid en financiële stabiliteit was er vóór het uitbreken van de crisis een vrij grote eensgezindheid ontstaan. Zo werd algemeen aangenomen dat, via het waarborgen van prijsstabiliteit, het monetair beleid een belangrijke bijdrage leverde tot het behoud van de financiële stabiliteit door er, bijvoorbeeld, voor te zorgen dat financiële contracten, die doorgaans in nominale termen worden afgesloten, minder risicovol worden. Het vermijden van deflatie is dan weer bevorderlijk voor het behoud van financiële stabiliteit omdat aldus wordt voorkómen dat de reële last van de bestaande

(1) Aanvankelijk werd daarbij gefocust op de zogeheten *inflation bias* (Kydland en Prescott, 1977): *discretion* leidt tot hogere inflatie, maar verbetert de economische bedrijvigheid niet. Later werd meer de nadruk gelegd op de *stabilisation bias*: *commitment* leidt tot een betere *trade-off* op korte termijn tussen inflatiestabilisering en stabilisering van de *output gap* (zie bv. Clarida, Gali en Gertler (1999)).

schuld sterk zou oplopen. Ook het feit dat het monetair beleid voorspelbaarder is geworden, kan bijdragen tot het behoud van de financiële stabiliteit omdat het inschatten van de vermoedelijke draagwijdte van sommige financiële beslissingen, zoals het afsluiten van een hypothecaire lening met variabele rente, erdoor wordt vereenvoudigd. In omgekeerde zin werd financiële stabiliteit dan weer gezien als een belangrijke, zij het zelden bindende randvoorwaarde voor het monetair beleid, aangezien bij financiële instabiliteit het monetair transmissiemechanisme ernstig kan worden verstoord. Omdat dit transmissiemechanisme de laatste decennia nauwelijks of niet door een ernstige financiële crisis werd verstoord, was dit aspect in het gangbare denken evenwel ietwat op de achtergrond geraakt.

Ondanks de erkenning van deze langetermijncomplementariteit tussen de doelstellingen prijsstabiliteit en financiële stabiliteit, was het ook van meet af aan duidelijk dat het nastreven van prijsstabiliteit weliswaar een noodzakelijke, maar geen voldoende voorwaarde kon zijn voor het waarborgen van financiële stabiliteit. Volgens de meest gangbare visie was er voor het monetair beleid evenwel geen actievere rol weggelegd en moest de financiële stabiliteit vooral worden gerealiseerd aan de hand van een passend prudentieel beleid inzake regelgeving en toezicht. Het dient echter gezegd dat de consensus in dit domein minder groot was dan inzake de hierboven toegelichte rol van het monetair beleid voor respectievelijk de inflatie en de groei. Dit debat heeft zich in hoge mate toegespitst op de vraag of het monetair beleid al dan niet rekening moet houden met activaprijzen en, zo ja, in welke mate en op welke manier.

De dominante stroom claimde in dit verband dat activaprijzen en andere financiële variabelen door de monetairbeleidsmaker enkel in aanmerking moeten worden genomen voor zover ze, tegen de gebruikelijke beleidsrelevante horizon (meestal een periode nauwelijks langer dan twee jaar), implicaties hebben voor het toekomstig bedrijvigheids- en inflatieverloop. Enkel voor zover stijgende activaprijzen gepaard gingen met vermogenseffecten die de groei opdreven en aldus inflatoire druk teweeg zouden brengen, werd het passend geacht erop te reageren. Activaprijzen en financiële variabelen waren dus geen doelstellingen op zich, maar veeleer gewone variabelen in de brede waaier van indicatoren waarop de centrale bank haar groei- en inflatievoorspellingen steunt. Een meer expliciete reactie op een stijging van activaprijzen – bovenop die welke nodig was om de inflatie te stabiliseren –, bijvoorbeeld om het ontstaan van een zeepbel tegen te gaan, werd doorgaans als ongepast ervaren. Er waren ter zake echter ook afwijkende opvattingen. Verschillende waarnemers – zie onder meer Cecchetti et al. (2000), talrijke publicaties van de Bank voor Internationale Betalingen (BIB), White (2006), ... – betoogden dat een centrale bank

beter wél aandacht kan hebben voor activaprijzen en voor financiële onevenwichtigheden bovenop hun implicaties voor de inflatievoorspelling over een horizon van ongeveer twee jaar. Zij waarschuwden steevast voor de zware macro-economische gevolgen van een uiteenspattende zeepbel, ook op het vlak van prijsstabiliteit aangezien in die omstandigheden deflatoire druk kan ontstaan. Ze beweerden derhalve dat bij voorkeur verder wordt gekeken dan de gebruikelijke horizon en dat fors stijgende activaprijzen worden afgeremd, een beleid dat ook wel bestempeld werd als *lean against the wind*. Toch was de stroming volgens welke van activaprijzen geen supplementaire doelstelling voor het monetair beleid mag worden gemaakt, dominant. Die visie berustte in grote lijnen op vijf belangrijke argumenten⁽¹⁾.

Ten eerste kunnen zeepbellen moeilijk in real time worden geïdentificeerd. Er lijkt a priori inderdaad geen reden te bestaan om te veronderstellen dat monetairbeleidsmakers beter in staat zouden zijn stijgende activaprijzen op grond van verbeterde fundamentals te onderscheiden van zeepbellen. Centrale banken hebben weliswaar een duidelijk beeld van wat het optimale inflatiepeil is, maar dat geldt niet voor de activaprijzen.

Ten tweede hebben uiteenspattende zeepbellen in het verleden niet steeds geleid tot zware financiële instabiliteit en tot ernstige macro-economische schommelingen. Dat kan voor een deel te maken hebben gehad met de reeds eerder vermelde vaststelling dat de problematiek van financiële instabiliteit na de tweede wereldoorlog, althans tot voor kort, zelden scherp aanwezig is geweest, of dat zeepbellen telkens op minder cruciale markten ontstonden. Bovendien bestond de indruk dat het monetair beleid, indien sterk accommoderend, de gevolgen van een uiteengespatte zeepbel voor de reële economie sterk kon beperken.

Het derde element in die visie was immers dat, na het barsten van een zeepbel, de rente steeds drastisch zou kunnen worden verlaagd om op die manier de macro-economische schade van de crash te beperken. Deze strategie van *cleaning instead of leaning* werd in het recente verleden dan ook vaak toegepast en op het eerste gezicht met redelijk succes, bijvoorbeeld na de crash op de aandelenmarkt in 1987 en het barsten van de dotcom-zeepbel, waardoor het gevoel werd versterkt dat het voorkómen van zeepbellen niet echt belangrijk was voor het monetair beleid.

Ten vierde werd aangestipt dat het rente-instrument weinig geschikt is om financiële onevenwichtigheden te voorkómen. Om te beginnen, werd ervan uitgegaan

(1) Voor een vollediger overzicht, zie o.m. Giavazzi en Mishkin (2006).

dat er grote rente-aanpassingen nodig zijn om zeepbellen te stoppen. Renteverhogingen van de gebruikelijke omvang wegen wellicht niet zwaar in vergelijking met de verwachte kapitaalwinst van investeerders in de opbouw-fase van een zeepbel. Bovendien is de rente een weinig gericht instrument, terwijl het ontstaan van zeepbellen op bepaalde markten een meer specifieke aanpak kan vergen. Tot slot wordt bij voorkeur in een vroege fase van de zeepbel opgetreden, hoewel het precies in die fase is dat de zeepbel het moeilijkst kan worden geïdentificeerd. In een latere fase, wanneer de zeepbel gemakkelijker identificeerbaar is, blijkt een monetairbeleidsverkrapping delicaat omdat zij het uiteenspatten van de zeepbel en de forse negatieve impact daarvan op de reële economie kan versnellen en zelfs verscherpen. Een en ander impliceert dat, volgens de dominante visie, een beleid van *leaning against the wind* een hoge prijs kan hebben in termen van macro-economische volatiliteit, althans tegen de gebruikelijke beleidsrelevante horizon, en bovendien moeilijk in de praktijk kan worden omgezet.

Ten slotte werd er stevast op gewezen dat supplementaire beleidsdilemma's zouden worden gecreëerd. Dat is bijvoorbeeld het geval wanneer de centrale bank geconfronteerd wordt met een gunstige en bovendien persistente aanbodschock die de inflatie doet dalen, terwijl diezelfde schok op de financiële markten een overdreven optimisme over de toekomst teweeg kan brengen en mogelijk kan leiden tot een zeepbel. Optreden tegen de zeepbel vereist dan een beleidsverkrapping, terwijl inflatiebeheersing in dergelijke omstandigheden veel-er een versoepeling vergt. Dergelijke beleidsdilemma's bemoeilijken bovendien de communicatie en kunnen de uiteindelijke beslissing minder transparant maken. Bovendien kan ook de toerekenbaarheid van het monetair beleid in het gedrang komen omdat ook andere beleids-domeinen zoals regelgeving en toezicht een belangrijke invloed hebben op de financiële stabiliteit. Op die manier dreigt het handhaven van de prijsstabiliteit dan ook te worden bemoeilijkt omdat de hierboven opgesomde voordelen van een eenvoudig, maar duidelijk kader verloren kunnen gaan, met mogelijk een negatieve impact op de verankering van de inflatieverwachtingen tot gevolg.

1.4 De monetairbeleidsstrategie van het Eurosysteem in het licht van de precisis consensus

De monetairbeleidsstrategie van het Eurosysteem sluit in hoge mate aan bij de hierboven geschetste precisis consensus over monetair beleid. Zo is prijsstabiliteit ondubbelzinnig de primaire doelstelling van het monetair

beleid. Dat is zelfs uitdrukkelijk vastgelegd in het Europees verdrag. Bovendien legt dat verdrag ook de onafhankelijkheid van de centrale bank vast. Het bepaalt voorts dat het monetair beleid, zonder afbreuk te doen aan het doel van prijsstabiliteit, het algemeen economisch beleid in de Unie ondersteunt. Dat beleid streeft onder meer een duurzame en niet-inflatoire groei en een hoge werkgelegenheid na. Inzake financiële stabiliteit stelt het verdrag dat het Eurosysteem bijdraagt tot de vlotte uitvoering – door de bevoegde overheden – van het beleid met betrekking tot het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financieel systeem. Daarbij blijkt niet alleen opnieuw de prioriteit van de doelstelling prijsstabiliteit, maar wordt tevens expliciet erkend dat andere instellingen (toezichthouders, budgettaire overheid) een belangrijke bevoegdheid hebben op het vlak van financiële stabiliteit.

De Raad van Bestuur van de ECB gaf vervolgens concreet gestalte aan het mandaat voor prijsstabiliteit in de vorm van een duidelijke strategie. Deze wordt in de eerste plaats gekenmerkt door een kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit. Volgens die definitie stemt prijsstabiliteit overeen met een HICP-inflatie voor het eurogebied die onder, maar dicht bij 2% ligt op middellange termijn. Zowel het nastreven van een laag inflatiepeil als het kwantificeren van die doelstelling is volledig conform de precisis consensus. Eveneens van belang is de precisering dat prijsstabiliteit wordt nagestreefd op middellange termijn omdat zij op kortere termijn ruimte laat voor andere overwegingen – bijvoorbeeld het vermijden van een te grote volatiliteit in de rente of de economische bedrijvigheid – en aldus een geleidelijke reactie mogelijk maakt. Daarnaast wordt de monetairbeleidsstrategie van het Eurosysteem ondersteund door een analytisch kader dat op twee pijlers berust: respectievelijk de economische en de monetaire analyse die er elk op gericht zijn de risico's voor prijsstabiliteit tegen verschillende horizons te detecteren. Door die – unieke – tweepijlerstrategie besteedt het Eurosysteem meer dan andere centrale banken expliciet aandacht aan de financiële ontwikkelingen. Er zij evenwel aangestipt dat de monetaire analyse er aanvankelijk niet zozeer op gericht was financiële onevenwichtigheden te identificeren, maar eerder tot doel had risico's voor de prijsstabiliteit op te sporen, aangezien zij haar oorsprong vond in de langetermijnrelatie tussen het verloop van de geldhoeveelheid, enerzijds, en de inflatie, anderzijds. Toch is men bij de monetaire analyse gaandeweg meer aandacht gaan besteden aan aspecten van financiële stabiliteit. Zo heeft de Raad van Bestuur van de ECB, op grond van zijn monetaire analyse, tijdens de jaren vóór de recente financiële crisis herhaaldelijk zijn bezorgdheid geuit over het verloop van de vastgoedprijzen in bepaalde landen van het eurogebied.

Net als andere moderne centrale banken is het Eurosysteem transparant wat zijn strategie en de concrete invulling ervan betreft, worden beleidsbeslissingen in het licht van die strategie uitvoerig toegelicht en wordt rekenschap afgelegd van het ten uitvoer gelegde beleid. Daardoor is het monetair beleid steeds voorspelbaarder geworden. Een en ander heeft tijdens de eerste twaalf jaar van de monetaire unie geleid tot de effectieve stabilisering van de inflatie op een peil dat in overeenstemming is met de kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit en tot een stevige verankering van de inflatieverwachtingen. Bovendien ging ook in het eurogebied die stabilisering van de inflatie gepaard met een hoge graad van macro-economische stabiliteit, althans tot vóór het uitbreken van de laatste financiële crisis.

2. Lessen uit de crisis

In dit deel worden uit de crisis enkele voorlopige lessen getrokken en wordt nagegaan in hoeverre deze de precisis consensus over monetair beleid ter discussie hebben gesteld. Het is uiteraard nog te vroeg om definitieve lessen te trekken. Niet alleen is de crisis nog niet volledig achter de rug – de laatste maanden is ze zelfs in een nieuwe fase getreden –, het vergt bovendien tijd vooraleer deze ervaringen voldoende grondig zijn geanalyseerd. Toch tekenen sommige lessen zich reeds vrij duidelijk af.

2.1 Prijsstabiliteit is niet voldoende voor financiële stabiliteit en voor macro-economische stabiliteit in het algemeen

De recente financiële crisis heeft duidelijk aangetoond dat het nastreven van prijsstabiliteit weliswaar een noodzakelijke, maar zeker geen voldoende voorwaarde is om financiële stabiliteit te garanderen. Hoewel de precisis consensus niet claimde dat het nastreven van een lage en stabiele inflatie te allen tijde financiële stabiliteit zou verzekeren, was het belang van een specifiek op financiële stabiliteit gericht beleid toch enigszins op de achtergrond geraakt. De ervaring met de meest recente crisis verschilt op dat vlak nauwelijks van die met eerdere periodes van financiële instabiliteit. Een hoge inflatie bleek tijdens de aanloopfase naar een financiële crisis zelden een probleem te zijn, integendeel. Dit blijkt uit vier periodes waarin zich zware financiële onevenwichtigheden vormden: de jaren dertig in de Verenigde Staten, de jaren tachtig-negentig in Zweden, de jaren tachtig-negentig in Japan, en de huidige crisis met gegevens voor het eurogebied. Telkens blijkt hoe de inflatie tijdens de opgaande fase van de zeepbel

gemiddeld beschouwd eerder laag was⁽¹⁾. Opmerkelijk is ook dat de inflatie na het uiteenspatten van de zeepbel doorgaans zeer sterk daalt en eventueel zelfs negatief wordt. Met andere woorden, terwijl prijsstabiliteit niet voldoende is om de vorming van zeepbellen te voorkómen, leidt het uiteenspatten van de zeepbel duidelijk tot deflatoire druk en dus tot neerwaartse risico's voor de prijsstabiliteit.

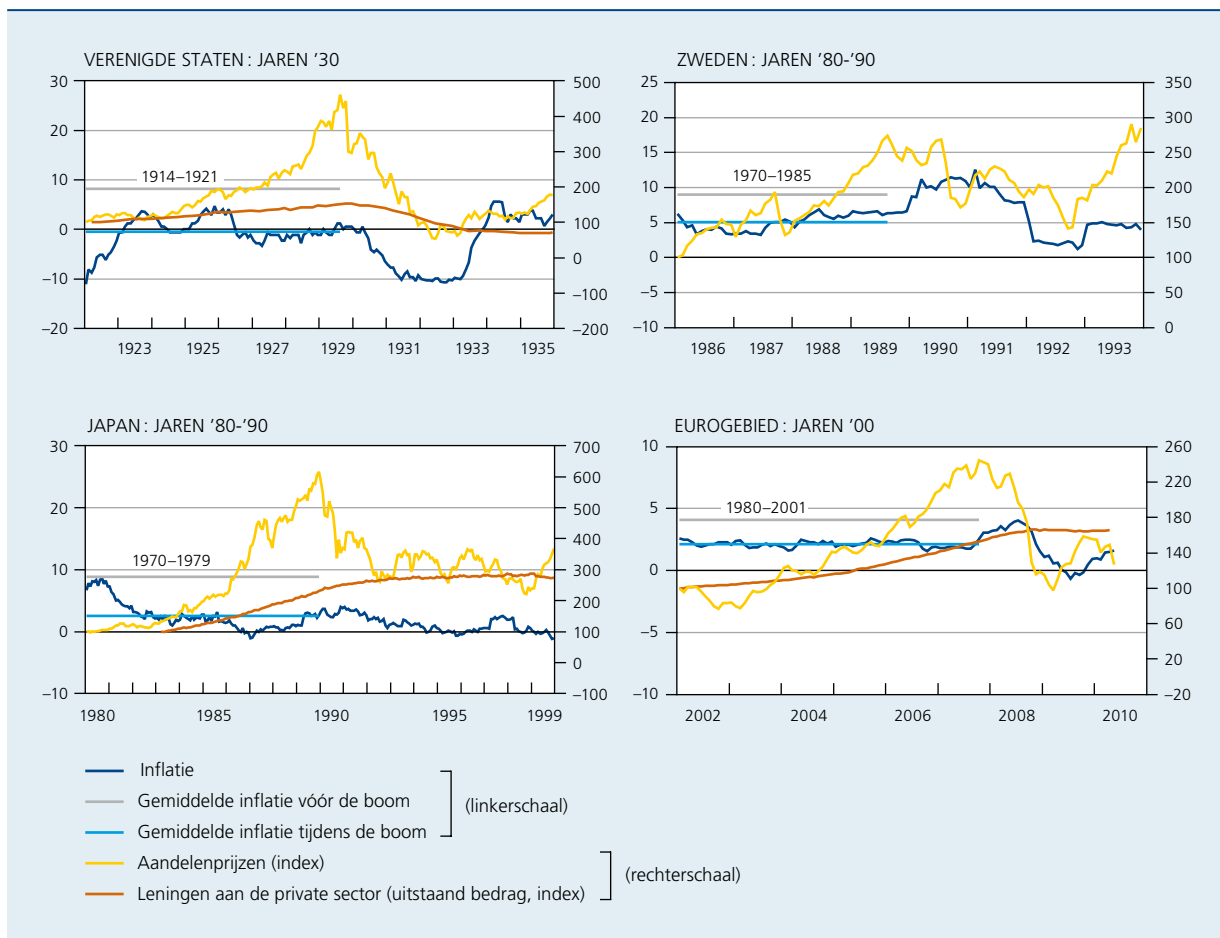
Bovendien en enigszins in tegenstelling tot sommige uitgangspunten van de precisis consensus toont de meest recente financiële crisis duidelijk aan dat uiteenspattende zeepbellen in bepaalde omstandigheden wel degelijk kunnen leiden tot een aanzienlijke financiële en macro-economische instabiliteit. Dat blijkt ook overduidelijk uit historisch IMF-onderzoek (2009): economische recessies die gepaard gaan met een financiële crisis duren gemiddeld langer en zijn dieper dan andere recessies.

De huidige crisis illustreert tevens dat een wankel financieel systeem de monetairbeleidstransmissie ernstig kan verstoren. Bovendien kan het beheersen van de macro-economische gevolgen van een uiteenspattende zeepbel de monetaire autoriteiten onder zware druk plaatsen. Beide aspecten gaan immers hand in hand omdat bij een ernstige verstoring van het transmissiemechanisme in principe krachtiger monetairbeleidsimpulsen nodig zijn. Terwijl het in de naoorlogse periode vaak mogelijk is gebleken de macro-economische gevolgen van financiële crisissen op te vangen door een drastische versoepeling van de monetairbeleidskoers, leert de jongste crisis dat het traditionele rente-instrument in bepaalde omstandigheden snel uitgeput kan zijn en dat centrale banken een ruim beroep hebben moeten doen op niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen om extra monetaire impulsen te genereren zodra de benedengrens voor de korte rente was bereikt, enerzijds, en om specifieke haperingen in de monetaire transmissie te corrigeren, anderzijds. Vanwege haar omvang heeft deze crisis de overheidsfinanciën bovendien erg doen verslechteren, een systematisch terugkerend patroon bij zware financiële crisissen, zo blijkt uit historisch onderzoek in Reinhart en Rogoff (2009). Per saldo blijft er voor de nabije toekomst weinig beleidsruimte beschikbaar mocht de economische crisis opnieuw verslechteren; voor het budgettair beleid is, zoals duidelijk blijkt uit de recente ontwikkelingen op de markten voor overheidspapier, de tijd voor het consolideren van de overheidsfinanciën zelfs aangebroken.

(1) Wat de inflatie tijdens de periode 1914-1921 in de Verenigde Staten betreft, zij aangestipt dat ze tijdens die periode wellicht sterk werd beïnvloed door de Eerste Wereldoorlog.

GRAFIEK 3 PRIJSSTABILITEIT EN FINANCIËLE STABILITEIT⁽¹⁾

(veranderingspercentages ten opzichte van de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)



Bronnen : Thomson Reuters Datastream, Federal Reserve Board, Bureau of Labor Statistics, Ohio State University.

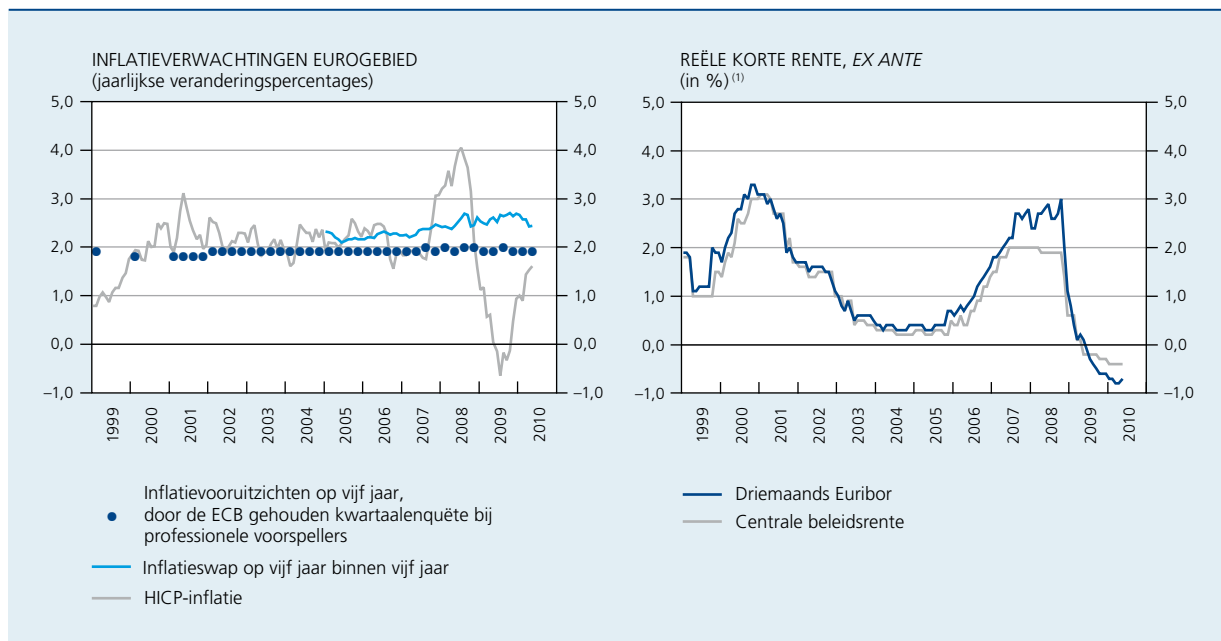
(1) Inflatie gemeten aan de hand van de CPI. Aandelenprijzen voor VS: Dow Jones; voor Zweden: Affarsvarlden Index; voor Japan: TOPIX en voor het eurogebied: Datastream Euro Share Price Index. Leningen aan de private sector zijn uitstaande bedragen bij de banken. Voor Zweden zijn voor de beschouwde periode geen gegevens beschikbaar voor leningen aan de private sector.

Dat het nastreven van prijsstabiliteit voldoende zou zijn om macro-economische stabiliteit te garanderen, is een illusie gebleken. Het staat meer bepaald vast dat een laissez-faire beleid ten aanzien van groeiende financiële onevenwichtigheden niet opportuun is en dat beleidsmakers méér moeten doen dan alleen maar de macro-economische gevolgen beperken tijdens de neergaande fase. Dit is wellicht de voornaamste les die uit de crisis kan worden getrokken, wat niet noodzakelijk betekent dat het monetair beleid zelf de vorming van financiële onevenwichtigheden moet aanpakken, laat staan dat het dat volledig alleen zou moeten doen. De mate waarin daartoe een beroep wordt gedaan op het monetair, respectievelijk het prudentieel beleid, moet inderdaad worden afgewogen (zie ook hieronder).

2.2 Inflatieverwachtingen stevig verankerd, ook tijdens de crisis

Wat voorafgaat, impliceert evenwel niet dat het op prijsstabiliteit gericht monetair beleid het bestrijden van de macro-economische gevolgen van de jongste crisis zou hebben bemoeilijkt. Integendeel, doordat de inflatieverwachtingen stevig verankerd waren, kon de monetairbeleidsmaker passend reageren. Toen de financiële crisis oversloeg naar de reële economie, en de inflatie als gevolg van de daling van de grondstoffenprijzen fors terugliep en zelfs negatief werd, bleven de inflatieverwachtingen uitermate ongevoelig voor de scherpe daling van de inflatie. Zo leidde de daling van de nominale beleidsrente tot een aanzienlijke daling van de ex ante reële rente, zelfs tot negatieve waarden. Aangezien precies deze laatste rente van belang is voor het verloop van de economische

GRAFIEK 4 INFLATIEVERWACHTINGEN EN REËLE KORTE RENTE IN HET EUROGEBIED



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg en ECB.

(1) Rentetarief gedefleerd aan de hand van de verwachte inflatie binnen een jaar, op basis van de door de ECB gehouden kwartaalenquête bij professionele voorspellers.

bedrijvigheid, kon een sterk expansief monetair beleid worden gevoerd. Dat zou onmogelijk zijn geweest, indien de inflatieverwachtingen door een ontoereikende verankering de daling van de inflatie zouden hebben gevolgd. Een dergelijke neerwaartse loskoppeling van de inflatieverwachtingen is precies een van de belangrijkste mechanismen die leiden tot een deflatoire spiraal. Deflatie zou op haar beurt het aan de gang zijnde proces van schuldafbouw ernstig hebben bemoeilijkt en derhalve extra druk hebben uitgeoefend op respectievelijk de financiële en de macro-economische stabiliteit.

Voor de toekomst is het dan ook van cruciaal belang dat ten volle wordt voldaan aan de noodzaak van een effectieve verankering van de inflatieverwachtingen – een van de sterkste elementen uit de precrisis consensus.

2.3 Systematisch terugkerende patronen kunnen helpen bij het identificeren van financiële kwetsbaarheden

Hierboven werd reeds stilgestaan bij de moeilijkheid om financiële onevenwichtigheden in real time te identificeren. Die moeilijkheid was een van de voornaamste argumenten tegen het hanteren van activaprijzen als een supplementaire doelstelling voor het monetair beleid. Uiteraard geldt ze evenzeer voor het voeren van het

prudentieel beleid. Toch wijst recent onderzoek op systematisch weerkerende patronen in de aanloop naar een ernstige financiële crisis. Bovendien blijkt de huidige crisis die patronen grotendeels te bevestigen.

Niet zozeer stijgende activaprijzen zelf, maar de combinatie ervan met een fors oplopende schuldhefboom blijkt problematisch te zijn. Bovendien heeft historische analyse aangetoond dat de meest schadelijke zeepbellen die voor woningprijzen waren⁽¹⁾. Beide aspecten zijn onderling met elkaar verbonden. Hoewel een scherpe daling van zowel de aandelen- als de woningprijzen een groot vermogensverlies teweegbrengt, is de impact op het financiële stelsel verschillend. Een aandelenhousse gaat doorgaans niet gepaard met een toename van de schuldhefboom van de huishoudens of institutionele investeerders, waardoor een uiteenspannende zeepbel niet onmiddellijk een bedreiging vormt voor het financiële stelsel en de macro-economische effecten derhalve beperkt blijven tot, enerzijds, negatieve vermogens-effecten voor de particuliere consumptie en, anderzijds, een negatieve impact op de investeringen als gevolg van de gestegen financieringskosten van de bedrijven. Een hausse van de woningprijzen gaat daarentegen doorgaans gepaard met een forse toename van de schuldhefboom van zowel huishoudens als financiële intermediairs.

(1) Zie o.m. Reinhart en Rogoff (2009).

Wanneer die prijzen dan dalen, komen de balansen van de bewuste economische sectoren zwaar onder druk te staan, wat leidt tot additionele transmissiemechanismen: er ontstaan zowel feedbackeffecten tussen de reële en de financiële economie als tussen financiële instellingen en financiële marktsegmenten onderling. Tegen deze achtergrond hoeft het bovendien niet te verwonderen dat recent onderzoek⁽¹⁾ ook gewezen heeft op het bestaan van terugkerende patronen – hoofdzakelijk in krediet, monetaire aggregaten en activaprijzen – die de ontwikkeling van financiële onevenwichtigheden helpen identificeren. Ook het opstapelen van tekorten op de lopende rekening leidt blijkbaar in heel wat gevallen tot een verhoogde kwetsbaarheid. Uiteraard is supplementair onderzoek in dit vlak wenselijk. Het kan perspectieven bieden voor de verdere uitdieping van de monetaire analyse in de tweepijlerstrategie van het Eurosysteem. Die analyse is door de jaren heen immers uitgegroeid van een vrijwel eenzijdige aanpak – waarbij een direct en positief verband werd gesuggereerd tussen de monetaire ontwikkelingen en de risico's voor prijsstabiliteit op langere termijn – naar een meer eclectische aanpak, die daarnaast het verband legt met zowel de economische cyclus als de risico's voor financiële stabiliteit.

Ondanks de vooruitgang op analytisch vlak, zou het onjuist zijn te stellen dat het identificeren, in real time, van financiële onevenwichtigheden niet langer een uitdaging is. Heel wat bevindingen ter zake zijn immers gesteund op ex post analyse. Bovendien vertonen zij een gemiddeld patroon door de verschillende crisissen heen. Die bevindingen mogen derhalve niet worden beschouwd als betrouwbare voorspellers van individuele crisissen. Zowel het risico van het niet zien aankomen van een crisis en dus een te passief beleid, als het risico van een vals alarm en dus een te activistisch beleid blijft dan ook relatief groot. Beide situaties genereren kosten in de vorm van excessieve macro-economische variabiliteit, maar de huidige crisis heeft, vanwege haar ongemeen scherpe omvang, aangetoond dat de kosten teweeggebracht door beleidsfouten van het eerste type wellicht zwaarder zijn dan die welke veroorzaakt zijn door fouten van het tweede type. Bovendien doet dit soort van real time onzekerheid over de accuraatheid van het ten uitvoer gelegde beleid zich niet enkel voor in deze context, maar is zij eigen aan de beleidsvoering zelf. Het is bijvoorbeeld evenmin eenvoudig om de in de economie aanwezige inflatoire of deflatoire druk nauwkeurig in te schatten, gelet op de onzekerheid waarmee de meting van de *output gap* in real time omgeven is. Toch zet die onzekerheid in dat geval de beleidsmaker niet aan tot passief gedrag. Zij maant enkel aan tot een omzichtig gebruik van zowel de met onzekerheid omgeven indicator als de beschikbare beleidsinstrumenten.

2.4 Implicaties voor monetair beleid en (macro) prudentieel beleid

Uit wat voorafgaat, is gebleken dat de draagwijdte van de huidige financiële en economische crisis, enerzijds, en het feit dat gaandeweg meer inzicht werd verworven in de patronen die met de opbouw van financiële onevenwichtigheden gepaard gaan, anderzijds, impliceren dat in de beleidsvoering meer aandacht moet, maar ook kan, worden besteed aan het beheersen van financiële kwetsbaarheden. Tot dusver is in dit artikel in het midden gelaten of dat een taak is voor het monetair beleid, voor het prudentieel beleid of voor allebei. Daarbij rijst uiteraard ook de vraag naar de mogelijke wisselwerkingen tussen die beide beleidspolen.

Het is in dit verband nuttig dieper in te gaan op de oorzaken van de huidige financiële en economische crisis. Blijkbaar zijn zowel macro- als micro-economische factoren aan het werk geweest. Op macro-economisch vlak had de hierboven besproken «*Great Moderation*» aan de vooravond van de crisis haar hoogtepunt bereikt en geleid tot een, zo is achteraf gebleken, overdreven gevoel van veiligheid. Bovendien was het monetair beleid na het uiteenspatten van de dotcom zeepbel flink versoepeld, vooral in de Verenigde Staten. De vrees voor deflatie – onder meer gevoed door de goedkope invoer uit de opkomende economieën – zette er de monetaire overheid toe aan de rentetarieven gedurende een lange periode uitzonderlijk laag te houden. Ten slotte zorgden de met de wereldwijde onevenwichtigheden gepaard gaande kapitaalstromen voor scheeftrekkingen in tal van activaprijzen en werkten ze achteraf de besmetting tussen verschillende landen en economische zones in de hand, zodat de crisis een mondiaal karakter kreeg. Meer in het bijzonder werd de risicovrije lange rente verder gedrukt door de massale opbouw van deviezenreserves door Aziatische centrale banken. Die reserves werden hoofdzakelijk in Amerikaans overheidspapier belegd. De lage reële rente heeft de kredietgroei gestimuleerd en in tal van economieën geleid tot onhoudbare stijgingen van de vastgoedprijzen. Zij zette daarenboven aan tot een *search for yield* die risicovoller gedrag met zich bracht.

Op micro-economisch vlak liep het in de eerste plaats fout omdat consumenten, beleggers, financiële instellingen en zelfs kredietbeoordelaars verkeerde prikkels kregen en/of gaven, waardoor uiteindelijk steeds meer risico's werden genomen. Die risico's werden op hun beurt onnauwkeurig gemeten of ingeschat aangezien de meest recente, maar niettemin relatief lange periode er één geweest was van

(1) Zie o.m. Borio and Lowe (2002), Detken en Smets (2004), Bruggeman A. (2007), Adelin en Detken (2007), Borio en Drehmann (2009), Gerdemesier et al. (2009).

ongewoon grote stabiliteit. Dat leidde op zijn beurt tot een verzwakt risicobeheer. Ten slotte bleken de regulering en het toezicht te zwak omdat al te zeer werd gerekend op het zelfregulerend effect van marktdiscipline.

Een analyse van de oorzaken van de crisis leert dat uiteindelijk een complex samenspel van verschillende factoren bepalend was, en niet zomaar één bepaalde factor. In een dergelijke context is het weinig realistisch te veronderstellen dat ofwel het monetair beleid ofwel het prudentieel beleid op zich de opbouw van financiële onevenwichtigheden in de toekomst zou kunnen voorkómen. Bovendien zou het monetair beleid, indien het de volle verantwoordelijkheid zou moeten dragen, in bepaalde omstandigheden op ernstige beleidsdilemma's kunnen stuiten en derhalve een afweging moeten maken tussen de doelstellingen prijsstabiliteit en financiële stabiliteit. Daardoor zou dan de moeizaam verworven geloofwaardigheid inzake inflatiebeheersing in het gedrang kunnen komen, terwijl die – zoals tijdens de crisis nog is gebleken – van cruciaal belang is.

Het staat dan ook buiten kijf dat het prudentieel beleid moet worden versterkt en dat er naast het meer traditionele microprudentieel beleid een belangrijke rol is weggelegd voor het macroprudentieel beleid. Terwijl het microprudentieel beleid inzake regelgeving en toezicht op individuele instellingen is gericht, heeft het macroprudentieel beleid tot doelstelling het systeemrisico in te perken. Daarbij zijn een horizontale en een verticale dimensie van belang. De horizontale dimensie verwijst naar het feit dat het financieel stelsel in zijn geheel in de problemen kan komen als gevolg van de onderlinge verbondenheid van de individuele instellingen. De verticale dimensie verwijst naar de procycliciteit, namelijk het fenomeen van zichzelf versterkende feedbackmechanismen tussen het financieel stelsel, enerzijds, en de ruimere macro-economie, anderzijds. Procycliciteit kan onhoudbare haussebewegingen op gang helpen brengen, maar ze zorgt er even goed voor dat, bij de ommekeer, het financieel stelsel ernstige schade kan worden toegebracht met een scherpe recessie tot gevolg. Wat instrumenten betreft, wordt voornamelijk gedacht aan die welke worden ingeschakeld bij de regulering van en het toezicht op de individuele instellingen – kapitaalbuffers, liquiditeitsbuffers, maximale *loan to value* ratio's, ... –, maar het gebruik ervan wordt aangepast aan het ruimere perspectief.

Door via het inschakelen van extra instrumenten de veerkracht van het financieel stelsel te vergroten en de procycliciteit te beperken, kan een succesvol macroprudentieel beleid, naast een gepast microprudentieel beleid, de monetairbeleidsvoering vergemakkelijken. Het beperken van de procycliciteit in het financieel stelsel

vergemakkelijkt voor het monetair beleid in principe de macro-economische stabilisatie en meer bepaald het streven naar prijsstabiliteit, maar vormt daar uiteraard geen substituut voor. Doorgaans zullen het macroprudentieel en het monetair beleid dus wellicht gelijktijdig in een fase van beleidsverkrapping respectievelijk -versoepeling treden en mekaar zodoende versterken. Bovendien verkleinen specifiek macroprudentiële instrumenten de kans dat er ernstige beleidsdilemma's ontstaan, precies omdat de beide beleidspolen, naargelang de omstandigheden, in tegenovergestelde richting kunnen evolueren en derhalve op passende wijze specifieke uitdagingen kunnen aangaan. Dat kan bijvoorbeeld het geval zijn in situaties waarin het financieel stelsel kwetsbaar is, maar er zich op macro-economisch vlak niettemin opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit aftekenen. Op dat ogenblik zou het macroprudentieel beleid kunnen worden versoepeld, terwijl het monetair beleid wordt verkrappt en daar dan ook daadwerkelijk de ruimte toe krijgt omdat het zich minder hoeft te bekommeren om de gezondheid van het financieel stelsel. Omgekeerd kan het in bepaalde situaties ook raadzaam zijn het monetair beleid te versoepelen, terwijl het macroprudentieel beleid wordt verkrappt, bijvoorbeeld in situaties waarin er geen inflatoire druk is, terwijl zich in het financieel stelsel wel onhoudbare ontwikkelingen aftekenen. Zoals hierboven is vermeld, blijken dergelijke situaties wel vaker voor te komen.

Zo bekeken, is het de vraag of het niet volstaat het prudentieel beleid te versterken en of het nog wel nodig is dat het monetair beleid een grotere bijdrage tot de financiële stabiliteit gaat nastreven. Niettemin is het weinig waarschijnlijk dat het prudentieel beleid op zich zal volstaan om in alle omstandigheden financiële stabiliteit te waarborgen. Daarom lijkt het gepast dat het monetair beleid zelf ook een grotere bijdrage zou leveren dan in het verleden het geval was. Het is niet enkel zo dat de uitwerking van het macroprudentieel beleid nog in zijn kinderschoenen steekt zodat, althans in eerste instantie, bij voorkeur wordt uitgegaan van realistische ambities en doelstellingen. Ook het monetair beleid zelf heeft onmiskenbaar een weerslag op het risicogedrag van de verschillende economische subjecten. Het is dus gepast de weerslag daarvan integraal in rekening te brengen. Deze impact op het risicogedrag wordt ook wel gedefinieerd als een supplementair transmissiemechanisme van het monetair beleid, het zogenoemde *risk-taking channel*⁽¹⁾. Dat mechanisme werkt op verschillende manieren⁽²⁾. Zo heeft een lagere (risicovrije) rente een positieve impact op de waardering van activa en onderpand waardoor financiële instellingen hun balans kunnen uitbreiden, wat gepaard

(1) Zie bv. Bini-Smaghi (2009), Borio en Zhu (2008).

(2) Voor empirische resultaten, zie o.m. Gambacorta (2009), Adrian en Shin (2009) en Altunbas et al. (2009).

gaat met het nemen van grotere risico's. Aan hogere waarderingen is vaak ook een geringere volatiliteit verbonden, waardoor de gebruikelijke maatstaven een lager risico aangeven. Daarnaast kan in een periode van lage nominale rentes een *search for yield* ontstaan omdat de door investeerders beoogde (nominale) rendementen in zekere mate inert kunnen zijn. Dit kan te maken hebben met een vorm van geldillusie; het is ook mogelijk dat bepaalde nominale rendementen al dan niet contractueel waren gegarandeerd, bijvoorbeeld door pensioenfonds of levensverzekeringen. Tot slot kan het monetair beleid grotere risico's hebben aangemoedigd doordat het in het verleden de neiging vertoonde asymmetrisch te reageren op het verloop van activaprijzen – een in ruime kring aanvaard voorschrift uit de precrisis consensus –, wat de financiële markten kunnen hebben ervaren als een verzekering tegen het nemen van risico's.

Dat het monetair beleid méér gaat bijdragen tot het vrijwaren van de financiële stabiliteit hoeft niet in strijd te zijn met het nastreven van prijsstabiliteit. De crisis heeft precies geleerd dat een te enge focus op prijsstabiliteit, tegen een horizon van nauwelijks meer dan twee jaar, risico's kan inhouden voor de financiële stabiliteit en zodoende ook voor de prijsstabiliteit op langere termijn. Een bijdrage tot het vrijwaren van de financiële stabiliteit komt dus ook aan het realiseren van de eigen doelstelling ten goede en veronderstelt de facto een verlenging van de monetairbeleidshorizon. In het geval van het monetair beleid van het Eurosysteem biedt de middellangetermijnonoriëntatie daartoe de benodigde ruimte. Bovendien kan daarbij een belangrijke rol zijn weggelegd voor de monetaire analyse. Daarbij zij wel aangestipt dat die dan in zekere zin een andere invulling krijgt. Traditioneel werd een sterke groei van de geldhoeveelheid en het krediet immers in verband gebracht met opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit, terwijl het voorkómen van de opbouw van financiële onevenwichtigheden erop gericht is de neerwaartse risico's voor de prijsstabiliteit die gepaard gaan met het uiteenspatten van een zeepbel, in te perken. Hoewel in beide gevallen een sterke monetaire dynamiek een monetairbeleidsverkrapping rechtvaardigt, blijkt de motivering ervan te verschillen.

2.5 Een geïntegreerd analysekader, maar duidelijk afgebakende mandaten voor het monetair en het macroprudentieel beleid

De sterke wisselwerkingen tussen de reële en de financiële economie, enerzijds, en die tussen een macroprudentieel beleid dat procycliciteit indijkt en monetair beleid, anderzijds, vergen een geïntegreerd analysekader waarin ze terdege in kaart worden gebracht. Zo kan de weerslag

van het macroprudentieel beleid op het gedrag van het financieel stelsel worden ingeschat en kan worden nagegaan welke instrumenten het meest doeltreffend zijn. Op die manier kan bovendien ook de weerslag van het macroprudentieel beleid op de transmissiemechanismen van het monetair beleid worden geanalyseerd en in aanmerking worden genomen bij de monetairbeleidsvoering.

Het uitbouwen van een dergelijk geïntegreerd analysekader is dan ook een topprioriteit op de researchagenda voor de nabije toekomst. Centrale banken hebben daarbij een duidelijk comparatief voordeel aangezien zij hun kennis van de financiële markten en van het financieel stelsel kunnen combineren met de macro-economische analyse die zij ter ondersteuning van het monetair beleid maken. Die als het ware natuurlijke macroreflex maakt centrale banken ook bijzonder geschikt om een belangrijke rol te spelen in het macroprudentieel beleid. Op die manier kan ook een vlotte uitwisseling van kennis en informatie tussen het monetair en het macroprudentieel beleid tot stand komen, wat aan de efficiëntie van beide beleidspolen ten goede moet komen.

Niettemin vereisen het monetair en het macroprudentieel beleid duidelijk afgebakende mandaten en daarop geënte strategieën. Dat bevordert immers de toerekenbaarheid en moet het mogelijk maken de geloofwaardigheid die het monetair beleid inzake zijn doelstelling van prijsstabiliteit moeizaam heeft verworven, ten volle te consolideren.

Conclusie

De huidige financiële en economische crisis heeft opnieuw aangetoond hoe belangrijk financiële stabiliteit is. Zij heeft ook duidelijk gemaakt dat macro-economische stabiliteit méér vereist dan alleen maar prijsstabiliteit. Het is dan ook de vraag of het monetair beleid voortaan een grotere bijdrage moet leveren tot het behoud van de financiële stabiliteit en eventueel een ruimer mandaat moet krijgen. Het debat is nog volop aan de gang. Toch tekenen zich reeds enkele krachtlijnen af.

Zo is men het er unaniem over eens dat financiële stabiliteit in de eerste plaats gebaat is bij een versterking van het prudentieel beleid en vooral bij het voeren van een macroprudentieel beleid, naast het meer traditionele microprudentieel beleid. Terwijl dit laatste op individuele instellingen is gericht, heeft het macroprudentieel beleid tot doel het systeemrisico in te perken dat verbonden is aan twee soorten van wisselwerkingen, namelijk die tussen financiële instellingen onderling en die tussen het financieel stelsel en de macro-economie. Een succesvol macroprudentieel beleid vergemakkelijkt

de monetairbeleidsvoering, voorkomt dat het monetair beleid overbelast raakt of geconfronteerd wordt met belangrijke beleidsdilemma's, zodat het kan blijven focussen op de prioritaire doelstelling van prijsstabiliteit. Ook tijdens de crisis is immers het belang gebleken van een stevige verankering van de inflatieverwachtingen en van de geloofwaardigheid van het mandaat inzake prijsstabiliteit.

Hoewel dit in principe geen wijziging van de bestaande monetairbeleidskaders impliceert, lijkt het toch raadzaam dat ook het monetair beleid zelf méér zou bijdragen tot het vrijwaren van financiële stabiliteit. Er moet vooral rekening worden gehouden met de impact van

de eigen beleidsvoering op het risicogedrag van de verschillende economische subjecten. Daarnaast moet een groter gewicht worden toegekend aan de analyse van de opbouw van financiële onevenwichtigheden. Dit is niet in strijd met de prioriteit van het mandaat inzake prijsstabiliteit omdat de crisis duidelijk heeft aangetoond dat risico's voor de financiële stabiliteit op langere termijn ook risico's voor de prijsstabiliteit met zich brengen. Het veronderstelt wel een verlenging van de monetairbeleidshorizon. Voor zover die horizon daadwerkelijk wordt verlengd, maakt het monetair beleid bij voorkeur gewag van die aanpassing. Daardoor wordt de monetairbeleidsstrategie verduidelijkt en de toerekenbaarheid bevorderd.

Bibliografie

- Adelid R. en C. Detken (2007), *Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles*, ECB, Working Paper 732.
- Adrian T. en H. Shin (2009), *Financial intermediaries and monetary economics*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 398.
- Altunbas Y., L. Gambacorta en D. Marques-Ibanez (2009), *An empirical assessment of the risk-taking channel*, Paper presented at the BIS/ECB conference « Monetary policy and financial stability », september.
- Bank for International Settlements (2009), Annual Report.
- Bean C. (2009), *The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction*, Schumpeter Lecture at the Annual Congress of the EEA, Barcelona, 25 augustus.
- Bernanke B. (2010), *Monetary Policy and the housing bubble*, Remarks at the Annual Meeting of the AEA, Atlanta, 3 januari.
- Blanchard O., G. Dell’Ariccia en P. Mauro (2010), *Rethinking macroeconomic policy*, IMF Staff Position Note, February.
- Bini Smaghi L. (2009), *Monetary policy and asset prices*, Opening address at the University of Freiburg, Freiburg, 14 oktober.
- Borio C. en P. Lowe (2002), *Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus*, BIS, Working Paper 114.
- Borio C. en M. Drehmann (2009), « Assessing the risk of banking crisis-revisited », *BIS Quarterly Review*, March.
- Borio C. en H. Zhu (2008), *Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism?*, BIS, Working Paper 268.
- Bruggeman A. (2007), *Can excess liquidity signal an asset price boom?*, NBB, Working Paper 117.
- Cecchetti S., H. Genberg, J. Lipsky, en S. Wadhvani (2000), *Asset prices and central bank policy*, Geneva Report on the World Economy 2, CEPR and ICMB.
- Cecchetti S., P. Disyatat en M. Kohler (2009), *Integrating financial stability: New models for a new challenge*, Essay prepared for the joint BIS-ECB Workshop on « Monetary policy and financial stability », Basel, 10-11 september.
- Clarida R., J. Gali en M. Gertler (1999), « The science of monetary policy: A new Keynesian perspective », *Journal of Economic Literature*, vol. 37(4), December, 1661–1707.
- Detken C. en F. Smets (2004), *Asset price booms and monetary policy*, ECB, Working Paper 364.
- Fagan G., J. Henry en R. Mestre (2005), « An area-wide model for the euro area », *Economic Modelling*, 22, 39–59.
- Gambacorta L. (2009), « Monetary policy and the risk-taking channel », *BIS Quarterly Review*, December.
- Gerdesmeier D., B. Roffia en H.-E. Reimers (2009), *Asset price misalignments and the role of money credit*, ECB, Working Paper 1068.
- Giavazzi F. en F. S. Mishkin (2006), An evaluation of Swedish monetary policy between 1995 and 2005.
- Goodhart C. (2009), *Inflation targeting twenty years on*, Dinner speech delivered at the Sixth Norges Bank Monetary Policy Conference, Oslo, 11-12 juni.

IMF (2009), « Lessons for monetary policy from asset price fluctuations », *World Economic Outlook*, Chapter 3, October.

Kohn D. (2009), *Policy challenges for the Federal Reserve*, Speech at the Kellogg School of Management, november.

Kydland F. en E. Prescott (1977), « Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans », *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 85(3), June, 473–491.

Papademos L. (2009), *Monetary policy and the 'Great Crisis': Lessons and challenges*, Speech at the 37th Economics Conference « Beyond the crisis: Economic policy in a new macroeconomic environment » organised by the Österreichische Nationalbank, Wien, 14 mei.

Reinhart C. M. en K. S. Rogoff (2009), *This time is different: Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press.

Svensson L. E. O. (1999), « Inflation targeting: Some extensions », *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 101(3), September, 337–361.

Taylor J. B. (2007), *Housing and monetary policy*, Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, 463–476.

Trichet J. C. (2009), *The crisis and its lessons*, Lecture at the University of Venice, Venesia, 9 oktober.

Trichet J. C. (2010), *Commentary on « Fifty years of monetary policy: What have we learned? »* by Adam Cagliarini, Christopher Kent and Glenn Stevens, at the Symposium for the 50th anniversary of the Reserve Bank of Australia, Sydney, 9 februari.

White W. R. (2006), *Is price stability enough?*, BIS, Working Papers 205.

Herbalancering van de wereldeconomie

P. Butzen
W. Melyn
W. Vandevyvere

Inleiding

Aan het einde van 2008 escaleerde de financiële crisis waardoor de meeste geavanceerde landen in een diepe recessie belandden. Ook de opkomende economieën werden getroffen doordat de kapitaalstromen opdroogden en de internationale handel ineenstortte. Een en ander veroorzaakte voor het eerst in decennia een inkrimping van het mondiale bbp, dit in tegenstelling tot de vaak zeer krachtige economische groei van de jaren voordien.

Dankzij grootschalige budgettaire relanceplannen en een uiterst accommoderend monetair beleid, heeft de mondiale economie zich geleidelijk weten te herstellen. Het blijft evenwel erg onzeker wanneer en zelfs of de wereldeconomie opnieuw zal kunnen aanknopen bij het groeitempo van vóór de crisis, temeer daar deze dynamiek in tal van landen grotendeels berustte op macro-economische distorsies. Zo werden enkele westerse economieën gekenmerkt door een snelle groei van het krediet, zeepbellen in de activaprijzen en buitengewoon lage spaarquoten; in verschillende opkomende landen bleken de prijzen relatief scheefgetrokken, waren de financiële markten weinig ontwikkeld en de spaarniveaus buitensporig hoog. Deze onevenwichten kwamen het duidelijkst tot uiting in de toenemende overschotten en tekorten op de lopende rekeningen van de betalingsbalans. Tal van waarnemers hebben er verschillende jaren lang voor gewaarschuwd dat deze situatie onhoudbaar was. Men is het er ook algemeen over eens dat deze onevenwichten het ontstaan van de financiële crisis in de hand hebben gewerkt.

De recente verschuivingen in de wereldvraag (doordat sommige landen zwaarder dan andere door de financiële

crisis werden getroffen of doordat sommige overheden over een grotere budgettaire ruimte voor een herstelbeleid beschikten dan andere) hebben tot dusver het externe onevenwicht tussen landen gedeeltelijk gecorrigeerd. Een krachtig en duurzaam herstel van de wereldeconomie vergt echter een fundamenteel meer evenwichtige groei van de wereldvraag, wat impliceert dat interne distorsies in het groeipatroon van landen duurzaam worden weg-gewerkt. Dit is geen sinecure en vereist een mondiale en gecoördineerde aanpak, waarbij alle regio's hun verantwoordelijkheid dragen. Het duidelijk engagement dat de leiders van de G20 eind september 2009 tijdens de top van Pittsburgh hebben aangegaan, stemt echter tot hoop. In het « Framework for strong, sustainable and balanced growth » werd overeengekomen dat tekortlanden het particuliere sparen zouden ondersteunen en werk zouden maken van begrotingsconsolidatie. De keerzijde hiervan is dat deze landen, en meer bepaald de VS, vele jaren lang niet meer de rol van *world spender of last resort* zullen spelen. Er is derhalve een taak weggelegd voor de surpluslanden, onder meer in Azië, om de wereldvraag te ondersteunen. Hiertoe moeten de « binnenlandse groeibronnen » worden versterkt via, onder meer, een beleid dat het private sparen afremt en een verschuiving van de exportgerichte bedrijfstakken naar de dienstenbranches in de hand werkt. Hoewel verschillende landen reeds een reeks beleidsmaatregelen in de goede richting hebben genomen, vergt het opnieuw in balans brengen van de wereldvraag nog vele ingrijpende structurele hervormingen in tal van domeinen en regio's. Dit kondigt zich aan als een langdurig proces op de weg naar een nieuw mondiaal evenwicht waar de economische groei tijdelijk onder kan lijden en dat ook de komende jaren het centraal thema zal blijven op internationale fora.

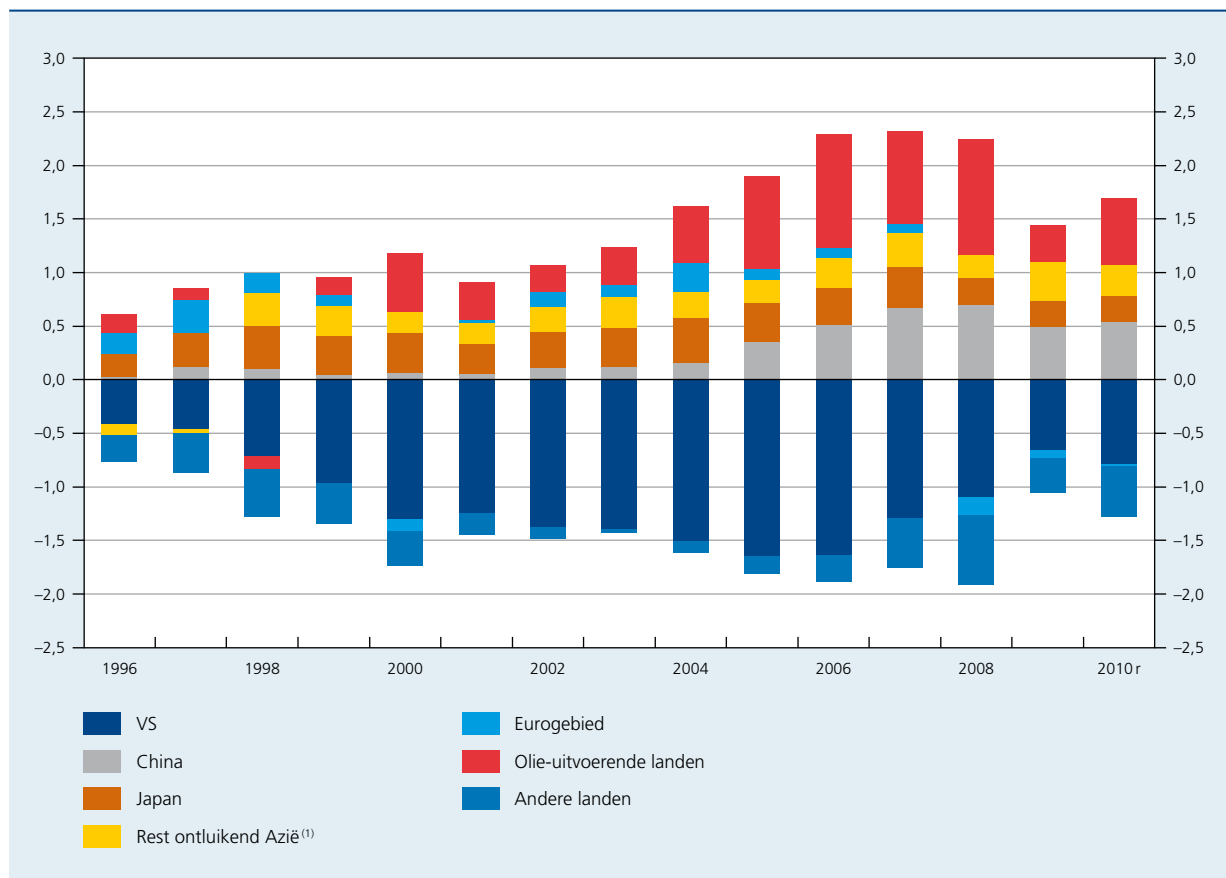
Dit artikel is als volgt gestructureerd. In het eerste hoofdstuk wordt stilgestaan bij de ontwikkeling, sinds het midden van de jaren negentig, van de distorsies in enkele belangrijke landen en regio's. Externe onevenwichten waren een symptoom van onderliggende binnenlandse ontwrichtingen. De saldi op de lopende rekening worden daarom geanalyseerd vanuit het oogpunt van de spaar- en investeringsbeslissingen van particulieren, bedrijven en overheden. De verbintenissen die in het kader van de G20-top in Pittsburgh zijn aangegaan worden in hoofdstuk twee nader toegelicht. In het derde hoofdstuk wordt nagegaan wat de concrete beleidsimplicaties zijn voor deficit- en surpluslanden. In het vierde hoofdstuk tot slot wordt nagetrokken in hoeverre het herstel van de wereldeconomie nu reeds *strong, sustained and balanced* is, zoals de G20 dat ambieert.

1. Ontwikkeling van de mondiale onevenwichten

De mondiale onevenwichten op de lopende rekening van de betalingsbalans namen vanaf de tweede helft van de jaren negentig tot in 2008 vrijwel onafgebroken toe. Aan de deficitzijde droegen vooral de VS daartoe bij. Zij fungeerden als *consumers of last resort*. Aan de surpluszijde bevonden zich de snel groeiende opkomende landen van Azië, met name China, alsook Japan en de olie-exporterende landen. Het verloop van de saldi op de lopende rekening tijdens die periode kan worden verklaard door verschillende factoren, waaronder de lage en afnemende spaarquote in de VS, de hoge en toenemende spaarquote in China, en de stijging van de olieprijs.

Lopende onevenwichten zijn op zich geen reden tot bezorgdheid. Voor een land met interessante investeringsopportunities kan het bijvoorbeeld wenselijk zijn

GRAFIEK 1 SALDI OP DE LOPENDE REKENING VAN ENKELE BELANGRIJKE LANDEN EN REGIO'S
(in % van het mondiaal bbp)



Bron: IMF.

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

een deel ervan te financieren met buitenlandse besparingen. Onevenwichten kunnen wel een probleem vormen als ze de weerspiegeling zijn van onderliggende interne ontwrichtingen zoals zeepbellen in de activaprijzen in de VS – waardoor Amerikaanse gezinnen hun vermogen overschatten en onterecht meer gaan consumeren – of een ontoereikende sociale zekerheid in China – waardoor Chinese gezinnen veel sparen uit voorzorg.

Er wordt algemeen aanvaard dat de interne en externe onevenwichten ook het ontstaan van de financiële crisis in de hand hebben gewerkt. Dankzij de status van de dollar als internationale reservevaluta was het voor de VS ongetwijfeld makkelijk om, teneinde hun lopend tekort te financieren, buitenlandse beleggers aan te trekken. Vooral de Aziatische landen toonden een duidelijke voorkeur om hun overschotten te beleggen in de risicoloze obligaties van de Amerikaanse overheidssector. In combinatie met een sterk accommoderend monetair beleid, vertaalden deze gigantische kapitaalstromen zich in de VS in een overvloedige liquiditeit en zeer lage rentetarieven, waardoor de reeds relatief geringe spaarquote van de Amerikaanse gezinnen nog verder daalde. Mede als gevolg van het falend toezicht op de financiële sector, leidden deze ontwikkelingen tot de vorming van speculatieve zeepbellen op de activamarkten en, in de zoektocht naar een hogere return, tot nieuwe risicovolle financiële producten en, uiteindelijk, tot de financiële crisis.

Hieronder wordt aandacht besteed aan de situatie in de VS, China en het eurogebied. De olie-exporterende landen worden buiten beschouwing gelaten aangezien het lopend overschot in deze landen veeleer dan aan binnenlandse factoren quasi uitsluitend gerelateerd is aan de prijsfluctuaties van olie op de internationale markten. We bestuderen het verloop van het saldo op de lopende rekening vanuit de spaar-investeringsbenadering. Op die manier komt het verband tussen externe en interne onevenwichten het best tot uiting⁽¹⁾.

1.1 Verenigde Staten

SALDO OP DE LOPENDE REKENING EN SPAAR-INVESTERINGSBALANS

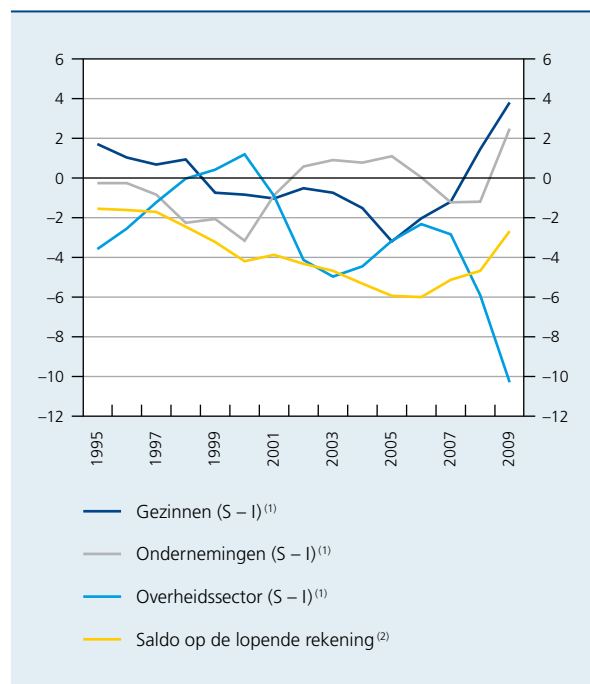
Het saldo op de lopende rekening van de Amerikaanse betalingsbalans vertoonde de afgelopen vijftien jaar

telkens een tekort dat toenam van minder dan 2 % bbp medio jaren negentig tot 6 % bbp in 2006. Gedurende de drie daaropvolgende jaren kromp dat tekort met meer dan de helft. Uit kwartaalcijfers blijkt evenwel dat het sinds de tweede helft van 2009 opnieuw ietwat toegenomen is.

In de tweede helft van de jaren negentig ging de spaar-investeringsbalans van de private sector er sterk op achteruit. Dat was zowel toe te schrijven aan de gezinnen, die minder spaarden en meer investeerden in woningen, als aan de ondernemingen, die hun investeringen opvoerden op basis van hun geloof in de «New Economy»⁽²⁾. De sanering van de overheidsfinanciën in diezelfde periode, waardoor het *twin deficit*, waarbij een extern tekort gepaard gaat met een overheidstekort, vanaf 1998 verdween, kon niet voorkómen dat het totale financieringsstekort van de Amerikaanse economie toenam.

Tijdens de eerste jaren van het nieuwe millennium wijzigde tijdelijk de macro-economische samenhang die ten grondslag lag aan de verder stijgende buitenlandse financieringsbehoefte van de VS. Het financieringstekort van de private sector nam voornamelijk af als gevolg van

GRAFIEK 2 LOPENDE REKENING EN SPAAR-INVESTERINGSBALANS IN DE VERENIGDE STATEN
(in % bbp)



Bron: Bureau of Economic Analysis (BEA).

(1) S-I staat voor het verschil tussen het sparen en het investeren van een sector.
(2) Om statistische redenen bestaat er een discrepantie tussen het saldo op de lopende rekening en het totale financieringssaldo.

(1) Boekhoudkundig is het saldo op de lopende rekening immers gelijk aan het spaar-investeringssaldo. Zie kader in Eugène, B. en W. Melyn (2003). Andere benaderingen beschouwen de handels- en kapitaalstromen.

(2) Tal van economen en andere waarnemers gingen er eind jaren negentig van uit dat dankzij het gebruik van nieuwe informatie- en communicatietechnologieën (ICT) de Amerikaanse economie in een groeiversnelling terecht was gekomen. Dit leidde tot een stormloop op aandelen van dotcom-bedrijven, meer bedrijfsinvesteringen en hogere inkomensverwachtingen bij de gezinnen.

de zware teruggang van de bedrijfsinvesteringen na het uiteenspatten van de *dotcom bubble*. Het financieringsoverschot van de overheid, daarentegen, sloeg om in een tekort wegens belastingverlagingen en hogere overheidsuitgaven. Hierdoor dook het *twin deficit* opnieuw op.

In de periode 2004-2006 was er andermaal sprake van een lichte verslechtering van de private spaar-investeringbalans als gevolg van de aantrekkende woning- en bedrijfsinvesteringen en de verdere daling van de spaarquote van de gezinnen. Het financieringstekort van de overheid werd daarentegen kleiner, voor een deel dankzij de hogere ontvangsten vanwege de gunstige conjunctuur.

Vanaf 2007 begon het tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans te verkleinen en medio 2009 was het gedaald tot 2,4 % bbp. Deze daling reflecteerde een flinke verbetering van de private spaar-investeringbalans. Als gevolg van de crisis schroefden gezinnen en bedrijven hun investeringen immers terug, en de gezinnen voerden tevens hun besparingen op teneinde hun verzwakte vermogenspositie te herstellen. De verbetering van de private balans neutraliseerde de uit de financiële en economische crisis voortvloeiende forse stijging van het financieringstekort van de overheid.

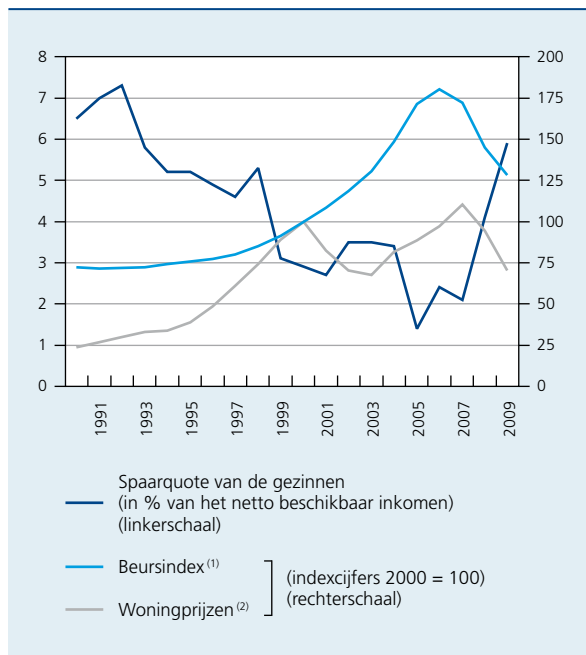
Vanaf de tweede helft van 2009 nam het lopend tekort opnieuw toe. De verslechtering van de private spaar-investeringbalans – in de eerste plaats het gevolg van de daling van het gezinssparen – werd niet gecompenseerd door de lichte verbetering van de overheidsbalans.

VERLOOP VAN HET GEZINSSPAREN

De verslechtering van de spaar-investeringbalans van de gezinnen en vooral de daling van de spaarquote van die gezinnen speelde een belangrijke rol in de hierboven toegelichte verslechtering van het externe onevenwicht van de VS. De spaarquote van de gezinnen liep terug van iets meer dan 7 % van hun netto beschikbaar inkomen aan het begin van de jaren negentig tot 1,4 % in 2005. In de literatuur worden als verklaring hiervoor verschillende factoren naar voren geschoven, onder meer de toename van het nettovermogen van de gezinnen, de vlottere toegang tot krediet, de lage reële rentetarieven en de hogere inkomensverwachtingen.

Het nettovermogen van de gezinnen nam fors toe van ongeveer 490 % van hun netto beschikbaar inkomen medio jaren negentig tot 631 % in 2006. Ten grondslag aan die toename lag de sterke waardevermeerdering van hun activa waarvan achteraf bleek dat ze excessief was. Eerst gingen de aandelenkoersen fors naar omhoog, daarna volgde een aanzienlijke stijging van

GRAFIEK 3 ACTIVAPRIJZEN EN SPAARQUOTE VAN DE AMERIKAANSE GEZINNEN



Bronnen: BEA, Standard & Poor's, Thomson Reuters Datastream.

(1) Wilshire 5000 index.

(2) Case-Shiller nationale prijsindex.

de woningprijzen. Door de toename van hun vermogen zagen de Amerikaanse gezinnen minder de noodzaak van sparen in. Tijdens de financiële crisis, tussen eind 2007 en begin 2009, liep dat vermogen met ongeveer 25 % terug als gevolg van de forse neerwaartse correctie van de woningprijzen en de aandelenkoersen. Vanaf het tweede kwartaal van 2009 neemt het opnieuw toe, voornamelijk dankzij een gedeeltelijk beursherstel. Begin 2010 bevond het zich wel nog ongeveer 17 % onder het niveau van vóór de crisis.

Een tweede factor die de spaarquote heeft doen dalen, zijn de verschillende innovaties op de financiële markten waardoor huishoudens vlotter toegang kregen tot krediet. Voorbeelden hiervan zijn de liberalisering van de hypothecaire markt en het toenemend gebruik van kredietkaarten. Dit heeft geleid tot een overdreven versoepeling van de kredietvoorwaarden (bv. subprime). De verhouding van het gezinskrediet ten opzichte van het netto beschikbaar gezinsinkomen steeg van ongeveer 90 % medio jaren negentig tot circa 135 % in 2007, voornamelijk als gevolg van de toename van het hypothecair kredietvolume. Door de crisis ging deze ratio lichtjes naar beneden, hoewel ze hoog bleef, namelijk ongeveer 126 % begin 2010. De meeste waarnemers achten een verdere normalisering van de schuldgraad van de Amerikaanse gezinnen derhalve wenselijk.

Ook de hogere inkomensverwachtingen als gevolg van de sterkere productiviteitsgroei in de VS vanaf het midden van de jaren negentig tot het midden van de jaren 2000 (*New Economy*) kunnen het gezinssparen hebben beïnvloed. Volgens de zogenoemde permanente inkomenshypothese wordt de consumptie van de gezinnen immers niet enkel bepaald door het huidige, maar ook door het voor de toekomst verwachte inkomen.

Een laatste factor die vaak wordt aangehaald als verklaring voor de neerwaartse trend van de spaarquote is de daling van de reële rentetarieven tot historisch lage niveaus. Verschillende ontwikkelingen hebben hierbij een rol gespeeld. Om te beginnen, kwamen de rentetarieven onder druk vanwege de enorme spaaroverschotten die in opkomend Azië werden opgebouwd sedert de Aziëcrisis van 1997-1998, alsook in de olie-exporterende landen sedert de stijging van de oliepijzen. Deze *savings glut*, zoals verwoord door FED voorzitter Bernanke, belegden die landen voornamelijk in Amerikaans overheidspapier. Bovendien kon het rentebeleid van de FED na het uitspatten van de zeepbel op de aandelenmarkten in 2000-2001 vrij lang accommoderend blijven, aangezien de geloofwaardigheid van dat beleid en de goedkope invoer uit Azië een matigend effect hadden op de consumptiepijzen. Door de lage rente werd het sparen ontmoedigd en werd gekozen voor investeren en consumeren.

DE PARTICULIERE CONSUMPTIEVE BESTEDINGEN ALS GROEIMOTOR

De daling van de spaarquote van de gezinnen wordt weerspiegeld in de dynamiek van hun consumptie. De

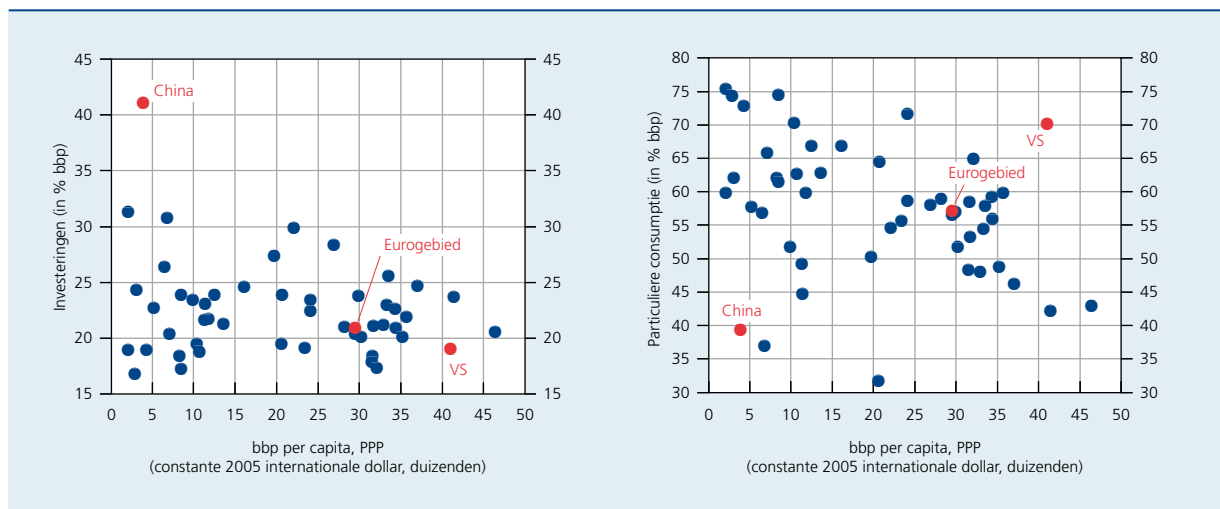
particuliere consumptieve bestedingen hebben tijdens de afgelopen twee decennia een grotere bijdrage geleverd tot de bbp-groei dan in het verleden: gemiddeld beschouwd zelfs meer dan 80 % in de jaren 2000. Het aandeel van de andere componenten was veel geringer. Uit een internationale vergelijking van het aandeel van de particuliere consumptieve bestedingen in het bbp blijkt ook dat deze bestedingscategorie in de VS heel wat belangrijker is dan in de meeste andere geavanceerde landen. Het verschil nam tijdens de afgelopen twee decennia bovendien toe als gevolg van de toename van het relatieve aandeel van deze categorie in de VS en de stabilisering of zelfs daling ervan in de meeste andere landen.

1.2 China

SALDO OP DE LOPENDE REKENING EN SPAAR-INVESTERINGSBALANS

China's saldo op de lopende rekening steeg van 1,7 % bbp in 2000 tot een piek van 11 % in 2007; in 2008 liep het opnieuw wat terug. Het aanzienlijk overschot op de lopende rekening van de Chinese betalingsbalans sedert het midden van de jaren 2000 weerspiegelt een overschot van het sparen ten opzichte van de investeringen in deze economie. Dit impliceert echter niet dat China een laag investeringspeil heeft, integendeel. Internationaal vergeleken, blijken de investeringen in China uitzonderlijk hoog. De buitengewoon snelle kapitaalaccumulatie in China zette reeds eind jaren negentig in. Sedertdien is de brutovorming van vast kapitaal gemiddeld beschouwd sneller gegroeid dan de economie, zodat het aandeel ervan in

GRAFIEK 4 CONSUMPTIE EN INVESTERINGEN IN DE GEAVANCEERDE EN DE OPKOMENDE ECONOMIEËN (2000-2008)



Bron: Wereldbank, World Development Indicators.

het bbp toegenomen is van 33 % in 1995 tot 42 % in 2008, dat is dubbel zo hoog als het niveau dat gemiddeld in andere landen wordt opgetekend. Bovendien is het binnenlands sparen in China ruim voldoende om de investeringen te financieren, in tegenstelling tot bijvoorbeeld India dat ook een relatief hoge investeringsratio heeft, maar toch een beroep moet doen op buitenlands kapitaal. China boekt aldus een omvangrijk lopend overschot, terwijl India een tekort laat optekenen. De Chinese nationale spaarquote steeg bovendien sneller dan de investeringsratio: van 36,7 % bbp in 1995 tot bijna 50 % bbp in 2007. Zowel bedrijven, overheid als gezinnen hebben tot de stijging van deze spaarquote bijgedragen.

BEDRIJFS- EN GEZINSSPAREN

In de periode 1995-2007 steeg het sparen van ondernemingen met 2,6 procentpunt bbp. Dankzij de combinatie van China's uitgangspositie als lagekostenproducent, de indrukwekkende verruiming van zijn marktaandeel en een beperkte concurrentie werden de Chinese ondernemingen, waaronder een groot aantal staatsbedrijven, uiterst winstgevend. Bovendien voerden de Chinese bedrijven meestal een beleid van lage dividenduitkeringen en droegen zodoende bij tot de stijging van het nationale spaarniveau. Door de snelle economische groei en de almaar groter wordende uitvoermarkt, vooral sinds China's toetreding tot de Wereldhandelsorganisatie in 2001, is het niet echt verwonderlijk dat de meeste staatsbedrijven

ervoor kozen hun winsten aan te wenden voor nieuwe investeringsprojecten met het oog op verdere capaciteitsuitbreiding. De bedrijfsinvesteringen stegen zelfs nog sterker dan het bedrijfssparen.

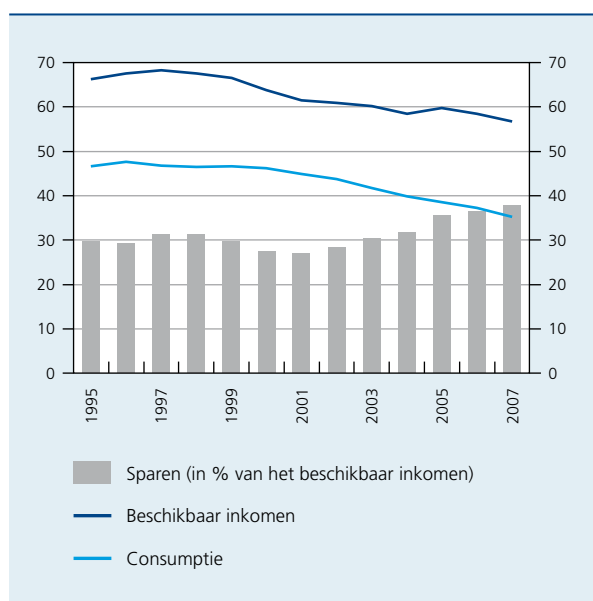
Het aandeel van de gezinnen in het nationale spaarniveau groeide over dezelfde periode 1995-2007 met slechts 0,9 procentpunt bbp aan als gevolg van twee elkaar compenserende bewegingen: enerzijds een stijging van het gezinssparen in verhouding tot het beschikbaar gezinsinkomen en, anderzijds, een slinkend inkomensaandeel van de gezinnen in het nationaal inkomen. Aldus, nadat China's gezinsspaarquote in termen van beschikbaar inkomen van 1995 tot 2001 relatief stabiel was gebleven, nam ze vervolgens geleidelijk toe tot 38 % in 2007, terwijl het aandeel van het beschikbaar inkomen van de gezinnen gestaag kromp van 66,6 % bbp in 2001 tot 57 % bbp in 2007.

De relatief recente spaarwoede bij de Chinese gezinnen – in verhouding tot hun beschikbaar inkomen – zou volgens het levenscyclus model vooral te maken hebben met demografische factoren: hoewel consumptie gespreid wordt over een heel leven, is inkomen geconcentreerd tijdens de actieve levensfase. Daarom vertonen mensen de neiging te ontsparen als ze jong zijn; tijdens hun arbeidsjaren gaan ze een vermogen opbouwen door meer te sparen, dat ze, zodra gepensioneerd, kunnen aanspreken. Zo zou de tijdens de afgelopen decennia in China opgetekende toename van het aandeel van de bevolking op arbeidsleeftijd in de totale bevolking een verklaring kunnen bieden voor de stijging van de gezinsspaarquote. Bovendien zou volgens hetzelfde model de spaarratio toenemen wanneer de inkomens uitzonderlijk snel groeien zoals in landen, bijvoorbeeld China, met een relatief laag welvaartspeil die zich aan het begin van hun *catching up* proces bevinden. Een dergelijke inkomensgroei zou immers vooral ten goede komen aan de werkenden die tot de leeftijdscategorie van de spaarders behoren. Het spaargedrag van de Chinese gezinnen kan, behalve door demografische factoren, ook worden verklaard door de erosie van het sociaal vangnet, met name het verdwijnen van de «ijzeren rijstkom», de staatszorg van de wieg tot het graf, wat geleid heeft tot een toename van het voorzorgssparen voor gezondheidsrisico's, pensioenen en onderwijs. Tot slot speelt ook de financiële onderontwikkeling mee, waardoor gezinnen moeilijk leningen kunnen aangaan.

INVESTERINGEN EN UITVOER ALS GROEIMOTOR

Naast een grotere spaarneiging van de gezinnen heeft ook het krimpend aandeel van het beschikbaar gezinsinkomen in het nationaal inkomen het aandeel van de

GRAFIEK 5 BESCHIKBAAR INKOMEN, SPAREN EN CONSUMPTIE VAN DE GEZINNEN IN CHINA
(gegevens op jaarbasis, in % bbp, tenzij anders vermeld)



Bronnen: CEIC, IMF.

particuliere consumptie in het bbp neerwaarts beïnvloed. Deze wijziging van de nationale inkomensverdeling is het directe gevolg van het promoten van een op investeringen en uitvoer berustende groeimodel dat in het voordeel van de door de Staat geprivilegieerde kapitaalintensieve grote ondernemingen in de verwerkende nijverheid werkte, ten koste van bedrijven in branches waar arbeid relatief overvloedig wordt ingezet zoals kmo's in de diensten. In tegenstelling tot deze laatste bedrijven, die slechts een beperkte toegang hadden tot externe financiering en derhalve genoodzaakt waren aanzienlijke reserves aan te leggen om investeringsprojecten te kunnen uitvoeren, konden de grote exportgerichte industriële overheidsbedrijven vlot en goedkoop leningen afsluiten bij de staatsbanken. Bovendien konden deze ondernemingen hun productiekosten nog verder drukken dankzij, onder meer, een gesubsidieerde energievoorziening. Het afstoten van miljoenen banen uit de arbeidsintensieve landbouw zorgde daarenboven voor een overaanbod van arbeid. In combinatie met een door de Staat gecontroleerde vakbond ondermijnde dit de positie van werknemers bij collectieve loononderhandelingen. Vooral aan het lagere eind van de inkomensverdeling verhinderde dit mogelijkere wijs dat lonen even snel zouden stijgen als productiviteitswinsten. De daling van het aandeel van het gezinsinkomen in het nationaal inkomen is echter niet alleen te wijten aan het verloop van de arbeidsinkomsten, maar ook aan de geringe spaaropbrengsten als gevolg van, onder meer, de lage rente op deposito's.

Hoewel de groei in China exportgeleid was, bedroeg de rechtstreekse bijdrage van de netto-uitvoer tot de economische groei over de periode 2000 – 2008 gemiddeld slechts 1,1 procentpunt per jaar. De uitvoer levert echter een veel grotere bijdrage tot de groei dan wat blijkt uit de cijfers met betrekking tot de netto-uitvoer in de nationale rekeningen. De netto-uitvoer is hier een misleidende indicator omdat hij gelijk is aan de uitvoer minus alle invoer, terwijl het saldo van de uitvoer verminderd met de uitvoergerelateerde invoer een accurater beeld zou geven van de exportafhankelijkheid. Bovendien is China's werkelijke uitvoerafhankelijkheid nog groter doordat de investeringen grotendeels plaatshadden in de exportgerichte branches. Wordt dit laatste in aanmerking genomen, dan stijgt China's uitvoerafhankelijkheid van 27 tot 42 % bbp in 2008. Dit verschijnsel doet zich overigens in heel Azië voor: de uitvoerafhankelijkheid stijgt met gemiddeld 10 procentpunt naargelang rekening wordt gehouden met de uitvoergerelateerde investeringen.

Samengevat, kan worden gesteld dat de exportgerichte, kapitaalintensieve bedrijfssector het nationaal inkomen, sparen en investeren domineerde. Dit alles droeg bij tot de vicieuze cirkel van capaciteitsuitbreiding, gevolgd door

het streven naar nóg meer uitvoer om deze capaciteit ten volle te benutten, onder de impuls van het door de overheid gevoerde promotiebeleid ten aanzien van de uitvoer. Het opteren voor een kapitaalintensieve veeleer dan voor een arbeidsintensieve groei zorgde ervoor dat het aandeel van de bedrijven in het nationaal inkomen steeds verder toenam. De Chinese gezinnen werden er tevens toe gedwongen om via een lage depositorente de investeringen in infrastructuur en nijverheid te «subsidieren». Dit wil echter niet zeggen dat de Chinese gezinnen er armer op geworden zijn, integendeel, ze werden rijker, maar aan een veel trager tempo dan het land als geheel rijker werd, waardoor hun inkomensaandeel in het nationaal inkomen ook afnam.

Er deed zich met andere woorden een gigantische welvaartsoverdracht van de consument naar de producent voor, wat ertoe leidde dat de Chinese particuliere consumptie niet parallel met het bbp kon groeien. Zo is het aandeel van de particuliere consumptie in het bbp sterk verkleind van 46 % in 2000 tot nog slechts 36 % in 2007, tegen 70 à 80 % in tal van geavanceerde economieën en 50 à 60 % in de meeste Aziatische landen; in 1985 bedroeg het nog 52 %. Een herbalancering van de Chinese economie betreft dus niet zozeer het nastreven van consumptiegroei, maar wel van een groeiend aandeel van de particuliere consumptie in het bbp. De particuliere consumptie moet aanzienlijk sneller groeien dan het bbp opdat de herbalancering zelfs nog maar van start zou kunnen gaan: een aandeel van de particuliere consumptie van 40 % bbp over de volgende vijf jaar (zelfs dat is uitzonderlijk weinig), vereist bij een gemiddelde economische groei van 8 % per jaar een jaar-op-jaar groei van de consumptie van 11 %. Een dergelijk resultaat noodzaakt een grondige omschakeling van het Chinese groeimodel, en kan dus tijd vergen.

1.3 Het eurogebied

Achter een lopende rekening quasi in evenwicht van het eurogebied als geheel, gaan grote discrepanties schuil tussen de saldi op de lopende rekeningen van de verschillende landen. Tijdens het afgelopen decennium bouwden Duitsland, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk en Finland surplussen op, terwijl Griekenland, Spanje, Portugal en Cyprus grote tekorten accumuleerden. De verschillen zijn hoofdzakelijk terug te voeren op uiteenlopende ontwikkelingen ter zake van concurrentiepositie en binnenlandse vraag.

Om te beginnen, vertaalden tegengestelde bewegingen van concurrentiewinst of -verlies zich in een verbetering resp. verslechtering van het saldo op de handelsbalans

en, in het verlengde daarvan, van het saldo op de lopende rekening. Landen zoals Duitsland en Oostenrijk werden dankzij loonmatiging en productiviteitsstijgingen concurrentiekrachtiger, terwijl andere landen minder concurrerend werden. Onder meer in Spanje en Italië zorgde een gebrekkige aanpassing van de lonen aan lagere productiviteitswinsten voor een verslechtering van het prijsconcurrentievermogen; in Griekenland speelden ook andere factoren mee, zoals een minder gelukkige productmix of geografische oriëntatie van de uitvoer.

Daarnaast droegen tegengestelde interne groeikrachten bij tot de uiteenlopende bewegingen van de saldi op de lopende rekeningen. Terwijl surpluslanden blijk gaven van een relatief zwakke binnenlandse vraag, bracht een levendige binnenlandse vraag in deficitlanden – meer bepaald in Ierland, Griekenland en Spanje – een uitermate sterke groeidynamiek op gang tot boven het gemiddelde van het eurogebied. Sommige deficitlanden profiteerden immers sterk van de in de aanloop naar de eenheidsmunt convergerende rentepercentages. De in vergelijking met het verleden relatief lage interesten leidden echter wel tot een buitensporige kredietgroei, voornamelijk van hypothecair krediet, die op zijn beurt zeepbellen deed ontstaan op de vastgoedmarkt, vooral in Ierland en Spanje. Ondanks de daarmee gepaard gaande zware particuliere schuldopbouw (in Spanje, Griekenland en Ierland steeg de kredietverlening aan gezinnen tussen 2003 en 2007 met op jaarbasis gemiddeld 19, 26 resp. 24 %), zorgden vermogens-effecten, in combinatie met forse loonstijgingen, voor een stevige binnenlandse vraag en, derhalve, voor

een levendige vraag naar ingevoerde producten, wat in verscheidene lidstaten resulteerde in aanzienlijke tekorten op de lopende rekening.

Tot slot werd de opbouw van tekorten in sommige landen van het eurogebied versneld door een laks budgetair beleid. Vooral in Portugal en Griekenland veroorzaakte een uiterst expansief begrotingsbeleid *twin deficits*. Spanje en Ierland konden sinds 1999 gemiddeld beschouwd wel gezonde overheidsfinanciën voorleggen, maar die situatie sloeg als gevolg van de crisis abrupt om.

Bij de surpluslanden neemt Duitsland, als grootste economie van het eurogebied, een bijzondere plaats in vermits het land zelfs naar mondiale maatstaven aanzienlijke overschotten opbouwde. Het positief saldo op de lopende rekening van de Duitse betalingsbalans tijdens het afgelopen decennium weerspiegelt, enerzijds, een stevig concurrentievermogen en, anderzijds, een structureel zwakke particuliere consumptie gedurende meerdere jaren.

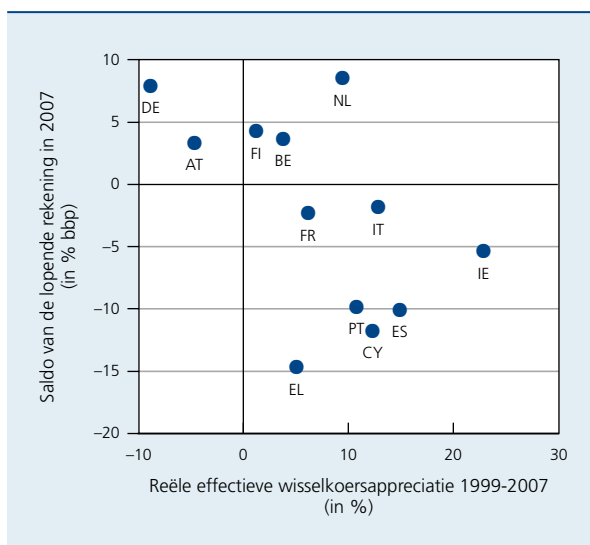
Begin jaren negentig bezorgde de Duitse eenmaking de economische bedrijvigheid een krachtige impuls. Deze laatste mondde evenwel uit in een oververhitting van de economie en een verlies aan concurrentievermogen. De eenmaking legde ook een zware last op de Duitse overheidsfinanciën, wat zich vertaalde in een stijgende belastingdruk en oplopende sociale bijdragen. Tevens woedde in de Duitse bouwsector, na de opbouw van de overcapaciteit aan het begin van de jaren negentig, meer dan tien jaar lang een recessie. Deze schokken zinderden lang na, de arbeidsmarkt kreeg zware klappen en de werkgelegenheid stagneerde gedurende vele jaren, wat een belangrijke onderliggende reden was voor de zwakke consumptie. Anders dan in verschillende andere landen van het eurogebied, werd vanaf het jaar 2000 bovendien een toename van de spaarquote van de gezinnen opgetekend, onder meer uit voorzorgsoverwegingen in het licht van de wijzigingen in het pensioenstelsel.

Sedert de millenniumwissel werkte de loonmatiging evenwel weer voldoende in het concurrentievermogen door, zodat Duitsland steeds meer marktaandeelen won, meer bepaald naar de opkomende economieën, de olie-exporterende landen en Oost-Europa, waar de vraag naar Duitse investeringsgoederen boomed.

2. Mondiale onevenwichten vereisen een internationale coördinatie

Tegen de achtergrond van de sedert de tweede helft van de jaren negentig vrijwel onafgebroken verscherping van de mondiale onevenwichten, ontstond er midden de jaren

GRAFIEK 6 CONCURRENTIEVERLOOP EN SALDO OP DE LOPENDE REKENING



Bron: EC.

2000 een consensus dat er in de voornaamste economieën gecoördineerde beleidsaanpassingen nodig waren om te voorkómen dat een herbalancering wanordelijk zou verlopen. Men was daarbij vooral bezorgd dat, gelet op de externe schuldpositie van de VS, beleggers het vertrouwen in de dollar zouden opgeven waardoor die valuta in een vrije val terecht zou komen. Tegen die achtergrond nam het IMF in 2006 het initiatief tot multilaterale consultaties (Multilateral Consultation on Global Imbalances) tussen China, het eurogebied, Japan, Saoedi-Arabië en de VS. In april 2007 werd een akkoord bereikt over een aantal noodzakelijke beleids(her)oriëntaties⁽¹⁾. Die omvatten onder meer een toename van het sparen in de VS, groeibevorderende maatregelen in Europa, hervormingen ter stimulering van de binnenlandse vraag in de opkomende landen van Azië en een grotere wisselkoersflexibiliteit in een aantal landen met een overschot op de lopende rekening van hun betalingsbalans. De implementatie van dit akkoord bleef echter grotendeels dode letter.

De financiële crisis heeft nogmaals het belang van internationale beleidscoördinatie aangetoond. Zo speelde de G20⁽²⁾ (die de plaats had ingenomen van de G7) een rol bij het coördineren van de maatregelen ter bestrijding van de crisis. Het succes van deze aanpak maakte dat de G20 eveneens het voortouw nam bij de voorbereiding van de internationale beleidsrespons op de uitdagingen van de 21^e eeuw in een aantal specifieke domeinen zoals energie en klimaatwijziging, financiële regelgeving en economische groei. In dit laatste domein werd de beleids-samenwerking tijdens de top van Pittsburgh in september 2009 geformaliseerd in het Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth⁽³⁾. De bedoeling hiervan is op middellange termijn coherente beleidskaders vast te leggen die een sterke, duurzame en evenwichtige groei mogelijk maken en die toekomstige crisissen voorkómen. Duurzaam betekent dat de groei verenigbaar moet zijn met houdbare overheidsfinanciën, met prijs- en financiële stabiliteit alsook met sociale en milieubeleidsdoelstellingen. Evenwichtig betekent dat de mondiale economische dynamiek ondersteund wordt door alle G20-landen en door alle regio's ter wereld.

De initiële aanbevelingen van het Framework lagen grotendeels in de lijn van die van de Multilateral Consultation on Global Imbalances. Om te beginnen, werd overeengekomen dat de G20-leden die structurele tekorten vertonen op hun lopende rekening, beleidsmaatregelen zullen nemen om het sparen in de private sector te verhogen, hun exportsectoren zullen versterken en werk zullen maken van begrotingsconsolidatie. Daarnaast zullen de G20-landen met een structureel overschot maatregelen nemen om de binnenlandse groeibronnen te stimuleren. Afhankelijk van de nationale omstandigheden behelst

dit met name: méér investeringen, de afbouw van de distorsies op de financiële markten, het opvoeren van de productiviteit in de dienstensector, de verbetering van het socialezekerheidsstelsel en, algemeen, de opheffing van de factoren die de bestedingen drukken.

Tevens werd overeengekomen dat de G20-landen hun beleidsplannen, beleidsprojecties en groeivoorspellingen met elkaar delen in een procedure van wederzijdse evaluatie (Mutual Assessment Process) en vervolgens nagaan of deze consistent zijn met de overkoepelende doelstelling van een sterke, duurzame en evenwichtige groei. Eind januari 2010 stelde elk van de G20-landen nationale beleidsplannen en groeivoorspellingen op middellange termijn (3 tot 5 jaar) voor, op basis waarvan het IMF een groeiscenario voor de wereldeconomie berekende. Dat scenario werd als te optimistisch ingeschat en bovendien werd geoordeeld dat verscheidene structurele problemen nog steeds onvoldoende werden aangepakt. Tijdens de G20-top in juni in Toronto hebben vervolgens de geavanceerde G20-landen inzake begrotingsconsolidatie zich ertoe verbonden om tegen 2013 hun deficit ten minste te halveren. Tegen 2016 zullen zij ook een aanvang hebben gemaakt met het stabiliseren of reduceren van hun schuldratio. Bij een aantal opkomende landen werd er nogmaals op aangedrongen hervormingen door te voeren met betrekking tot de versterking van de sociale zekerheid en de uitbouw van de financiële markten en een grotere wisselkoersflexibiliteit in te voeren.

Het opzet van het Framework met een Mutual Assessment is alvast ambitieuzer dan dat van de Multilateral Consultation. Toch staat het nog te bezien in hoeverre de bewuste landen de voorgestelde beleidsaanpassingen in praktijk zullen brengen. Vanwege de onvermijdelijke binnenlandse politieke druk die gepaard gaat met een interne herbalancering, bestaat het risico dat sommige landen de aanpassingslast op andere landen zullen trachten af te wentelen. Zo kunnen deficitlanden in de verleiding komen om invoerbepalende maatregelen, bijvoorbeeld invoerheffingen, te nemen of om concurrerende devaluaties uit te voeren. Landen met een zware overheidsschuld kunnen geneigd zijn hun toevlucht te nemen tot inflatie om de schuldafbouw te vergemakkelijken. Andere zullen te allen prijze de uitvoer willen blijven stimuleren. Het internationaal debat over het wisselkoersbeleid van sommige landen zal wellicht ook nog een tijd aanhouden.

(1) IMF (2007).

(2) De G20 werd in december 1999 opgericht te Berlijn in de nasleep van de Azië-crisis. De bedoeling was de systemisch belangrijke geavanceerde en opkomende landen samen te brengen om te discussiëren over mondiale economische topics. De groep is samengesteld uit de EU en 19 landen: Argentinië, Australië, Brazilië, Canada, China, Duitsland, Frankrijk, India, Indonesië, Italië, Japan, Mexico, Rusland, Saoedi-Arabië, Turkije, het Verenigd Koninkrijk, de VS, Zuid-Afrika en Zuid-Korea.

(3) G20 (2009a).

3. Herbalancering van de wereldeconomie en beleidsimplicaties

3.1 Verenigde Staten

Grotendeels in lijn met de aanbevelingen van de G20-top van Pittsburgh kondigden Amerikaanse beleidsmakers vorig jaar reeds de krijtlijnen aan voor een herbalancering van de Amerikaanse economie. In het begin dit jaar gepubliceerde Economic Report of the President werd deze heroriëntering bevestigd en nader toegelicht⁽¹⁾. De concrete bedoeling van de beleidsmakers is dat de groei in de toekomst meer gebaseerd is op export en op investeringen in uitrusting en software in plaats van op particuliere consumptie en woninginvesteringen. Het rapport omvat een aantal concrete voorstellen om dit te bereiken.

Zo kondigde president Obama in februari 2010 maatregelen aan met als doelstelling de nominale uitvoer van goederen en diensten over de komende vijf jaar te verdubbelen. De lancering van een National Export Initiative (NEI) is in dat opzicht van cruciaal belang. Hierbij worden in de eerste plaats meer financiële middelen vrijgemaakt voor exportpromotie. Ten tweede zal er een Export Promotion Cabinet worden gecreëerd, met vertegenwoordigers van verschillende overheidsinstanties, dat een gedetailleerd plan zal uitwerken om de export te stimuleren. Ten slotte zal meer aandacht worden besteed aan het opheffen van handelsbelemmeringen teneinde buitenlandse markten open te stellen voor Amerikaanse ondernemingen. Een ander initiatief ter ondersteuning van de uitvoer is het heroprichten van de zogenoemde President's Export Council. Deze is samengesteld uit bedrijfsleiders en vakbondsvertegenwoordigers en heeft als opdracht de overheid te adviseren over het stimuleren van de uitvoer.

De meeste waarnemers twijfelen eraan of deze maatregelen voldoende zullen zijn om de voorgestelde doelstelling te bereiken. Uit historische gegevens over de periode 1970-1995 blijkt alvast dat men er enkel tijdens bepaalde periodes van de jaren zeventig met een sterke inflatie in geslaagd is om de waarde van de export in vijf jaar tijd te verdubbelen. Studies tonen aan dat een sterke groei bij de belangrijkste handelspartners hoe dan ook noodzakelijk is. Ook een zware depreciatie van de dollar kan helpen.

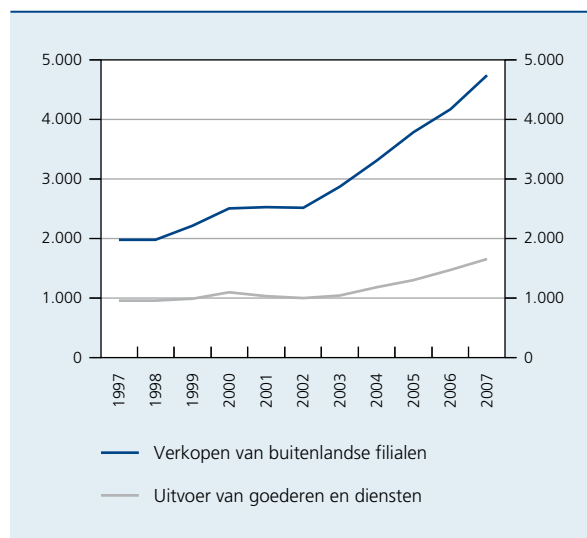
Bovendien mag niet uit het oog worden verloren dat Amerikaanse ondernemingen vooropliepen bij de offshoring van hun productie. Dit zou onder meer kunnen worden toegeschreven aan de relatief hoge

vennootschapsbelasting in de VS. De aanslagvoet bedroeg er in 2009 39 % tegenover bijvoorbeeld gemiddeld 25,9 % in het eurogebied. Heel wat producten worden in het buitenland geproduceerd ofschoon ze in de VS werden uitgedacht. Het offshoren heeft zodoende het industriële productieapparaat uitgehold en de exportcapaciteit aangetast. Hoewel dit fenomeen ook in andere geavanceerde landen voorkomt, lijkt het in de VS een grotere impact te hebben. Uit cijfers van het BEA blijkt dat de verkoop door buitenlandse filialen van Amerikaanse ondernemingen sinds het begin van de jaren negentig sterk is toegenomen; in 2007 was hij driemaal zo groot als de Amerikaanse uitvoer van goederen en diensten. Dat is hoger dan in de meeste andere geavanceerde landen.

In het Economic Report of the President wordt ook het belang vermeld van innovatie om de economische bedrijvigheid en de werkgelegenheid te ondersteunen. Hiertoe zullen met name de middelen van enkele overheidsinstellingen die onderzoek en ontwikkeling promoten, worden verhoogd en zal een belastingkrediet ter aanmoediging van innovatie, permanent worden gemaakt.

Voorts wordt in het rapport aandacht besteed aan het opstellen van een nieuwe en strengere regelgeving voor de financiële sector, een belangrijke factor voor een interne herbalancering van de economische groei. Het is de bedoeling de excessen van het verleden, bijvoorbeeld de zeer soepele kredietverlening, en een nieuwe financiële

GRAFIEK 7 VERKOOP DOOR BUITENLANDSE FILIALEN VAN AMERIKAANSE ONDERNEMINGEN EN AMERIKAANSE UITVOER VAN GOEDEREN EN DIENSTEN (in \$ miljard)



Bron: BEA.

(1) Council of Economic Advisors (2010).

crisis te vermijden. President Obama heeft in juli een financieel hervormingsplan ondertekend (de zogeheten Wall Street Reform and Consumer Protection Act). Dit nieuwe plan bevat een groot aantal maatregelen die door de regelgevende instanties verder moeten worden gespecificeerd. Belangrijke bepalingen hebben betrekking op de oprichting van een agentschap dat zal instaan voor de consumentenbescherming in de financiële sector, de macht die regulatoren krijgen om in gebreke blijvende financiële instellingen te ontmantelen en een groter deel van de kosten te verhalen op de overlevende concurrenten, een striktere regelgeving voor de markt van de afgeleide producten, hogere kapitaalvereisten en het aan banden leggen van de handel voor eigen rekening door financiële instellingen (de zogenoemde Volcker-regel).

Inzake een andere aanbeveling van de G20, de sanering van de overheidsfinanciën, kan in eerste instantie worden verwezen naar het artikel over de exit elders in dit Tijdschrift. Op dit ogenblik heeft het Congres ter zake nog maar weinig concrete maatregelen goedgekeurd, maar de president heeft wel reeds een aantal voorstellen geformuleerd die een indicatie geven over de weg die men wil volgen. Begin februari 2010 heeft de regering Obama voor de overheidsfinanciën een pad met als horizon 2020 bekendgemaakt, samen met de federale begroting voor het begrotingsjaar 2011. Eind juli werden deze voorspellingen up-to-date gemaakt in de mid-session review van de begroting. Het federale overheidstekort zou in het begrotingsjaar 2011 dalen tot 9,2 % bbp, tegen 10 % bbp in 2010. Uit het begrotingstraject voor de komende tien jaar blijkt dat de regering het tekort vervolgens wil terugdringen tot 3,4 % bbp in 2018. Daarna zou het deficit opnieuw stijgen tot 3,8 % in 2020 als gevolg van toenemende, aan de vergrijzing verbonden kosten. De federale overheidsschuld zou volgens de begrotingsvoorstellen oplopen van 53 % bbp in het begrotingsjaar 2009 tot 77,4 % in 2020. De totale overheidsschuld zou volgens de lentevooruitzichten 2010 van de OESO aanzwellen van 83 % bbp in 2009 tot 94,8 % in 2011.

Om het begrotingsbeleid vorm te geven, is bovendien een tweepartijencommissie opgericht (National Commission on Fiscal Responsibility and Reform), die tegen begin december concrete voorstellen moet uitwerken voor een nog grondiger sanering. De belangrijkste doelstellingen van deze commissie zijn om tegen 2015 het primair saldo in evenwicht te brengen en extra maatregelen voor te stellen om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn te garanderen.

Daarnaast werd opnieuw de zogenoemde PAYGO-regel ingevoerd. Die regel schrijft voor dat nieuwe uitgavenprogramma's of belastingverlagingen gecompenseerd

moeten worden door besparingen of door belastingverhogingen op andere posten. Deze regel zal de vereiste budgettaire inspanning mee ondersteunen.

3.2 China

Ook de Chinese autoriteiten begonnen medio jaren 2000 de risico's verbonden aan een bestendiging van het gevolgde groeimodel te onderkennen. Reeds in 2006 riep het elfde Vijfjarenprogramma expliciet op tot een heroriëntering. Dit bleek ook uit de uitspraak van de Chinese Premier Wen Jiabao in maart 2007 waarin hij toegaf te vrezen dat China's economie aan «structurele problemen» leed waardoor haar ontwikkeling «instabiel, onevenwichtig, ongecoördineerd, en niet duurzaam» was. Met de mondiale uitdijning van de financiële crisis en de impact daarvan op China's afzetmarkten, is het pleidooi voor een verschuiving van een uitvoergestuurde naar een door de binnenlandse vraag gestuurde groei alleen maar krachtiger geworden. Bovendien beseffen de Chinese leiders dat de sociale en politieke stabiliteit niet langer gegarandeerd kan worden door de tot nu toe gevolgde strategie; waar het nu op aankomt, is een oplossing te vinden voor de groeiende inkomensongelijkheid tussen stad en platteland, kuststreken en hinterland, en hoog- en laagopgeleiden. Naast een toename van het relatieve gewicht van de binnenlandse vraag in de groei, houdt een evenwichtiger groei dus ook een bredere geografische spreiding van de economische activiteit en een billijker inkomensverdeling in. De nieuwe economische marsrichting, produceren voor de Chinezen zelf, impliceert immers in de eerste plaats dat steeds meer Chinezen voldoende koopkracht krijgen om te kunnen consumeren. Dit vereist structurele hervormingen om het aandeel van de gezinnen in het nationaal inkomen te vergroten, de binnenlandse (diensten)sectoren te ondersteunen en de sociale zekerheid uit te bouwen teneinde het voorzorgsparen bij de gezinnen af te remmen. Tot slot kan het wisselkoersbeleid een ondersteunende rol spelen. Zelfs indien ingrijpende beleidswijzigingen worden aangebracht – een proces dat reeds aan de gang is –, kan het zijn dat het gewenste effect op het consumptieaandeel van de economie beperkt blijft. Inmiddels kan de Chinese overheid weliswaar kiezen voor snelle oplossingen, zoals een rechtstreekse verhoging van de pensioenen: op 1 januari 2010 trok China, voor het vijfde jaar op rij, de basispensioenen voor werknemers over het hele land met ongeveer 10 % op. Ook de reeks loonsverhogingen die de Chinese overheid in het voorjaar van 2010 heeft toegekend symboliseert de bocht die China aan het nemen is. Loonsverhogingen passen volledig in een overgang naar een consumptiegestuurde Chinese groei, aangedreven door een groeiende middenklasse.

EEN BELEID TER ONDERSTEUNING VAN HET GEZINSINKOMEN EN DE ONTWIKKELING VAN DE DIENSTENSECTOR

Van cruciaal belang is de verdere ontwikkeling van China's financiële sector, die momenteel nog niet optimaal functioneert. Om te beginnen, zorgt het renteplafond op bankdeposito's voor lage, zelfs reëel negatieve spaaropbrengsten. Verder sluist de financiële sector vooral kapitaal door naar de industriële staatsbedrijven. Begeleid door prudentiële regulering en toezicht, kan een vlottere toegang tot krediet voor kmo's en gezinnen de noodzakelijke investeringen in de dienstensector stimuleren en de behoefte aan voorzorgssparen neerwaarts beïnvloeden.

Voorts kan een heroriëntatie van het begrotingsbeleid wenselijk zijn. De recente inspanningen⁽¹⁾ van de Chinese overheid op dat vlak teneinde het gezinsinkomen te verhogen en de inkomensongelijkheid te verkleinen, en in het verlengde hiervan, de consumptie op te voeren, zijn alvast effectief gebleken. Dit momentum zou kunnen worden aangehouden, door de fiscale lasten op arbeid en consumptie verder te verlagen en de overdrachten naar lage inkomens te verhogen.

Ten slotte is de overgang naar een groei, die minder door de kapitaalintensieve industrie wordt ondersteund en meer door de arbeidsintensievere sectoren, van vitaal belang om het loonaandeel in het nationale inkomen te verhogen en de particuliere consumptie te stimuleren. In haar elfde Vijfjarenplan ging de Chinese overheid alleszins de verbintenis aan het aandeel van de dienstensector in de economie op te trekken. Hoewel de aandacht van de overheid door de economische crisis werd afgeleid naar het ondersteunen van de exportgerichte sectoren, blijft de intentie om over te stappen op een dienstengestuurde economie overeind, getuige de initiatieven ter ondersteuning van kmo's.

EEN VERBETERD SOCIALEZEKERHEIDSNET DAT HET VOORZORGSSPAREN AFREMT

Een ontoereikend socialezekerheidsstelsel inzake pensioenen, werkloosheidsuitkeringen en gezondheidszorg heeft er, in combinatie met het ontbreken van degelijke particuliere verzekeringsvormen, de afgelopen jaren voor gezorgd dat de gezinnen zichzelf hebben trachten in te dekken door een belangrijk deel van hun beschikbaar inkomen te sparen. De liberalisering van de economie heeft immers het beleid van de «ijzeren rijstkom» ontmanteld. In het verleden stonden staatsbedrijven in voor levenslange sociale voorzieningen van hun arbeiders,

maar sinds de hervormingen van medio jaren negentig zijn ze van die verplichting ontheven teneinde hun concurrentiepositie te kunnen verstevigen. De Staat heeft die verplichtingen afgeschoven op de lokale autoriteiten, die ze heel vaak niet hebben overgenomen omdat de financiering ervan niet mee werd overgeheveld. De provincies kregen met andere woorden een nieuw mandaat, maar niet de noodzakelijke middelen. Bijgevolg varieert de dienstverlening aanzienlijk van streek tot streek. Bovendien veroorzaakt dit systeem problemen in een land met steeds grotere migratiestromen: omwille van het hukou-systeem kunnen migranten hun sociale rechten, die gekoppeld zijn aan een officiële registratie in een provincie, niet mee verhuizen; de provincies of steden van bestemming willen immers niet opdraaien voor de sociale zekerheid van deze migranten. Daardoor worden zij die ver buiten hun oorspronkelijke provincie uitzwermen, onbeschermd aan hun lot overgelaten. De regering zou het hukou-systeem willen hervormen, maar daar is heel wat discussie over tussen de verschillende Chinese beleidsniveaus. Enkel met betrekking tot het behoud van pensioenrechten bij verhuis naar een andere provincie is er sedert 1 januari 2010 een nieuwe regelgeving van kracht geworden. In juni 2009 introduceerde de Chinese overheid eveneens een nieuwe regelgeving betreffende de overdracht van dividenden op staatsaandelen aan het National Social Security Fund. Daardoor zal de verdere uitbouw van het sociale zekerheidsstelsel worden ondersteund, en in het verlengde daarvan, het voorzorgssparen bij gezinnen worden afgeremd.

De totale uitgaven voor gezondheidszorg in China zijn de afgelopen jaren sterk toegenomen, hoewel ze internationaal vergeleken relatief laag blijven (in 2008 4,8 % bbp, vergeleken met een OESO-gemiddelde van 8,6 %). Die toename ging in de jaren negentig gepaard met een toename van het financieringsaandeel ten laste van de consument: van 35 % in 1990 tot meer dan 60 % in 2001. Om deze financieringslast voor de burger enigszins te temperen, lanceerde de Chinese regering reeds in 2003 een aantal hervormingen waardoor het aandeel van de particuliere uitgaven voor gezondheidszorg in de totale uitgaven voor gezondheidszorg opnieuw kromp tot 54 % in 2007. Hoewel dit niet bijzonder hoog is in vergelijking met andere Aziatische landen, belooft dat aandeel in West-Europa gemiddeld beschouwd toch maar 25 %. De verzekeringsgraad steeg daarentegen wel van amper 10 % in 2003 tot meer dan 80 % in 2008. Het hervormingsplan voor de gezondheidszorg, dat in juni 2009 werd aangekondigd en waar de overheid 820 miljard renminbi voor heeft uitgetrokken, beoogt tegen 2011 een verzekeringsgraad van 90 %. Het is bovendien gekoppeld aan andere hervormingen die gericht zijn op een verbeterde medische infrastructuur en dienstverlening tegen

(1) In antwoord op de crisis wijdde de Chinese overheid 2 à 3 % bbp toe aan hogere sociale uitgaven en belastingverlagingen om de private consumptie te ondersteunen.

2020. Een verschuiving van de financiële last van gezinnen naar de overheid dient immers gepaard te gaan met een betere kwaliteit van de openbare gezondheidszorg, zoniet zullen gezinnen blijven sparen om zich elders een betere dienstverlening te kunnen veroorloven.

De gezinsuitgaven voor onderwijs liggen vijf keer hoger dan de uitgaven voor gezondheidszorg. De overheid voorziet enkel in gratis primair en secundair onderwijs; de gemiddelde jaarlijkse kosten van een universiteitsstudent benaderen de helft van het jaarlijks beschikbaar inkomen van een doorsnee Chinees gezin. Aldus vormt het gebrek aan onderwijsfinanciering door de overheid een belangrijk spaarmotief, temeer daar Chinezen er weinig voor voelen om schulden aan te gaan voor studiefinanciering. Zo heeft China reeds twee leningformules voor studenten, maar slechts weinig studenten maken er gebruik van. Al met al zet het huidige systeem van onderwijsfinanciering een rem op de ontwikkeling van een hoger opgeleide beroepsbevolking.

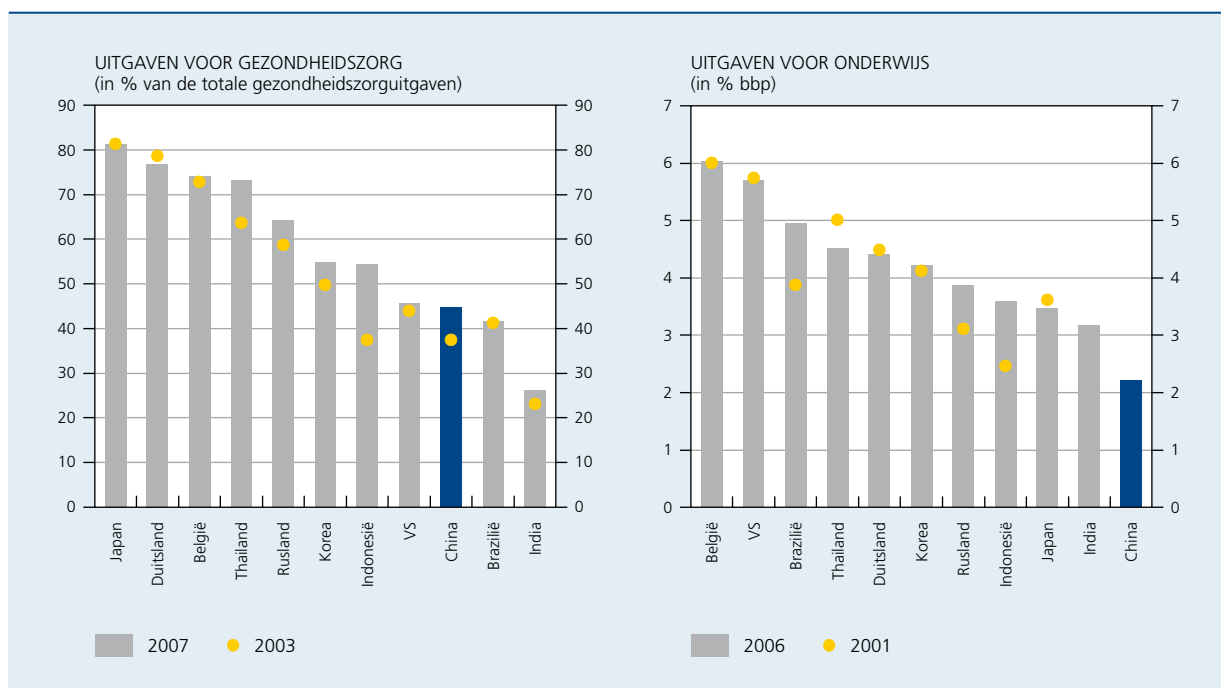
WISSELKOERSBELEID

Tot slot zou een appreciatie van de renminbi de koopkracht van de Chinese gezinnen kunnen verhogen, zowel rechtstreeks als via een verschuiving van de uitvoergerichte industrie naar de arbeidsintensieve diensten. Het zal hoe dan ook enige tijd vergen vooraleer de productiemiddelen

gerelocaliseerd zijn, wat ondertussen een weerslag kan hebben op de groei en de werkgelegenheid.

Het Chinese wisselkoersbeleid ondervindt echter vooral druk vanuit externe hoek: de combinatie van de spectaculaire uitvoergroei, het aanhoudende overschot op de handelsbalans en de exponentiële toename van de Chinese valutareserves wordt vaak geïnterpreteerd als een teken dat de renminbi ondergewaardeerd is. Vooral in de VS zien sommigen een sterkere renminbi als de oplossing voor het Amerikaans handelstekort. Het is echter de vraag of een revaluatie echt het verhoopte effect op de Amerikaanse economie zou hebben. Dat de VS behalve met China ook met nog tal van andere landen tekorten boeken, duidt veeleer op een zwakke concurrentiepositie van de Amerikaanse industrie. Bovendien zijn de VS en China relatief verschillende producenten. China speelt, dankzij zijn lage lonen, een belangrijke rol als « assembleur » in de regionale productieketen in Azië. De VS daarentegen vinden eerder hun concurrent in Japan en in de Europese Unie. De Chinese centrale bank heeft op 19 juni 2010 hoe dan ook aangekondigd « de flexibiliteit van de wisselkoers van de renminbi te verhogen ». Door de versoepeling van het monetair beleid zou de wisselkoers kunnen schommelen binnen een toegestane dagelijkse bandbreedte van 0,5 % rond de spilkoers. Die marge zou periodiek worden aangepast. In de eerste twee maanden apprecieerde de RMB echter slechts 0,6 % tegenover de dollar.

GRAFIEK 8 OVERHEIDSUITGAVEN VOOR GEZONDHEIDSZORG EN ONDERWIJS



Bron: Wereldbank.

3.3 Het eurogebied

Door de crisis zijn de tekorten en overschotten op de lopende rekeningen van de verschillende landen binnen het eurogebied weliswaar verkleind, maar die correctie is voor een deel toe te schrijven aan cyclische factoren, zoals de inzinking van de wereldhandel. Het risico bestaat dat deze correctie slechts tijdelijk van aard is en opnieuw ongedaan wordt gemaakt van zodra het economisch herstel zich bestendigt. Zoals de voorbije maanden is gebleken, vormen aanhoudende distorsies een bedreiging voor de economische en financiële stabiliteit van de individuele lidstaten, ondermijnen ze het vertrouwen in de euro en tasten ze de samenhang van het eurogebied aan. Via handels- en financiële kanalen verspreiden schokken zich immers over de lidstaten.

Tekortlanden moeten hun concurrentievermogen verbeteren, onder meer via loonmatiging en het verschuiven van productiemiddelen naar de uitvoersectoren. Overschotlanden daarentegen moeten het potentieel van hun niet-uitvoergerichte sectoren verhogen. Het is op die manier dat ze hun groeidynamiek evenwichtiger kunnen maken, minder afhankelijk van de uitvoer, en tevens de herbalancering in tekortlanden – zowel binnen als buiten het eurogebied – kunnen ondersteunen.

De verantwoordelijkheid voor deze noodzakelijke maatregelen ligt hoofdzakelijk bij de lidstaten, gelet op hun nationale bevoegdheden in het vlak van bijvoorbeeld het arbeidsmarktbeleid. Bovendien moeten deze maatregelen, tegen de achtergrond van de uiteenlopende uitgangsposities, uitgewerkt worden op maat van ieder land afzonderlijk. Toch kan een gezamenlijke beleidscoördinatie de economische kost die gepaard gaat met dergelijke aanpassingen helpen beperken. De huidige situatie biedt een uitgelezen kans om de *economic governance* van de EU te verbeteren. Om te beginnen, kan het toezicht op het begrotingsbeleid worden verbeterd binnen het reeds bestaande stabiliteitspact. Voorts kan het toezicht op macro-economische onevenwichten efficiënter worden gemaakt teneinde zo te voorkómen of ze op z'n minst adequaat aan te pakken wanneer ze zich voordoen. Dit toezicht zou naast het budgettaire toezicht moeten functioneren. Ten slotte zijn procedures van crisisbeheer nodig. Dit alles wordt tegen het najaar van 2010 door de werkgroep Van Rompuy uitgewerkt (zie kader Artikel 3 in dit Tijdschrift).

Een geleidelijke macro-economische herbalancering is van cruciaal belang voor het economisch herstel. Heel wat overheden hebben reeds een budgettaire consolidatiestrategie ingezet (zie Artikel 3 elders in dit Tijdschrift). Zij hebben inmiddels ook ingezien hoe belangrijk het is

deze budgettaire discipline te ondersteunen door structurele, op een verhoging van het groeipotentieel gerichte hervormingen.

4. Naar een vlotte herbalancering ?

GEDEELTELIJKE CORRECTIE VAN HET EXTERNE ONEVENWICHT TUSSEN LANDEN

Door de financiële crisis is het externe onevenwicht tussen landen deels gecorrigeerd. Exportgerichte surpluslanden, zoals Duitsland, China en Japan, werden zwaar getroffen door de ineenstorting van de internationale handel. In 2009 slonk het overschot op hun lopende rekening met respectievelijk 4, 2,5 en 0,7 procentpunt bbp. Duitsland en Japan ondervonden vooral de zware impact van de crisis op de vraag naar investerings- en duurzame consumptiegoederen. Gelet op de afgenomen vraag naar olie en de lagere prijs voor een vat Brent, is ook het in dollar luidende overschot van de olie-exporterende landen in 2009 met ongeveer 80 % afgenomen; de oliefactuur van de olie-invoerende landen is overeenkomstig verbeterd. In de VS liep het tekort op de lopende rekening fors terug, van een maximum van 6 % bbp in 2006 tot 2,7 % bbp in 2009, als gevolg van de zwakke binnenlandse vraag en het effect daarvan op de invoer (dat sterker was dan de impact van de scherpe daling van de externe vraag op de uitvoer).

Het externe onevenwicht werd dus gecorrigeerd via een inkrimping van de wereldvraag. Een gedeelte van die correctie bleek slechts tijdelijk van aard. Onder invloed van het conjunctuurherstel omstreeks het midden van 2009 begonnen de grondstoffenprijzen en de internationale handel opnieuw aan te trekken. Voorts trokken de Amerikaanse gezinnen profijt van de remonte op de activamarkten. In China en India knoopte de groei snel terug aan bij de hoge groeicijfers van vóór de crisis. Daartegenover staat medio 2010 een nog steeds bescheiden en aarzelend herstel in de VS, het eurogebied en Japan. Leidt deze tot nu toe ongelijke heropleving op termijn alsnog naar de sterke, evenwichtige en duurzame groei van de wereld-economie, zoals die wordt beoogd in het Framework van de G20?

DUURZAME GROEI ?

In heel wat landen wordt de groei tot dusver ondersteund door het monetair beleid en door grootschalige budgettaire herstelmaatregelen. Deze laatste zullen uiteindelijk moeten uitdoven, gelet op het risico voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën, en het zwaartepunt van de vraag zal derhalve moeten verschuiven van de overheid

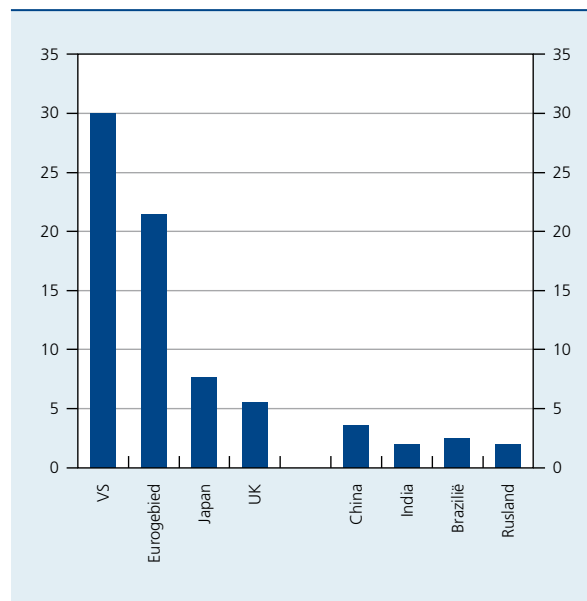
naar de private sector. In eerste instantie moeten landen duidelijk communiceren over hun consolideringsprogramma's op middellange termijn; alleen een geloofwaardig saneringsplan kan het vertrouwen van ondernemingen, consumenten en beleggers winnen. De gebeurtenissen in Griekenland en sommige andere landen van het eurogebied hebben reeds aangetoond welke gevolgen een tanend vertrouwen van de financiële markten in de houdbaarheid van de overheidsfinanciën kan hebben. Bovendien zal deze financiële houdbaarheid in het licht van de vergrijzing in de meeste westerse economieën in de toekomst nog meer onder druk komen te staan. Voorts is het van belang dat de sanering op een groeivriendelijke manier gebeurt. Besparingen op de overheidsconsumptie hebben doorgaans een minder negatieve impact op de groei dan belastingverhogingen of besnoeiingen in de overheidsinvesteringen. Er is geen alternatief voor de saneringsmaatregelen die tal van overheden in de geavanceerde economieën de volgende jaren zullen moeten nemen en die gedurende een overgangperiode een rem kunnen zetten op de economische groei (zie Artikel 3 in dit Tijdschrift).

EVENWICHTIGE GROEI?

Een evenwichtige wereldgroei vereist ook een meer algemene herbalancering van de vraag; het zwaartepunt van die vraag zal derhalve moeten verschuiven van de deficitlanden naar de surpluslanden. De Amerikaanse gezinnen verhoogden hun spaarquote medio 2009 tot 7,2 % van hun netto beschikbaar inkomen (na een absoluut dieptepunt van 1,2 % in het derde kwartaal van 2005), dit ten einde hun verzwakte vermogenspositie te herstellen en hun schulden af te bouwen. Inmiddels is die quote reeds opnieuw gezakt tot ongeveer 6,2 % begin 2010. Alleszins voorspellen Amerikaanse en internationale instellingen voor de komende jaren een structureel hogere spaarquote dan vóór het uitbreken van de financiële crisis. De Amerikaanse gezinnen zijn zich immers meer bewust geworden van zeldzame, maar extreme correcties van de activaprijzen; hoge verwachtingen inzake beursrendement zijn helemaal niet vanzelfsprekend gebleken en ook de mening dat huizenprijzen zelden of nooit zakken, blijkt onwaar te zijn. Bovendien is een terugkeer naar de uiterst soepele kredietverlening van vóór de crisis weinig waarschijnlijk, zelfs ongewenst. Deze factoren zouden aldus impliceren dat de Amerikaanse gezinnen de komende jaren matiger zullen consumeren dan tijdens de periode 1992-2007 en dus niet meer de rol van *world consumer of last resort* zullen spelen.

Om die reden stellen velen hun hoop op Azië om de wereldvraag te trekken. De Aziatische economieën waren in ieder geval de eerste die zich van de internationale

GRAFIEK 9 PARTICULIERE CONSUMPTIE IN 2007
(in % van het wereldtotaal, tegen marktwisselkoersen)



Bron: Wereldbank (World Development Indicators).

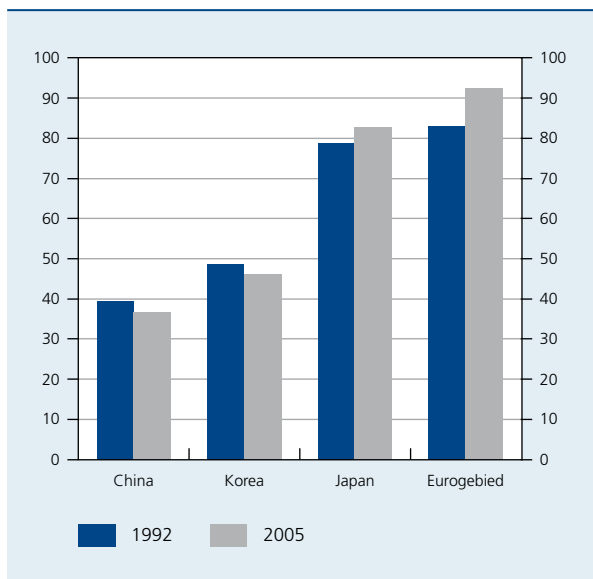
economische en financiële crisis herstelden. Ondertussen lijkt de snelle groei van het bbp in die regio stevig verankerd. De Wereldbank voorspelt voor dit jaar een groei met 8,7 % in opkomend Oost-Azië. De reeds ingezette verschuiving van het zwaartepunt van de wereldvraag naar deze regio lijkt hierdoor te worden bespoedigd. China, de grootste opkomende economie, was het brandpunt van de economische opleving in de regio en leverde in 2009 de belangrijkste bijdrage tot de groei van de wereldeconomie.

Niettemin blijft de vraag in hoeverre een heroriëntatie van China's groeimodel voldoende zal zijn voor een duurzaam herstel van de wereldeconomie. Hoewel het aandeel van China in het mondiale bbp aanzienlijk is toegenomen, is deze ontwikkeling gepaard gegaan met een forse stijging van de spaarquote van de gezinnen, en is de Chinese groei in hoge mate afhankelijk gebleven van de afzetmarkten in de geavanceerde landen, waar de groeivoorzichten voor de komende jaren minder rooskleurig zijn. De omvang van de particuliere consumptie in China lijkt op dit ogenblik te gering om de groeivertraging van de Amerikaanse consumptie op te vangen. Zo zou, mechanisch berekend, de groeiversnelling van de consumptie in China op z'n minst ongeveer zeven keer groter moeten zijn dan de groeivertraging van de consumptie in de VS.

Bovendien blijft China, ondanks hoge groeicijfers voor de invoer van consumptiegoederen (gemiddeld 15 % over

GRAFIEK 10 OVERLAPPING VAN DE INVOER MET DE VS – CONSUMPTIEGOEDEREN

(100 wijst op een perfect overlappende samenstelling van de invoer)



Bron: Regional Economic Outlook IMF, October 2009.

de laatste 15 jaar tegenover een wereldgemiddelde van 10 %), een marginaal importeur van consumptiegoederen. Dat komt doordat de Chinese particuliere consumptie slechts een klein aandeel heeft in het wereldtotaal, en doordat de invoercomponent van de particuliere consumptie er veel lager is. Bijgevolg is ook de bijdrage van China tot de groei van de wereldinvoer van consumptiegoederen relatief beperkt (ongeveer 4 % tijdens de afgelopen jaren).

Voorts zijn er grote verschillen tussen de ingevoerde consumptiegoederen in China en in de VS; slechts 35 % van de consumptiegoederenkorf van China is vergelijkbaar met die van de VS. Naarmate zich op termijn een geografische verschuiving van de wereldvraag richting opkomende economieën voordoet, zal dit ook de samenstelling van die vraag beïnvloeden. Veranderende consumptiepatronen op wereldvlak zullen dan tevens een aanpassing van de productielijnen vereisen; om deze sectorale reorganisatie vlot te laten verlopen, is een flexibele werking van de kapitaal- en de arbeidsmarkten wenselijk.

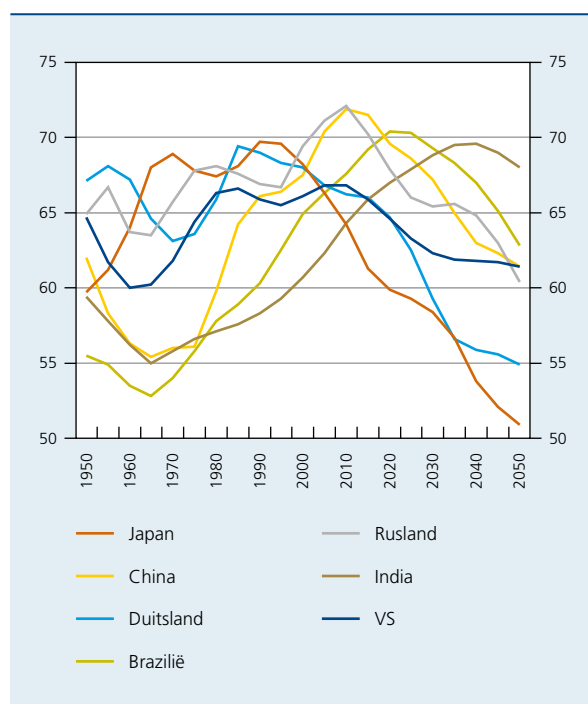
Aangezien structurele maatregelen in het beste geval effect sorteren op middellange termijn, zal het herstel van het mondiaal evenwicht wellicht gepaard gaan met een overgangsfase, waarin de achteruitgang van de Amerikaanse consumptie niet volledig zal worden

gecompenseerd door bestedingen in andere landen. De beweging in de richting van een duurzaam nieuw evenwicht dreigt dus een proces van lange adem te worden, met in de tussentijd misschien wel een wereldwijde groeivertraging.

Afgezien van het middellange termijnresultaat van structurele hervormingen, kondigen zich op langere termijn wel een aantal veelbelovende ontwikkelingen aan. Zo zou de komende decennia de verwachte stijging van de afhankelijkheidsratio in de opkomende economieën (met uitzondering van India, Brazilië en Indonesië) volgens het levenscyclusmodel de spaarquoten kunnen drukken. Een hoger welvaartspeil zou ook een nieuwe middenklasse creëren met een aanzienlijk consumptiepotentieel. Dit effect zou vooral spelen in de meest bevolkte economieën, bijvoorbeeld India en China, en op termijn belangrijke implicaties hebben voor de consumptiepatronen wereldwijd. Hieraan gekoppeld, zouden zich binnen het consumptiepatroon aanzienlijke verschuivingen voordoen, weg van voedingswaren en kledij naar energie en duurzame consumptiegoederen. Het is daarom niet ondenkbeeldig dat deze ontwikkeling gepaard zal gaan met een verscherping van de concurrentie op het vlak van schaarse energiebronnen en een zwaardere belasting van het milieu.

GRAFIEK 11 DE CHINESE BEVOLKING OP ARBEIDSLEEFTIJD BEREIKT ROND 2010 EEN PIEK

(aandeel van de 15-64-jarigen in de totale bevolking, in %)



Bron: UN World Population Prospects, 2008 Revision.

Conclusie

Een duurzaam en evenwichtig groeipad voor de wereld-economie vereist dat landen met voorheen zware externe en interne onevenwichten een fundamenteel andere koers gaan varen.

Deficitlanden zullen hun omvangrijke lopende tekorten die ze hebben opgebouwd door minder te produceren dan ze besteden en door minder te sparen dan ze investeren, moeten afbouwen. Zij zullen hun bestedingen moeten aanpassen en hun aandacht moeten verleggen naar de uitvoersector. De sectorale verschuivingen en herverdelingseffecten die met een interne herbalancering gepaard zullen gaan, zullen een spanningsveld creëren tussen winnaars en verliezers. Het zal geen sinecure zijn om tegelijkertijd het macro-economisch evenwicht te herstellen, een sociale en politieke consensus te bereiken, én de voorwaarden voor toekomstige groei te creëren. Dit zal a fortiori het geval zijn voor landen waar de overheid in de nasleep van de crisis een zware supplementaire overheidsschuld heeft opgebouwd. Zelfs een geleidelijke vermindering van grote overheidstekorten kan een periode van trage groei inluiden. Landen met ernstige concurrentieproblemen staan ook voor een grote uitdaging. Gelet op product- en arbeidsmarktrigiditeiten kan het herwinnen van het concurrentievermogen in deze landen een pijnlijk en aanslepend proces worden.

Om de vraaguitval in deficitlanden te compenseren, wordt een beroep gedaan op de surpluslanden: als de binnenlandse vraag in deze laatste niet aantrekt, dreigt de wereld-economie te worden geconfronteerd met een tekort aan geaggregeerde vraag en een overtollige productiecapaciteit. Surpluslanden zullen hun uitvoerafhankelijkheid moeten verminderen, wat impliceert dat ze hun groeimodel op de binnenlandse markt gaan richten. Ook hier zal de ommekeer gepaard gaan met politieke spanningen. Zo heeft de industriële sector in China jarenlang als spil van de economische, sociale en politieke orde

gefungeerd. Het ongedaan maken van de privileges ten voordele van deze sector zal machtsverschuivingen impliceren in het politieke, sociale en economische landschap.

Toch zijn er enkele hoopvolle tekenen. Zo wordt China zich steeds meer bewust van de noodzaak van een verschuiving van zijn groeipatroon van uitvoer en uitvoerge-relateerde investeringen in de richting van binnenlandse consumptie. Een krachtige groei en relatief gezonde overheidsfinanciën bieden China de juiste randvoorwaarden om die verschuiving te realiseren. De politieke wil hiertoe lijkt aanwezig. Bovendien is China een centraal bestuurd land dat in het verleden reeds heeft aangetoond op relatief korte termijn drastische hervormingen te kunnen doorvoeren. De VS van hun kant erkennen de noodzaak van een sanering van de overheidsfinanciën en van een meer dynamische uitvoer; ze zouden opnieuw het oude pad van een consumptiegedreven groei kunnen bewandelen, maar de winst die hun dat zou opleveren, zou wellicht van korte duur zijn, en de distorsies die aanleiding hebben gegeven tot de crisis, zouden uiteindelijk blijven sluimeren, mogelijk tot een volgende crisis. Indien deze hoopvolle beleidsintenties in de verschillende regio's en landen ook werkelijk worden uitgevoerd, kan de wereld-economie er baat bij hebben. Niet alleen in de toekomst, maar ook vandaag reeds is de inzet hoe dan ook groot, om het broze herstel na de crisis te bestendigen.

Niettemin blijft het herbalanceren van de wereld-economie een zware uitdaging, met mogelijk spanningen tussen landen omtrent de verdeling van de negatieve welvaartseffecten. Vandaar het belang van een internationaal platform, dat een mondiaal en krachtig beleidsantwoord kan bieden waarin alle deficit- en surplus-economieën hun rol spelen. Op dit vlak is het engagement van de G20-leiders in de lijn van het Framework veelbelovend. Een efficiënt toezicht op de vooruitgang die in de surplus- en deficitlanden wordt geboekt en dat discipline afdwingt en *peer pressure* uitoefent, blijft evenwel noodzakelijk. De G20 zal ook daarbij een cruciale rol spelen.

Bibliografie

- Abbas S.M.A., J. Bouhga-Hagbe, A.J. Fatás, P. Mauro and R.C. Velloso (2010), *Fiscal policy and the current account*, IMF Working Paper, May.
- Asian Development Bank (2009), «Rebalancing Asia's growth. A question of balance», *Asian Development Outlook*.
- Aziz J. and L. Cui (2007), *Explaining China's low consumption: The neglected role of household income*, IMF Working Paper, July.
- Bank of England (2009), «Global imbalances and the financial crisis», *Quarterly Bulletin of the Bank of England*, Q3.
- BIS (2010), *80th Annual Report*.
- Blanchard O. (2009), «Sustaining a global recovery», *Finance & Development*, 46 (3), September.
- Blanchard O. (2010), *Saving scenarios for Emerging Asia and the United States*.
- Blanchard O. and F. Giavazzi (2005), *Rebalancing growth in China: A three-handed approach*, CEPR Discussion Paper 5403.
- Blanchard O. and G. M. Milesi-Ferretti (2009), *Global imbalances: In midstream?*, IMF Staff Position Note 09/29, December.
- Bosworth B. and S. Collins (2009), *The US external deficit: A soft landing, doomed or delayed?*
- Bosworth B. and S. Collins (2010), *Rebalancing the US economy in a post-crisis world*, The Brookings Institution, April.
- Bracke T., M. Bussière, M. Fidora and R. Straub (2008), *A framework for assessing global imbalances*, ECB Occasional Paper 78, January.
- Butzen P., E. De Prest, S. Ide en H. Zimmer (2005), «Het tekort op de lopende rekening van de VS: ontstaansgeschiedenis en beleidsimplicaties», NBB, *Economisch Tijdschrift*, 2, 51-67.
- Council of Economic Advisors (CEA) (2010), *Economic Report of the President*.
- EC (2010a), «Global imbalances still casting a shadow», *European Economic Forecast*, Spring.
- EC (2010b), «Surveillance of Intra-euro area competitiveness and imbalances», *European Economy*, (1).
- ECB (2007), «Putting China's economic expansion in perspective», *ECB Monthly Bulletin*, January.
- ECB (2010), «Prospects for real and financial imbalances and a global rebalancing», *ECB Monthly Bulletin*, April.
- Eugène, B. en W. Melyn (2003), «Een persistent positief financieringssaldo: een structureel kenmerk van de Belgische economie», NBB, *Economisch Tijdschrift*, IV, 81-95.
- Feldstein M. (2008), *Resolving the global imbalance*.
- Guo K. and P. N'Diaye (2010), *Determinants of China's private consumption: An international perspective*, IMF Working Paper, April.
- G20 (2009a), *Leaders' statement*, The Pittsburgh Summit, September 24-25.

- G20 (2009b), *Communiqué*, Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors, November 7.
- Hüfner F. and I. Koske (2010), *Explaining household saving rates in G7 countries: Implications for Germany*, OECD Economics Department Working Papers 754.
- IMF (2007), *The multilateral consultation on global imbalances*, IMF Issues Brief, April.
- IMF (2009a), « Beyond 2010: How will the global economy rebalance? », *IMF World Economic Outlook*, October.
- IMF (2009b), *The G-20 mutual assessment process and the role of the Fund*, December 2.
- IMF (2010a), *Global economic prospects and policy challenges*, Meetings of G-20 Deputies, February 27, Seoul, Korea.
- IMF (2010b), « Leading the global recovery. Rebalancing for the medium term », *IMF Regional Economic Outlook – Asia and Pacific*, April.
- IMF (2010c), « Rebalancing growth », *IMF World Economic Outlook*, April.
- IMF (2010d), « Rebalancing global demand: What will take up the baton from the US consumer? », *IMF Regional Economic Outlook – Western Hemisphere*, May.
- IMF (2010e), *G-20 Mutual assessment process – Alternative policy scenarios*, G-20 Toronto Summit, June 26-27.
- Kohn D.L. (2010), *Global imbalances*, Speech by the Vice Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System, May 11.
- Mody A. and F. Ohnsorge (2010), *After the crisis: Lower consumption growth but narrower global imbalances?*, IMF Working Paper, January.
- NBB (2006), « Onevenwichtigheden in de lopende rekeningen van de betalingsbalansen », Kader 1, *Verslag 2005*.
- NBB (2010), « Naar een nieuw evenwicht in de mondiale vraag », Kader 1, *Verslag 2009*.
- OECD (2010a), *2009 Economic Review – China*, OECD Economic and Development Committee, January.
- OECD (2010b), *China in the 2010s: Rebalancing growth and strengthening social safety nets*, OECD Contribution to the China Development Forum, Beijing, March 20-22.
- Prasad E. (2009), *Rebalancing growth in Asia*, NBER Working Paper 15169, July.
- Reserve Bank of Australia (2009), « Patterns and trends in global saving and investment ratios », *Bulletin of the Reserve Bank of Australia*, September.
- Visco I. (2009), *Global imbalances in the financial crisis and the international monetary system*, distinguished lecture at the XVIII International Conference on « Money, Banking and Finance », Roma, December 4

De strategieën en maatregelen gericht op het saneren van de overheidsfinanciën

E. De Prest
B. Eugène
L. Van Meensel *

Inleiding

De financiële crisis en de eruit voortvloeiende economische recessie hebben de gezondheid van de overheidsfinanciën in vrijwel alle ontwikkelde economieën ernstig ondermijnd. De begrotingstekorten en de overheidsschulden zijn fors opgelopen en de budgettaire problemen zullen duidelijk niet automatisch verdwijnen wanneer de economie zich volledig van de recessie zal hebben hersteld. Bij ongewijzigd beleid zal de overheidsschuld in tal van landen blijven toenemen. En daarbovenop zou de budgettaire impact van de vergrijzing van de bevolking de begrotingstekorten kunnen opdrijven en de overheidsschulden nog sneller doen stijgen.

De financiële markten hebben op die situatie gereageerd door de houdbaarheid van de begrotingsposities van sommige landen in twijfel te trekken, wat tot uiting kwam in een stijging van de voor die landen geldende rentetarieven en zelfs, wat Griekenland betreft, in problemen om financieringsbronnen te vinden. In die omstandigheden heeft dat land een beroep moeten doen op zijn partners in het eurogebied en op het IMF.

Een duidelijke en geloofwaardige strategie voor een terugkeer naar een gezonde en houdbare begrotings-situatie lijkt dus voor tal van economieën absoluut noodzakelijk. De Griekse schulden crisis en de dreigende

besmetting van andere landen hebben niet alleen de risico's van begrotingsontsporingen getoond, maar hebben ook gefungeerd als kantelpunt. Onmiddellijk nadien hebben tal van landen immers concrete saneringsplannen uitgewerkt.

In het eerste hoofdstuk van dit artikel wordt de huidige budgettaire situatie geschetst. Vervolgens wordt uitgelegd waarom saneringsplannen dringend noodzakelijk zijn en wordt getracht een antwoord te bieden op de vraag welke vorm die plannen bij voorkeur aannemen. Het laatste hoofdstuk bevat een toelichting bij de strategieën die zijn uitgewerkt om de overheidsfinanciën te saneren. In dit hoofdstuk wordt eveneens teruggeblikt op de reactie van de Europese autoriteiten op de Griekse schulden crisis en worden de soms zeer concrete saneringsmaatregelen geschetst die enkele Europese landen reeds hebben genomen. Tot slot worden enkele conclusies geformuleerd.

1. Schets van de begrotingsposities

1.1 Huidige budgettaire situatie

De economische en financiële crisis, die in de loop van 2007 uitbrak en in 2008 verscherpte, had zeer belangrijke gevolgen voor de overheidsfinanciën van de meeste geavanceerde economieën. Enerzijds ondernamen tal van overheden reddingsacties voor het financiële stelsel, meer bepaald voor de banken. Anderzijds namen ze

* De auteurs danken Paul Butzen, Geert Langenus, Wim Melyn en Windy Vandevyvere voor hun bijdragen aan dit artikel.

omvangrijke begrotingsmaatregelen teneinde de ernst van de recessie via hun relanceplannen⁽¹⁾ zoveel mogelijk te beperken. Deze versterkten de werking van de automatische stabilisatoren om de instorting van de economische bedrijvigheid te voorkomen, maar in heel wat landen tasten ze ook de begrotings situatie aan.

Zo is het begrotingssaldo van de meeste industrielanden sinds 2007 fors verslechterd, van een gemiddeld tekort van 1,7% tot 8,9% bbp in 2010 in de geavanceerde landen van de G20. In de opkomende landen was de verslechtering minder erg: het begrotingsoverschot van 0,3% bbp keerde er om in een tekort van 3,7% bbp.

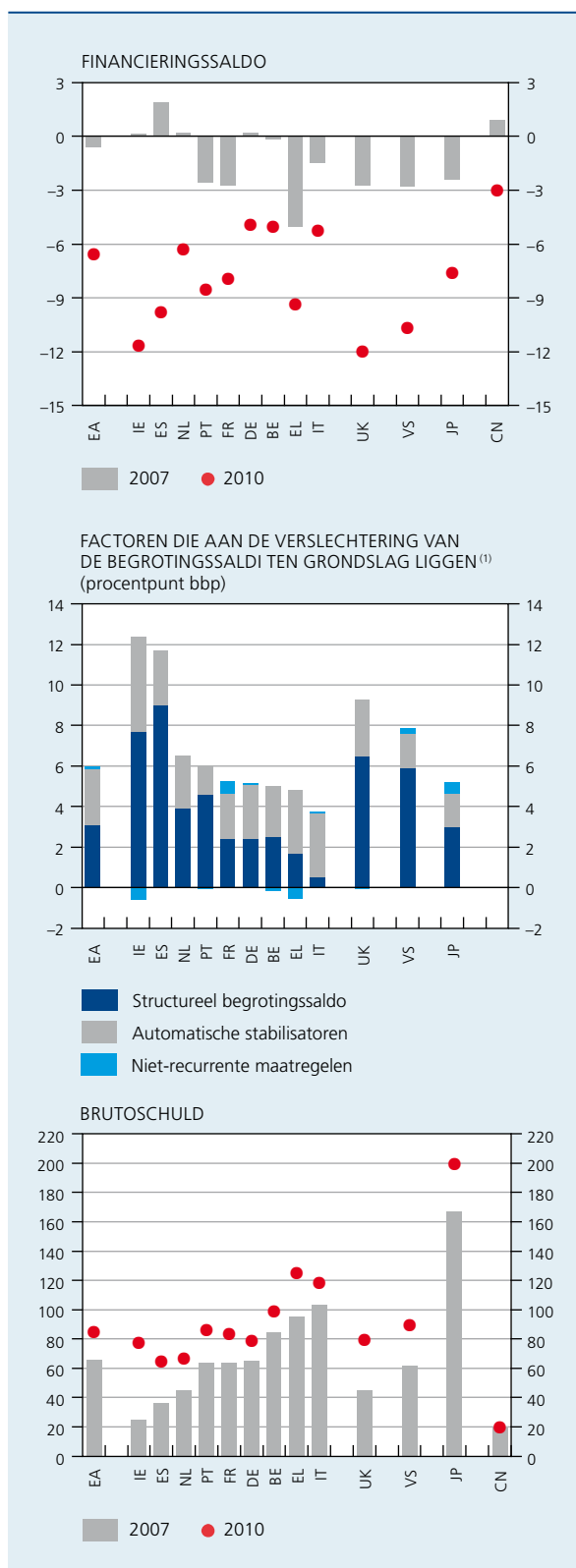
De achteruitgang is uitgesproken in de Verenigde Staten en Japan, waar het tekort in 2010 respectievelijk meer dan 10% en ongeveer 8% bbp zou bedragen, en meer nog in het Verenigd Koninkrijk, waar het zou uitkomen op 12% bbp. In het eurogebied gaan achter het verwachte tekort van 6,6% bbp soms zeer uiteenlopende situaties in de respectieve landen schuil. Het begrotingstekort ligt namelijk rond 12% en 10% bbp in respectievelijk Ierland en Spanje, zowat 5 à 6% in Duitsland, België, Italië en Nederland en ongeveer 4% in Luxemburg, Finland en Malta. In China, net als in tal van opkomende landen, is het begrotingssaldo slechts matig verslechterd.

Die algemene verslechtering is echter niet alleen toe te schrijven aan de economische en financiële crisis. In sommige landen werden immers reeds vóór de aanvang van de crisis aanzienlijke tekorten vastgesteld, terwijl de gunstige conjunctuur van 2007 de begrotings situatie nog enigszins opsmukte. De crisis heeft in deze landen de initieel reeds structureel zwakke begrotingsposities verder aangetast.

Bovendien is de verzwakking van de begrotingsposities sinds het uitbreken van de crisis grotendeels structureel van aard. Die verslechtering is zelfs hoofdzakelijk structureel in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Japan, terwijl in het eurogebied als geheel de automatische stabilisatoren een vrijwel even belangrijke rol speelden als de structurele factoren. In sommige landen van het eurogebied, zoals Spanje of Ierland, waren deze laatste echter van doorslaggevend belang, terwijl ze bijvoorbeeld in Italië slechts een zeer beperkte invloed uitoefenden.

De verslechtering van het structurele begrotingssaldo wordt deels verklaard door de stimuleringspakketten die de verschillende landen voor de jaren 2009-2010 hebben samengesteld. Volgens het IMF zouden de discretionaire

GRAFIEK 1 BEGROTINGSONTWIKKELINGEN TUSSEN 2007 EN 2010
(in % bbp, tenzij anders vermeld)



Bronnen: EC, IMF, OESO.

(1) Een positief (negatief) teken wijst op een verslechtering (verbetering) van het saldo.

(1) Over deze economische relanceplannen werd een artikel gepubliceerd in het Economisch Tijdschrift van de Bank van september 2009.

maatregelen in 2009-2010 in de landen van de G20 gemiddeld 3,9 % bbp bedragen. In China, Japan en, in mindere mate, de Verenigde Staten zouden ze omvangrijker zijn dan in Europa. Het binnen de Europese Unie gecoördineerde relanceplan vertegenwoordigt – volgens de recentste gegevens van de EC – 2,9 % bbp, terwijl vergelijkbare maatregelen in de Verenigde Staten 4,7 % bbp en in China 5,8 % bbp halen.

Het schuldpeil is in tal van landen drastisch gestegen, voornamelijk als gevolg van de verslechtering van de overheidsfinanciën in het algemeen. Zo is de schuld in de Verenigde Staten tussen 2007 en 2010 met ongeveer 28 procentpunt bbp toegenomen, tot bijna 90 % bbp. In Japan, waar het schuldpeil in 2007 reeds bijzonder hoog was, zou het nog met 32 procentpunt bbp groeien, tot bijna 200 % bbp. In het Verenigd Koninkrijk groeide de schuld zelfs met 34 procentpunt bbp, maar dankzij het nog relatief lage peil in 2007 zou de schuld er beperkter blijven, namelijk ongeveer 80 % bbp in 2010. Binnen het eurogebied was de stijging geringer, zij het uitgaande van een hoger niveau in 2007. Zodoende zou de overheidsschuld er eind 2010 uitkomen op ongeveer 85 % bbp. De toestand loopt – wat de schuld betreft – relatief sterk uiteen in de landen van het eurogebied. De sterkste toename werd opgetekend in Ierland, met meer dan 50 procentpunt bbp, terwijl de toename in Italië, België en Duitsland beperkt bleef tot minder dan 15 procentpunt. In China bleef de schuld gering. Ze nam er, uitgedrukt in procent bbp, niet toe, wat toegeschreven kan worden aan nog steeds sterke groeicijfers.

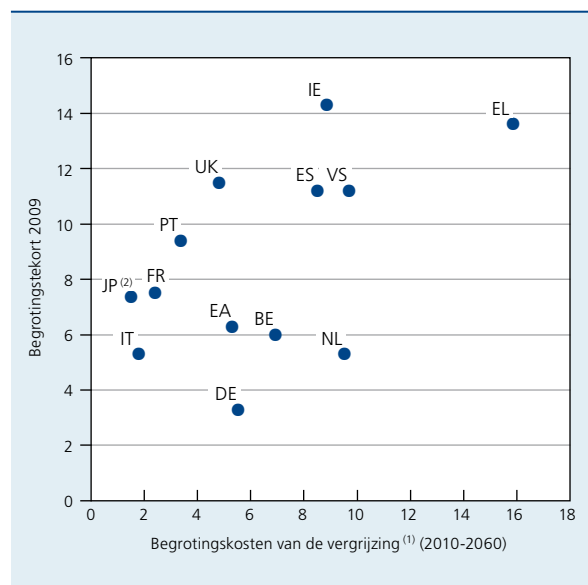
De reddingsoperaties in de financiële sector verklaren slechts een klein deel van de totale stijging van de overheidsschuld sedert het uitbreken van de crisis; de belangrijkste determinant van die stijging is immers de toename van de begrotingstekorten.

Aangezien het schuldpeil relatief sterk steeg in de landen die in 2007 een relatief geringere schuld hadden, vertoonden de schuldgraden een convergerende trend. Japan en China vormden hierop evenwel een uitzondering, net als – in mindere mate – Griekenland.

1.2 Vooruitzichten voor de overheidsfinanciën

De combinatie van omvangrijke begrotingstekorten en een hoog schuldpeil, enerzijds, en de verwachte stijging van de overheidsuitgaven ten gevolge van de vergrijzing, anderzijds, doet twijfels rijzen over de houdbaarheid op lange termijn van de overheidsfinanciën.

GRAFIEK 2 BEGROTINGSTEKORT EN BEGROTINGSKOSTEN VAN DE VERGRIJZING
(in procentpunt bbp)



Bronnen: BIB, CBO, EC, IMF.

(1) Kosten die beperkt blijven tot de pensioenen, de gezondheidszorg en de langdurige verzorging.

(2) Voor Japan hebben de aan de vergrijzing verbonden begrotingskosten betrekking op de periode 2010-2050.

De vergrijzing zal immers op de overheidsfinanciën – en dus op de schuld – wegen doordat ze, enerzijds, de economische groei afremt als gevolg van de daling van de bevolking op arbeidsleeftijd en doordat, anderzijds, de overheidsuitgaven voor pensioenen, geneeskundige verzorging en ouderenzorg op lange termijn toenemen. In het eurogebied zouden de aan de vergrijzing verbonden overheidsuitgaven tussen 2010 en 2060 met op jaarbasis 5,1 procentpunt bbp stijgen.

Gemiddeld in het eurogebied bedraagt de inspanning die nodig is om te voldoen aan de intertemporele budgetbeperking⁽¹⁾ – de houdbaarheidskloof – niet minder dan 5,8 % bbp. De voornaamste determinanten van de houdbaarheidskloof zijn de huidige structurele begrotingspositie en de verwachte wijziging in de kosten verbonden aan de vergrijzing. De omvang van de vereiste correcties om een houdbare situatie te bereiken verschilt echter van land tot land. Sommige landen, zoals Griekenland, hebben tegelijkertijd te kampen met een initiële grote onbalans en een aanzienlijke verwachte stijging van de leeftijdsgebonden uitgaven. Ook buiten het eurogebied vormt de houdbaarheid van de begrotingsposities een ernstig probleem.

(1) Deze beperking komt erop neer dat de totale uitgaven over een lange periode gedekt moeten worden door de ontvangsten over diezelfde lange periode.

Een alternatieve manier om aan te tonen dat het huidige begrotingsbeleid onhoudbaar is, bestaat in het simuleren van de toename van de schuld bij ongewijzigd beleid⁽¹⁾. Terwijl het gemiddelde schuldpeil in het eurogebied in 2009 nog 78,7% bbp bedroeg, zou dat peil tegen 2060 exploderen tot meer dan 400% bbp. De andere geavanceerde economieën zouden evenmin worden gespaard: in het Verenigd Koninkrijk zou de schuld in 2060 tot meer dan 750% klimmen, in Japan tegen 2030 tot ongeveer 350% en in de Verenigde Staten tegen 2030 tot meer dan 200%.

2. Begrotingssanering is dringend noodzakelijk

In de meeste geavanceerde economieën is de huidige toestand van de overheidsfinanciën zorgwekkend. Een dergelijke situatie impliceert zeer ernstige beleidsrisico's. Ze zou aanleiding kunnen geven tot een forse stijging van de rente en nefaste gevolgen kunnen hebben voor de economische groei op lange termijn. Op beide risico's wordt in het vervolg van dit hoofdstuk nader ingegaan.

2.1 Bestaat het gevaar van een forse rentestijging?

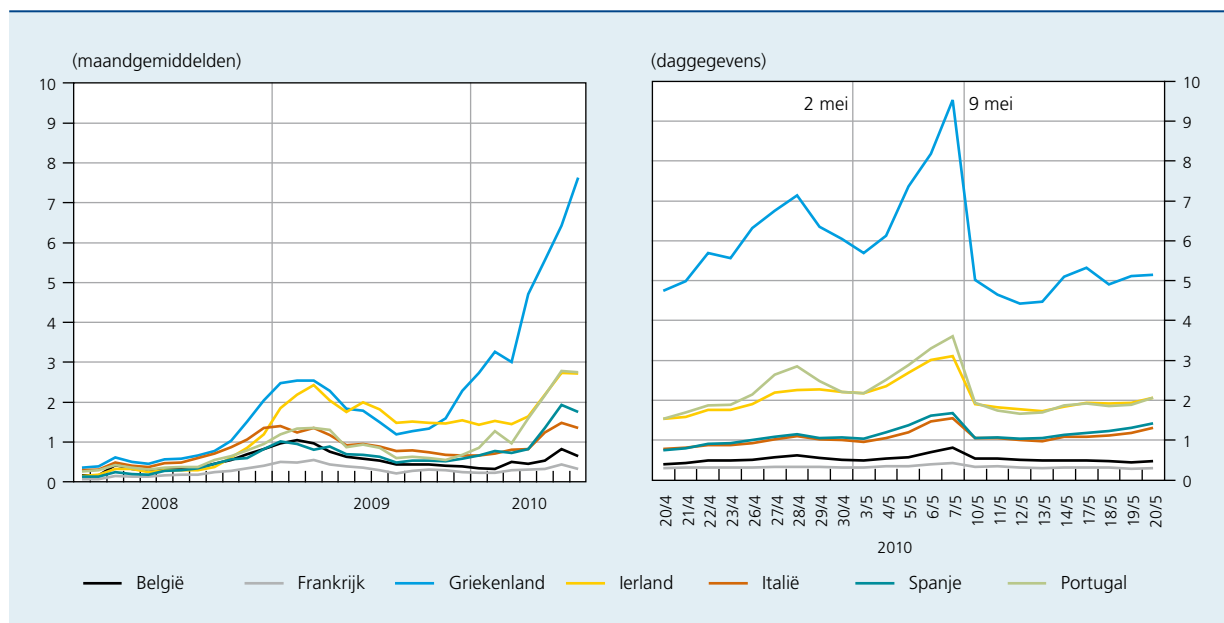
Stijgende overheidstekorten en -schulden hebben een opwaarts effect op de rentevoeten. Het IMF heeft empirisch onderzoek verricht waarin wordt nagegaan wat de invloed is van begrotingsvariabelen op de lange rente

(IMF, 2009). Hieruit blijkt dat een stijging van het begrotingstekort met 1 procentpunt bbp aanleiding geeft tot een verhoging van de lange rente op overheidspapier met 10 tot 60 basispunten. Een relatief zware impact is er in landen met een ongunstige uitgangspositie inzake overheidsfinanciën, zwakke instellingen, een lage spaarquote en een beperkte toegang tot de internationale kapitaalmarkten. Ook de verwachting van een grotere kwetsbaarheid van de overheidsfinanciën als gevolg van de impact van de vergrijzing blijkt het effect van overheidstekorten op de rente te versterken.

Tot dusver is de lange rente in de meeste landen echter relatief laag gebleven. De opwaartse druk die uitging van de olopende overheidstekorten en -schulden werd tegengewerkt door een aantal factoren die ook verband houden met de financiële en economische crisis. Deze laatste heeft immers de particuliere spaarquote doen toenemen, terwijl de particuliere investeringen zich op een zeer laag peil bevinden. Bovendien heeft de crisis geleid tot een forse daling van de inflatie en de inflatieverwachtingen die, samen met de reële rente, een component zijn van de nominale rente. Tot slot heeft ook het zeer expansief monetair beleid in hoge mate bijgedragen tot de lage rente. Deze factoren zijn tijdelijk van aard en vormen derhalve geen blijvend tegenwicht voor de opwaartse

(1) De simulaties van de EC worden uitgevoerd in het kader van een partieel evenwicht, waarbij de reacties van de subjecten op een dergelijk schuldpeil niet in aanmerking worden genomen. Het gaat dus niet over realistische scenario's. De door de BiB uitgewerkte scenario's lijken op dat vlak niet af te wijken.

GRAFIEK 3 RENDEMENTSECARTS VAN DE TIENJAARS STAATSLENINGEN T.O.V. DE DUITSE BUND



Bron: Thomson Reuters Datastream.

druk op de rente die een gevolg is van de toenemende overheidstekorten en -schulden.

De rente kan stijgen als beleggers hogere risicopremies vragen voor hun beleggingen in overheidspapier, met name wanneer de financiële markten ernstig rekening gaan houden met een verhoogd risico op wanbetaling door sommige landen. Zo hebben de financiële markten in de eerste maanden van 2010 het risico van wanbetaling door Griekenland sterk opwaarts herzien. De problemen waar Griekenland mee te kampen had, tonen ook duidelijk aan dat financiële markten plots en zeer heftig kunnen reageren.

Voorts kan een hogere rente worden geëist wanneer beleggers een hogere inflatie verwachten. De inflatieverwachtingen kunnen op twee manieren worden gevoed. Om te beginnen, zou de monetaire en budgettaire beleidsmix, die in vrijwel alle landen zeer expansief is geworden als reactie op de financiële en economische crisis, te laat kunnen worden aangepast. Mocht deze beleidsmix zeer expansief blijven, terwijl de economische activiteit zou aantrekken, dan zou dit de inflatieverwachtingen kunnen opdrijven. Voorts zouden beleggers rekening kunnen houden met een hogere kans op een monetisering van de overheidsschuld.

Een situatie waarin beleggers en andere economische subjecten hogere inflatieverwachtingen hebben, zou niet enkel tot een verhoging van de lange rente leiden, maar ook gevolgen hebben voor de monetairbeleidsvoering. In een dergelijke situatie zou een verkrapping van het monetair beleid in de vorm van hogere korte rentes immers onvermijdelijk kunnen blijken. Een tijdige budgettaire exit daarentegen zou de toename van de inflatieverwachtingen kunnen temperen, wat een meer geleidelijke verkrapping van het monetair beleid mogelijk zou maken.

2.2 Wat is de impact van een begrotingssanering op de economische groei?

Onder economen wordt een levendig debat gevoerd over de impact van het begrotingsbeleid op de groei. Over dit thema bestaat dan ook zeer uitgebreide theoretische en empirische literatuur. Hoewel deze laatste geen eenduidig besluit oplevert, kunnen toch enkele voorzichtige conclusies worden getrokken. Hierbij moet een onderscheid worden gemaakt tussen de impact op korte en die op lange termijn.

IMPACT OP KORTE TERMIJN

A priori mag worden verwacht dat de maatregelen die worden genomen om de begroting te saneren, een negatief effect hebben op de economische conjunctuur

op korte termijn. De meeste empirische studies tonen immers aan dat de begrotingsmultiplicatoren – die aangeven in welke mate een bepaalde budgettaire impuls de activiteitsgroei beïnvloedt – op korte termijn positief zijn. De impact van een begrotingssanering op de economische groei verschilt evenwel naargelang het soort van saneringsmaatregelen. Zo blijkt dat maatregelen inzake overheidsconsumptie en -investeringen een relatief zware impact hebben op de economische bedrijvigheid, terwijl maatregelen inzake overdrachten, zoals belastingen of sociale uitkeringen, een geringere impact hebben. De reden is dat deze laatste enkel op indirecte wijze, via een wijziging in de inkomens van particulieren of vennootschappen, de consumptie of de investeringen wijzigen. De mate waarin huishoudens en ondernemingen te maken hebben met liquiditeits- of kredietbeperkingen, is ook van belang voor de impact die belastingverhogingen of verlagingen van sociale uitkeringen op de economische groei zouden hebben.

Voorts blijkt dat de negatieve impact van saneringsmaatregelen op de economische groei op korte termijn geringer of zelfs bijna nihil is naarmate de toestand van de overheidsfinanciën slechter is en als zorgwekkend wordt gepercipieerd. Dit heeft te maken met het feit dat saneringsmaatregelen kunnen vermijden dat de rente stijgt, wat de particuliere investeringen zou drukken. Voorts kunnen saneringsmaatregelen leiden tot een daling van de spaarquote, bijvoorbeeld doordat gezinnen minder aan voorzorgssparen gaan doen vermits hun vertrouwen na een periode van budgettaire moeilijkheden is hersteld. In dat geval zou de invloed op de economische bedrijvigheid op korte termijn zeer beperkt kunnen blijven.

In de huidige situatie zijn deze laatste elementen zeer relevant zodat een begrotingssanering niet noodzakelijkerwijs een sterk negatief effect op de conjunctuur hoeft te sorteren.

IMPACT OP LANGE TERMIJN

De langetermijneffecten van een begrotingssanering die de houdbaarheid van de overheidsfinanciën vrijwaart, zijn onmiskenbaar positief. Die effecten zijn onder meer een daling van de lange rente vanwege een inkrimping van de hoeveelheid overheidspapier die op de markt wordt gebracht. Voorts kunnen door de daling van de rente-uitgaven als gevolg van een sanering, meer middelen worden vrijgemaakt voor productieve overheidsuitgaven of kan de fiscale en parafiscale heffingsdruk worden beperkt.

Uit de economische literatuur blijkt dat een begrotingssanering die gebaseerd is op uitgavenverminderingen

succesvoller is en gunstiger effecten heeft op de economische groei op lange termijn dan een sanering die gesteund is op verhogingen van de overheidsontvangsten. Dat geldt in het bijzonder wanneer de begrotings-sanering betrekking heeft op andere uitgaven dan die welke vaak als productieve uitgaven worden omschreven, bijvoorbeeld de uitgaven voor investeringen, onderwijs en onderzoek en innovatie.

3. Hoe moet de begrotingssanering verlopen?

In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de vraag hoe de sanering van de overheidsfinanciën – noodzakelijk in de meeste geavanceerde economieën – moet verlopen. Vooreerst wordt een indicatie gegeven van de omvang van de saneringsinspanning. Vervolgens wordt bekeken wat de beste timing is om met de begrotingssanering te beginnen. Tot slot volgen enkele beschouwingen over de samenstelling van de saneringspakketten.

3.1 Omvang van de noodzakelijke saneringsinspanning

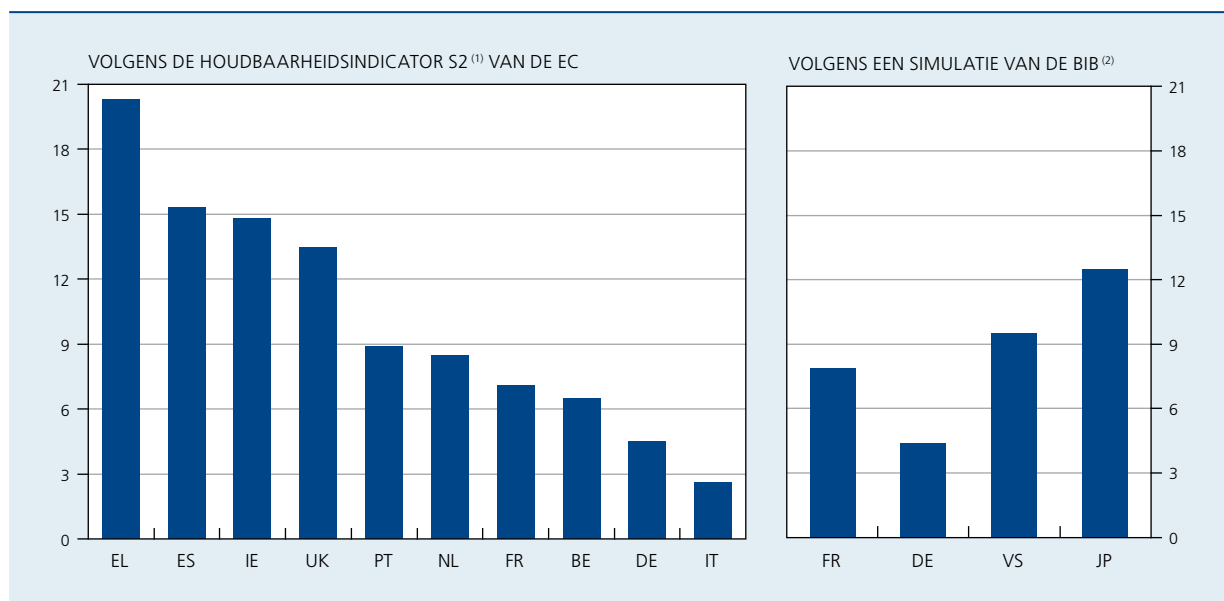
De omvang van de vereiste begrotingsconsolidatie kan worden gemeten op basis van het verschil tussen de

huidige begrotingssituatie en een houdbare situatie. Een van de indicatoren van dat verschil – door de EC «S2» genoemd – geeft aan welke inspanning inzake primair saldo moet worden geleverd om de budgetbeperking ongelimiteerd in de tijd na te leven, en dit rekening houdend met de extra uitgaven die aan de vergrijzing van de bevolking verbonden zijn. De EC (2009a) maakt die oefening regelmatig voor het geheel van de Europese landen. Ook de BIB⁽¹⁾ heeft een simulatie gemaakt op basis waarvan de vereiste begrotingsinspanning kan worden gemeten.

De te leveren inspanning moet betrekking hebben op twee elementen: de verlaging van het initiële structurele begrotingstekort en de kosten van de vergrijzing. Uit deze indicatoren blijkt dat alle beschouwde landen een flinke inspanning moeten leveren inzake houdbaarheid. Volgens de EC bedraagt die inspanning in het eurogebied gemiddeld 5,8 % bbp; het gewicht van de vergrijzing vormt er inzake houdbaarheid een groter probleem dan de budgettaire uitgangspositie, ten belope van respectievelijk 3,5 en 2,3 % bbp. Volgens de oefening van de BIB, die enigszins verschillend is en niet alle Europese landen omvat, zouden Japan en de Verenigde Staten doorgaans

(1) Cecchetti et al. (2010). In deze simulatie bestudeerden de auteurs het voor 2011 verwachte primair saldo en het primair saldo dat binnen 5, 10 of 20 jaar moet worden gehaald om de schuldratio te stabiliseren op het peil van 2007. Het verschil tussen beide saldi geeft de te leveren inspanning aan.

GRAFIEK 4 OMVANG VAN DE VEREISTE BEGROTINGSSANERING
(in % bbp)



Bronnen: BIB, EC.

(1) S2 geeft de permanente aanpassing van het primair saldo aan die nodig is om de intertemporele budgetbeperking ongelimiteerd in de tijd na te leven.

(2) Verschil tussen het verwacht primair saldo voor 2011 en het primair saldo dat binnen 20 jaar vereist is om de schuldratio te stabiliseren op het peil van 2007.

grotere inspanningen moeten leveren dan de landen van het eurogebied.

Volgens de S2-indicator is de inspanning om naar een houdbare begrotingspositie terug te keren, bijzonder zwaar in Griekenland, waar een consolidatie van meer dan 20 procentpunt bbp vereist is. Ook Spanje, Ierland en het Verenigd Koninkrijk moeten een aanzienlijke inspanning leveren – namelijk meer dan 13 procentpunt bbp. Hoewel Italië bijvoorbeeld minder ver verwijderd lijkt van een budgettaire houdbare situatie, dient dat land evenzeer zijn overheidsschuld – de tweede hoogste van de Europese Unie – te reduceren teneinde andere risico's af te wenden, zoals de impact van een opnieuw stijgende rente op de begrotingssituatie.

3.2 Timing van de begrotingssanering

Aangezien het economisch herstel momenteel nog kwetsbaar is, zouden forse en snelle saneringsinspanningen die – bovenop het uitdoven van de relancemaatregelen – door de meeste landen simultaan worden geleverd, risico's kunnen inhouden voor de opleving. Uitstel van de saneringsinspanningen zou daarentegen kunnen leiden tot financieringsrisico's en stijgende langetermijnrentes.

Gelet op deze risico's is er dringend behoefte aan geloofwaardige consolidatieprogramma's. Deze laatste moeten gericht zijn op een forse vernauwing van de in vele landen zeer brede houdbaarheidskloof, die het verschil weergeeft tussen het huidig primair saldo en het saldo dat nodig is om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te waarborgen. Daarbij kan een onderscheid worden gemaakt tussen de aankondiging van de consolidatieplannen en de implementatie ervan. Om twijfels over de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te vermijden, verdient het aanbeveling niet te dralen met het aankondigen van concrete en geloofwaardige plannen, zelfs als die grotendeels tijdens de komende jaren ten uitvoer zouden worden gelegd. Gelet op de omvang van de in de meeste landen vereiste saneringsinspanning, lijkt een spreiding ervan in de tijd trouwens onvermijdelijk te zijn.

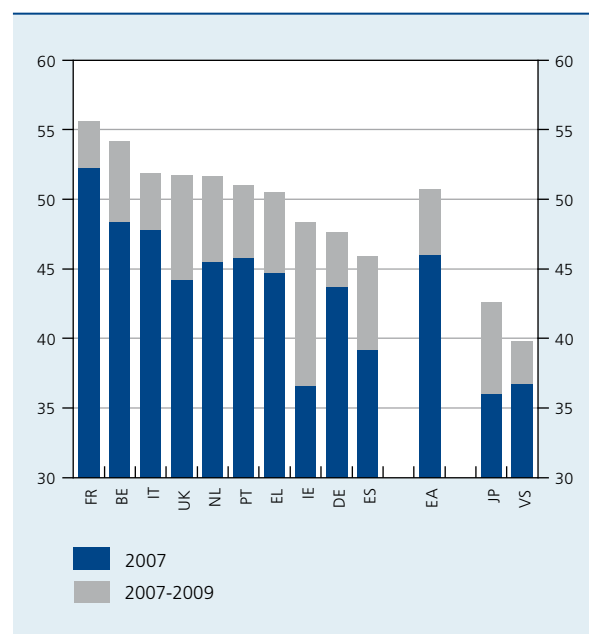
De timing van de begrotingssanering kan verschillen afhankelijk van de landenspecifieke economische omstandigheden. Hierbij dient onder meer rekening te worden gehouden met de economische conjunctuur en met de budgettaire situatie. In landen waar de overheidsfinanciën ernstig zijn ontspoord en als problematisch worden ervaren, en waar het vertrouwen van de financiële markten in de houdbaarheid aangetast is of dreigt te worden aangetast, moeten de overheidsfinanciën hoe dan ook dringend worden gesaneerd.

3.3 Hoe moeten de saneringsplannen eruitzien?

In de meeste geavanceerde landen zijn dus fundamentele saneringsmaatregelen vereist. Deze consolidatiemaatregelen moeten in hoge mate op de uitgavenzijde worden gericht. Zoals reeds vermeld, hebben maatregelen die een beperking van de niet-productieve overheidsuitgaven beogen, immers een veel positiever effect op de economische groei op lange termijn dan ontvangstenverhogingen. Bovendien heeft de financiële en economische crisis ervoor gezorgd dat de uitgavenratio in vrijwel alle landen fors is toegenomen. In het eurogebied en het Verenigd Koninkrijk is die ratio gestegen van ongeveer 45 % bbp in 2007 tot ruim 50 % bbp in 2009. Ook in Japan is de uitgavenratio in die periode met bijna 7 procentpunt opgelopen, tot 42 % in 2009. In de Verenigde Staten bleef de stijging beperkt tot 3,1 procentpunt, waardoor de uitgavenratio toenam tot ongeveer 40 %. Samen met Frankrijk en Finland behoort België tot de landen waar de uitgavenratio zelfs is opgelopen tot circa 55 % bbp.

In combinatie met de aan de vergrijzing verbonden budgettaire kosten, die in sommige landen zeer aanzienlijk zijn, en de verwachting dat ook de rentelasten zullen oplopen, zijn dergelijke hoge uitgavenratio's niet of nauwelijks financieerbaar via overheidsontvangsten. Dat zou

GRAFIEK 5 TOTALE OVERHEIDSUITGAVEN VÓÓR EN NA DE ECONOMISCHE CRISIS
(in % bbp)



Bron: EC.

immers een zeer zware fiscale en parafiscale druk vergen, wat een negatieve impact zou hebben op de economische groei. In de meeste landen is er dus blijkbaar een selectiever overheidsoptreden vereist. Bij de onvermijdelijke besparingen in de overheidsuitgaven moeten hoe dan ook efficiëntiewinsten worden nagestreefd. Ook dienen de saneringen vooral te worden gericht op de uitgaven die als niet-productief worden beschouwd. De productieve overheidsuitgaven, daarentegen, onder meer die voor onderwijs, voor bepaalde investeringen en voor R&D, dienen bij voorkeur zoveel mogelijk te worden gespaard omdat zij een belangrijke stimulans zijn voor de economische groei op lange termijn.

Vanwege de omvang van de te leveren saneringsinspanning lijkt echter ook een verhoging van de overheidsontvangsten onvermijdelijk. In sommige landen met een relatief lage belastingdruk bestaat hiervoor een bruikbare marge. In heel wat landen is de heffingsdruk – in het bijzonder op de inkomens uit arbeid – momenteel echter reeds zeer zwaar, bijvoorbeeld in België. In deze landen zijn de marges om de ontvangsten te verhogen en zodoende de begroting te saneren, veeleer beperkt. Nochtans beschikken ook deze landen over een aantal mogelijkheden. Zo kan worden verwezen naar de discussies die momenteel op internationale fora worden gevoerd over de invoering van een specifieke belasting op financiële instellingen, die door sommigen wordt beschouwd als een vergoeding voor het systeemrisico dat deze instellingen inhouden. Daarnaast zijn er nog ruime marges inzake milieuheffingen of, als technische variëteit daarop, de verkoop van emissierechten. Door het instrument van de milieuheffingen op grotere schaal te benutten, zouden zowel milieu- als begrotingsdoelstellingen kunnen worden nagestreefd. Ten slotte moet een efficiëntere inning van de belastingen worden beoogd en kan een verbreding van de heffingsgrondslag worden overwogen.

De saneringsplannen dienen bij voorkeur ook maatregelen te omvatten die erop gericht zijn de aan de vergrijzing verbonden budgettaire kosten te beperken, zeker in landen die ter zake nog geen of onvoldoende hervormingen ten uitvoer hebben gelegd. Bij ongewijzigd beleid zijn het vooral de uitgaven voor gezondheidszorg en pensioenen die naar verwachting in tal van landen fors zullen stijgen. Maatregelen die de budgettaire kosten van de vergrijzing drukken, kunnen trouwens in sommige landen van cruciaal belang zijn om twijfels over de houdbaarheid van de overheidsfinanciën weg te nemen. Bovendien hebben maatregelen waarmee de effectieve pensioenleeftijd wordt opgetrokken of andere maatregelen met een effect op lange termijn geen rechtstreekse negatieve impact op het economisch

herstel, wat in de huidige omstandigheden zeer belangrijk is.

4. Budgettaire saneringsplannen in de Verenigde Staten, Japan en de Europese Unie

De G20 heeft de afgelopen jaren een belangrijke coördinerende rol gespeeld bij het bestrijden van de financiële en economische crisis. Wat het begrotingsbeleid betreft, werd afgesproken maatregelen te nemen ter ondersteuning van de binnenlandse vraag, zonder evenwel de houdbaarheid van de overheidsfinanciën uit het oog te verliezen. Op de top van Pittsburgh in september 2009 werd de noodzaak beklemtoond van samenwerking en coördinatie wanneer, te gepaste tijde, de buitengewone beleidsondersteuning zou worden afgebouwd. Op die top en ook tijdens volgende bijeenkomsten werd aldus opgeroepen om reeds geloofwaardige budgettaire exitstrategieën te ontwikkelen, rekening houdend met de landenverschillen en eventuele *spillover* effecten. Op de top van Toronto, in juni 2010, werd nogmaals de noodzaak onderstreept om, ter vrijwaring van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën, geloofwaardige, goed gefaseerde en voor de groei gunstige plannen uit te werken, gedifferentieerd en op maat van de nationale omstandigheden. Landen met ernstige budgettaire problemen moeten daarbij hun begrotingen sneller saneren. De wereldleiders beklemtoonden dat gezonde overheidsfinanciën essentieel zijn voor de opleving, flexibiliteit bieden om op nieuwe schokken te reageren, het vermogen verzekeren om het probleem van de vergrijzing aan te kunnen en vermijden dat overheidstekorten en -schulden naar toekomstige generaties worden doorgeschoven. Het saneringspad moet echter behoedzaam worden afgestemd om de opleving van de particuliere vraag te schragen. De risico's, enerzijds, dat een gesynchroniseerde begrotings-sanering over verschillende belangrijke economieën heen een ongunstige impact kan hebben op de opleving en, anderzijds, dat het verzuim om waar nodig saneringsplannen uit te voeren het vertrouwen zou ondermijnen en de groei zou belemmeren, moeten zorgvuldig worden afgewogen. Als weerspiegeling van dit evenwicht hebben de ontwikkelde landen zich verbonden tot, ten minste, een halvering van de overheidstekorten tegen 2013 en een stabilisatie van de overheidsschuld in % bbp tegen 2016.

4.1 Verenigde Staten

Nadat gedurende de jaren 2008-2009 reeds aanzienlijke bedragen werden toegekend om de economie te stimuleren, werd de budgettaire stimulus in 2010 nog

verhoogd. Dergelijke maatregelen kregen echter alsmaar meer tegenstand aangezien de druk om de budgettaire exit voor te bereiden, toenam. Medio 2010 had het Congres ter zake nog maar weinig concrete maatregelen goedgekeurd, maar de president heeft wel al een aantal voorstellen geformuleerd die een indicatie geven van de weg die men wil volgen.

De regering Obama heeft begin februari 2010 voor de overheidsfinanciën een pad voor de middellange termijn (met als horizon 2020) bekendgemaakt, samen met de federale begroting voor het begrotingsjaar 2011. Eind juni werd dit pad bijgesteld in de *mid-session review* van de begroting. Het federale overheidstekort zou in het begrotingsjaar 2011 dalen tot 9,2% bpb, tegen 10% bpb in 2010. Uit het begrotingstraject voor de komende tien jaar blijkt dat de regering het tekort vervolgens wil terugdringen tot 3,4% bpb in 2018. Daarna zou het deficit opnieuw stijgen tot 3,8% in 2020 onder invloed van toenemende, aan de vergrijzing verbonden kosten. De in het vooruitzicht gestelde daling van het tekort zou voornamelijk het resultaat zijn van het aflopen van de steunmaatregelen die de overheid nam in het kader van de crisis en van de verwachte economische opleving. Het tekort zal ook verkleinen door een aantal nieuwe maatregelen waarvan de belangrijkste zijn: het bevriezen, gedurende een periode van drie jaar, van de discretionaire uitgaven die geen betrekking hebben op de nationale veiligheid; het stroomlijnen van bestaande uitgavenprogramma's; het schrappen van de belastingvermindering voor de hoogste inkomens; het stopzetten van subsidies aan grote energiebedrijven en het invoeren van een heffing op de grote financiële instellingen. De federale overheidsschuld zou volgens de begrotingsvoorstellen toenemen van 53% bpb in het begrotingsjaar 2009 tot 77,4% in 2020. De totale overheidsschuld zou volgens de OESO oplopen van 83% bpb in 2009 tot 94,8% in 2011.

Om aan het begrotingsbeleid vorm te geven, werd bovendien een tweepartijencommissie opgericht (National Commission on Fiscal Responsibility and Reform), die tegen begin december concrete voorstellen moet uitwerken voor een nog grondiger sanering. De belangrijkste doelstellingen van deze commissie zijn om op middellange termijn, tegen 2015, het primair saldo in evenwicht te brengen en extra maatregelen voor te stellen om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn te garanderen.

Daarnaast werd opnieuw de zogenoemde PAYGO-regel ingevoerd. Die regel schrijft voor dat nieuwe uitgavenprogramma's of belastingverlagingen gecompenseerd moeten worden door besparingen of door belastingverhogingen op andere posten. Deze regel zal de vereiste budgettaire inspanning mee ondersteunen.

4.2 Japan

De nieuwe eerste minister plaatst het herstel van de overheidsfinanciën hoog op de agenda. Op 22 juni 2010 maakte hij de grote lijnen van zijn budgettaire saneringsplan bekend. Dat plan bevat ambitieuze doelstellingen, onder meer om tegen het begrotingsjaar 2020 een primair overschot te boeken (na een halvering van het primaire tekort tegen 2015). De hervormingen die noodzakelijk zijn om deze doelstellingen te bereiken, worden momenteel nog verder uitgewerkt. Het belastingstelsel zou grondig worden herzien; voor de begrotingsjaren 2011 tot 2013 zouden de overheidsuitgaven en de uitgifte van overheidsobligaties worden beperkt.

4.3 Europese Unie

4.3.1 Beslissingen van de Europese instanties en stabiliteitsprogramma's

Ondanks de risico's voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën, sprak de EC zich eind 2008 uit voor een herstelplan ten behoeve van de Europese economie. Een «Europees economisch herstelplan» werd goedgekeurd op de Europese Raad van 11 en 12 december 2008. Daarin werd aangedrongen op een onmiddellijke en gecoördineerde begrotingsimpuls, en werd de voorkeur gegeven aan acties die zouden bijdragen tot de verwezenlijking van de Lissabon-doelstellingen.

Vervolgens pleitten verschillende Europese instanties vrij snel voor begrotingsstrategieën waarin de steunmaatregelen voor de economie worden teruggedraaid. Zo stelde de Ecofin-Raad in oktober 2009 formeel vast dat – hoewel het herstel nog broos was en de hulpmaatregelen gehandhaafd moesten blijven – de tijd rijp was om een exitstrategie uit het ondersteuningsbeleid voor te bereiden en uit te stippelen. Bovenop de afschaffing van de relancemaatregelen beval de Raad een omvangrijke begrotingsconsolidatie aan. Binnen het kader van het stabiliteits- en groeipact diende de gecoördineerde strategie rekening te houden met de specifieke situatie van elk land; ze zou ook uiterlijk vanaf 2011 en in sommige landen zelfs vlugger moeten worden uitgevoerd. De saneringsplannen moesten ambitieus zijn en ruimschoots boven de in het pact opgenomen consolidatierferentie van jaarlijks structureel 0,5 procentpunt bpb uitkomen. Tot slot zou de exitstrategie gepaard moeten gaan met begeleidende maatregelen, bijvoorbeeld een versterkt begrotingskader – dat bijdraagt tot de geloofwaardigheid van de consolidatie –, alsook met maatregelen ter bevordering van de houdbaarheid op lange termijn en met structurele hervormingen om de productiviteit te verbeteren en de investeringen op lange termijn te stimuleren.

In november 2009 legde de Ecofin-Raad tevens de nadruk op het feit dat de verslechtering van de begrotingspositie de problemen ten gevolge van de vergrijzing complexer maakte. De Raad verzocht de lidstaten toen hun aandacht toe te spitsen op strategieën die gericht waren op het verzekeren van de houdbaarheid van hun overheidsfinanciën, onder meer in hun stabiliteits- en convergentieprogramma's.

Gelijktijdig met de geleidelijke koersverandering door de Ecofin-Raad en de EC, heeft ook de Raad van Bestuur van de ECB herhaaldelijk beklemtoond dat het belangrijk is de houdbaarheid van de overheidsfinanciën na te streven teneinde het vertrouwen te handhaven en het economisch herstel te bevorderen. De aankondiging en, vervolgens, de tenuitvoerlegging van ambitieuze exitstrategieën moesten bijdragen tot het verwezenlijken van deze doelstellingen.

Telkens het tekort van een land de drempel van 3 % bbp overschrijdt, onderzoekt de EC of deze overschrijding slechts uitzonderlijk en tijdelijk is, en of het tekort in de buurt van de drempel blijft. « Uitzonderlijk » betekent dat

de overschrijding het gevolg is van ofwel een gebeurtenis waarover de lidstaat geen controle heeft, ofwel een ernstige recessie. Na deze analyse besluit de Ecofin-Raad of er al dan niet sprake is van een buitensporig tekort.

Op dit ogenblik worden vijftien van de zestien lidstaten van het eurogebied beschouwd als landen met een buitensporig tekort omdat hun tekorten noch beperkt noch tijdelijk zijn. In het eurogebied heeft enkel Luxemburg een tekort dat nog niet als buitensporig wordt bestempeld.

Wanneer een buitensporig tekort wordt vastgesteld, legt de Raad bovendien een termijn op om dat tekort weg te werken. Normaliter stemt deze overeen met het jaar dat volgt op de vaststelling van een buitensporig tekort, maar soms kunnen uitzonderlijke omstandigheden ertoe nopen die termijn te verlengen. Zo werd de termijn voor alle betrokken landen met uitzondering van Finland een of meerdere malen verlengd omdat, enerzijds, de Commissie rekening hield met de weerslag van de economische en financiële crisis en oordeelde dat men moest vermijden dat een begrotingsconsolidatie de recessie zou rekken en, anderzijds, in een aantal landen corrigerende maatregelen werden genomen, die echter werden gevolgd door een belangrijke en onverwachte ongunstige economische gebeurtenis.

De momenteel opgelegde termijn voor de correctie van de buitensporige tekorten is 2011 voor Malta en Finland, 2012 voor Cyprus, België en Italië en 2013 voor de overige landen, met uitzondering van Ierland en Griekenland, die tijd krijgen tot 2014. Griekenland had in februari van dit jaar een eerste maal uitstel gekregen tot 2012; dat uitstel werd op 7 mei II. verlengd tot 2014. De versoepeling heeft te maken met het feit dat de economische bedrijvigheid tot in 2011 zou krimpen, het tekort voor 2009 groter uitviel dan aanvankelijk geraamd en de risicopremies die Griekenland nu moet betalen, fors zijn gestegen.

Als gevolg van die beslissingen hebben de Europese landen begin 2010 bijwerkingen ingediend van hun stabiliteitsprogramma's (of van hun convergentieprogramma's voor de landen die niet aan de monetaire unie deelnemen). Volgens deze bijwerkingen zouden de lidstaten uiterlijk tegen 2013 hun tekort terugdringen tot de drempel van 3 % bbp of iets lager. De enige uitzonderingen zijn Griekenland, het Verenigd Koninkrijk en Ierland, waarvan de termijn voor het wegwerken van het buitensporig overheidstekort na 2013 valt, terwijl Nederland dit zou moeten realiseren tegen 2013 maar een programma heeft ingediend waarvan de termijn is beperkt tot 2012.

De meeste landen met een omvangrijk begrotingstekort willen dit vanaf 2010 reduceren. Hiervan is Frankrijk het enige land waar het deficit zou blijven stijgen. Nederland,

TABEL 1 DOOR DE ECOFIN-RAAD GENOMEN BESLISSINGEN TOT VASTSTELLING VAN EEN SITUATIE VAN BUITENSPORIG TEKORT VOOR SOMMIGE LANDEN

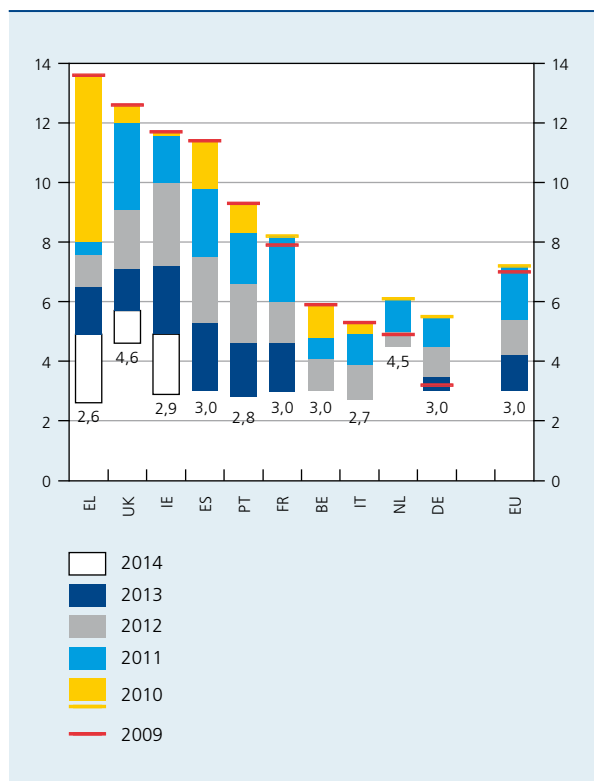
	Tekort 2009 ⁽¹⁾ (in % bbp)	Momenteel vastgestelde limiet voor de correctie van het buitensporig tekort
Duitsland	-3,3	2013
Frankrijk	-7,5	2013
Italië	-5,3	2012
Spanje	-11,2	2013
Nederland	-5,3	2013
België	-6,0	2012
Oostenrijk	-3,4	2013
Griekenland	-13,6	2014 ⁽²⁾
Finland	-2,2	2011
Ierland	-14,3	2014
Portugal	-9,4	2013
Slowakije	-6,8	2013
Slovenië	-5,5	2013
Cyprus	-6,1	2012
Malta	-3,8	2011

Bron: EC.

(1) Kennisgeving van maart 2010.

(2) Ontoereikende actie en volgende stap in de procedure (openbare kennisgeving).

GRAFIEK 6 VERLOOP VAN DE OVERHEIDSTEKORTEN VOLGENS DE STABILITEITSPROGRAMMA'S (OF CONVERGENTIEPROGRAMMA'S)⁽¹⁾
(in % bbp)



Bronnen: EC, nationale programma's.

(1) Sommige landen hebben, sinds de indiening van deze programma's, hun doelstellingen aangepast.

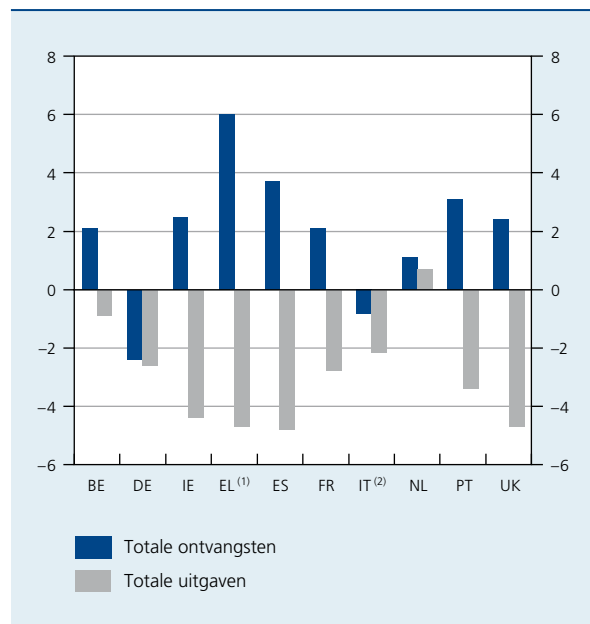
Duitsland, Finland en Luxemburg – die in 2009 met een minder groot tekort kampten – zouden hun tekort in 2010 nog enigszins laten vergroten. Voor de Europese Unie als geheel zou het tekort eerst blijven toenemen tot 7,2% bbp in 2010. Op het geaggregeerde niveau zou de consolidatie derhalve pas in 2011 zichtbaar worden, wanneer enkel Luxemburg volgens zijn stabiliteitsprogramma nog een verslechtering van zijn saldo zou laten optekenen. Volgens de stabiliteits- of convergentieprogramma's zou het gemiddelde financieringssaldo van de landen van de Europese Unie in 2013 teruglopen tot de drempel van 3% bbp. Soms bestaat er evenwel een groot verschil tussen de voornemens van de lidstaten om hun tekort terug te dringen en de tenuitvoerlegging van de vereiste maatregelen om deze doelstellingen te bereiken. Zo kunnen voor de meeste landen de in de stabiliteitsprogramma's vastgelegde begrotingsdoelstellingen, volgens de op 5 mei 2010 gepubliceerde voorjaarsprognoses van de EC, niet worden bereikt zonder nieuwe maatregelen. Voor de Europese Unie bedroeg de budgettaire consolidatie-inspanning die voor 2011 nog moest worden geleverd, gemiddeld 0,9 procentpunt bbp. Aangezien

sommige landen sindsdien besloten hebben nieuwe consolidatiemaatregelen te nemen, is de totale nog te leveren inspanning logischerwijze verkleind.

In tal van landen impliceert de omvang van de vereiste consolidatie dat simultaan maatregelen aan de ontvangsten- en aan de uitgavenzijde ten uitvoer worden gelegd. In landen met een reeds hoge ratio van de overheidsontvangsten zou de consolidatie door een verhoging van die ontvangsten gewoonlijk minder groot zijn dan in landen met een lagere ratio. Van de landen waar de ontvangstenratio in 2009 reeds hoger was dan 45% bbp, zijn dan ook alleen België en Frankrijk van plan die ratio tegen 2012-2013 nog op te voeren. Daarentegen zou de verhoging van de ontvangsten bijdragen tot de consolidatie in heel wat landen van de Europese Unie met een overheidsontvangstenratio van minder dan 45% bbp, behalve onder meer in Duitsland. Voor de Europese Unie als geheel zou deze ratio derhalve licht stijgen, namelijk van 43% bbp in 2009 tot 43,3% in 2012.

De verlaging van de uitgavenratio, daarentegen, is een vrijwel algemeen voornemen, dat qua omvang echter verschilt. Alleen Nederland, Luxemburg, Cyprus en Malta willen die ratio tussen 2009 en 2012-2013 verhogen.

GRAFIEK 7 GEPLANEDE VERANDERINGEN INZAKE OVERHEIDSUITGAVEN EN -INKOMSTEN
(in procentpunt bbp, tussen 2009 en 2012-2013)



Bronnen: EC, nationale programma's.

(1) Voor Griekenland betreft het de verplichtingen die voortvloeien uit de akkoorden van 2 mei 2010.

(2) Voor Italië is een deel van de inspanning om het nagestreefde saldo te bereiken, in zijn stabiliteitsprogramma nog niet verdeeld over ontvangsten en uitgaven. De nog te verdelen inspanning bedraagt 0,4% bbp in 2011 en 1,2% bbp in 2012.

Aan het andere uiteinde van het spectrum zou de verlaging niet minder dan 4,8 procentpunt bbp bedragen in Spanje. Gemiddeld beschouwd in de Europese Unie zou de uitgavenratio tussen 2009 en 2012 met 2,1 procentpunt bbp teruglopen.

4.3.2 Griekse schuldencrisis en beleidsreacties

Griekenland bevindt zich reeds heel lang in een netelige begrotingspositie. De Griekse overheidsschuld is – naar verhouding – de grootste van de landen van het eurogebied. Door de financiële en economische crisis zijn het overheidstekort en de overheidsschuld er beduidend opgelopen. Bovendien zou Griekenland, bij ongewijzigd beleid, op lange termijn af te rekenen krijgen met een scherpe toename van de aan de vergrijzing verbonden uitgaven, waardoor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën als zorgwekkend mag worden bestempeld.

In oktober 2009 bracht de forse opwaartse herziening van het overheidstekort in Griekenland spanningen teweeg op de markt van de effecten van de Griekse overheidsschuld. In april 2010 nam de ongerustheid over de houdbaarheid van de Griekse overheidsfinanciën toe, waardoor de rentetarieven waartegen de Griekse Staat zich kon financieren fors opliepen en zodoende een liquiditeitscrisis veroorzaakten. Bovendien doken besmettingseffecten op. De financiëlemarktpartijen richtten hun aandacht op de situatie van landen met soortgelijke, zij het veel minder acute problemen op het vlak van overheidsfinanciën en concurrentievermogen, bijvoorbeeld Portugal en Spanje. De vrees dat de insolventie van Griekenland, en eventueel van andere landen, verliezen teweeg zou brengen die de financiële sector zouden destabiliseren, dreef bovendien de financieringskosten van de banken op. Ten slotte gaf de mogelijke invloed van die onrust op de financiering van de economie aanleiding tot koersdalingen op de aandelenmarkten, tot een stijging van de in de bedrijfsobligaties vervatte risicopremies en tot een depreciatie van de euro.

De internationale autoriteiten hebben verschillende maatregelen genomen om de crisis in te dijken en de financiële stabiliteit in het eurogebied te vrijwaren. Zodoende zouden ze landen die te kampen hebben met een zelfvervullend wantrouwen op de financiële markten financieel bijstaan teneinde hun de tijd te geven hun geloofwaardigheid te herwinnen, en zouden ze tevens de werking van verstoorde markten herstellen en garanderen dat de overheidsfinanciën van landen in moeilijkheden grondig zouden worden gesaneerd.

Om te beginnen, hebben de Europese begrotingsautoriteiten en het IMF een systeem van conditionele financiële bijstand opgezet. Op 11 april 2010 bereikte de Eurogroep,

na een voorafgaand principieel akkoord van de staatshoofden en de regeringsleiders van de landen van het eurogebied op 25 maart 2010, overeenstemming over de concrete wijze van uitvoering van een noodfinanciering voor Griekenland. Deze noodfinanciering zou de vorm aannemen van bilaterale leningen van de verschillende andere landen van het eurogebied en van het IMF. In een eerste fase werd gesproken over een totaal bedrag aan bilaterale leningen van € 30 miljard. Na het officieel verzoek van de Griekse overheid tot activering van het steunpakket, werd op 2 mei 2010 het akkoord evenwel nader gepreciseerd en fors uitgebreid: in het kader van een driejarig programma zal Griekenland € 110 miljard kunnen lenen, waarvan 30 miljard bij het IMF en 80 miljard bij de overige lidstaten van het eurogebied. Aan die leningen is de voorwaarde verbonden dat Griekenland doortastende maatregelen neemt om zijn begroting te saneren (zie verderop). De overeenkomst voorziet ook in de tenuitvoerlegging van structurele hervormingen om de Griekse economie te versterken, onder meer via een vlottere werking van de arbeidsmarkt.

Omdat die beslissing slechts zeer tijdelijk rust bracht op de financiële markten, werd op de Ecofin-Raad van 9-10 mei 2010 besloten een Europees stabilisatiemechanisme in te stellen voor de duur van drie jaar, teneinde conditionele financiële bijstand te verlenen aan landen die in financieringsmoeilijkheden raken als gevolg van uitzonderlijke gebeurtenissen waar ze geen vat op hebben, en dat voor in totaal € 500 miljard. Een bedrag van € 60 miljard dat bestemd is voor alle EU-lidstaten, zou kunnen worden gefinancierd door leningen van de Europese Commissie. Bovendien zou een door de lidstaten van het eurogebied gewaarborgd *special purpose vehicle* tot € 440 miljard kunnen bijdragen tot de financiering van de bijstand aan landen van het eurogebied. Het IMF zou deelnemen aan de steunoperaties en zou de voorwaarden helpen uitwerken. Op dezelfde vergadering heeft de Raad uitdrukkelijk aangegeven de begrotingsconsolidatie en de structurele hervormingen waar nodig te zullen versnellen. In dat verband hebben de regeringen van Spanje en Portugal nieuwe begrotingsmaatregelen aangekondigd.

Nadat de Raad van Bestuur van de ECB de regels inzake waarborgen voor leningen van het Eurosysteem had aangepast, keurde hij op 10 mei 2010 een reeks maatregelen goed om de ernstige spanningen op bepaalde markten tot bedaren te brengen. De ECB besloot met name interventies te verrichten op de markten voor overheids- en bedrijfsobligaties van het eurogebied, teneinde het disfunctioneren van die markten weg te werken. Ze begon tevens opnieuw driemaands en zesmaands liquiditeiten tegen een vaste rente en voor een onbeperkt bedrag te verstrekken, alsook liquiditeiten in VS-dollar. Het doel van

het monetair beleid blijft prijsstabiliteit in het eurogebied: de beslissingen over de monetairbeleidskoers zullen worden genomen op grond van een evaluatie van zowel inflatierisico's – er moet onder meer worden vermeden dat een verkeerde perceptie van een monetaire financiering van de overheidssector inflatieverwachtingen zou wekken – als deflatierisico's – waarbij terdege rekening wordt gehouden met het effect van de begrotingsanering op de vraag en dus op de prijzen.

Tot slot is het de bedoeling om uit de crisis de nodige lessen te trekken teneinde het bestuur van het eurogebied te verbeteren, vooral met betrekking tot het begrotingsbeleid en -toezicht. Op 12 mei 2010 heeft de Europese Commissie een reeks voorstellen bekendgemaakt. Inmiddels heeft ook een werkgroep over economische *governance*, opgericht door de Europese Raad, zijn werkzaamheden aangevat. Die groep moet in oktober 2010 zijn conclusies voorleggen aan de Europese Raad.

Kader – Voorstellen van de werkgroep over economische *governance*, opgericht door de Europese Raad

Op basis van de vaststelling dat de huidige crisis onder meer het gevolg is van een gebrek aan respect voor de binnen de Europese Unie geldende regels en van de lacunes in de economischbeleidscoördinatie, heeft de EC aan de Europese instellingen een reeks voorstellen gericht om de coördinatie tussen die instellingen te versterken. Zo acht de EC het in een mededeling van 12 mei 2010 noodzakelijk maatregelen in te voeren om de werking van het stabiliteits- en groeipact te versterken, het toezicht op de macro-economische evenwichtsverstoringen uit te breiden, een «Europees semester» in te stellen dat de mogelijkheid biedt om het economisch beleid op Europees niveau in een vroeg stadium te coördineren, en het door de Raad op 9 mei goedgekeurd Europees stabiliseringsmechanisme in werking te stellen.

Op grond van dezelfde overwegingen heeft de Europese Raad van maart 2010 een werkgroep over economische *governance* opgericht. Deze werkgroep, onder leiding van de voorzitter van de Europese Raad, bestaat uit vertegenwoordigers – voornamelijk de ministers van Financiën – van alle lidstaten van de EU, een lid van de EC, de president van de ECB en de voorzitter van de Eurogroep. Deze werkgroep, die zich heeft laten leiden door onder meer de voorstellen van de EC, streeft vier grote doelstellingen na: ze wil de begrotingsdiscipline versterken door het stabiliteits- en groeipact efficiënter te maken, methoden vinden om de verschillen in concurrentievermogen tussen de landen te verkleinen, een mechanisme uitwerken om financiële crisissen op te lossen en het economische *governance* verbeteren. Op 17 juni werd een tussentijds verslag voorgelegd aan de Europese Raad, die de voorgestelde eerste richtsnoeren gedeeltelijk goedkeurde.

Zo zou – inzake overheidsfinanciën – de coördinatie *ex ante* moeten plaatsvinden en zouden de nationale begrotingsprocedures de stabiliteits- of convergentieprogramma's moeten omvatten. In dit verband zal een «Europees semester», lopende van het voorjaar tot de voorstelling van de begrotingen in de nationale parlementen, worden ingevoerd vanaf 2011. De nationale ontwerpbegrotingen zouden worden voorgelegd aan de EC en aan de andere lidstaten van de EU, die dan commentaar zouden leveren op de belangrijkste hypothesen die worden gehanteerd voor het opstellen van deze begrotingen en op de voornaamste begrotingsaggregaten. Dit tijdschema zou de mogelijkheid bieden om nog vóór de voorstelling aan de respectieve nationale parlementen, wijzigingen aan te brengen op nationaal niveau.

Daarnaast zou het stabiliteits- en groeipact moeten worden aangescherpt, wat een koersverandering impliceert ten opzichte van de versoepeling ervan in 2005. Het verstrengen van de regels zou zowel het preventieve als het corrigerende aspect van het pact moeten betreffen. De sancties zouden coherent moeten zijn en een progressief systeem volgen. De werkgroep heeft onder meer de mogelijkheid geopperd om zelfs sancties te nemen als het overheidstekort de drempel van 3% bbp niet overschrijdt, bijvoorbeeld als er geen reactie volgt na waarschuwingen of als het niveau van de schuld onrustwekkend stijgt. De Raad heeft deze elementen echter nog niet goedgekeurd. Ook de EC, die al een meer automatische toepassing van de regels en snellere sancties had voorgesteld, zou nog voorstellen indienen. Zij heeft ook reeds de mogelijkheid van nieuwe sancties aangekaart,



bijvoorbeeld het opschorten van betaling van sommige steunbedragen of subsidies, of het ontnemen van bepaalde stemrechten.

Bovendien zou de schuld – en meer algemeen de houdbaarheid van de overheidsfinanciën – een belangrijker plaats innemen in het uitgeoefende begrotingstoezicht. Dit zou de lidstaten er moeten toe aanzetten een begrotingshouding aan te nemen die beter rekening houdt met de vergrijzing van de bevolking en, ook in periodes van gunstige conjunctuur, saneringsdoelstellingen op middellange termijn na te streven. Concreet denkt de werkgroep aan de mogelijkheid om sneller de procedure bij buitensporige tekorten in te stellen voor landen waar de schuld niet voldoende snel afneemt.

In diezelfde gedachtegang meent de Europese Raad dat ervoor gezorgd moet worden dat de lidstaten op nationaal niveau aangepaste begrotingsregels opstellen en een begrotingskader op middellange termijn vastleggen dat in overeenstemming is met het stabiliteits- en groeipact. Deze regels en dit begrotingskader zouden ter goedkeuring worden voorgelegd aan de EC en de Raad.

De Europese Raad oordeelt dat hiertoe betrouwbare en onafhankelijk samengestelde statistieken zijn vereist, wat impliceert dat de nationale statistische instellingen aan geen enkele politieke invloed onderhevig mogen zijn. De EC stelt in dit verband een uitbreiding voor van de controles die Eurostat kan uitvoeren.

Behalve deze strikt aan begrotingsdiscipline verbonden aspecten, heeft de Raad ook reeds bepaalde denksporen goedgekeurd die de werkgroep inzake macro-economisch toezicht heeft gelanceerd. Het komt er vooral op aan een bordtabel te creëren waarmee evenwichtsverstoringen kunnen worden opgespoord, evenals elk mogelijk verlies aan concurrentiekracht of forse prijsstijgingen van de activa. De werkgroep stelt voor dat indien nodig aanbevelingen zouden kunnen worden geformuleerd op het gebied van budgettaire inkomsten en uitgaven, de werking van de markten of macroprudentiële maatregelen.

Tot slot onderzoekt de werkgroep ook de oprichting van een permanent systeem voor crisisbeheer, dat in het eurogebied uitermate noodzakelijk wordt geacht. Dat systeem zou de mogelijkheid bieden de hulpbehoevende lidstaten financieel bij te staan, maar dan onder strikte voorwaarden om problemen van *moral hazard* te vermijden, die de staten zouden aanzetten tot onverantwoordelijk gedrag.

Het eindverslag van de werkgroep over economische *governance* zal wellicht worden voorgesteld op de Europese Raad van oktober 2010.

4.3.3 Saneringsplannen en -maatregelen in Europa

Hierboven is toegelicht hoe voor de landen van de Europese Unie, in het kader van het stabiliteits- en groeipact, een gecoördineerde budgettaire exitstrategie werd uitgewerkt. Sommige landen hebben reeds vrij snel stappen gezet ter vrijwaring van houdbare overheidsfinanciën. Zo nam Duitsland medio 2009 in zijn grondwet een zogeheten «schuldenrem» op. Die «rem» wordt als een institutionele garantie voor begrotingsconsolidatie beschouwd. Aanvankelijk bleef de invulling van de budgettaire exitstrategie met specifieke maatregelen in de meeste landen voornamelijk beperkt tot het jaar 2010, terwijl voor de daaropvolgende jaren meestal slechts weinig concreet was gepland. Een en ander kwam naar

aanleiding van de Griekse schuldencrisis echter in een stroomversnelling.

Zo diende Griekenland zeer ingrijpende saneringsmaatregelen te nemen en diepgaande structurele hervormingen ten uitvoer te leggen, wilde het aanspraak kunnen maken op de internationale noodfinanciering. Spanje en Portugal van hun kant hebben, als reactie op het akkoord van de Ecofin-Raad van 9 mei 2010 om de plannen voor de budgettaire sanering en structurele hervormingen daar waar nodig te versnellen, hun begrotingsdoelstellingen voor 2010 en 2011 aangescherpt en omvangrijke aanvullende maatregelen aangekondigd. Kort daarop hebben tal van andere landen hun besluitvorming versneld en omvangrijke saneringsplannen afgekondigd.

Hieronder volgt een overzicht van de belangrijkste recente maatregelen in enkele landen.

Griekenland

Het saneringsplan van Griekenland impliceert een inspanning die moet leiden tot een verbetering van het structureel saldo met op z'n minst 10% bbp en die erop gericht is het begrotingstekort tegen 2014 te reduceren tot 2,6% bbp. De omvang van de eigenlijke saneringsinspanning wordt bij voorkeur ingeschat op basis van het verloop van het structureel primair saldo. Aangezien er redelijkerwijs mag worden van uitgegaan dat de rentelasten zullen stijgen, houden deze doelstellingen een begrotingsinspanning in die op 13% bbp wordt geraamd, en zulks bovenop de belangrijke maatregelen die de Griekse overheid in 2010 reeds heeft genomen.

In de voorwaarden voor de noodfinanciering zijn de specifieke saneringsmaatregelen die de Griekse overheid moet nemen teneinde het begrotingstekort terug te dringen, reeds in hoge mate omschreven. Aan de ontvangstenzijde gaat het onder meer om de invoering van een uniform, progressief belastingstelsel voor alle inkomens met inbegrip van de afschaffing van alle belastingvrijstellingen en regelingen van afzonderlijke belasting. Ook komt er een striktere belasting van bepaalde beroeps categorieën waar fiscale fraude legio zou zijn. Tevens is voorzien in een verhoging van de belasting op de toegevoegde waarde: nadat het normale btw-tarief op 15 maart 2010 reeds is opgetrokken van 19 tot 21%, zou er een

nieuwe verhoging volgen tot 23% en daarnaast zou de belastbare basis worden verruimd door, onder meer, het belasten van bepaalde diensten die op dit ogenblik zijn vrijgesteld en door het verschuiven van andere goederen en diensten van een verlaagd naar het normale tarief. Voorts is besloten de accijnzen op brandstoffen, tabak en alcohol te verhogen en in de periode 2011-2013 een tijdelijke «crisisbelasting» op bijzonder winstgevend ondernemingen te heffen; tevens is de geleidelijke invoering gepland van een nieuwe groene belasting op de uitstoot van CO₂.

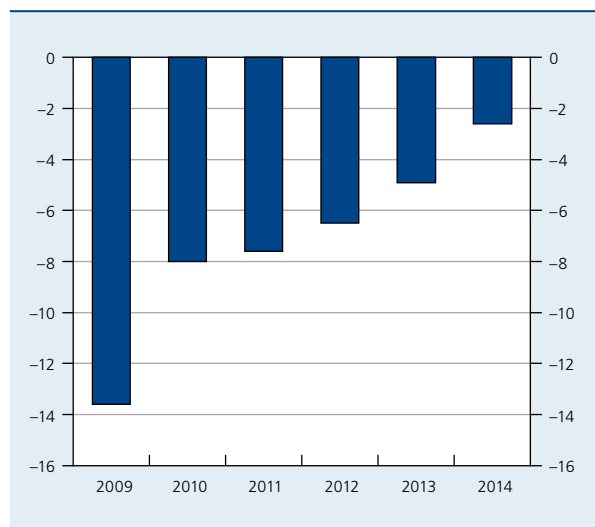
Aan de uitgavenzijde moet drastisch worden gesnoeid in de pensioenen en de ambtenarenlonen. Zo worden de maandbedragen van de hoogste pensioenen verlaagd. Daarnaast worden verschillende aan gepensioneerden en ambtenaren betaalde bonussen en vergoedingen afgeschaft of verminderd. Ten slotte worden ook flinke besparingen gepland bij het intermediair verbruik en de investeringen. Al met al gaat het om draconische ingrepen. Er worden evenwel in beperkte mate sociale accenten gelegd; zo worden de minimumpensioenen gevrijwaard.

De structurele hervormingen hebben betrekking op verschillende domeinen. Zo moet Griekenland effectieve maatregelen nemen om de budgettaire follow-up en de betrouwbaarheid van de macro-economische statistieken, vooral dan de statistische gegevens inzake de overheidsfinanciën, te versterken. Voorts worden bepaalde arbeidsmarkthervormingen opgelegd, zowel in de overheids- als in de private sector. Ten slotte moet uiterlijk tegen september 2010 de houdbaarheid van het pensioenstelsel op middellange en lange termijn via verschillende, duidelijk omschreven ingrepen worden verbeterd. Het gaat onder meer om de invoering van een uniforme wettelijke pensioenleeftijd van 65 jaar, een geleidelijke toename van het vereiste aantal werkjaren voor een volledig pensioen, de invoering van een minimumleeftijd voor pensionering (60 jaar), een verlaging van de huidige bovengrens voor pensioenbedragen, de vermindering van pensioenbedragen bij pensionering vóór 65 jaar, de invoering van een automatische koppeling van de wettelijke pensioenleeftijd aan de levensverwachting (vanaf 2020) en de invoering van formules om het verband tussen pensioenbedragen en betaalde bijdragen te versterken.

Spanje

In Spanje is de sanering van de overheidsfinanciën reeds gestart met de begroting van 2010. Deze omvat een aantal discretionaire maatregelen, onder meer een verhoging van de btw-tarieven vanaf juli 2010, hogere accijnzen en het terugschroeven van heel wat tijdelijke stimuleringsmaatregelen, zoals een belastingkrediet in

GRAFIEK 8 DOELSTELLINGEN INZAKE HET
FINANCIERINGSSALDO VAN GRIEKENLAND
(in % bbp)



Bron: EC.

de personenbelasting. In januari 2010 is voorts een omvangrijk soberheidsplan voor 2011-2013 aangekondigd, maar de maatregelen waren op dat ogenblik nog niet gedetailleerd uitgewerkt. Ook stelde de regering toen een hervorming van de pensioenen voor, die onder meer voorziet in het optrekken van de pensioenleeftijd van 65 tot 67 jaar. Met het aanvullende maatregelenpakket van mei 2010 werden de aangekondigde bezuinigingen versneld en opgevoerd: de doelstelling voor het begrotingstekort in 2010, vastgesteld op 9,8% bbb in het stabiliteitsprogramma, werd aangescherpt tot 9,3% bbb en in 2011 moet het deficit verder afnemen tot 6% bbb, terwijl in het stabiliteitsprogramma gewag werd gemaakt van 7,5% bbb. De maatregelen in het aanvullende pakket hadden ditmaal uitsluitend betrekking op een vermindering van de overheidsuitgaven, met iets meer dan € 5 miljard dit jaar en € 10 miljard in 2011. De meest in het oog springende bezuinigingen zijn een verlaging van de nominale lonen van de overheidsambtenaren met gemiddeld 5% vanaf medio 2010 en een bevrozing ervan in 2011, een daling van de overheidsinvesteringen, een opschorting van de indexering van de pensioenen in 2011 (met uitzondering van de laagste pensioenen), de afbouw van de vermindering in de personenbelasting bij geboorte of adoptie en andere besparingen in de sociale zekerheid, alsook het snoeien in de overdrachten aan regionale en lokale overheden. In het licht van deze beslissingen moet het overheidsdeficit in 2012 op 4,4% bbb uitkomen en in 2013 op 3% bbb.

Portugal

Ook de Portugese regering heeft in mei een nieuw maatregelenpakket aangekondigd met de bedoeling de sanering van de begroting te versnellen. De begroting 2010 voorziet reeds in het reduceren van het overheidsdeficit via, onder meer, een bevrozing van de lonen van de ambtenaren. Met het nieuwe plan wordt de doelstelling voor het begrotingstekort verscherpt tot 7,3% bbb in 2010, tegen 8,3% in het stabiliteitsprogramma, terwijl in 2011 4,6% bbb moet worden gehaald, tegen nog 6,6% bbb volgens het stabiliteitsprogramma. In tegenstelling tot het Spaanse aanvullende besparingspakket hebben de nieuwe maatregelen in Portugal voornamelijk betrekking op de inkomstzijde van de begroting. Het gaat met name over een verhoging van de btw-tarieven met 1 procentpunt en een verhoging van de tarieven in de personen- en vennootschapsbelasting. Ook de overheidsuitgaven worden aangepakt, onder meer via een vermindering van de overdrachten naar overheidsbedrijven en regionale en lokale overheden, een vermindering van de overheidsinvesteringen en een verlaging van de werkingskosten van de centrale overheid via, onder meer, een wervingsstop.

Italië

In Italië moet, overeenkomstig het stabiliteitsprogramma, het overheidstekort worden verminderd tot 3,9% bbb in 2011 en tot 2,7% bbb in 2012, het jaar waarin het buitensporig overheidstekort moet zijn weggewerkt. Daartoe waren, bovenop de bezuinigingen die reeds waren gepland in het driejarenpakket voor de overheidsfinanciën 2009-2011, aanvullende maatregelen nodig. Eind mei 2010 heeft de Italiaanse regering een besparingsplan aangekondigd van ongeveer € 25 miljard – dat is 1,5% bbb –, dat moet worden gerealiseerd in 2011 en 2012. De belastingen worden in principe niet verhoogd, maar de strijd tegen de fiscale fraude wordt opgevoerd. Aan de uitgavenzijde behelzen de belangrijkste maatregelen een bevrozing van de lonen van de overheidsambtenaren, een verlenging van de wervingsstop en besnoeiingen in de overdrachten naar de regionale en lokale overheden.

Ierland

Ierland, van zijn kant, heeft sedert medio 2008 reeds verschillende budgettaire saneringspakketten ten uitvoer gelegd en is er aldus in geslaagd de achteruitgang van de overheidsfinanciën te beperken. De begroting 2010 omvat een ingrijpend besparingspakket, ten belope van € 4 miljard of 2,5% bbb. Er wordt vooral bezuinigd op de overheidsuitgaven via, onder meer, een verlaging van de lonen bij de overheid, besparingen in de sociale uitgaven en lagere overheidsinvesteringen. Het stabiliteitsprogramma voorziet voorts in aanzienlijke saneringsmaatregelen teneinde het overheidstekort terug te dringen van 11,6% bbb in 2010 tot 2,9% bbb in 2014.

Frankrijk

Frankrijk heeft in de loop van 2010 belangrijke stappen gezet om zijn overheidsfinanciën te herstellen. Overeenkomstig het stabiliteitsprogramma moet het begrotingstekort aanzienlijk worden gereduceerd tot 6% bbb in 2011, 4,6% bbb in 2012 en 3% bbb in 2013. Eind januari 2010 riep de president een nationale conferentie voor het overheidstekort bijeen. Op die conferentie kregen verschillende werkgroepen de opdracht voorstellen te formuleren. Begin mei werd gestart met de voorbereiding van de driejarenbegroting 2011-2013. Deze moet voortbouwen op de driejarenplanning voor de overheidsuitgaven 2009-2011 die het beperken van de groei van de uitgaven van de centrale overheid tot de inflatie (nulgroei naar volume) als grondregel hanteert. De driejarenbegroting 2011-2013 moet gesteund blijven op het beheersen van de overheidsuitgaven. De uitgaven van de centrale overheid, met uitzondering van de rentelasten

op de overheidsschuld en de pensioenuitgaven, zouden tot 2013 nominaal worden bevroren. Daartoe moet het beleid van het niet-vervangen van één op twee overheids-ambtenaren die met pensioen gaan, worden voortgezet. De lopende werkingsuitgaven van de ministeries moeten op drie jaar met 10 % teruglopen, met een daling van 5 % vanaf 2011. Van de operatoren van de staat (universiteiten, musea, ...) zal een vergelijkbare inspanning worden gevraagd. Alle zogeheten interventie-uitgaven – dat is een geheel van toelagen en subsidies – zullen opnieuw worden onderzocht. Hoewel de belastingen in principe niet worden verhoogd, zullen de vrijstellingen, kortingen en verminderingen op het vlak van belastingen en sociale bijdragen worden verminderd. In mei riep de president de nationale conferentie voor het overheidstekort voor de tweede maal dit jaar samen. Er werd beslist dat, om de doelstellingen uit het stabiliteitsprogramma te kunnen verwezenlijken, het groeitempo van de uitgaven vanaf 2011 in de drie sectoren van de overheid moet worden afgeremd: de centrale overheid, de lokale overheden en de sociale zekerheid. Wat de uitgaven van de centrale overheid betreft, wordt verwezen naar de voorstellen in de kadernota voor het driejarenplan 2011-2013. De uitgaven van de lokale overheden moeten onder controle worden gebracht en de financiële overdrachten van de centrale overheid aan deze overheden zullen in nominale termen worden bevroren vanaf de planningsperiode 2011-2013. Voor de uitgaven inzake gezondheidszorg wordt de nominale groeinorm verder geleidelijk vertraagd van 3 % in 2010 tot 2,9 % in 2011 en 2,8 % in 2012. De president heeft tevens opgeroepen tot een hervorming van de pensioenen en een herziening van de grondwet waarbij aan iedere regering voor de periode van haar mandaat een verplicht pad voor het structurele overheidssaldo zou worden opgelegd alsook een datum voor het bereiken van een begrotingsevenwicht. Medio 2010 stelde de regering ook een hervorming van de pensioenen voor, als gevolg waarvan, onder meer, de wettelijke pensioenleeftijd geleidelijk zou verhogen van 60 tot 62 jaar in 2018.

Duitsland

De Duitse regering heeft begin juni 2010 de grondslag gelegd om de vanaf 2011 voorgenomen begrotingsanering in concrete maatregelen om te zetten. Zoals hoger vermeld, zette Duitsland medio 2009 reeds een belangrijke stap – uniek in de Europese Unie – om de houdbaarheid op lange termijn van de overheidsfinanciën te verzekeren, met name door in de grondwet de «schuldenrem» op te nemen. Deze nieuwe begrotingsregel zal vanaf 2011 van toepassing zijn en houdt in dat het structurele tekort van de federale overheid vanaf 2016 niet groter mag zijn dan 0,35 % bbb, terwijl de begroting van de deelstaten vanaf 2020 structureel in evenwicht moet

zijn. Een stabiliteitsraad waarin de federale overheid en de deelstaten zitting hebben, zal waken over de overheidsfinanciën teneinde dreigende ontsporingen vroegtijdig te identificeren en bij te sturen.

De begin juni 2010 door de regering voorgestelde begrotingsoperatie behelst een financieel plan waarvan de impact toeneemt van € 11 miljard in 2011 tot € 28 miljard in 2014 – ongeveer 1 % van het bbb – op basis waarvan de doelstellingen van het stabiliteitsprogramma en de grondwettelijke verplichting moeten kunnen worden gerealiseerd. Volgens het stabiliteitsprogramma moet het overheidstekort gereduceerd worden tot 4,5 % bbb in 2011, 3,5 % bbb in 2012 en 3 % bbb in 2013. In de voorgestelde maatregelen worden investeringen in onderwijs en onderzoek uitdrukkelijk gespaard en de extra middelen die hiervoor waren uitgetrokken, blijven behouden. De inkomstenbelasting en de btw worden niet verhoogd. Wel komt er een belasting voor elektriciteitsproducenten die hun kerncentrales langer mogen openhouden en financiële transacties zouden vanaf 2012 onderworpen worden aan een heffing, evenwel te realiseren in Europees verband. Voorts worden bepaalde energiebelastingvoordelen beperkt en komt er een vliegtaks voor passagiers die uit Duitse luchthavens vertrekken. De belangrijkste bezuinigingen moeten echter aan de zijde van de overheidsuitgaven worden gerealiseerd, met name in de sociale uitgaven. Zo worden onder meer de vergoedingen toegekend aan langdurig werklozen verminderd. Het Federaal Arbeidsbureau zal de werkloosheidsuitkeringen meer gericht toekennen, zodat het automatisch karakter ervan wegvalt. Het ouderschapsgeld wordt voor bepaalde inkomenscategorieën verminderd en voor langdurig werklozen afgeschaft. Voorts moet in de overheidsadministratie verder worden bezuinigd; zo moet tegen 2014 het aantal federale ambtenaren permanent met meer dan 10.000 eenheden worden verminderd. Tevens moet worden onderzocht hoe de gewapende strijdkrachten met 40.000 manschappen kunnen worden gereduceerd.

Nederland

Net zoals Duitsland effende Nederland al vroeg het pad voor de gezondmaking van de overheidsfinanciën. Zo werden reeds in het aanvullend beleidsakkoord van maart 2009, waarin nog een aanzienlijk extra maatregelenpakket was opgenomen om de economie te stimuleren en de gevolgen van de crisis in te dijken, duidelijke afspraken gemaakt over het herstel van de overheidsfinanciën en de houdbaarheid ervan op lange termijn. Afsproken werd dat bij een voldoende economisch herstel in 2011 zou worden gestart met de sanering van de overheidsfinanciën. In dat akkoord werd ook het voorstel geformuleerd

de leeftijd voor het basispensioen (AOW) te verhogen van 65 tot 67 jaar. In september 2009, bij de voorstelling van de begroting 2010, werden de zogenoemde «brede heroverwegingen» aangekondigd. De bedoeling daarvan was om in het licht van de aanzienlijke verslechtering van de overheidsfinanciën fundamentele keuzen voor te bereiden op het vlak van de collectieve voorzieningen. De rapporten «brede heroverwegingen» werden op 1 april 2010 aan de Tweede Kamer voorgelegd. Hierin worden op twintig beleidsterreinen de beleidsvarianten met bezuinigingsmaatregelen geïnventariseerd waarbij telkens ten minste één variant leidt tot een uitgavenbesparing van 20%. Terwijl het Nederlandse stabiliteitsprogramma voor 2012 gewag maakt van een overheidstekort van 4,5% bbp, stelt het Centraal Planbureau in de ramingen voor de middellange termijn van maart 2010 vast dat, in het licht van de vergrijzing van de Nederlandse bevolking, in 2015 een begrotingsoverschot van 1,5% bbp vereist is om de overheidsfinanciën houdbaar te maken. Daartoe is een structurele verbetering van het begrotingssaldo nodig voor een bedrag van in totaal zowat 5% van het bbp. De «brede heroverwegingen» kunnen als basis dienen voor onderbouwde keuzebepalingen door de nieuwe regering.

Verenigd Koninkrijk

In het Verenigd Koninkrijk heeft de nieuwe regering eind juni 2010 een vijfjarenplan aangekondigd waarmee de inspanningen om de overheidsfinanciën te saneren, sterk worden opgevoerd. Het is de bedoeling het overheidstekort, dat door de Europese Commissie in 2010 op 12% bbp wordt geraamd en dat overeenkomstig het in januari 2010 ingediende convergentieprogramma zou afnemen tot 4,6% bbp in het begrotingsjaar 2014-2015, in een versneld tempo terug te brengen tot 1,2% bbp in 2015-2016⁽¹⁾. Hiertoe voorziet het herstelplan in aanvullende maatregelen die geleidelijk toenemen van £ 8 miljard – ongeveer 0,6% van het bbp – in het begrotingsjaar 2010-2011 tot £ 40 miljard in 2014-2015. De klemtoon ligt vooral op bezuinigingen in de uitgaven waarvan het belang in de maatregelen toeneemt tot ongeveer 80%. Het gaat onder meer over gestaag oplopende bezuinigingen in de sociale uitkeringen, tot £ 11 miljard in 2014-2015, en de bevrozing van de lonen bij de overheid gedurende twee jaar, behalve voor de minstverdienenden. De belastingverhoging omvat onder meer een verhoging van het standaard btw-tarief van 17,5 tot 20% vanaf januari 2011, een verhoging van de taks op kapitaalwinsten voor belastingbetalers in de hoogste schalen en een heffing op de balansen van de banken vanaf januari 2011. Tegelijkertijd worden enkele maatregelen getroffen ter ondersteuning van de economie, bijvoorbeeld een geleidelijke vermindering van de vennootschapsbelasting van 28 tot 24% over vier jaar

vanaf april 2011 en een verhoging van de belastingvrijstellingen in de personenbelasting.

België

België liet in 2009 een tekort van 6% bbp optekenen, wat minder ongunstig is dan het Europese gemiddelde. Volgens de laatste bijwerking van zijn stabiliteitsprogramma verbindt België er zich toe snel een inspanning te leveren om reeds in 2012 terug te keren naar de drempel van 3%. Enerzijds voorziet dit programma in een verhoging van de ontvangsten met 2,1 procentpunt bbp tussen 2009 en 2012, zonder hogere belastingen op arbeid, met uitzondering van de afschaffing van de jobkorting in het Vlaams Gewest. Anderzijds zouden de uitgaven tussen 2009 en 2012 met 0,9 procentpunt bbp worden teruggedrongen, vooral in 2012. Voor de jaren nadien verbindt België er zich in dat programma toe in 2015 opnieuw een begrotingsevenwicht te boeken door tussen 2012 en 2015 zijn tekort met één procentpunt bbp per jaar te verkleinen.

Bij ongewijzigd beleid verwacht het Federaal Planbureau dat het overheidstekort zich op ongeveer 5% bbp zou stabiliseren. Om zijn verplichtingen na te komen, moet België dus nog belangrijke maatregelen nemen in het kader van de begrotingen van de volgende jaren.

Conclusies

In de nasleep van de financiële en economische crisis zijn de begrotingstekorten in de meeste geavanceerde economieën fors opgelopen, waardoor de overheidschulden er snel toenemen. De huidige toestand van de overheidsfinanciën kan in deze landen als zorgwekkend worden bestempeld.

Om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te herstellen, zijn in heel wat landen dan ook zware saneringsinspanningen vereist. Hoewel een snelle en beduidende saneringsinspanning, simultaan uitgevoerd door een grote groep landen, het economisch herstel enigszins zou kunnen afremmen, zou een uitstel van de consolidatie-inspanningen daarentegen het wantrouwen van de economische subjecten kunnen opwekken, aanleiding kunnen geven tot financieringsrisico's en kunnen resulteren in sterk stijgende rentetarieven. De problemen waarmee Griekenland te kampen kreeg, zijn daar een treffende illustratie van.

(1) De doelstelling van 1,2% bbp betreft het zogenoemde *Treaty deficit*. Voor het door de Britse autoriteiten gehanteerde *Public sector net borrowing* concept van de begroting bestaat de doelstelling erin het tekort te beperken tot 1,1% bbp in 2015-2016.

Om twijfels over de kredietwaardigheid van landen weg te nemen, is het dan ook raadzaam niet te dralen met de aankondiging van concrete en geloofwaardige saneringsplannen, zelfs indien de maatregelen pas tijdens de komende jaren zullen worden geïmplementeerd. De timing en omvang van de consolidatie-inspanningen hangen af van landenspecifieke omstandigheden. Landen die worden geconfronteerd met hoge of snel oplopende rentetarieven en eventueel ook financieringsrisico's moeten de saneringsmaatregelen uiteraard onmiddellijk ten uitvoer leggen, terwijl in andere landen de aanpassing geleidelijker kan verlopen.

De omvang van de in de meeste landen noodzakelijke saneringsinspanningen maakt dat er inzake de samenstelling van de consolidatieplannen geen beperkingen kunnen worden opgelegd. De voorkeur dient evenwel uit te gaan naar structurele maatregelen die de niet-groei-bevorderende overheidsuitgaven reduceren of de toename van de vergrijzingsgebonden uitgaven kunnen temperen. Ondanks de reeds zware verplichte heffingsdruk

in tal van landen kunnen extra overheidsontvangsten echter niet worden uitgesloten.

De meeste landen zijn inmiddels gestart met de voorbereiding van de budgettaire exitstrategieën. Zo worden begrotingsdoelstellingen in het vooruitzicht gesteld die een terugkeer zullen inluiden naar gezonde overheidsfinanciën. In sommige landen zijn ondertussen reeds concrete saneringsmaatregelen uitgewerkt. Nadat Griekenland te kampen kreeg met problemen om zijn overheidsschuld te financieren, heeft het land ingestemd met een omvangrijk saneringspakket in het kader van de noodfinanciering door de overige landen van het eurogebied en het IMF. Kort daarop hebben tal van landen concrete saneringsplannen uitgewerkt. In andere landen daarentegen moeten dergelijke plannen nog concreet vorm krijgen. Ook voor deze laatste groep van landen is een kordaat overheidsoptreden echter dringend vereist, temeer daar het uitstellen van de noodzakelijke saneringsinspanningen grote risico's zou inhouden.

Bibliografie

- Bundesministerium der Finanzen (2009a), «Schuldenbremse im Gesetzgebungsverfahren», *Wirtschaft und Verwaltung*, 5 Mai (www.bundesfinanzministerium.de).
- Bundesministerium der Finanzen (2009b), «Historische Entscheidung: Schuldenbremse kommt», *Wirtschaft und Verwaltung*, 29 Mai (www.bundesfinanzministerium.de).
- Bundesministerium der Finanzen (2010), «Nachhaltig Sparen – Gerecht Sparen: Das Zukunftspaket der Bundesregierung», *Wirtschaft und Verwaltung*, 9 Juni (www.bundesfinanzministerium.de).
- Cecchetti S.G., M.S. Mohanty en F. Zampolli (2010), *The future of public debt: Prospects and implications*, BIS, Working Paper 300.
- Council of the European Union (2009), *Council conclusions on fiscal exit strategies*, 2967th Economic and Financial Affairs, Luxembourg, 20 oktober.
- Council of the European Union (2010a), *Council opinion on the updated stability programme of Belgium, 2009-2012*, Official Journal of the European Union, C143/01, June 2.
- Council of the European Union (2010b), *Council opinion on the updated stability programme of France, 2009-2013*, Official Journal of the European Union, C140/02, May 29.
- Council of the European Union (2010c), *Council opinion on the updated stability programme of Germany, 2009-2013*, Official Journal of the European Union, C140/03, May 29.
- Council of the European Union (2010d), *Council opinion on the updated stability programme of Greece, 2010-2013*, February 16.
- Council of the European Union (2010e), *Council opinion on the updated stability programme of Ireland, 2009-2014*, Official Journal of the European Union, C142/02, June 1.
- Council of the European Union (2010f), *Council opinion on the updated stability programme of Italy, 2009-2012*, Official Journal of the European Union, C142/03, June 1.
- Council of the European Union (2010g), *Council opinion on the updated stability programme of Portugal, 2009-2013*, Official Journal of the European Union, C144/02, June 3.
- Council of the European Union (2010h), *Council opinion on the updated stability programme of Spain, 2009-2013*, Official Journal of the European Union, C146/01, June 4.
- Council of the European Union (2010i), *Council opinion on the updated stability programme of the Netherlands, 2009-2012*, Official Journal of the European Union, C146/03, June 4.
- Council of the European Union (2010j), *Council opinion on the updated convergence programme of the United Kingdom, 2009/2010-2014/2015*, Official Journal of the European Union, C146/04, June 4.
- De Tijd (2010), *Italië treedt toe tot groeiende Europese besparingsclub*, 26 mei.
- Dury D., G. Langenus, K. Van Cauter en L. Van Meensel (2009), «De economische relanceplannen», *NBB, Economisch Tijdschrift*, september, 63–78.
- EC (2006), «The long-term sustainability of public finances in the European Union», *European Economy*, 4/2006.

- EC (2009a), « Sustainability report 2009 », *European Economy*, 9/2009.
- EC (2009b), « European economic forecast – Autumn 2009 », *European Economy*, 10/2009.
- EC (2010a), *Recommendation for a Council opinion on the updated stability programme of Belgium, 2009-2012*.
- EC (2010b), *Overview of the stability and convergence programmes*, niet-gepubliceerde nota ter attentie van het Economisch en Financieel Comité.
- EC (2010c), « European economic forecast – Spring 2010 », *European Economy*, 2/2010.
- EC (2010d), *Assessment of the action taken by Belgium, the Czech Republic, Germany, Ireland, Spain, France, Italy, the Netherlands, Austria, Portugal, Slovenia and Slovakia in response to the Council recommendations of 2 December 2009 with a view to bringing an end to the situation of excessive government deficit*, Communication from the Commission to the Council, COM (2010) 329, 15 juni.
- EC (2010e), « Public finances in EMU 2010 », *European Economy*, 4/2010.
- EC (2010f), *Stability and convergence programmes (or updates): 2009-2010* (ec.europa.eu/economy-finance/spg/convergence/programmes/2009-2010_en.htm).
- ECB (2010), *Jaarverslag 2009*.
- Elysée, Présidence de la République (2010), *Relevé de conclusions de la 2^e conférence sur le déficit*, 20 mai.
- Eurostat (2010), *Provision of deficit and debt data for 2009 – first notification*, Eurostat news release 55/2010, 22 april.
- Government of Spain (2010a), *Parliament ratifies the extraordinary measures to reduce the public deficit*, 27 mei (www.la-moncloa.es).
- Government of Spain (2010b), *The Government approves measures to reduce the public deficit*, 20 mei (www.la-moncloa.es).
- G20 (2010), *The G-20 Toronto Summit declaration*, 26-27 juni (www.g20.org/pub_communique.aspx).
- HM Treasury (2010a), *Convergence programme for the United Kingdom*, January.
- HM Treasury (2010b), *Budget 2010*, June.
- IMF (2009), *The state of public finances cross-country fiscal monitor*, SPN/09/25, November.
- IMF (2010), *Navigating the fiscal challenges ahead*, Fiscal Monitor, May 14.
- Ministerie van Financiën (2009), *Aanvullend beleidsakkoord maart 2009*, maart (www.minfin.nl).
- Ministerie van Financiën (2010), *Rapporten brede heroverwegingen opgeleverd*, april (www.minfin.nl).
- Ministry of finance of the People's Republic of China (2010), *Report on the implementation of the central and local budgets for 2009 and the draft central and local budgets for 2010*, Third Session of the Eleventh National People's Congress, 5 maart.
- Nationale Bank van België (2010), « Economische projecties voor België – Voorjaar 2010 », *Economisch Tijdschrift*, juni, 7–27.

OECD (2009), *Economic Outlook 86*, Volume 2009/2, November.

OECD (2010), *Economic Outlook 87*, Volume 2010/1, Preliminary version, May.

Office of Management and Budget (2010), *Budget of the US Government – Fiscal Year 2011*.

Prime Minister of Japan and his Cabinet (2010), *Fiscal management strategy (Executive Summary) – For the security and hope of the people*, 22 juni.

République Française (2010a), *Le budget pluriannuel de l'état (2009-2011)*, Le Forum de la performance, juni (www.performance-publique.gouv.fr).

République Française (2010b), Premier Ministre, Communiqué de presse, 6 mei.

van Riet A. (ed.) (2010), *Euro area fiscal policies and the crisis*, ECB, Occasional Paper 109.

Energiemarkten en de macro-economie

V. Baugnet
D. Dury⁽¹⁾

Inleiding

Energie speelt een cruciale rol in de werking van de economieën, met name in geavanceerde economieën zoals het eurogebied of België. Ze is belangrijk in alle aspecten van het dagelijks leven van de huishoudens, in het verkeer van personen en goederen en als input in de verschillende productieactiviteiten. Zo is energie een wezenlijk element van de consumptieve bestedingen van de huishoudens en van de productiekosten van de ondernemingen.

De energieprijs is recentelijk bijzonder volatiel gebleken. Met name de prijs van ruwe aardolie – in de jaren negentig ongeveer \$20 per vat – is sinds 2004 gestaag gestegen. Medio 2008 bereikte hij een recordhoogte van nagenoeg \$150; vervolgens liep hij terug tot iets minder dan \$35 aan het einde van datzelfde jaar. Sindsdien herstelde de prijs per vat zich en op 16 augustus 2010 – de afsluitingsdatum voor dit artikel – beliep hij \$75. De verwachte toename van de mondiale vraag naar energie, onder meer als gevolg van de ontwikkeling van de opkomende economieën, en het schaarser worden van sommige energiebronnen zijn factoren die de stijging van de prijzen in de toekomst structureel in de hand zullen werken, eventueel gematigd door de toenemende marktpenetratie van hernieuwbare energie en de trendmatige daling van de energie-intensiteit in de industrielanden. De prijzen zouden zeer volatiel kunnen blijven. Naast de mogelijke invloed van factoren van financiële aard is het prijsverloop immers tegelijkertijd afhankelijk van de dynamiek van de vraag, van de intensiteit van de investeringen waarmee nieuwe olievelden kunnen worden ontgonnen en van de opkomst van nieuwe technologieën. De klimaatgerelateerde kwesties worden steeds meer in

het economisch beleid geïntegreerd: de in dat kader genomen maatregelen beïnvloeden de consumptiewijzen en de vorming van de energieprijzen.

Gelet op al die elementen, is het belangrijk te weten wat het verloop van de energieprijs bepaalt en hoe de schokken op de mondiale aardolieprijzen – die een belangrijke rol spelen – in fine doorwerken in de bedrijvigheid en in de prijzen. Die informatie is onder meer noodzakelijk om het monetair beleid uit te stippelen. Om die reden heeft de ECB aan dit thema het Structural Issues Report 2010 gewijd, dat ze samen met de NCB's van het Eurosysteem heeft opgesteld (cf. ECB, 2010). Dit artikel is grotendeels gebaseerd op de resultaten van die studie en focust op de specifieke Belgische kenmerken. In het eerste deel worden, in termen van productie, invoer, verbruik, afhankelijkheid en energie-intensiteit, de belangrijke langetermijntendensen van de Belgische energiemarkten beschreven. Het tweede deel bevat een analyse van de prijsvorming op de verschillende markten van eindproducten, alsook van de werking van die markten. In het derde deel worden eerst de voornaamste mechanismen voor de transmissie van de olieprijs naar de bedrijvigheid en de inflatie theoretisch toegelicht; dan volgt een illustratie aan de hand van simulaties op basis van econometrische modellen. Het laatste deel presenteert de conclusies.

(1) De auteurs wensen K. Burggraeve, D. Cornille, F. Coppens en C. Swartenbroekx te bedanken voor hun bijdrage aan het artikel.

1. Langetermijntendensen in de productie en het verbruik van energie

Productie, invoer, bruto-energieverbruik en energieafhankelijkheid

Het evenwicht op de energiemarkten resulteert uit de wisselwerking tussen de primaire productie, de netto-invoer en het bruto-energieverbruik. De primaire productie is de productie die resulteert uit het gebruik van binnenlandse natuurlijke rijkdommen. Tot 1975 was de primaire energieproductie in België enkel afkomstig van steenkool. De geleidelijke stopzetting van de ontginning leidde tot een gestage vermindering van de primaire productie: van 13,9 miljoen ton-petroleumequivalent (TPE) in 1960, liep ze terug tot 6 miljoen in 1974; aan het einde van de jaren negentig was er totaal geen productie meer. In de tweede helft van de jaren zeventig kwam kernenergie tot ontwikkeling. Daardoor kon de neerwaartse tendens van de primaire energieproductie worden omgebogen. Bij statistische overeenkomst wordt kernenergie geacht in het binnenland te zijn geproduceerd, terwijl uranium wordt ingevoerd⁽¹⁾. In de jaren tachtig ontwikkelde kernenergie zich bijzonder snel als gevolg van de in productie name van vier bijkomende centrales; sinds 1997 stabiliseerde de productie van kernenergie zich op 12 miljoen TPE per jaar. De hernieuwbare energie van haar kant ontwikkelde zich aan het begin van de jaren negentig, zij het eerst schuchter. De groei van de hernieuwbare energie tijdens de laatste twintig jaar was voornamelijk toe te schrijven aan de ontwikkeling van de biomassa-energie (hout, biogas en afval). In 2008 was de biomassa-energie goed voor 95 % van de primaire energieproductie op basis van hernieuwbare bronnen (namelijk 2 miljoen TPE); de rest bestond uit een geringe stabiele productie afkomstig van waterkrachtcentrales en een productie op basis van zonne- en windenergie – deze laatste neemt vrij snel toe sedert 2004. Gelet op de specifieke kenmerken van België – de beperkte hoeveelheid zonneschijn, de hoge bevolkingsdichtheid, enz. –, hebben vooral de biomassa, en in mindere mate de windenergie, het grootste groeipotentieel in termen van hernieuwbare energie.

Het niet aanwezig zijn van aardolie en aardgas en de geleidelijke sluiting van de steenkoolmijnen konden slechts gedeeltelijk gecompenseerd worden door de ontwikkeling van kernenergie en hernieuwbare energie. Bijgevolg is België, teneinde te kunnen voorzien in zijn verbruiksbehoeften, steeds aangewezen op invoer. Sedert 1960 wordt een zeer duidelijk parallel verloop van de invoer en het bruto-energieverbruik opgetekend. Het gaat hierbij om het brutoverbruik, gemeten op het niveau van de winning en de productie van de verschillende primaire energiebronnen, dat

wil zeggen vóór de omzetting ervan in finale energievormen (met name in elektriciteit en in geraffineerde olieproducten).

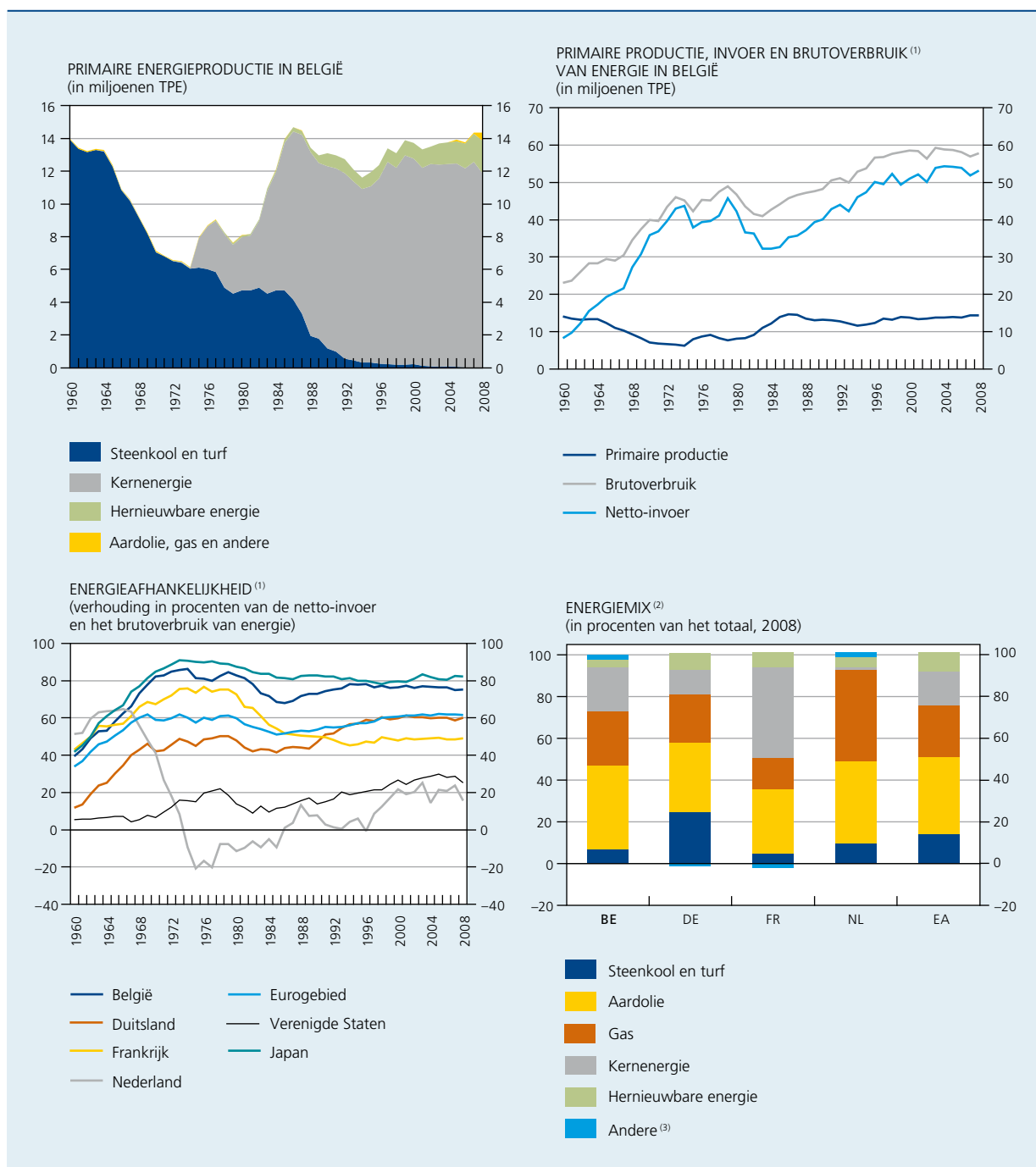
In de loop van de jaren zestig en tijdens een groot gedeelte van de jaren zeventig nam het bruto-energieverbruik in België snel toe: in 1960 beliep het 23,1 miljoen TPE, twintig jaar later was dat meer dan het dubbele en in 1979 kwam het op 49 miljoen TPE uit. De netto-invoer evolueerde sneller, gelet op de noodzaak de geleidelijke afbouw van de binnenlandse steenkoolmijnen te compenseren: in 1960 vertegenwoordigde hij 8,2 miljoen TPE, in 1979 overschreed hij de lat van 45 miljoen TPE. Na de olieschokken van 1973 en 1979 ging het energieverbruik echter trager groeien. In België werd die groei zelfs negatief aanzien er maatregelen waren genomen om dat verbruik te beperken en zodoende ons land minder energieafhankelijk te maken, vooral wat aardolie betrof. Vanaf 1983 tot de jaren 2000 nam het bruto-energieverbruik opnieuw toe; de invoer volgde een parallel traject. In 2003-2004 werd met 59,1 miljoen TPE voor het brutoverbruik en 54,1 miljoen TPE voor de netto-invoer een hoogtepunt bereikt. Sedertdien wordt een stabilisering of zelfs een lichte vermindering van het energieverbruik en de energie-invoer opgetekend, vooral ten gevolge van de daling van de energie-intensiteit, zoals verderop in dit artikel wordt toegelicht.

De verhouding tussen de netto-invoer en het brutoverbruik van energie meet de energieafhankelijkheid. Deze laatste geeft aan in welke mate de binnenlandse productie ontoereikend is om in de energiebehoeften te voorzien. Er moet echter rekening mee worden gehouden dat de invoerstatistiek de hoeveelheden olieproducten omvatten die worden geleverd aan de internationale zee- en luchtbunkers, zonder dat die een binnenlands verbruik vertegenwoordigen. Het kan om aanzienlijke hoeveelheden gaan, vooral in landen met een grote havenactiviteit, zoals België, waar die hoeveelheden voor 2008 geraamd werden op ongeveer 9,1 miljoen TPE. Ongerekend die factor, bedroeg de energieafhankelijkheid van ons land in 2008 75 %.

Nadat België's energieafhankelijkheid in de jaren zestig fors was gestegen (van 39 % in 1960 tot 82 % in 1970), stabiliseerde ze zich. Tot de eerste helft van de jaren tachtig nam ze zelfs af (in 1985 bedroeg ze 68 %). Vervolgens nam ze tot het begin van de jaren negentig opnieuw toe, waarna ze zich stabiliseerde op ongeveer 75 %. In vergelijking met het eurogebied, was de toename van de afhankelijkheidsgraad in België tussen 1965 en 1975

(1) Het opstellen van een energiebalans vereist de omzetting van de primaire bronnen naar hun energetisch equivalent, wat veronderstelt dat de calorische waarde van de verschillende bronnen bekend is. Voor kernenergie, geothermische energie en zonne-energie, is de voor de omzetting in acht genomen vorm van primaire energie de geproduceerde warmte. Voor de overige vormen van hernieuwbare energie – waterkrachtenergie, windenergie, getijdenenergie, golfenergie of energie van oceaanstromingen en fotovoltaïsche zonne-energie – wordt de opgewekte elektriciteit in acht genomen. De energiebalansen zijn in het algemeen uitgedrukt in ton-petroleumequivalent (TPE).

GRAFIEK 1 PRIMAIRE PRODUCTIE, INVOER, BRUTO-ENERGIEVERBRUIK EN ENERGIEAFHANKELIJKHEID



Bron: IEA.

(1) De inhoud van de internationale zee- en luchtbunkers is inbegrepen in de netto-invoer maar niet in het bruto-energieverbruik. Voor de berekening van de hierbesproken energieafhankelijkheid is de inhoud van die bunkers evenwel afgetrokken van de netto-invoer; ze stemt overeen met het complement van de « energiezelfvoorzieningsgraad » die door het IEA wordt gepubliceerd.

(2) Opsplitsing van het brutoverbruik naar de verschillende primaire energiebronnen.

(3) De categorie « Andere » omvat voornamelijk de netto-invoer van elektriciteit.

groter; de steenkoolproductie liep er immers sneller terug, terwijl sommige eurolanden – met name Nederland – hun gasproductie konden opvoeren. Tijdens de eerste helft van de jaren tachtig, daarentegen, daalde de energieafhankelijkheid in België sterker dan in het eurogebied als

gevolg van een forsere daling van zijn energieverbruik en een snellere stijging van de binnenlandse productie, onder meer van kernenergie. De afgelopen twintig jaar hebben België en het eurogebied een parallel verloop van hun energieafhankelijkheid laten optekenen.

Uiteindelijk blijft België duidelijk nog steeds meer afhankelijk dan het eurogebied als geheel en dan de buurlanden: in 2008 bedroeg de energieafhankelijkheid in Frankrijk 49 %, in Duitsland 60 %, in Nederland 25 % en in het eurogebied als geheel 62 %. De energieafhankelijkheid wordt bepaald door de aanwezigheid van fossiele natuurlijke rijkdommen en door de beleidskeuzen betreffende de «energiemix»⁽¹⁾. Bij die beleidskeuzen worden verschillende criteria in overweging genomen, bijvoorbeeld economische overwegingen of criteria inzake milieu of in verband met de continuïteit van de bevoorrading. Zo heeft de keuze om kernenergie of hernieuwbare energie te ontwikkelen een gunstige invloed op de afhankelijkheidsgraad, aangezien die beide energiebronnen plaatselijk worden geproduceerd.

De sterke energieafhankelijkheid van België heeft derhalve vooral te maken met het niet aanwezig zijn van fossiele natuurlijke rijkdommen. De ontwikkeling van hernieuwbare energie van haar kant blijft nog vrij beperkt, ten gevolge van zowel een beperkt potentieel als een vrij laat tot stand gekomen ondersteuning door de overheid. De inbreng van kernenergie is daarentegen significant. Tegen de achtergrond van de verminderde steenkoolproductie en de fors stijgende petroleumprijzen in de jaren zeventig opteerde het beleid de energieafhankelijkheid van België te reduceren door het ontwikkelen van kernenergie. In vergelijking met het eurogebied, wordt de energiemix van België dan ook gekenmerkt door een beduidend ruimer aandeel van kernenergie (21 % tegen 16 % voor het eurogebied), maar een geringer aandeel van hernieuwbare energie (4 % in België, tegen 9 % voor het eurogebied). Het belang van kernenergie in België komt tot uiting in het aandeel dat die energie inneemt in de elektriciteitsproductie (in 2007 is ongeveer 55 % van de in België geproduceerde elektriciteit afkomstig van kerncentrales tegen 30 % in het eurogebied). Ondanks het grote gewicht van kernenergie, is de hiërarchie van de primaire energiebronnen in België dezelfde – op de eerste plaats komt aardolie (40 %), gevolgd door aardgas (26 %), kernenergie (21 %), fossiele vaste brandstoffen (7 %) en hernieuwbare energie (4 %) – als in het eurogebied, waar de aandelen respectievelijk 37, 25, 16, 14 en 9 % belopen. In het eurogebied is een gedeelte van de fossiele energiebronnen van binnenlandse oorsprong.

De geringe energieafhankelijkheid van Nederland heeft te maken met de uitgestrekte gasvelden in de Noordzee. Die energiebron vertegenwoordigt dan ook een zeer zwaar gewicht (44 %) in het bruto-energieverbruik van het land. Wat Frankrijk betreft, verklaart vooral de keuze om zoveel mogelijk kernenergie aan te wenden de beperkte energieafhankelijkheid, aangezien dat land vrijwel geen fossiele rijkdommen meer heeft. Kernenergie vertegenwoordigt er 43 % van het brutoverbruik, terwijl het aandeel van

aardgas er zeer klein is (15 %). Duitsland, dat een energieafhankelijkheid laat optekenen die in de buurt van het gemiddelde van het eurogebied ligt, ontgint nog steen- en bruinkoolmijnen, en in mindere mate aardolie- en gasvelden. Het land heeft zwaar geïnvesteerd in hernieuwbare energie, met name om de CO₂-uitstoot afkomstig van het verbruik van steen- en bruinkool te compenseren, terwijl het belang van kernenergie er minder groot is. In het eurogebied zijn sommige landen nog meer van de invoer afhankelijk dan België: dat geldt voor Luxemburg (energieafhankelijkheid van 98 %), Ierland (90 %), Italië (84 %), Portugal (82 %) en Spanje (80 %). De energieafhankelijkheid van het eurogebied is aanzienlijk groter dan die van de Verenigde Staten (25 %) – een land met rijke voorraden fossiele energie –, maar veel kleiner dan die van Japan (82 %).

Finaal energieverbruik en energie-intensiteit

Terwijl het brutoverbruik de in de economie aangewende primaire energiebronnen weergeeft en, derhalve, de gevoeligheid van die economie voor wijzigingen in de prijzen van de energetische grondstoffen, weerspiegelt het finaal energieverbruik het verbruiksprofiel van de verbruikers, dat zijn vooral de ondernemingen en de huishoudens. Het finaal energieverbruik wordt verkregen nadat de primaire energiebronnen (kernenergie, gas, vaste brandstoffen en aardolie) omgezet zijn in bruikbare energiebronnen (met name in elektriciteit en in geraffineerde olieproducten). De omzettingsactiviteiten – door bedrijven uit de energiesector of door de industriële ondernemingen zelf in het geval van eigen energieproductie – alsook de energietransportactiviteiten leiden tot verliezen, die vooral verband houden met het rendement van de elektrische centrales⁽²⁾. Dat verklaart het geringere bedrag, uitgedrukt in TPE, van het finaal verbruik (39,6 miljoen TPE in 2007, met inbegrip van het niet energetische gebruik) ten opzichte van het brutoverbruik (57 miljoen TPE in 2007).

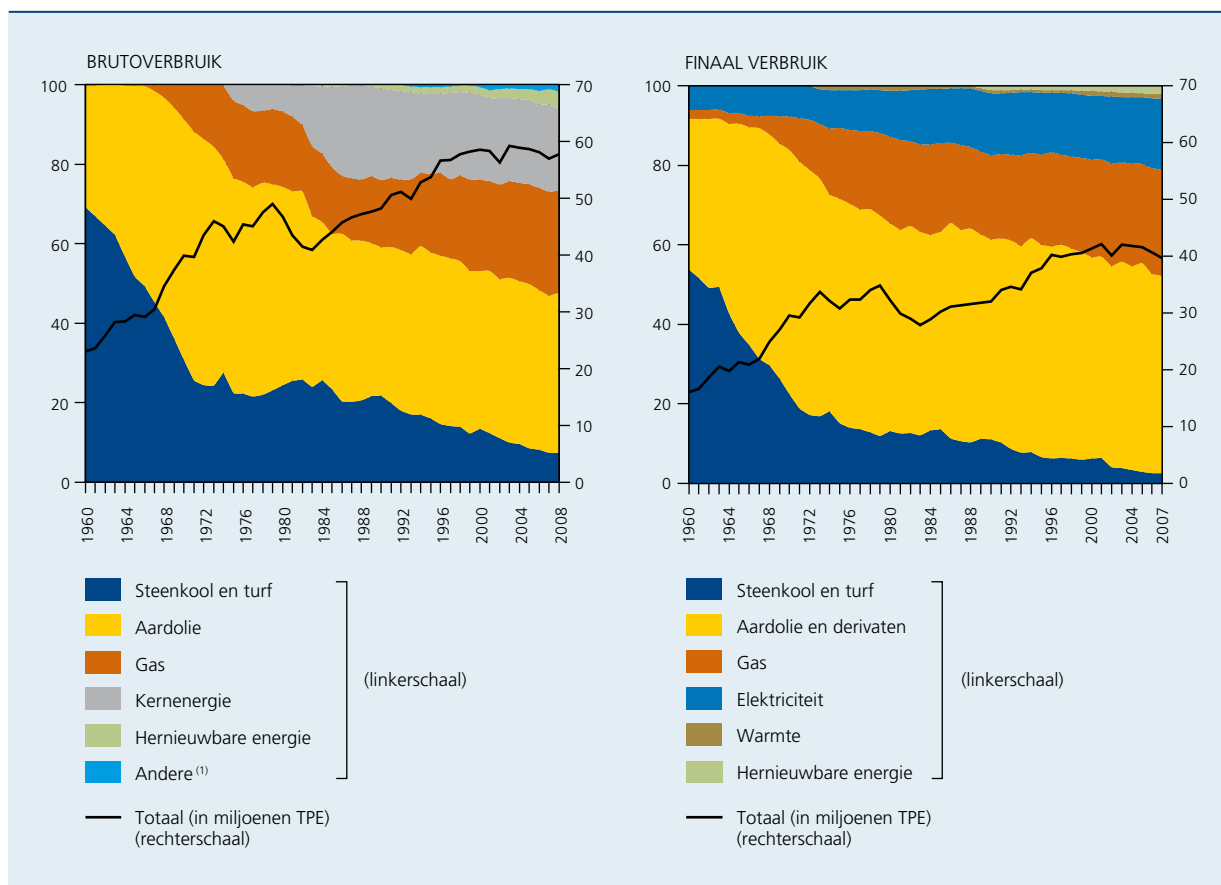
In België wordt het finaal energieverbruik voornamelijk opgesplitst in olieproducten (50 % in 2007), aardgas (27 %) en elektriciteit (18 %). De voornaamste langetermijntendenzen zijn het toenemend belang van aardgas en elektriciteit, ten koste van steenkool. De vermindering van laatstgenoemde is vooral toe te schrijven aan de ijzer- en staalnijverheid, onder meer als gevolg van de daling van de productie van de hoogovens. Het aandeel van de olieproducten, dat tot eind jaren zeventig fors was gestegen, is sindsdien stabiel gebleven.

(1) Opsplitsing van het brutoverbruik naar de verschillende primaire energiebronnen.

(2) Verliezen bij omzetting gebeuren ook bij de raffinage van aardolie tot finale olieproducten (brandstoffen), maar zijn van geringere omvang dan bij de elektriciteitsproductie.

GRAFIEK 2 BRUTO- EN FINAAL ENERGIEVERBRUIK IN BELGIË

(in procenten van het totaal, tenzij anders vermeld)



Bron: IEA.

(1) De categorie « Andere » omvat voornamelijk de netto-invoer van elektriciteit.

Het verbruiksprofiel inzake energiedragers verschilt van sector tot sector. Zo is in België het aandeel van de olieproducten in de energiemand van de huishoudens⁽¹⁾ beduidend groter dan dat in de industrie. Dat komt door hun verbruik van stookolie. De ondernemingen verbruiken verhoudingsgewijs meer elektriciteit en vaste brandstoffen dan andere energievormen. In het vervoer bestaat het finaal verbruik vrijwel uitsluitend uit olieproducten.

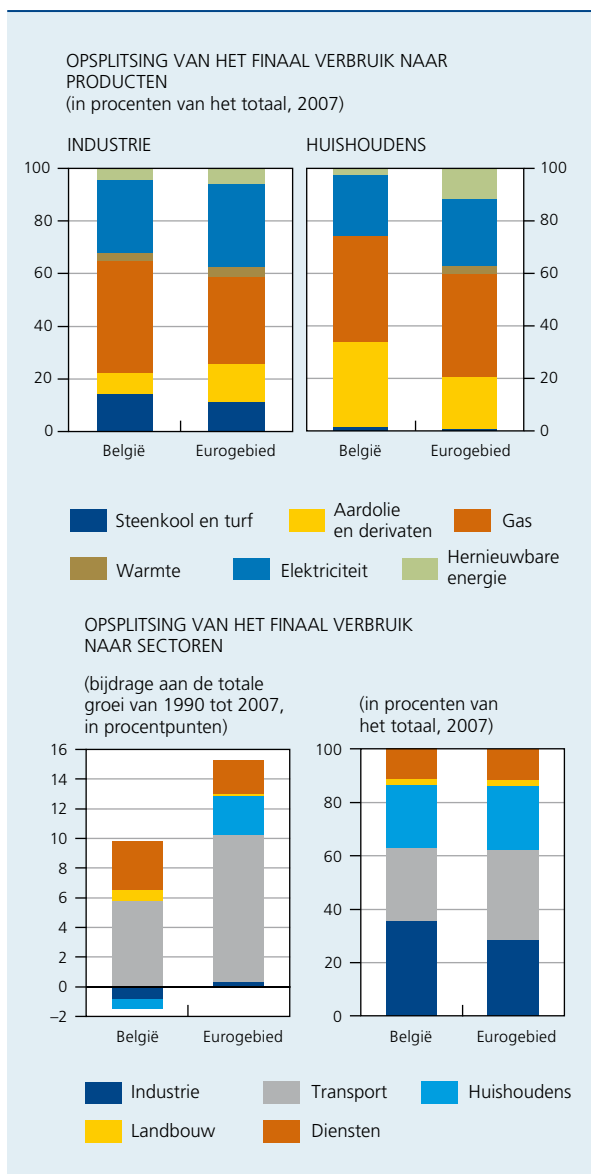
Vanuit een geaggregeerd oogpunt, sluit de opsplitsing van het finaal verbruik naar producten zeer nauw aan bij die in het eurogebied. In het verbruiksprofiel van de voornaamste sectoren worden evenwel verschillen opgetekend. Zo verbruiken de Belgische huishoudens proportioneel meer olieproducten (32 %) dan de gezinnen van het eurogebied (20 %). Daarentegen doen ze minder een beroep op hernieuwbare energie om in hun verbruiksbehoeften te voorzien (3 % in België, tegen 12 % in het eurogebied). De Belgische industriële sector verbruikt relatief meer gas (43 %) maar minder olieproducten (8 %

dan de Europese industrie, waar het aandeel van gas en olieproducten respectievelijk 33 en 15 % bedraagt. De structuur van het gastransmissienet verklaart wellicht deels die verschillen, aangezien België in Zeebrugge over een internationaal bevoorradingsknooppunt beschikt.

Beschouwt men de verdeling van het finaal verbruik naar sector, dan is de voornaamste energieverbruikende sector de industrie die in 2007 tekende voor 36 % van het finaal verbruik in België. Dan volgen de transportactiviteiten (28 %), ongeacht of ze voor particuliere of voor commerciële doeleinden werden verricht, het verbruik van de huishoudens (ongerekend vervoer) (23 %), de diensten (11 %) en de landbouw (2 %). Van 1990 tot 2007 liep het finaal verbruik van de verschillende sectoren in België uiteen: de industrie en de huishoudens verminderden

(1) Het finaal energieverbruik van de huishoudens omvat het verbruik voor verwarming, verlichting en elektrische apparaten, maar niet het verbruik voor particulier vervoer (dat opgenomen is in het finaal verbruik van de transportactiviteiten).

GRAFIEK 3 OPSPLITSING VAN HET FINAAL ENERGIEVERBRUIK VAN DE GEZINNEN NAAR PRODUCTEN EN NAAR SECTOREN IN BELGIË EN IN HET EUROGEBIED
(in procenten van het totaal, 2007)



Bron: Eurostat.

Toelichting: Het finaal energieverbruik van de huishoudens omvat het verbruik voor verwarming, verlichting en elektrische apparaten, maar niet het verbruik voor particulier vervoer (dat opgenomen is in het finaal verbruik van de transportactiviteiten).

hun energieverbruik ietwat (respectievelijk met 2 en 3 %), terwijl het in de andere sectoren fors toenam: met 24 % voor de transportactiviteiten, met 37 % voor de dienstensector en met 50 % voor de landbouw. Gelet op het initiële gewicht van elke sector in het finaal verbruik, hebben de transportactiviteiten en de diensten het sterkst bijgedragen tot de toename van het totaal finaal verbruik gedurende die periode, terwijl de industrie en de huishoudens een negatieve bijdrage leverden.

In het eurogebied droegen alle sectoren tussen 1990 en 2007 positief bij tot de groei van het totaal finaal verbruik. Net als in België, kwam de grootste bijdrage van de transportactiviteiten, maar, in tegenstelling tot de Belgische huishoudens, droegen de gezinnen van het eurogebied positief bij tot de toename van het energieverbruik. De gegevens per land wijzen op een sterke heterogeniteit, met onder meer een verbruik van de huishoudens dat sterk toeneemt in de landen van Zuid-Europa (en vooral in Spanje, Portugal, Malta en Cyprus), minder sterk toeneemt in Frankrijk en Duitsland, en terugloopt in Nederland en Finland.

In vergelijking met het eurogebied, is het aandeel van de industrie in het totaal finaal verbruik duidelijk hoger in België (36 %, tegen 29 % voor het eurogebied). Om het nationale sectorale verbruik adequaat te vergelijken, wordt bij voorkeur gerefereerd aan het concept energie-intensiteit, gedefinieerd als de verhouding tussen het energieverbruik en de toegevoegde waarde.⁽¹⁾ Op die manier kan de efficiëntie van de gebruikte energiebronnen worden gemeten. In de vergelijkingen moet er evenwel rekening mee worden gehouden dat tal van factoren, bijvoorbeeld de economische structuur, de weersomstandigheden, de bevolkingsdichtheid, de transportinfrastructuur, of nog, de levensstandaard, het finaal energieverbruik beïnvloeden, zonder daarom enige (in)efficiëntie aan te geven.

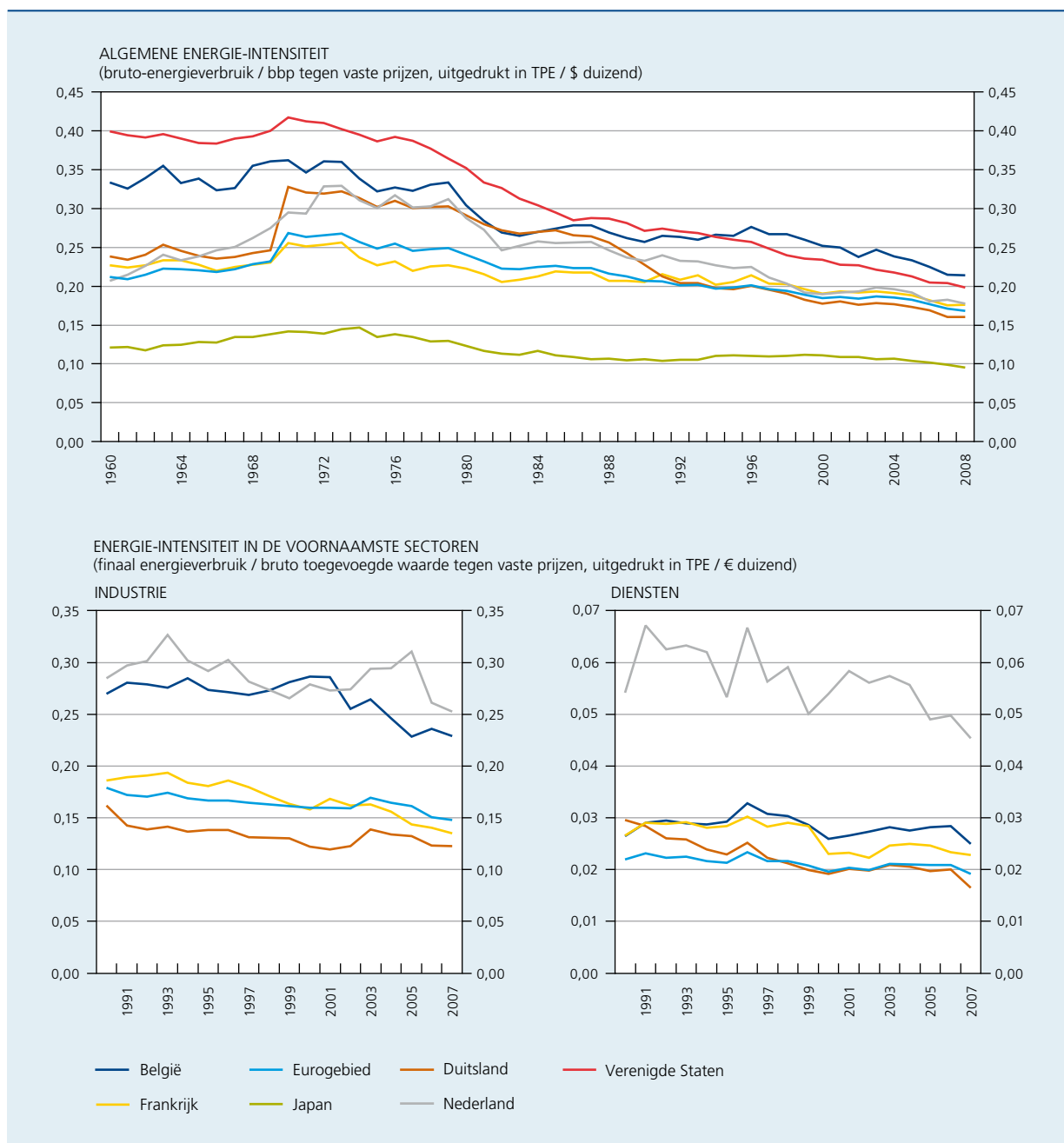
In de eerste plaats blijkt dat in de meeste grote ontwikkelde economieën de totale energie-intensiteit – hier gedefinieerd als de verhouding tussen het bruto-energieverbruik en het bbp – in de jaren zestig en aan het begin van de jaren zeventig toenam. Daarop volgde een neerwaarts traject. Uitgaande van een hoger niveau, daalde de energie-intensiteit in de Verenigde Staten sterker dan die in het eurogebied. In Japan is de – zeer geringe – energie-intensiteit sinds het midden van de jaren tachtig stabiel. In België nam ze in de jaren zestig slechts weinig toe en de afgelopen decennia heeft ze ongeveer hetzelfde neerwaarts traject gevolgd als die in het eurogebied. Uiteindelijk wordt België evenwel gekenmerkt door een aanmerkelijk grotere energie-intensiteit (0,21 TPE per duizend dollar) dan het gemiddelde van het eurogebied en van de buurlanden (waar de energie-intensiteit binnen een marge van 0,16 tot 0,18 TPE per duizend dollar schommelt).

(1) De aan de hand van het brutoverbruik van energie berekende energie-intensiteit wordt beïnvloed door de productiewijzen die worden gehanteerd voor de finale energieproductie, wegens de verschillen in rendement. Wanneer een land aldus in ruimere mate gebruik maakt van een productiewijze die veel verliezen met zich brengt, zal de energie-intensiteit in brutotermen er hoger uitvallen. Daarentegen heeft dat element geen invloed op de via het nettoverbruik van energie berekende energie-intensiteit en vormt deze een adequatere maatstaf van het finale energiegebruik door de niet-energetische bedrijven en huishoudens.

Eenzijds is de trendmatige daling van de energie-intensiteit in de voornaamste geïndustrialiseerde economieën toe te schrijven aan verschuivingen in de toegevoegde waarde, meer bepaald de vermindering van het gewicht van de industrie en de daarmee gepaard gaande toename van het gewicht van de diensten, die op het transport na minder energie-intensief zijn. Anderzijds werden de ondernemingen ertoe aangezet geleidelijk over te stappen

op technologieën die een efficiënter energiegebruik mogelijk maken, aangezien hun productiekosten steeds meer bezwaard werden door duurdere energie-inputs. Die stijging van de energieprijzen hield verband met de opeenvolgende olieschokken, maar eveneens met de toenemende integratie, in de energiekosten, van de externaliteiten gerelateerd aan de uitdagingen inzake klimaat en milieu.

GRAFIEK 4 ENERGIE-INTENSITEIT



Bronnen: Eurostat, EU KLEMS, IEA.

Toelichting: De industrie omvat de verwerkende nijverheid en de activiteiten inzake de winning van energiedragers en niet-energetische producten. De diensten omvatten niet de transportactiviteiten, maar wel de bouwnijverheid.

De energie-intensiteit is zowel in de diensten als in de industrie geslonken⁽¹⁾ maar de daling was meer uitgesproken in de industrie. In België daalde de energie-intensiteit van 1990 tot 2007 met 15 % in de industrie en met 5 % in de dienstensector. In het eurogebied daalde de energie-intensiteit met 17 % in de industrie en met 13 % in de dienstensector. De energie-intensiteit van de Belgische industrie blijft beduidend groter dan die van het eurogebied en van Frankrijk en Duitsland, maar ligt dicht bij die van Nederland; de energie-intensiteit van de dienstensector ligt daarentegen zeer dicht bij het gemiddelde van het eurogebied.

Het verschil tussen België en de buurlanden wat betreft de energie-intensiteit in de industrie kan zijn toe te schrijven aan intrinsieke effecten, namelijk een grotere energie-intensiteit in bepaalde bedrijfstakken, aan structureffecten ingevolge een groter belang van sterk energie-intensieve bedrijfstakken of aan een combinatie van beide.

Om de intrinsieke effecten aan het licht te kunnen brengen, moet men over zo gedetailleerd mogelijke gegevens betreffende de energie-intensiteit beschikken, terwijl de internationale statistieken in het algemeen op een relatief geaggregeerde wijze worden gepubliceerd. Volgens die gegevens blijkt de energie-intensiteit hoger uit te vallen in België dan bij elk van de drie buurlanden in de branche van de niet-metaalhoudende minerale producten, de ijzer- en staalnijverheid, de metaal- en non-ferrometaalnijverheid en de branche textiel en leder. In de Belgische chemische industrie is de energie-intensiteit eveneens hoog, net als in Nederland. Omgekeerd wordt Duitsland gekenmerkt door een lage energie-intensiteit in alle takken van zijn industrie. De gemiddelde intensiteit bedraagt er ongeveer de helft van die in België. De energie-intensiteit van de Franse industrie blijkt ook vrij beperkt te zijn.

De structureffecten worden als ongunstig beschouwd indien een land sterker gespecialiseerd is in een meer energieverslindende bedrijfstak dan het gemiddelde van de industrie. De bedrijfstakken die traditioneel het meest energie verbruiken, zijn de ijzer- en staalnijverheid, de metaal- en non-ferrometaalnijverheid, de niet-metaalhoudende minerale producten en de chemie en petrochemie. In vergelijking met Duitsland en Frankrijk – maar niet met Nederland – heeft België te lijden onder een ongunstig structureffect, aangezien die bedrijfstakken er een groter aandeel (38 %) van de toegevoegde waarde voor hun rekening nemen. Deze bedrijfstakken genereren 28 % van

de toegevoegde waarde van de industrie in Duitsland en 25 % in Frankrijk.

Er zij opgemerkt dat het onderscheid tussen de intrinsieke effecten en de structureffecten niet geheel accuraat kon worden gemaakt, omdat de activiteitscategorïen waarvoor de gegevens beschikbaar zijn, niet volledig homogeen blijken. Ze kunnen, volgens gewichten die van het ene land tot het andere verschillen, subtakken omvatten die een verschillende energie-intensiteit vertonen. Zo blijkt dat de petrochemie en de basischemie een belangrijke plaats innemen in de Belgische chemische industrie, omdat deze activiteiten zo dicht mogelijk bij de plaats van bevoorrading moeten worden uitgeoefend, *in casu* de haven van Antwerpen. Over het algemeen is België – binnen de bedrijfstakken van de industrie – blijkbaar gespecialiseerd in de eerste verwerkingsstadia van het product, die van nature meer energie verslinden.

De informatie afkomstig van de input-outputtabellen, waarvan de meest recente versie dateert van 2005, toont dat de kosten van de energetische inputs in België een hoger percentage van de totale productiekosten van de ondernemingen vertegenwoordigen (4,9 %) dan

TABEL 1 ENERGIE-INTENSITEIT IN DE BELANGRIJKSTE INDUSTRIËLE BEDRIJFSTAKKEN

(finaal energieverbruik / bruto toegevoegde waarde tegen vaste prijzen, uitgedrukt in TPE / € duizend, 2007)

	BE	DE	FR	NL
Industrie	0,23	0,12	0,14	0,25
waarvan:				
Winning van delfstoffen ...	0,20	0,08	0,14	0,99
Niet-metaalhoudende minerale producten	0,60	0,35	0,45	0,40
Ijzer- en staalnijverheid, metaal- en non-ferrometaalnijverheid	0,31	0,20	0,19	0,23
Machines en werktuigen ..	0,12	0,11	0,07	0,13
Chemie en petrochemie ...	0,40	0,15	0,32	0,53
Transportuitrusting	0,05	0,04	0,06	0,03
Voeding en tabak	0,18	0,14	0,18	0,37
Papier, karton en uitgeverijen	0,22	0,16	0,16	0,25
Textiel en leder	0,17	0,08	0,06	0,05
<i>p.m. Gewicht in de industrie van de meest energieverslindende bedrijfstakken⁽¹⁾</i>	<i>0,38</i>	<i>0,28</i>	<i>0,25</i>	<i>0,38</i>

Bronnen: IEA, EU KLEMS.

(1) Ijzer- en staalnijverheid, metaal- en non-ferrometaalnijverheid, niet-metaalhoudende minerale producten, chemie en petrochemie.

(1) In de landbouw (niet opgenomen in de grafiek), daarentegen, bleef de energie-intensiteit tussen 1990 en 2007 min of meer ongewijzigd. De energie-intensiteit in de transportactiviteiten kan niet op dezelfde manier worden berekend, omdat de gegevens inzake energieverbruik zonder onderscheid betrekking hebben op het commercieel transport en op het particulier vervoer, terwijl de toegevoegde waarde enkel verband houdt met het commercieel transport.

gemiddeld in het eurogebied (4,1%). Dit percentage bedraagt 3,5% in Frankrijk en 3,3% in Duitsland; het belooft daarentegen 6,3% in Nederland. Er zij opgemerkt dat deze gewichten niet alleen afhankelijk zijn van de verbruikte energiehoeveelheden, maar ook van de gemiddelde prijs van de energiedragers.

Het energieverbruik van huishoudens ligt hoger dan gemiddeld in het eurogebied, wat op zijn beurt een verklaring biedt voor de hogere energie-intensiteit van België. Zo lag het jaarlijks energieverbruik voor huishoudelijke doeleinden (vervoer niet inbegrepen) uitgedrukt in TPE per inwoner over de periode gaande van 1999 tot 2005 beduidend hoger dan gemiddeld in het eurogebied en in de buurlanden. Dat niveau is in 2006 en 2007 evenwel sterk gedaald, zodat het dat van Duitsland evenaarde; toch bleef het hoger dan het niveau van Frankrijk en Nederland en dan het gemiddelde niveau van het eurogebied.

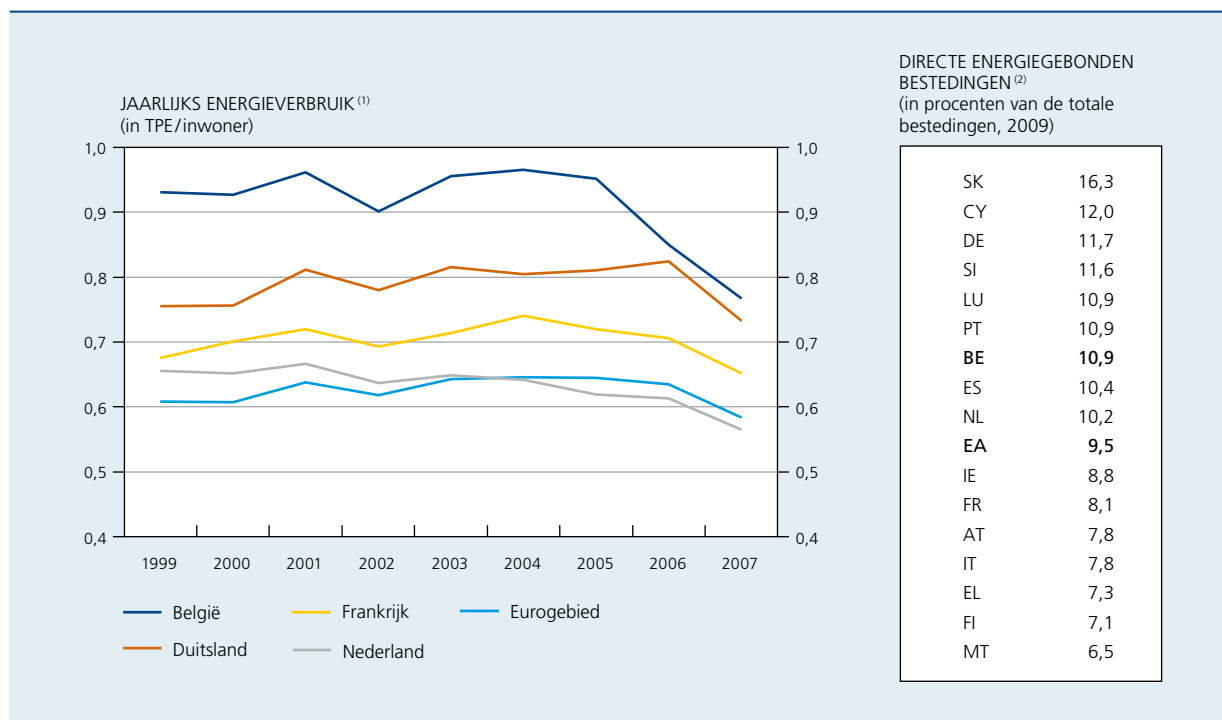
A priori rechtvaardigen de klimaatverschillen geen hoger verbruik in België. Zo is het aantal graaddagen – het aantal graaddagen meet de strengheid van het klimaat gedurende een bepaalde periode; het wordt gedefinieerd als het aantal verwarmingsdagen vermenigvuldigd met

het verschil tussen de waargenomen buitentemperatuur en een wenselijke binnentemperatuur – nagenoeg hetzelfde in België als in Nederland en het eurogebied, en nauwelijks hoger dan in Frankrijk, maar heel wat lager dan dat in Duitsland.

Daarentegen zou ook het energierendement van de gebouwen, dat onder meer afhankelijk is van hun ouderdom, van hun isolatie en van de structuur van het woningpark (eengezinswoning, appartementsgebouwen), een verklaring kunnen bieden voor het verschil in energieverbruik van de huishoudens. Zo zou – volgens een recente studie⁽¹⁾ – de energie-efficiëntie van de woongebouwen in België een achterstand hebben ten opzichte van de buurlanden en het gemiddelde van de EU25. In 2005 bedroeg het gemiddelde energieverbruik van de woningen in België 348 kWh/m², dat is 72% méér dan gemiddeld in de EU25 (dat verbruik bedroeg 234 kWh/m² in Frankrijk, 242 kWh/m² in Duitsland en 181 kWh/m² in Nederland). Andere factoren, zoals de gemiddelde grootte van de woningen of de verbruiksgewoonten, kunnen het verschil in gemiddeld verbruik van

(1) Cf. Mc Kinsey & Company (2009).

GRAFIEK 5 FINAAL ENERGIEVERBRUIK EN ENERGIEBESTEDINGEN VAN DE HUISHOUDENS



Bronnen: Eurostat, IEA.

(1) Verbruik voor verwarming, verlichting en elektrische apparaten.

(2) Gewicht in de HICP van de energetische producten (elektriciteit, gas, stookolie en brandstoffen).

de Belgische gezinnen ten opzichte van de gezinnen van de buurlanden verklaren.

Volgens de wegingen van de HICP voor het jaar 2009, waarvan wordt aangenomen dat ze het effectieve gewicht van elk van de bestedingen in het verbruik van de huishoudens weergeven, is het gewicht van de energiegebonden bestedingen – met inbegrip van die voor vervoer – in België iets zwaarder (10,9 %) dan gemiddeld in het eurogebied (9,5 %). Het is ook iets hoger dan dat van Frankrijk (8,1 %) en Nederland (10,2 %), maar iets lichter dan dat van Duitsland (11,7 %). Uit een opsplitsing van de gewichten van de HICP in hoofdproducten blijkt dat het verschil voornamelijk toe te schrijven is aan het niveau van het gas- en elektriciteitsverbruik, en in mindere mate aan het niveau van de huisbrandolie, terwijl het gewicht van de bestedingen voor motorbrandstoffen vergelijkbaar is.

Naast de industrie, de diensten en de huishoudens is de algemene energie-intensiteit ten slotte tevens afhankelijk van die van de transportactiviteiten. Met betrekking tot het wegtransport, dat in België in 2007 goed was voor ongeveer 83 % van het energieverbruik van de transportsector, zijn er enkele informatie-elementen beschikbaar. De energie-efficiëntie van het Belgische voertuigenpark is vrij hoog, met een brandstofverbruik dat 5 à 10 % lager ligt dan het Europese gemiddelde, onder meer door de grote penetratie van dieselmotoren. België staat daarentegen bovenaan de rangschikking in termen van afgelegde kilometers per passagier. Het voordelige systeem van de bedrijfswagens is aan deze situatie wellicht niet vreemd. Al met al is het brandstofverbruik per passagier één van de hoogste van Europa, en vertoont het in tegenstelling tot de rest van Europa geen dalende trend.

Tot besluit kan worden gesteld dat de kenmerken van de economie inzake productie en bevoorrading, verbruiksmix en energie-efficiëntie voortvloeien uit de wisselwerking van een reeks factoren, die tegelijk verband houden met de fysieke en geologische omstandigheden, de ontwikkelde activiteiten en de keuzes van de economische subjecten – de ondernemingen en de huishoudens – die kunnen reageren op de stimulansen van de overheid om hun gedrag te beïnvloeden.

Doordat België niet meer beschikt over ontginbare fossiele energiebronnen, onderscheidt ons land zich door een binnenlandse productie met een belangrijk aandeel van kernenergie, terwijl de hernieuwbare energieën proportioneel minder ontwikkeld zijn dan in het eurogebied. De bevoorradingsmogelijkheden, via de haveninfrastructuren of aardgasleidingen, hebben energie evenwel makkelijk toegankelijk gemaakt voor de industrie. De

energie-intensiteit van de industrie is vrij hoog, wat ook grotendeels voortvloeit uit een specialisatie in zeer energieverslindende bedrijfstakken. De gezinnen dragen eveneens bij tot een verhoging van de energie-intensiteit in België.

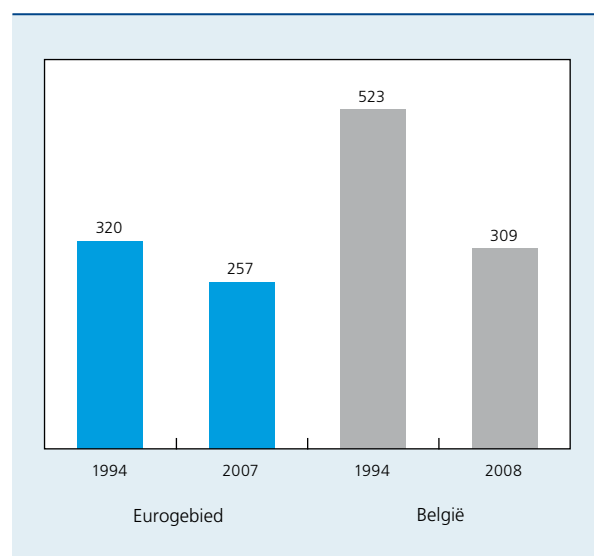
2. Werking van de energiemarkten en implicaties voor de prijsvorming van energiedragers

In dit hoofdstuk wordt de werking besproken van de markten voor energiedragers en wordt nagegaan wat de implicaties ervan zijn voor de prijsvorming van die producten. Zo wordt stilgestaan bij de eerste fase van de mogelijke inflatoire impact van schommelingen in de energieprijzen op de internationale markten, namelijk het effect van die schommelingen op het prijsverloop van de energiedragers zelf. De voornaamste energiedragers die deel uitmaken van de consumptiemand zijn aardolieproducten – benzine, diesel en stookolie –, aardgas en elektriciteit.

Markt voor aardolieproducten

Kenmerkend voor de markt van de aardolieproducten is het relatief groot aantal individuele verkooppunten. Zo telde België in 2008 309 pompstations per miljoen inwoners. Dat aantal verkooppunten gaat evenwel duidelijk in dalende lijn; in 1994 waren er in ons land nog meer dan 500 pompstations per miljoen inwoners. Die teruggang

GRAFIEK 6 AANTAL POMPSTATIONS PER MILJOEN INWONERS



Bron: ECB (2010).

was in België trouwens meer uitgesproken dan in het eurogebied in zijn geheel. Toch lag het aantal verkooppunten in België in 2008 nog significant hoger dan in het eurogebied, waar in dat jaar 257 pompstations per miljoen inwoners waren.

In principe kan een groot aantal verkooppunten voor dergelijke vrij homogene producten voor een scherpe mededinging zorgen. In de praktijk zijn vaak een beperkt aantal grote verdeelketens actief en die zijn bovendien veelal sterk verticaal geïntegreerd. Als gevolg daarvan is de graad van concentratie op de markt voor aardolieproducten vrij hoog. Zo bedroeg het marktaandeel van de drie grootste verdelers in het eurogebied in 2005 bijna 50 %. In België was de op die manier gemeten marktconcentratie groter, namelijk iets meer dan 70 %. In Frankrijk, daarentegen, lag ze beduidend lager, namelijk ongeveer 20 %, terwijl ze in Duitsland nauwer aansloot bij het gemiddelde van het eurogebied.

In het licht van die relatief sterke marktconcentratie kan de daling van het aantal pompstations problematisch lijken, maar dat is niet noodzakelijk het geval omdat zij gepaard gaat met schaalvoordelen en efficiëntiewinsten die uiteindelijk aan de consument ten goede kunnen komen. Landen met relatief veel en dus, naar omzet gemeten, kleinere pompstations, waartoe tot op zekere hoogte ook België behoort, hebben immers vaak een relatief hoge benzineprijs vóór belastingen, terwijl landen met grotere pompstations, zoals Duitsland en Frankrijk, doorgaans iets lagere prijzen laten optekenen.

Elektriciteits- en gasmarkt

De situatie op de elektriciteits- en gasmarkten verschilt sterk van die op de markt van de aardolieproducten. Op eerstgenoemde markten bestonden tot voor kort immers gereguleerde monopolies. Onder de impuls van de EU werden ze aan het einde van de jaren negentig en tijdens het afgelopen decennium echter geleidelijk geliberaliseerd en gedereguleerd.

De liberalisering en deregulering van de elektriciteits- en gasector is moeilijk proces, gelet op de zeer specifieke optimale graad van deregulering en de daarmee gepaard gaande graad van mededinging voor deze sectoren. Zij zijn immers zeer kapitaalintensief en vergen lange-termijninvesteringen, waarbij het financiële engagement aanzienlijk is, zodat, in een omgeving van volatiele energieprijzen, een voldoende rentabiliteit noodzakelijk is opdat dergelijke investeringen zouden plaatsvinden. Bovendien kunnen deze producten moeilijk worden opgeslagen – elektriciteit zelfs helemaal niet – en spelen transport- en

distributienetwerken een belangrijke rol, waardoor zogeheten natuurlijke monopolies ontstaan. Daardoor kan verticale integratie efficiëntiewinsten opleveren.

In deze context besliste de EU dat de transmissie- en distributieactiviteiten moesten worden afgezonderd van de andere activiteiten, ook al bleef gekruist aandeelhouderschap in eerste instantie mogelijk. In juni 2009 werd de wetgeving ter zake evenwel verscherpt en tegen maart 2011 moeten de verschillende activiteiten volledig van elkaar zijn afgesplitst. Bovendien moesten bedrijven en particulieren vanaf respectievelijk 1 juli 2004 en 1 juli 2007 hun elektriciteits- en gasleverancier vrij kunnen kiezen. Nationale sectorspecifieke regulatoren en nationale mededingsautoriteiten moeten daarnaast toezien op de prijsvorming op de niet-geliberaliseerde segmenten van deze sectoren, namelijk transport en distributie, en op de effectieve graad van concurrentie.

Het Verenigd Koninkrijk was pionier in het vrijmaken van de elektriciteits- en gasmarkten. Baanbrekers op het Europese continent waren Duitsland, gevolgd door Oostenrijk, Spanje en Nederland. Doorgaans werd de markt voor bedrijven vroeger vrijgemaakt dan die voor residentiële verbruik, conform de Europese wetgeving ter zake. In België was de vrijmaking in juli 2003 voltooid in Vlaanderen en in januari 2007 in Brussel en Wallonië. België bevindt zich aldus in de middenmoot en maakte zijn markt enigszins vroeger vrij dan een aantal andere landen, waaronder Frankrijk.

Door de in het algemeen hoge graad van marktconcentratie blijft, ondanks de liberalisering, de effectieve graad van concurrentie op de elektriciteits- en gasmarkten laag. Dat geldt zeker ook voor België waar zowel op de groothandelsmarkt als op de retailmarkt een zeer hoge graad van concentratie heerst. Daarnaast hebben tal van landen nog een of andere vorm van prijsregulering op het residentiële segment van de elektriciteits- en gasmarkten. Daartoe behoren enkele grote landen zoals Frankrijk, Nederland, Italië en Spanje. In België kunnen sedert de vrijmaking van de markt de verschillende leveranciers hun tarieven voor gas en elektriciteit vrij bepalen. In Duitsland bestaat er evenmin prijsregulering.

Dat de leveranciers op de Belgische gas- en elektriciteitsmarkt hun prijzen vrij kunnen bepalen, betekent echter niet dat bepaalde componenten van de consumptieprijs helemaal niet beïnvloed worden door de Belgische overheid of door de sectorspecifieke regulator. Zo is in België wettelijk bepaald dat voor bepaalde inkomensgroepen sociale tarieven moeten worden toegepast; daarnaast gelden bepaalde verplichtingen van openbare dienstverlening. Bovendien controleert de Commissie voor de

Regulering van de Elektriciteit en het Gas (CREG) het beheer van de transmissienetten van gas en elektriciteit. Ze keurt tevens de tarieven goed voor de aansluiting op en het gebruik van de transmissienetten. In 2008 werden haar bevoegdheden uitgebreid. Zo werd de CREG onder meer belast met het toezicht op de mededinging op het niet-gereguleerde deel van de elektriciteits- en aardgasmarkt. Zo moet zij met name beoordelen of de prijzen van een elektriciteits- of aardgasbedrijf op een objectief verantwoorde wijze in verhouding staan tot de gemaakte kosten. Indien de CREG meent dat dit niet het geval is, kan zij haar bevindingen meedelen aan de Raad voor de Mededinging.

De wijze van functioneren van de energiemarkten heeft uiteraard een belangrijke invloed op de prijsvorming voor energiedragers. Die prijsvorming wordt verderop gedetailleerd besproken voor, achtereenvolgens, de aardolieproducten, het aardgas en de elektriciteit.

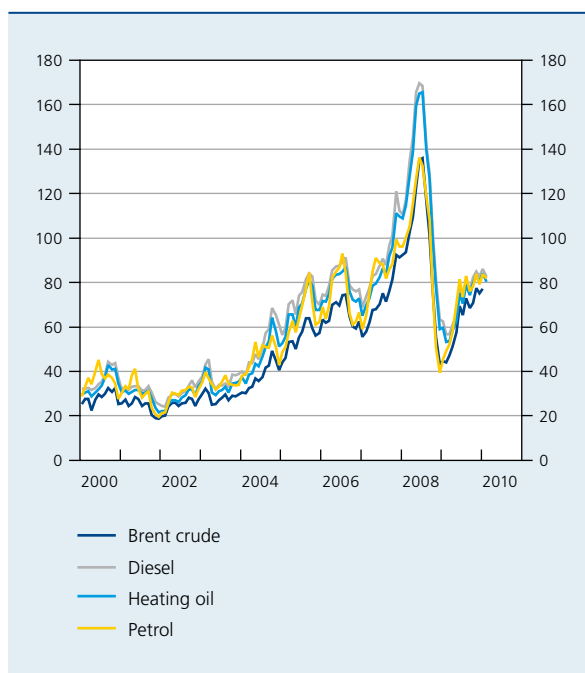
Prijsvorming van aardolieproducten

De prijzen van ruwe aardolie zijn de afgelopen jaren zeer volatiel geweest, wat in hoge mate het verloop van de consumptieprijzen voor aardolieproducten heeft bepaald.

Schommelingen in de prijzen van ruwe aardolie komen vrijwel onmiddellijk tot uiting in het prijsverloop van geraffineerde aardolieproducten op de internationale markten. Dat belet echter niet dat de zogeheten raffinagemarges – d.i. het verschil tussen de prijs van het geraffineerde product op de internationale markt en de ruwe aardolieprijs – bewegingen vertonen die doorgaans kortstondig van aard zijn. In sommige gevallen gaat het om terugkerende seizoeneffecten, bv. duurdere stookolie in de winter of duurdere benzine in de zomermaanden als gevolg van het Amerikaanse *drivers' season*. In 2008 waren de variaties van de raffinagemarges echter zeer sterk en persistent, namelijk opwaarts voor diesel en stookolie en neerwaarts voor benzine. Dit had te maken met het feit dat, onder meer onder de impuls van opkomende landen zoals China en India, de vraag niet enkel fors toenam in absolute termen, maar dat ze bovendien in relatieve termen ook steeds meer verschoof in de richting van diesel en stookolie, terwijl het aanbod van de geïnstalleerde raffinagecapaciteit erg inelastisch is. Verschuivingen in de relatieve vraag komen dan ook, zeker op korte termijn, sterk tot uiting in het verloop van de relatieve prijzen van de verschillende geraffineerde producten.

(1) Voor een nadere toelichting bij deze econometrische analyse, zie ECB (2010). Voor een meer technische uiteenzetting over deze analyse, zie Meyler (2009).

GRAFIEK 7 PRIJZEN VAN GERAFFINEERDE AARDOLIEPRODUCTEN OP DE INTERNATIONALE MARKTEN
(VS-dollar per vat)



Bronnen: ECB, FOD Economie, Middenstand en Energie, Haver Analytics.

Het verloop van de consumptieprijzen voor aardolieproducten geeft op zijn beurt vrij getrouw het prijsverloop weer van de geraffineerde producten op de internationale markten, die ontegensprekelijk de belangrijkste bron van prijsvariatie vormen. Bovenop die volatiele invoerprijzen bevatten de consumptieprijzen immers een relatief constante brutomarge, die de vergoeding voor het transport en de distributie van de aardolieproducten omvat, alsook accijnzen en aanverwante belastingen, die door hun forfaitair karakter weinig veranderen in de tijd, en de btw. De accijnzen zijn de belangrijkste verklarende factor voor de prijsverschillen tussen de verschillende aardolieproducten. Zij zijn aanzienlijk lager voor diesel dan voor benzine en vrijwel onbestaand voor stookolie.

Een econometrische analyse⁽¹⁾ toont aan dat de prijschommelingen voor geraffineerde aardolieproducten inderdaad zeer snel en bovendien integraal in de consumptieprijzen worden doorberekend. Zo doet een stijging – met 10 cent per liter – van de geraffineerde prijs voor benzine op de internationale markt de Belgische consumptieprijs met in totaal eveneens 10 cent stijgen, met andere woorden een volledige transmissie. Bovendien gebeurt die transmissie zeer snel, aangezien zij reeds na de derde week zo goed als volledig is. De situatie is vergelijkbaar voor de andere landen, al verloopt de transmissie

in het eurogebied enigszins trager en in Nederland enigszins sneller. Voor diesel en stookolie levert de analyse soortgelijke resultaten op als voor benzine. Ook voor die producten verschilt de transmissie in België nauwelijks van die in de buurlanden, maar in het eurogebied blijkt zij opnieuw iets trager te verlopen voor stookolie. Dat kan te maken hebben met het feit dat in bepaalde landen van het eurogebied de prijsvorming voor aardolieproducten nog gereguleerd is. Dat de transmissie in België en in onze buurlanden vergelijkbaar is, wijst erop dat het programmacontract volgens hetwelk in België voor deze producten maximumprijzen worden vastgesteld, de prijsvorming in België niet noemenswaardig beïnvloedt.

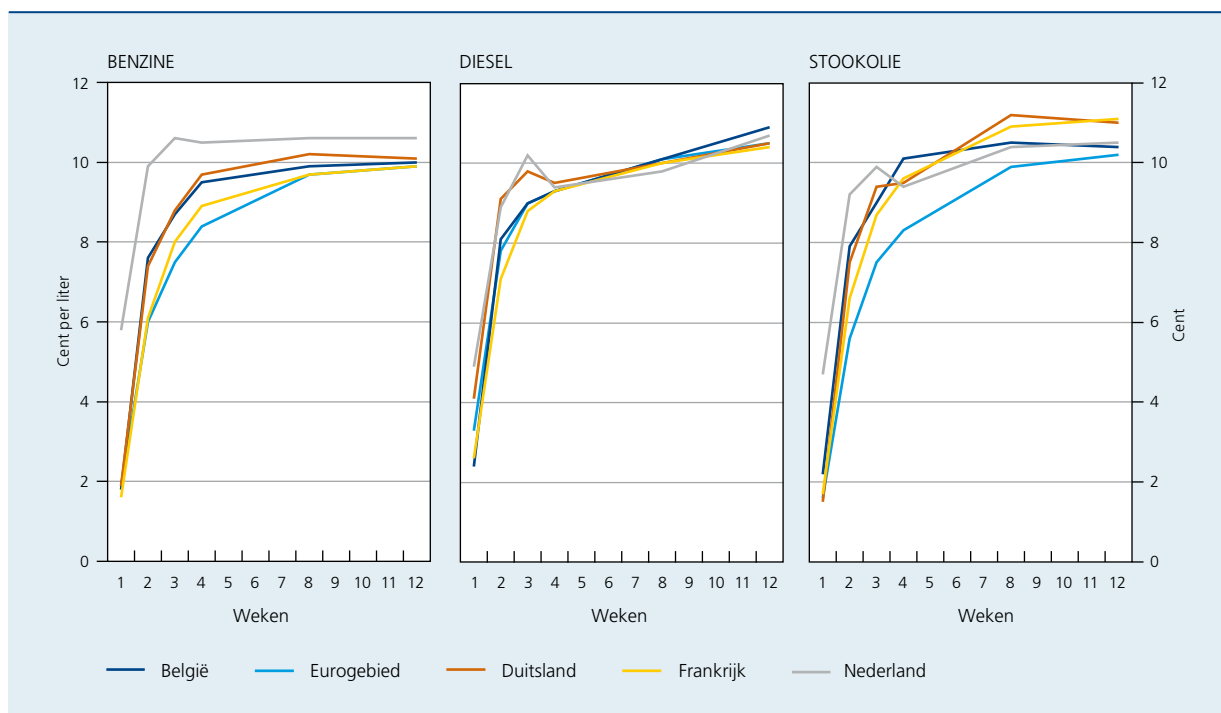
Vergelijkt men het niveau van de Belgische consumptieprijs voor aardolieproducten met dat in de drie buurlanden, dan blijkt dat de Belgische consumptieprijs exclusief belastingen voor benzine, en in mindere mate voor diesel, iets hoger ligt dan die in Duitsland en Frankrijk, maar iets lager dan die in Nederland. Dit houdt mogelijk verband met de grotere omzet per pompstation en met de geringere marktconcentratie in Duitsland en Frankrijk. Er lijkt derhalve nog enige, zij het beperkte, ruimte beschikbaar om, door verscherping van de concurrentie en door schaalvergroting, het Belgisch prijspeil voor benzine en

diesel te drukken. Dat blijkt veel minder het geval te zijn voor de Belgische stookolieprijs vóór belastingen, die lager ligt dan die in elk van de drie buurlanden.

De Belgische accijnzen op benzine zijn vergelijkbaar met die in de drie buurlanden, zodat de relatieve positie van België in een prijsvergelijking inclusief belastingen voor dit product nauwelijks verandert. Zij zijn echter beduidend lager voor diesel, zodat België de laagste prijs inclusief belastingen heeft, ondanks een enigszins hogere prijs vóór belastingen. Voor stookolie wordt door het bijzonder lage Belgische accijnsniveau het relatieve prijsvoordeel vóór belastingen verder uitvergroot na belastingen.

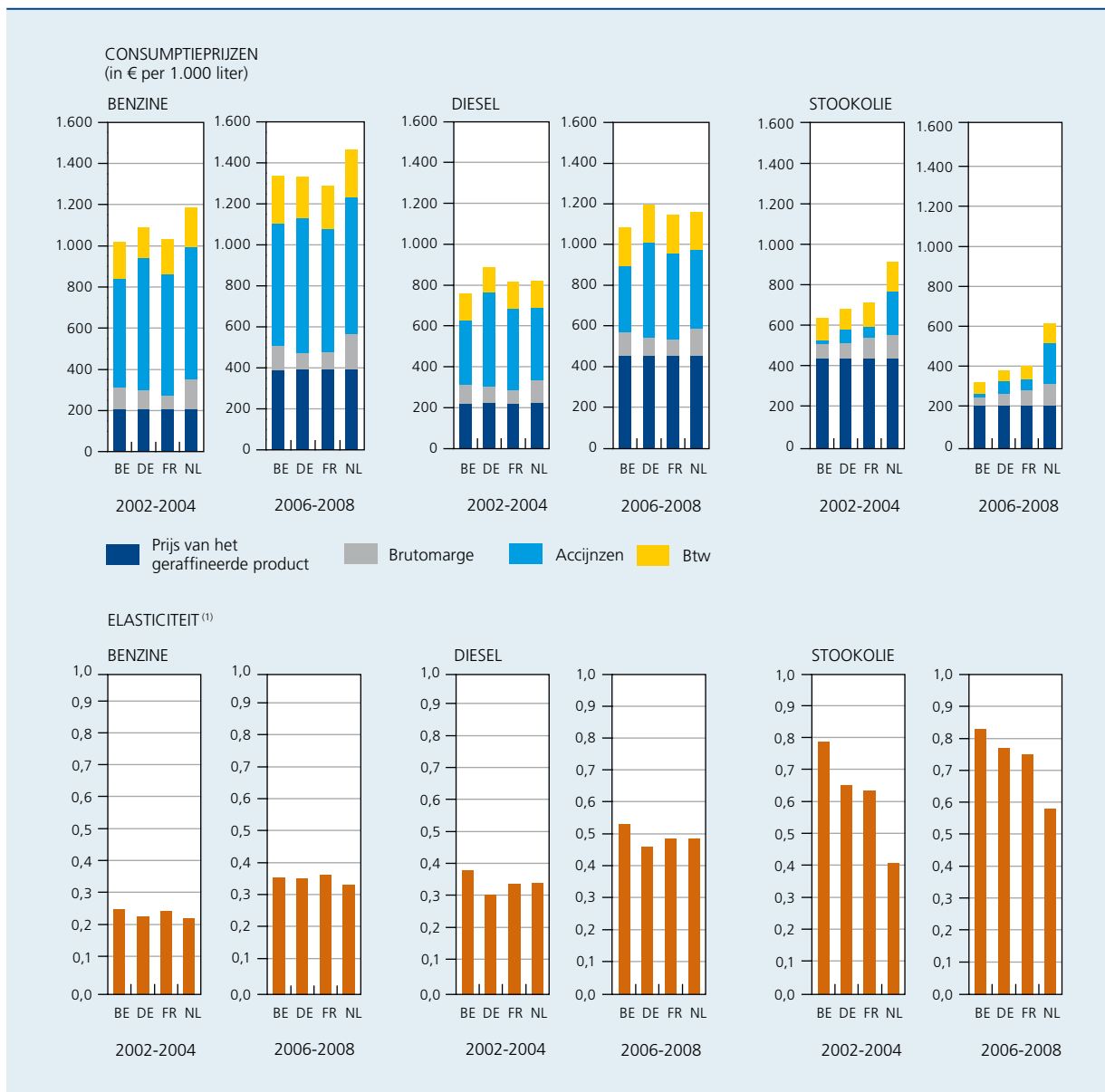
Gelet op deze structuurverschillen inzake de respectieve kostencomponenten van de consumptieprijs voor aardolieproducten, verschilt ook het relatieve gewicht van het geraffineerde product in die consumptieprijs, en dit niet alleen tussen producten, maar ook tussen landen. Doordat de brutomarge zo goed als stabiel blijkt te zijn in de tijd en absoluut niet mee evolueert met de prijs van de geraffineerde producten, en doordat de accijnzen vanwege hun forfaitair karakter het laatstgenoemde prijsverloop evenmin volgen, neemt bovendien het relatieve gewicht van het geraffineerde product toe naarmate de

GRAFIEK 8 TRANSMISSIE VAN PRIJSSCHOMMELINGEN VAN DE GERAFFINEERDE AARDOLIEPRODUCTEN
(impact van een verhoging van 10 cent per liter van de raffinageprijs op de consumptieprijs exclusief belastingen)



Bron: ECB (2010).

GRAFIEK 9 STRUCTUUR VAN DE CONSUMTIEPRIJZEN VOOR AARDOLIEPRODUCTEN EN IMPLICATIES VOOR HUN ELASTICITEIT



Bronnen: ECB (2010), Haver Analytics, NBB.

(1) De elasticiteit meet de verhouding tussen de procentuele verandering van de consumptieprijs en de procentuele verandering van de prijs van het geraffineerde product. Zo betekent een elasticiteit van bijvoorbeeld 0,3 dat een stijging van de raffinageprijs met 10% de consumptieprijs met 3% doet stijgen. De getoonde elasticiteiten zijn die op lange termijn.

prijs ervan stijgt. Een en ander impliceert dat een zo goed als gelijke transmissie, in absolute termen, van schommelingen in de raffinageprijs naar de consumptieprijs, niet noodzakelijkerwijs dezelfde procentuele wijzigingen in die consumptieprijs oplevert. Een bepaalde procentuele wijziging in de prijs van het geraffineerde aardolieproduct zal immers leiden tot een grotere procentuele verandering van de consumptieprijs wanneer het gewicht van het geraffineerde product in de consumptieprijs groter is, bv. door lagere accijnzen, een geringere brutomarge of een hoger prijspeil van het geraffineerde product zelf.

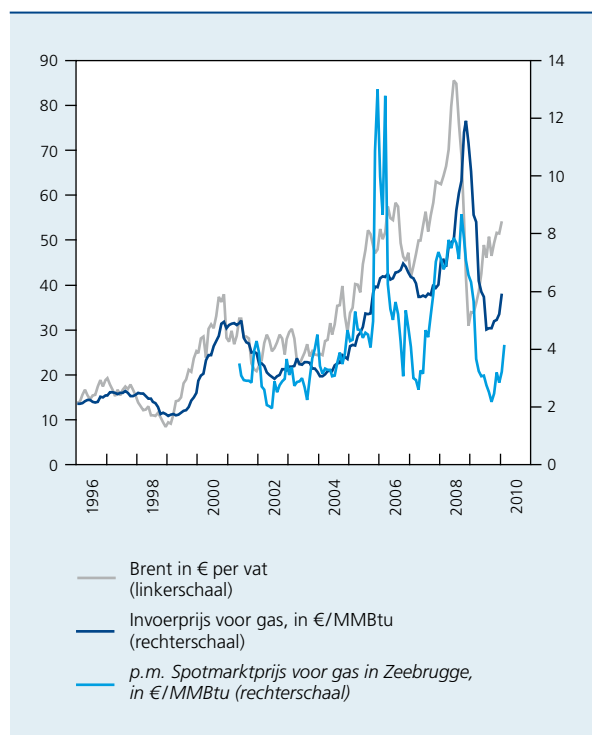
De elasticiteit van de consumptieprijsen voor aardolieproducten, die de relatieve prijsgevoeligheid meet voor schommelingen van de energieprijzen op de internationale markten, blijkt inderdaad groter te zijn voor diesel dan voor benzine. Dat heeft te maken met het verschil in accijnzen en aanverwante belastingen tussen beide producten. Voor stookolie zijn de accijnzen nog aanzienlijk lager dan voor diesel, wat een nog grotere prijsgevoeligheid voor dit product impliceert. Daarnaast blijken de elasticiteiten voor alle aardolieproducten systematisch hoger te zijn voor de periode 2006-2008, met hogere

olieprijzen, dan voor de periode 2002-2004, met lagere olieprijsen. Ten slotte blijkt de elasticiteit van de Belgische consumptieprijzen voor diesel en stookolie groter dan in de buurlanden, door het lagere niveau van de Belgische accijnzen voor deze producten en de lagere brutomarge voor stookolie. De relatief lage prijzen – na belastingen – voor diesel en stookolie in België kan daarenboven een stimulerend effect hebben op de consumptie van die producten, zodat ze, ondanks een lagere prijs, een groter gewicht in de consumptiemand hebben dan in de buurlanden. Deze laatste factor versterkt nog de grotere gevoeligheid van de Belgische inflatie voor schommelingen van de energieprijzen op de internationale markten. Aanpassingen aan de Belgische indirecte fiscaliteit, zoals een verhoging van de accijnzen op diesel en stookolie, zouden derhalve de inflatie minder gevoelig kunnen maken voor schommelingen in de olieprijs, omdat zij een mechanisch neerwaarts effect hebben op de elasticiteit van de consumptieprijzen en bovendien het consumptiepatroon heroriënteren, weg van de genoemde producten.

Prijsvorming van aardgas

Net als voor de aardolieproducten blijkt het prijsverloop van ruwe aardolie de belangrijkste stuwende kracht te zijn

GRAFIEK 10 RUWE AARDOLIEPRIJS EN INVOERPRIJS VAN AARDGAS



Bronnen: ECB, FOD Economie, Middenstand en Energie, Haver Analytics.

achter het verloop van de consumptieprijs voor aardgas. Het prijsverloop van ruwe aardolie is immers, zij het met enkele maanden vertraging, een belangrijke determinant van de invoerprijzen voor aardgas. Het is immers gebruikelijk de gasprijs in langetermijncontracten expliciet te linken aan het verloop van de aardolieprijs. Niettemin is er ook gaandeweg een groothandelsmarkt voor gas ontstaan met een eigen prijsvorming, afhankelijk van de specifieke vraag- en aanbodvoorwaarden op de gasmarkt. Zoals blijkt uit het verloop van de spotmarktprijs voor gas in Zeebrugge, is dat prijsverloop op korte termijn volatiler dan dat van aardolie, omdat aardgas veel minder dan aardolie kan worden opgeslagen, zodat schommelingen in vraag en aanbod een sterke impact hebben op het prijsverloop. De bewegingen op langere termijn van de specifieke gasprijs blijken dan weer in niet onbelangrijke mate verband te houden met het verloop van de aardolieprijs, al lijkt er recentelijk sprake te zijn van een zekere neerwaartse loskoppeling van de gasprijs ten opzichte van de prijs voor ruwe aardolie. Dit fenomeen wordt door tal van waarnemers in verband gebracht met een overaanbod op de gasmarkt, maar het valt nog te bezien of dit duurzaam van aard zal zijn.

Het verloop van de invoerprijs voor aardgas blijkt de belangrijkste factor te zijn achter het verloop van de consumptieprijzen voor aardgas. Dit vermoeden wordt bevestigd door een econometrische analyse, waarbij aan de hand van een *error correction*-model zowel het langetermijnverband tussen de invoerprijs en de consumptieprijs als de snelheid van aanpassing aan dat langetermijnverband wordt geschat⁽¹⁾. Een stijging van de invoerprijs voor aardgas met 1 euro per gigajoule geeft in België na verloop van tijd aanleiding tot een stijging van de consumptieprijs vóór belastingen met ongeveer 1 euro per gigajoule. De transmissie verloopt echter trager dan bij de aardolieproducten. Ongeveer de helft van de transmissie is in België na twee maanden voltooid; na zes maanden is de transmissie vrijwel volledig. Deze vertraging in de transmissie naar de consument komt bovenop het feit dat de invoerprijs voor gas met ongeveer vier maanden vertraging reageert op het prijsverloop van ruwe aardolie. Eveneens in tegenstelling tot de aardolieproducten blijkt de transmissie in België aanzienlijk te verschillen van die in de buurlanden. Ten opzichte van Duitsland en Nederland is niet zozeer de totale omvang van de transmissie

(1) Het niveau van de Belgische consumptieprijs met maandelijkse frequentie werd als volgt verkregen: de halfjaarlijkse gegevens over prijsniveaus uit de energiedatabank van Eurostat voor de periode 1996-2006 werden gemensualiseerd aan de hand van het in de HICP opgetekende maandelijkse verloop van de consumptieprijzen voor gas, met dien verstande dat voor de periode vóór 2007 de registratie in de HICP werd herberekend volgens de verwervingsmethode. Op die manier werd voor België een in de tijd homogene reeks verkregen, die bovendien vanuit een methodologisch oogpunt volledig vergelijkbaar is met de prijsregistratie in de buurlanden. Voor de periode na 2006 werd die reeks geëxtrapoleerd op basis van de HICP. Voor meer details over deze twee gegevensbronnen en over de verschillen tussen de betalings- en de verwervingsbenadering, zie Cornille (2009).

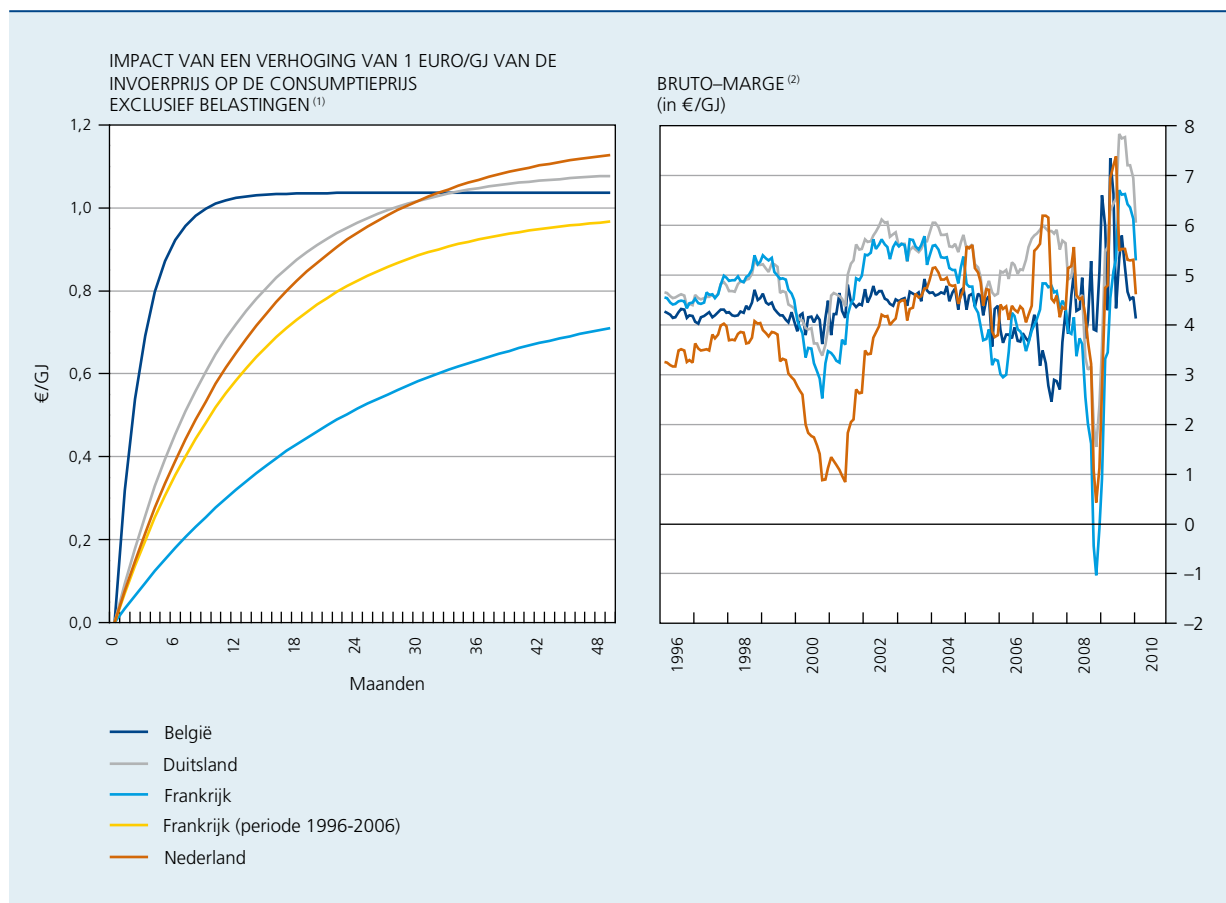
verschillend – die blijkt in de genoemde landen zelfs iets groter te zijn –, maar zij is in België vooral veel sneller. Zo blijkt het in Duitsland en Nederland ruim zes maanden te duren vooraleer de helft van de transmissie voltooid is en meer dan twee jaar vooraleer zij volledig is. In Frankrijk blijkt de transmissie nog trager te verlopen en bovendien erg onvolledig, zeker wanneer de analyse betrekking heeft op de periode 1996-2010. Dat komt doordat precies tijdens de laatste jaren de opwaartse impuls van de Franse invoerprijs voor gas slechts zeer partieel werd doorberekend in de consumptieprijs. Voor de periode 1996-2006 blijkt de transmissie in Frankrijk nauwer aan te sluiten bij die in Duitsland en Nederland. Dat de transmissie in België snel gebeurt, hoeft niet te verwonderen aangezien de consumptieprijs van gas, net zoals die van elektriciteit, maandelijks worden aangepast op basis van tarifieringsformules en aangezien het prijsverloop van de energetische grondstof daarbij een belangrijke determinant is. De frequentie van prijsaanpassing ligt in de buurlanden beduidend lager, mogelijkkerwijs als gevolg van de

prijsregulering die nog bestaat in Frankrijk en Nederland, maar niet meer in Duitsland. Die prijsregulering kan ook verklaren waarom de transmissie in Frankrijk zo onvolledig is, met name tijdens de laatste opwaartse impuls in 2008.

Deze verschillen in de omvang en de snelheid van de transmissie hebben uiteraard belangrijke implicaties voor het verloop van de brutomarge. In België lijkt die marge logischerwijze vrij stabiel te zijn, terwijl ze in de andere landen grote en relatief persistente schommelingen vertoont: neerwaarts bij stijgingen van de invoerprijs – in 2000, 2005 en 2008 – met nadien een herstel, en opwaarts bij dalingen van de invoerprijs. De zeer beperkte transmissie naar de Franse consumptieprijs tijdens de laatste opgaande fase, gaf zelfs aanleiding tot een negatieve brutomarge eind 2008-begin 2009.

De Belgische brutomarge lijkt recentelijk enigszins te zijn verbreed. Bovendien is zij sedert 2007 volatieler dan voordien. Dit kan echter toe te schrijven zijn aan het feit dat

GRAFIEK 11 TRANSMISSIE VAN SCHOMMELINGEN IN DE INVOERPRIJS VAN AARDGAS



Bronnen : Haver Analytics, NBB.

(1) Geschat voor de periode 1996-2010, tenzij anders vermeld.

(2) Het verschil tussen de consumptieprijs voor gas exclusief belastingen en de invoerprijs voor gas.

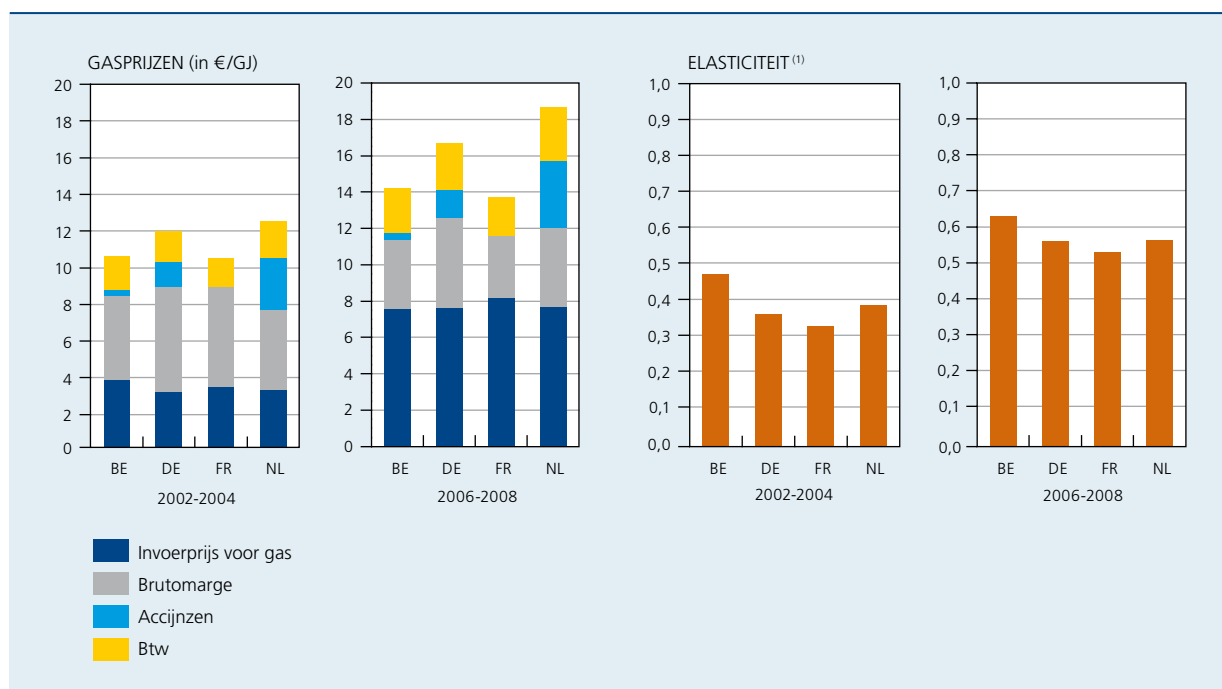
uit de gehanteerde invoerprijs niet de vervanging blijkt van het Belgische contract met Algerije door een contract met Qatar. De prijs die met dit laatste contract gepaard gaat, is immers niet publiek beschikbaar. Precies het afsluiten van dit nieuwe contract werd door de Belgische leveranciers van gas ingeroepen als de reden waarom in januari 2007 in de tarifieringsformules een spotmarktprijs voor gas – de Zeebrugge Hub – werd geïntroduceerd en waarom de constante term in de referentie-index voor de energetische kosten vanaf oktober 2007 werd verhoogd. Door aan de zijde van de invoerprijzen geen rekening te kunnen houden met deze elementen, die het verloop van de consumptieprijzen hebben beïnvloed, is het logisch voor de recentere periode een volatielere en ietwat bredere marge te vinden. Ook de verhoging van de netwerktarieven in 2008 en 2009 kan enigszins hebben bijgedragen tot de ruimere brutomarge van de laatste jaren. Bij gebrek aan voldoende precieze gegevens over de invoerprijs, kan op basis van de analyse derhalve niet worden nagegaan in welke mate de in de loop van 2007 aangebrachte wijzigingen in de prijsvorming – de introductie van de Zeebrugge Hub en de verhoging van de constante term – gerechtvaardigd zijn.

Net zoals bij de aardolieproducten is de elasticiteit van de consumptieprijzen voor aardgas positief gecorreleerd met het niveau van de invoerprijs omdat, bij hogere

invoerprijzen, het relatieve gewicht van deze kostenfactor toeneemt. Zo blijkt die elasticiteit in de periode 2006-2008 opnieuw groter te zijn dan in de periode 2002-2004. Daarnaast is de brutomarge in België blijkbaar relatief laag – behalve ten opzichte van Nederland – en bovendien zijn in ons land ook de accijnzen voor aardgas laag, dit laatste vooral ten opzichte van Duitsland en Nederland, maar niet ten opzichte van Frankrijk. Wordt met deze factoren expliciet rekening gehouden, dan blijkt dat de elasticiteit van de consumptieprijs voor aardgas het grootst is in België. Duitsland en Nederland nemen ter zake een tussenpositie in, terwijl de elasticiteit het laagst is in Frankrijk, gelet op de blijkbaar onvolledige transmissie in dat land.

De hier besproken elasticiteiten zijn die op lange termijn, dus na voltooiing van de transmissie. Verschillen daarin zijn grotendeels terug te voeren op objectiveerbare factoren, zoals het niveau van de accijnzen en de brutomarge, en zijn, behalve voor Frankrijk, niet toe te schrijven aan verschillen in de totale omvang van de transmissie. Zij wijzen derhalve niet op fundamentele scheeftrekkingen in de prijsvorming in België. Een grotere volatiliteit van de Belgische consumptieprijzen voor aardgas lijkt derhalve gerechtvaardigd, maar zij zou, net zoals bij diesel en stookolie, kunnen worden ingeperkt door een verhoging van de accijnzen op aardgas. De weerslag van die grotere elasticiteit op het recente prijsverloop van aardgas en op

GRAFIEK 12 STRUCTUUR VAN DE CONSUMPTIEPRIJZEN VOOR AARDGAS EN IMPLICATIES VOOR HUN ELASTICITEIT



Bronnen: Haver Analytics, NBB.

(1) De elasticiteit meet de verhouding tussen de procentuele verandering van de consumptieprijs en de procentuele verandering van de invoerprijs. Zo betekent een elasticiteit van bijvoorbeeld 0,5 dat een stijging van de invoerprijs met 10% de consumptieprijs met 5% doet stijgen. De getoonde elasticiteiten zijn die op lange termijn.

de inflatie kan relatief groot zijn, gelet op de tijdens de afgelopen jaren opgetekende omvang van de schommelingen in de energieprijzen op de internationale markt.

Daar komt nog bij dat de prijsaanpassing in België veel sneller gebeurt dan in de buurlanden. Die snelheid van de transmissie is tijdens de periode 2008-2009 ongetwijfeld van groot belang geweest. Zo werd in België eerst de opwaartse fase vrijwel volledig doorberekend, waarna ook de neergaande fase zo goed als integraal werd doorberekend. In de buurlanden daarentegen werd de aan de gang zijnde opgaande fase, die veel geleidelijker verliep, onderbroken nog vóór zij voltooid was. De aardgasprijs op de internationale markten was intussen immers reeds opnieuw gedaald. Het principe van doorberekening aan de consument staat niet ter discussie, zeker niet voor duurzame bewegingen. Die doorberekening is precies een belangrijk signaal dat moet aanzetten tot een rationeler energieverbruik. Toch rijst de vraag of het optimaal is iedere beweging in de internationale aardgasprijsen vrijwel onmiddellijk door te berekenen aan de consument. Deze laatste is wellicht minder goed

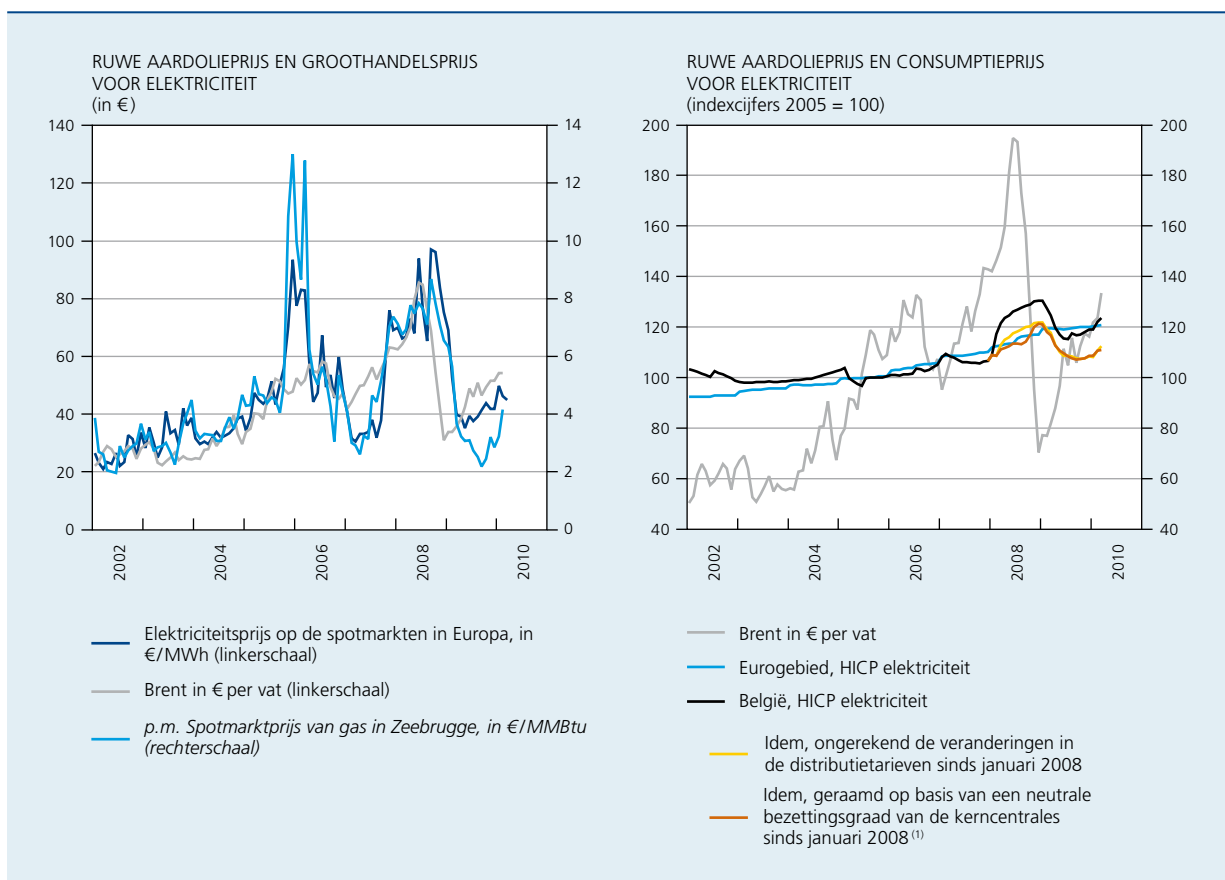
gewapend om met de daarmee gepaard gaande prijsvolatiliteit om te gaan dan de gasleveranciers, die zich nu verzekerd weten van een relatief stabiele brutomarge.

Prijsvorming van elektriciteit

De groothandelsprijzen van elektriciteit vertonen een sterke correlatie met het prijsverloop van de energetische grondstoffen zoals de prijs voor aardolie van het type Brent, maar vooral de prijs van gas bij invoer. Dit lijkt volstrekt logisch, aangezien de elektriciteitsprijzen op een concurrerende markt theoretisch gezien bepaald worden door de marginale productiekosten van de marginale elektriciteitscentrale. Deze marginale centrale is dan vaak een centrale die gebruik maakt van gas.

Daarentegen lijken de consumptieprijzen voor elektriciteit minder sterk gecorreleerd met het verloop van de energetische grondstoffenprijzen. Dit heeft deels te maken met het feit dat de productiekosten die niet samenhangen

GRAFIEK 13 TRANSMISSIE VAN SCHOMMELINGEN VAN DE GRONDSTOFFENPRIJZEN NAAR DE PRIJS VAN ELEKTRICITEIT



Bronnen : ECB (2010), NBB.

(1) In de formule van de indexeringsparameter van de tarieven werd de variabele die overeenstemt met de bezettingsgraad van de kerncentrales vanaf januari 2008 op 1 gehandhaafd.

met de energetische grondstof, veel hoger uitvallen dan die voor gas en aardolieproducten. Andere factoren die deze correlatie temperen, zijn het belang van de netwerk-kosten, de verscheidenheid van de gebruikte energetische inputs en de prijsreglementering in een aantal landen. In de toekomst zou deze correlatie echter duidelijker naar voren kunnen komen indien het percentage van de op de beurzen verhandelde elektriciteit een opwaartse trend zou blijven vertonen en als – zoals in België reeds het geval begint te zijn – meer leveranciers de industriële en zelfs de residentiële consumenten tarieven zouden aanbieden die geïndexeerd zijn aan de hand van de groothandelsprijzen.

Al met al lijkt het prijszettingmechanisme voor het residentiële segment te zijn gebaseerd op gemiddelde kosten, veeleer dan op marginale kosten, wat wellicht in zekere mate de voorkeur van de consumenten voor minder volatiele en meer voorspelbare prijzen weerspiegelt. Toch maakt de grotere complexiteit van de elektriciteitsproductie die sector moeilijker analyseerbaar dan die van gas en aardolieproducten.

Wat het verloop van de consumptieprijzen voor elektriciteit in België betreft, is de in 2008 opgetekende prijsstijging, die contrasteert met het verloop in het eurogebied, voornamelijk toe te schrijven aan een verhoging van de distributietarieven, in combinatie met de stijging van de indexeringsparameter die de energetische kost weerspiegelt, voornamelijk als gevolg van de hogere grondstoffenprijzen en de lagere bezettingsgraad van de kerncentrales⁽¹⁾. Het is tevens deze indexeringsparameter die ten grondslag ligt aan de sinds begin 2009 vastgestelde daling van de Belgische elektriciteitsprijs, die aldus meer dan in het eurogebied blijkt beïnvloed te zijn door het prijsverloop van de energetische grondstoffen. Deze ontwikkelingen worden uitvoeriger besproken in het artikel «De toegenomen volatiliteit van de elektriciteitsprijs voor de Belgische huishoudens: een analyse op basis van de specifieke kenmerken van de prijszetting door de Belgische stroomleveranciers», dat eveneens in dit tijdschrift is gepubliceerd.

3. Impact van de prijsveranderingen van ruwe aardolie op de inflatie en de bedrijvigheid

Gelet op de hierboven toegelichte voorname plaats van de energiedragers in zowel het productieproces als het consumptiepatroon kunnen de schommelingen in de ruwe aardolieprijs belangrijke effecten sorteren op de inflatie en op de economische bedrijvigheid. Die effecten worden hieronder toegelicht, eerst vanuit een conceptueel oogpunt en vervolgens op basis van een econometrische simulatie.

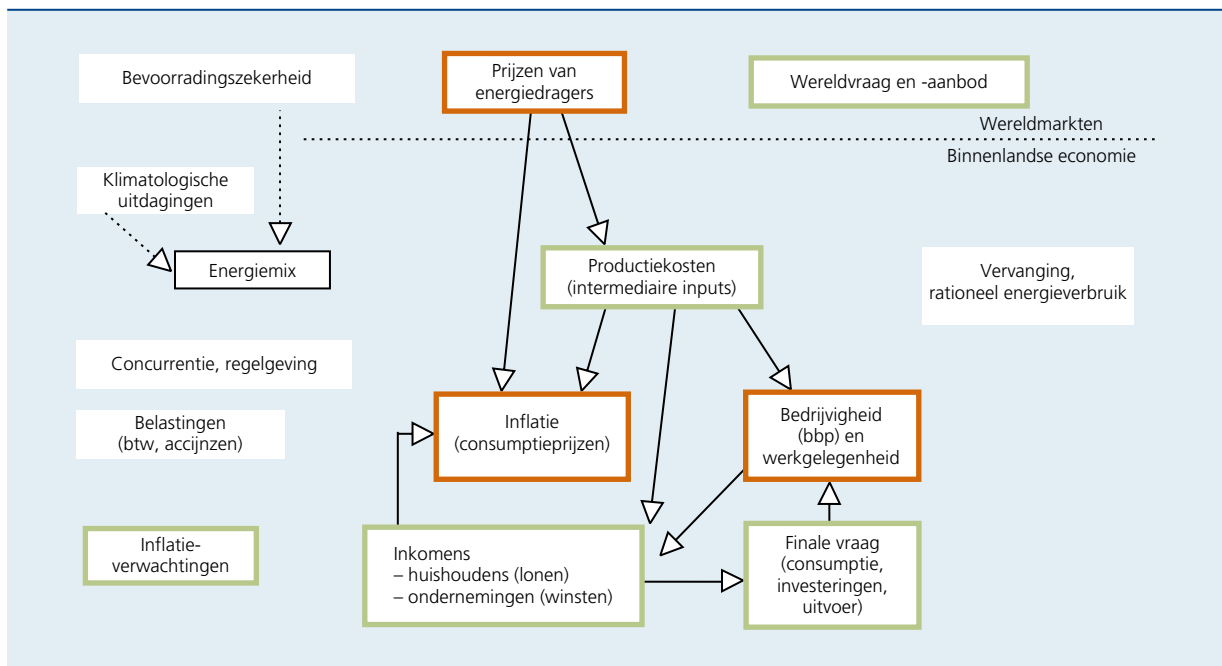
Conceptueel kader

Vanuit een theoretisch oogpunt werkt een olieprijschok in de inflatie door via verschillende kanalen waarvan de effecten niet gelijktijdig voelbaar zijn. Doorgaans wordt een onderscheid gemaakt tussen directe effecten (invloed op de prijzen van de energiedragers zelf) en indirecte effecten, die de doorberekening van de toegenomen productiekosten van de ondernemingen in de prijzen van niet-energetische goederen en diensten weergeven. De indirecte effecten variëren in functie van het energiegehalte van die goederen en diensten: ze zijn hoger voor chemische producten of transportdiensten, waarvan het energiegehalte hoog is, dan voor de overige goederen of diensten. Die directe en indirecte effecten worden «eersteronde-effecten» genoemd omdat ze een stijging van de prijs van die goederen veroorzaken, zonder de onderliggende dynamiek van de inflatie als geheel te beïnvloeden. Daarbovenop kunnen zogenaamde «tweederonde-effecten» ontstaan, die doorgaans niet onmiddellijk tot uiting komen, wanneer de economische subjecten hun gedrag inzake prijszetting en loononderhandeling aanpassen om hun winst of hun loon, in reële termen, te vrijwaren. Hierdoor werken ze de aanvankelijke stijging van de inflatie nog in de hand. Dat verschijnsel wordt versterkt wanneer ook de inflatieverwachtingen opwaarts herzien worden; het is dan ook van essentieel belang dat het monetair beleid een geloofwaardige doelstelling van prijsstabiliteit op middellange termijn nastreeft.

Een schok die de olieprijs beïnvloedt, kan tal van gevolgen hebben voor de economische bedrijvigheid. Deze hangen onder meer af van de manier waarop de initiële schok doorwerkt in de andere prijzen. Doorgaans worden drie kanalen van transmissie naar de bedrijvigheid onderscheiden: een effect op de ruilvoet, een aanbodeffect en een vraageffect. Het effect op de ruilvoet vloeit voort uit de stijging van de invoerprijzen (ten opzichte van de uitvoerprijzen) omdat de meeste ontwikkelde economieën netto-importeurs van energie zijn. Dat effect vormt een verarming van de economie. Tenzij het wordt gecompenseerd door een daling van de spaarquote, heeft het een negatieve invloed op de binnenlandse vraag. Het vraageffect houdt verband met de weerslag van de stijging van de energieprijzen op de inflatie. De prijsstijging drukt immers het beschikbaar inkomen van de huishoudens en dus de consumptieve bestedingen. Het aanbodeffect hangt samen met het belang van energie als intermediaire input die nodig is voor de productie van de andere goederen en diensten. Op korte termijn reageren de

(1) De bezettingsgraad van het nucleair park speelt de volgende rol in de tarifiering: naarmate de bezettingsgraad laag is wordt het prijsverloop van gas in aanmerking genomen in de tarifieringsformule. Nu hebben precies in 2008 – op het ogenblik dat de gasprijs fors de hoogte inging – grote onderhoudswerken plaatsgevonden in de Belgische kerncentrales. Naarmate nadien die centrales opnieuw in gebruik werden genomen, doofde deze opwaartse factor uit, terwijl intussen ook de gasprijs zelf, net als de prijs van andere energetische inputs gedaald was.

GRAFIEK 14 TRANSMISSIE VAN DE ENERGIEPRIJZEN NAAR DE INFLATIE EN DE BEDRIJFVIGHEID



Bron: NBB.

bedrijven op de stijging van de productiekosten met een verhoging van hun verkoopprijzen of een inkrimping van de marges; op middellange en lange termijn kunnen de ondernemingen hun duurder geworden energieverbruik trachten te verminderen (bijvoorbeeld door energie rationeler aan te wenden). In het algemeen schroeven ze hun productieniveau terug (ook omdat de vraag afneemt), wat, *ceteris paribus*, leidt tot een daling van de investeringen, de werkgelegenheid en de lonen.

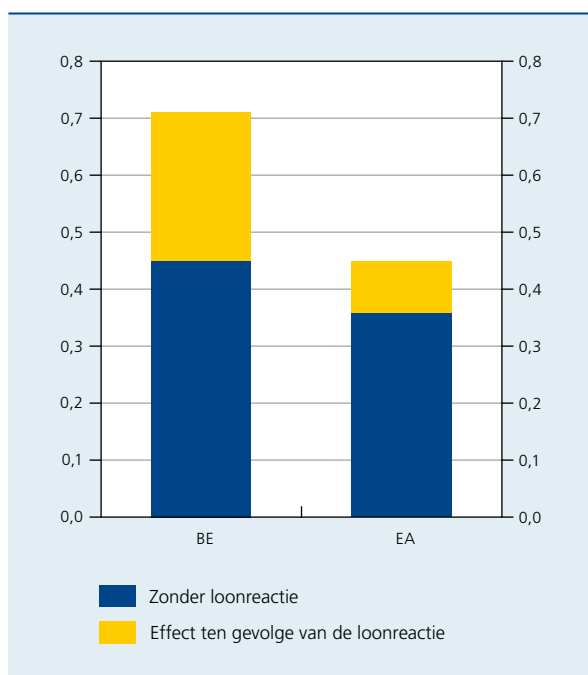
Tal van factoren werken in dat proces op elkaar in: de aard van de olieprijschok (teweeggebracht door het aanbod of de vraag), de persistentie ervan, de energie-intensiteit van de productie- en consumptiewijzen, alsook de energiemix. De werking van de energiemarkten en in het bijzonder de concurrentiegraad en de mate van regelgeving beïnvloeden de prijszetting op die markt. Ten slotte oefenen de door de overheid op de producten geheven belastingen en accijnzen een invloed uit op de prijszetting en kunnen de fiscale stimuli het verbruikspatroon van de huishoudens en de ondernemingen wijzigen.

Econometrische simulatie

In het kader van het hoger vermelde Structural Issues Report 2010 vonden econometrische simulaties plaats

GRAFIEK 15 IMPACT, OP DE HICP, VAN EEN VERHOGING VAN DE RUWE AARDOLIEPRIJS MET 10 %

(gecumuleerde procentuele afwijking na drie jaar t.o.v. het basisscenario zonder olieschok)



Bronnen: ECB (2010), NBB voor België.

om de invloed van een olieprijschok op de inflatie en de bedrijvigheid in de landen van het eurogebied na te gaan. Die simulaties werden uitgevoerd aan de hand van de nationale structurele modellen die de centrale banken hanteren in het kader van de macro-economische projecties van het Eurosysteem. De oefening bestond erin het effect te simuleren van een aanhoudende toename met 10% van de in dollar luidende prijs van ruwe aardolie. De simulaties werden op een zo geharmoniseerd mogelijke basis uitgevoerd; daarbij wordt verondersteld dat de wisselkoersen niet veranderen, dat het monetair beleid en het begrotingsbeleid onveranderd blijven, en dat de economische gevolgen beperkt blijven tot het land zelf. Deze laatste hypothese betekent dat voor een bepaald land de buitenlandse vraag niet zal worden beïnvloed door de eventuele daling van de consumptie in de andere landen, maar enkel door het eventuele verlies aan concurrentiekracht van de binnenlandse exporteurs als gevolg van de prijsstijging van de energie-inputs. De uitvoerprijzen van de concurrenten worden daarentegen als ongewijzigd beschouwd, wat leidt tot een overschatting van het belang van het competitiviteitskanaal. Ondanks de harmoniseringsinspanningen moet voor ogen worden gehouden dat er verschillen bestaan tussen de gebruikte nationale modellen. De resultaten moeten dus voorzichtig worden geïnterpreteerd.

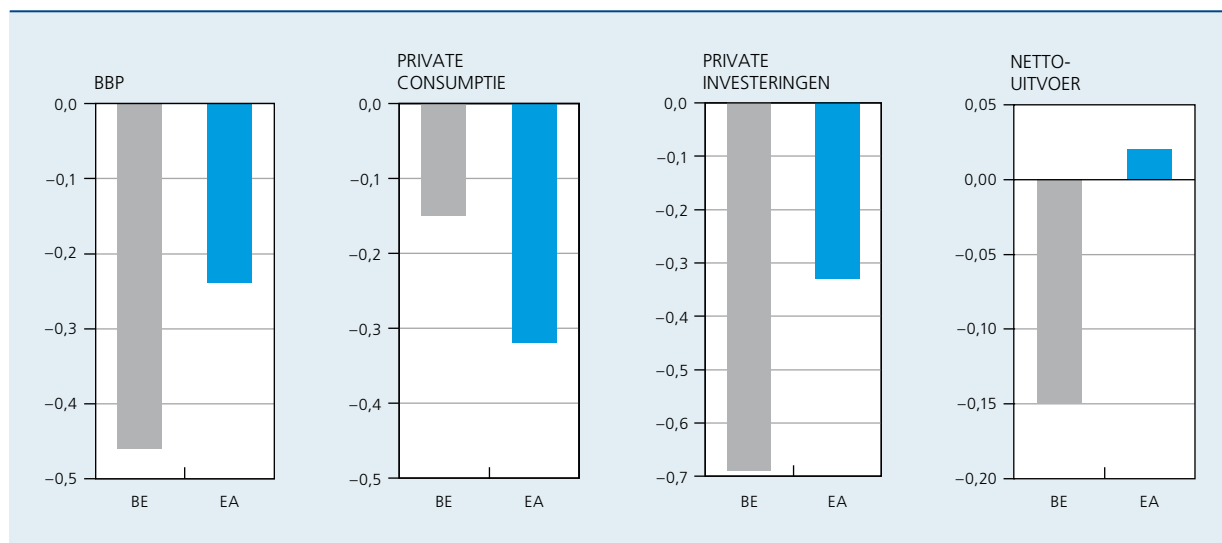
Rekening houdend met de afgeleide effecten via de loonkosten zou een stijging met 10% van de aardolieprijs

over een periode van drie jaar de HICP met 0,71 procentpunt doen toenemen in België en met 0,45 procentpunt in het eurogebied. Er zijn twee redenen waarom het inflatoir effect van een olieprijschok in België groter is. Om te beginnen, is het directe eersteronde-effect op de consumptieprijzen voor energiedragers groter. Dat grotere directe effect is coherent met de vaststelling hierboven dat de elasticiteit van de Belgische consumptieprijzen voor energiedragers als reactie op een beweging van de internationale energieprijzen groter is dan in de rest van het eurogebied of in de drie buurlanden. Bovendien wordt dit effect nog versterkt doordat energiedragers in de Belgische consumptiemand een belangrijker plaats innemen en dus een hogere weging hebben in de HICP. Ten tweede, gelet op het bestaan van de loonindexering in België, zijn het risico op tweederonde-effecten en de omvang ervan er groter dan in de andere landen van het eurogebied. De effecten die toe te schrijven zijn aan de reactie van de lonen zijn groter. Gelet op het indexeringsmechanisme reageren de nominale uurlonen immers bijna onmiddellijk op de initiële schok, ook al wordt een deel ervan geneutraliseerd door het gebruik van de gezondheidsindex als referentie voor de indexering.

Wat de invloed op de bedrijvigheid betreft, zou een stijging met 10% van de aardolieprijzen in drie jaar tijd leiden tot een daling met 0,46 procentpunt van het bbp in België. De omvang van de negatieve weerslag op de

GRAFIEK 16 IMPACT, OP DE ECONOMISCHE BEDRIJVIGHEID, VAN EEN VERHOOGING VAN DE RUWE AARDOLIEPRIJS MET 10%

(gecumuleerde procentuele afwijking na drie jaar t.o.v. het basisscenario zonder olieschok; gecumuleerde afwijking in procentpunten voor de bijdrage van de netto-uitvoer tot de verandering van het bbp)



Bronnen: ECB (2010), NBB voor België.

bedrijvigheid zou veel groter uitvallen dan in het eurogebied, waar deze 0,24 procentpunt zou bedragen.

Voor België vloeit het effect op de bedrijvigheid grotendeels voort uit het verloop van de netto-uitvoer, als gevolg van een zeer uitgesproken negatieve reactie van de uitvoer, terwijl de invoer in geringere mate afneemt. Door het indexeringsmechanisme ontstaat immers een loon-prijsspiraal die het concurrentievermogen negatief beïnvloedt. De negatieve reactie van de investeringen is eveneens sterker in België dan in het eurogebied. In België hebben de productie en de investeringen van de ondernemingen immers een groter energiegehalte dan elders, en bovendien verslechtert hun concurrentievermogen. Daarentegen blijft de daling van de particuliere consumptie in België beperkt ten opzichte van het eurogebied, doordat de indexering de afname van de reële lonen mildert.

Het in die simulatie gekozen scenario berust op een vereenvoudigd beeld van het stelsel van de loonvorming in België: het houdt geen rekening met het feit dat de in de centrale akkoorden vastgelegde loonnorm zich richt naar vooruitzichten betreffende het verloop van de loonkosten in de buurlanden. Zo nodig kunnen de vastgestelde ontsparingen van de loonkosten ten opzichte van die in de buurlanden worden bijgesteld. Dit mechanisme laat de sociale partners toe de negatieve effecten van de olieschokken op de inflatie en de bedrijvigheid te beperken. Uit een simulatie die gebaseerd is op de hypothese dat de loonkosten niet door de stijging van de olieprijsen worden beïnvloed, blijkt immers dat het effect op de inflatie en de bedrijvigheid in België aanzienlijk wordt getemperd. Voor de inflatie zou de impact zonder reactie van de lonen uitkomen op 0,45 procentpunt, tegen 0,71 met een reactie van de lonen, en het neerwaartse effect op de economische bedrijvigheid zou dan 0,37 tegen 0,46 procentpunt bedragen.

Conclusie

Vergeleken met andere landen van het eurogebied is de Belgische economie relatief gevoelig voor olieprijschokken in termen van zowel inflatie als economische bedrijvigheid. Die gevoeligheid houdt in de eerste plaats verband met een relatief grote energie-intensiteit die gedeeltelijk voortvloeit uit een in dit vlak specifieke industriële structuur, namelijk de oververtegenwoordiging van energieverslindende bedrijfstakken zoals de metallurgie, de chemie en de niet-metaalhoudende minerale producten en een specialisatie in de eerste stadia van de producttransformatie binnen die bedrijfstakken. Bovendien is ook de consumptie van energiedragers door de gezinnen in

België groter dan in het eurogebied. Omdat België bovendien niet meer over fossiele brandstoffen beschikt en hernieuwbare energiebronnen er nog niet sterk ontwikkeld zijn, gaat een en ander gepaard met een grote energieafhankelijkheid ten opzichte van het buitenland. Het beheersen en indien mogelijk reduceren van de energie-intensiteit van het productieproces en bestedingspatroon vormt derhalve een eerste belangrijke uitdaging, niet enkel vanuit ecologische overwegingen, maar ook, blijkens de analyse, vanuit een macro-economisch oogpunt.

De daarmee gepaard gaande grotere kwetsbaarheid van de Belgische economie voor olieprijschokken wordt nog vergroot door enkele andere factoren. Sommige daarvan houden verband met de werking van de energiemarkten zelf en de prijsvorming voor energiedragers, terwijl andere eerder betrekking hebben op de werking van de ruimere product- en arbeidsmarkten in België.

Tot de eerste reeks factoren behoren de relatief lage accijnzen en aanverwante belastingen op diesel, aardgas en vooral stookolie. Dat maakt de Belgische consumptieprijzen voor energiedragers gevoeliger voor schommelingen in de ruwe aardolieprijs. Bovendien blijkt de consumptieprijs voor gas en voor elektriciteit beduidend sneller te reageren dan in de buurlanden op prijschommelingen op de internationale energiemarkten. Dat komt doordat de Belgische praktijk van maandelijkse aanpassing van de consumptieprijzen aan de hand van tarifieringsformules die onder meer gesteund zijn op het prijsverloop van de energetische grondstoffen, uniek is in Europa. Daardoor wordt de brutomarge van de leveranciers in grote mate gestabiliseerd en komt de onzekerheid die met de volatiliteit van de energieprijzen gepaard gaat, hoofdzakelijk bij de verbruiker te liggen. In de andere landen van het eurogebied worden de prijzen daarentegen minder frequent aangepast en in tegenstelling tot België valt die aanpassing in sommige gevallen nog onder een of andere vorm van prijsregulering. Meer in het algemeen is gebleken dat de effectieve graad van mededinging op de gas- en elektriciteitsmarkten, ondanks de liberalisering, zowel in België als in de andere landen van het eurogebied nog zeer laag is.

Daarnaast verhoogt de Belgische indexeringspraktijk, niet alleen voor de lonen maar ook voor sommige prijzen, de gevoeligheid van de economie voor olieprijschokken, ook al neutraliseert de gezondheidsindex een deel van de oorspronkelijk schok. Door de indexering ontstaan voor de inflatie tweederonde-effecten en wordt via een verlies aan concurrentievermogen een zwaarder negatief effect op de economische bedrijvigheid gesorteerd, ofschoon de particuliere consumptie relatief goed afgeschermd blijkt. Die supplementaire negatieve weerslag kan evenwel

worden beperkt door permanent te waken over het verloop van het Belgisch concurrentievermogen, in overeenstemming met de wet van 1996 ter bevordering van de werkgelegenheid en de preventieve vrijwaring van het concurrentievermogen.

Bibliografie

ECB (2010), *Energy markets and the euro area macroeconomy*, Structural Issues Report.

Cornille D. (2009), « Methodologie of prijszetting : wat verklaart de grotere volatiliteit van de Belgische consumptieprijsen voor gas en elektriciteit ? », NBB, *Economisch Tijdschrift*, 49–60, december.

Mc Kinsey & Company (2009), *Pathways to world-class energy efficiency in Belgium*, studie aangevraagd door het VBO.

Meyler A. (2009), « The pass through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices », *Energy Economics*, 31, 867–881.

De toegenomen volatiliteit van de elektriciteitsprijs voor de Belgische huishoudens

Een analyse op basis van de specifieke kenmerken van de prijszetting door de Belgische stroomleveranciers

François Coppens *

Inleiding

Verschillende studies⁽¹⁾, met name het jaarverslag van de NBB, maken jaarlijks een analyse van de Belgische inflatie gemeten aan de hand van het Geharmoniseerd Indexcijfer van de Consumptieprijzen (HICP, Harmonised Index of Consumer Prices). Een steeds terugkerend onderwerp ter zake zijn de bijdragen van de energiedragers tot de aldus gemeten inflatie. Het zijn blijkbaar vaak de energiedragers die niet alleen het Belgische inflatie-ecart ten opzichte van het eurogebied verklaren, maar ook in hoge mate de volatiliteit van het Belgische indexcijfer.

Tot voor kort bleek in dat opzicht meestal slechts één energiedrager een rol te spelen, namelijk aardolie (en de derivaten ervan). Sedert eind 2007 is het verloop van de prijs van ruwe aardolie echter niet langer de enige veranderlijke die zowel het ecart als de volatiliteit verklaart. Sedertdien speelt ook het verloop van de consumptieprijzen voor aardgas en voor elektriciteit een belangrijke rol. Een decennium geleden waren die beide energiemarkten nog sterk gereguleerd en zo goed als monopolistisch. Onder impuls van de Europese Commissie heeft er zich in alle Europese landen, maar ook erbuiten, een sterke tendens tot deregulering voorgedaan, wat uiteraard een impact heeft op de prijsvorming.

Die deregulering had op verschillende tijdstippen plaats. In Duitsland was dat reeds in 1998, in Nederland in 2004

en in Frankrijk pas in 2007. In Frankrijk zijn de tarieven voor de huishoudens ook na de deregulering grotendeels (meer dan 95 %⁽²⁾) gereguleerd gebleven. In Nederland zijn de elektriciteitsprijzen voor de huishoudens weliswaar meer marktconform, maar de prijswijzigingen worden voorgelegd aan de regulator die de «redelijkheid» ervan controleert. Deze methodiek, vangnetmethode genoemd, bepaalt dat de leveranciers iedere tariefwijziging vier weken vóór de vankrachtwording ervan aan de regulator moeten voorleggen. Deze laatste oordeelt dan of de tariefverhoging redelijk is gelet op de kosten voor de leverancier. Voldoet het voorgestelde tarief niet aan de door de regulator vastgestelde maxima, dan krijgt de leverancier de kans zijn tariefverhoging toe te lichten. Beoordeelt de regulator na het volgen van deze procedure het tarief als onredelijk, dan wordt de leverancier in kwestie een maximumtarief opgelegd. De maxima kunnen verschillen voor groene en grijze stroom⁽³⁾. In de Duitse en Engelse markten wordt de «redelijkheid» van tariefaanpassingen op ex post basis respectievelijk door de concurrentieautoriteit en de regulator opgevolgd.

De (volledige) deregulering van de Belgische energiemarkten voor huishoudens verliep in de verschillende

* De auteur wenst L. Aucremanne, D. Cornille, G. van Gastel, C. Swartenbroeckx, D. Vivet en J.-P. Pauwels te bedanken voor hun bijdrage aan dit artikel.

(1) NBB (2008), NBB (2009), NBB (2010), INR, Prijsobservatorium (2009), Cornille D. (2009), ECB (2010).

(2) INR, Prijsobservatorium (2009), CRE (2010).

(3) Brattle Group (2009). Voor meer informatie over die zogeheten «vangnetmethodiek», zie <http://www.energiekamer.nl/nederlands/gas/levering/tarieftoezicht.asp>.

regio's asynchroon. De Vlaamse consumenten konden vrij hun leverancier kiezen vanaf juli 2003; voor Waalse en Brusselse huishoudens was dat vanaf januari 2007. Bovenop de deregulering van de markten werden in België tussen 2005 en 2007 ook methodologische wijzigingen aangebracht in de registratie van de HICP's voor aardgas en elektriciteit. Volgens recent onderzoek biedt die methodeverandering in de meting van de HICP niet de enige verklaring van de sterke volatiliteit en is de gedereguleerde prijszetting derhalve de voornaamste oorzaak. Er moet vooral verder worden gezocht naar de factoren die verklaren waarom de schommelingen in de prijzen van de energetische grondstoffen een zo belangrijke rol spelen ⁽¹⁾.

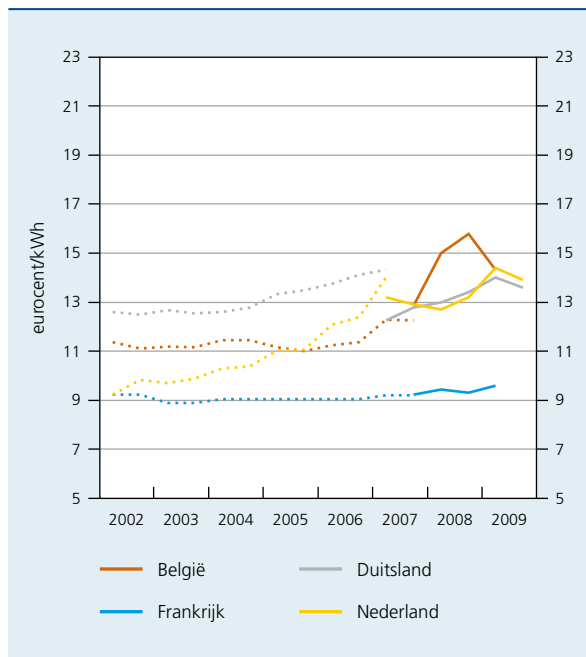
Deze studie bevat een analyse van de prijszetting op de elektriciteitsmarkt voor particuliere consumenten. In het eerste hoofdstuk wordt de problematiek geschetst. De elektriciteitsprijzen voor huishoudens worden vergeleken voor België, Nederland, Duitsland en Frankrijk. De gebruikte gegevens zijn afkomstig van de databanken van Eurostat. In het tweede hoofdstuk wordt dieper ingegaan op de mechanismen van de prijszetting op de elektriciteitsmarkten voor particulieren. Leveranciers hanteren immers vaste en variabele tarieven. Die tarieven verschillen naargelang het verbruiksprofiel en ook de sociale tarieven spelen een rol. In het derde – en belangrijkste – hoofdstuk van deze studie wordt nagegaan door welke onderliggende parameters het meer volatiele karakter van de Belgische stroomprijzen kan worden verklaard. Daarbij wordt gedetailleerd ingegaan op de mechanismen die in de variabeleprijcontracten worden gebruikt. De wijze van prijszetting bij variabeleprijcontracten is blijkbaar zeer specifiek voor de Belgische markt en verklaart hoogstwaarschijnlijk het atypische gedrag. In het vierde hoofdstuk wordt kort nagegaan of dergelijke prijszettingsmechanismen ook in de buurlanden worden gehanteerd. Het vijfde en laatste hoofdstuk bevat de conclusies.

1. Elektriciteitsprijzen in België en in de buurlanden

1.1 Tijdreeksen van Eurostat ⁽²⁾

Eurostat verzamelt bij de verschillende lidstaten gegevens over de prijzen van het elektriciteitsverbruik door de huishoudens. Deze laatste worden volgens het aantal geconsumeerde kilowattuur (kWh) opgesplitst in verschillende klassen verbruiksprofielen. De informatie wordt bijgehouden in de vorm van halfjaarlijkse tijdreeksen ⁽³⁾. In 2007 vertonen die tijdreeksen methodewijzigingen. Vanaf het registratiejaar 2007 is het cijfer het gewogen ⁽⁴⁾ gemiddelde over het semester; voordien gaf het de waarde aan

GRAFIEK 1 ELEKTRICITEITSPRIJZEN VOOR VERBRUIKSPROFIEL DC – PRIJZEN ZONDER BELASTINGEN



Bron: Eurostat.

op de eerste dag van het semester. De gebruikersklasse «Dc» was tot 2007 gedefinieerd als de categorie met een verbruik van 3.500 kWh per jaar, waarvan 1.300 kWh in dalrtarif. Vanaf 2007 bevat de klasse «Dc» huishoudens met een jaarlijks stroomverbruik tussen 2.500 en 5.000 kWh. Die methodewijzigingen impliceren dat de cijfers vóór 2007 niet vergelijkbaar zijn met die na 2007.

De tijdreeksen voor België en voor de buurlanden worden weergegeven in de grafieken 1 en 3. Grafiek 1 geeft de prijzen weer exclusief belastingen voor de klasse «Dc». De breuk in de reeksen wordt aangegeven door de overgang van een stippellijn naar een volle lijn.

Tot 2007 bevonden de prijzen in België zich tussen die in Frankrijk en die in Duitsland. In Nederland lagen de stroomprijzen voor de particulieren eerst lager en vanaf 2005 tot 2007 hoger dan die in België. Na de methodebreuk is dat patroon gewijzigd. Die breuk valt echter ook samen met een deregulering van de branche, zodat moeilijk kan worden achterhaald wat precies de oorzaak is van het gewijzigde gedrag.

(1) Cornille D. (2009), NBB (2010), INR, Prijsobservatorium (2009), ECB (2010).

(2) <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/energy/introduction>.

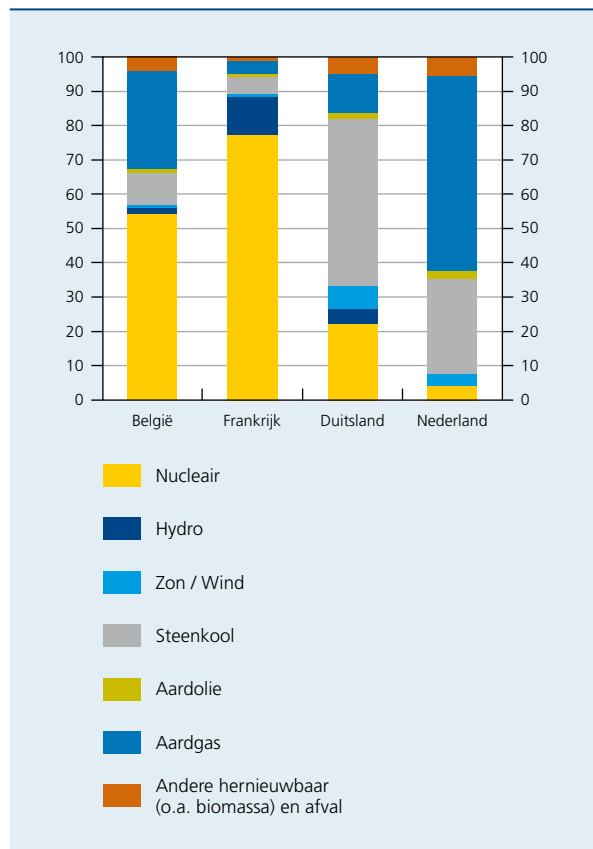
(3) FOD Economie, K.M.O., Middenstand en Energie (2010).

(4) Bij de weging wordt rekening gehouden met het verbruik in iedere maand, alsook met het marktaandeel van de leverancier in de bewuste maand.

In Frankrijk komt de breuk niet tot uiting in de prijzen. Het Franse particuliere stroomverbruik wordt echter nog grotendeels bepaald door gereguleerde tarieven. In Duitsland liggen de prijzen voor de huishoudens aanzienlijk lager na de breuk; in Nederland is het verschil gering, maar na de breuk zijn de prijzen minder sterk gaan stijgen. In België ondergingen de prijzen geen zware impact op het ogenblik van de breuk, maar het verloop ervan na de breuk is totaal anders dan dat ervoor. Na de breuk lagen de prijzen (exclusief belastingen) in België tot eind 2008 het hoogst. In het eerste semester van 2009 werd, met uitzondering van Frankrijk, een convergentie van de stroomprijzen opgetekend.

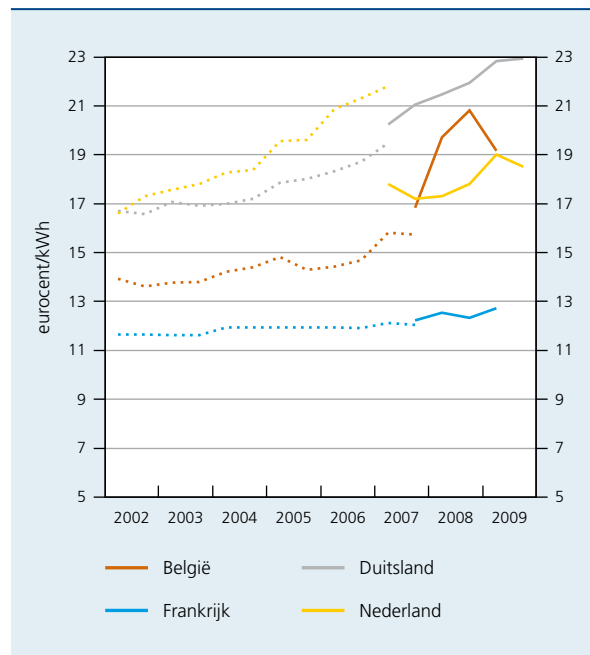
Sommige studies⁽¹⁾ vermelden de verschillende samenstelling van de productieparken en de forse prijsstijgingen van de fossiele brandstoffen tijdens het afgelopen decennium als mogelijke verklaring voor de uiteenlopende elektriciteitsprijzen in de verschillende landen. De brandstofmix voor België en de buurlanden wordt weergegeven in grafiek 2. Die mix zou dus eventueel de verschillen kunnen verklaren tussen de prijzen in België en die in Frankrijk.

GRAFIEK 2 BRANDSTOFMIX IN BELGIË EN DE BUURLANDEN
(CIJFERS AFGELEID UIT DE PRODUCTIE IN 2007)



Bron : IEA (2009).

GRAFIEK 3 ELEKTRICITEITSPRIJZEN VOOR VERBRUIKSPROFIEL DC, PRIJZEN INCLUSIEF BELASTINGEN



Bron : Eurostat.

Duitsland en Nederland verbruiken echter meer fossiele brandstoffen dan België, zodat de verklaring in die beide gevallen elders moet worden gezocht.

Grafiek 3 geeft de elektriciteitsprijzen weer met inbegrip van belastingen.

Er zij opgemerkt dat, na de breuk, de belastingen de prijzen in Duitsland opnieuw naar het hoogste niveau tilden; België had in 2007 en 2008 de op één na hoogste prijzen inclusief taksen, heffingen en btw. In de eerste helft van 2009 zakten de prijzen in België opnieuw naar het niveau in Nederland. Wat Nederland betreft, valt op dat de heffingen, taksen en btw na de breuk fors daalden⁽²⁾.

Het is wellicht nuttig te vermelden dat het internationaal vergelijken van de prijzen een moeilijke oefening is en dat de interpretaties moeten worden genuanceerd vanwege de bijzondere kenmerken en de specifieke regelgeving in de respectieve landen. De deregulering van de sector noodzaakte een ontvlechting (*unbundling*) ervan in verschillende segmenten: productie, transmissie, distributie en levering⁽³⁾. De prijzen in Eurostat bevatten die vier deelcomponenten. De *unbundling* is bijvoorbeeld

(1) ECB (2010).

(2) Dit wordt bevestigd in INR, Prijsobservatorium (2009).

(3) Zie Coppens F. en D. Vivet (2004).

in België veel drastischer dan in Duitsland en Frankrijk, wat kan leiden tot tariefverschillen. Hetzelfde geldt voor de openbare dienstverplichtingen van de Belgische distributienetbeheerders.

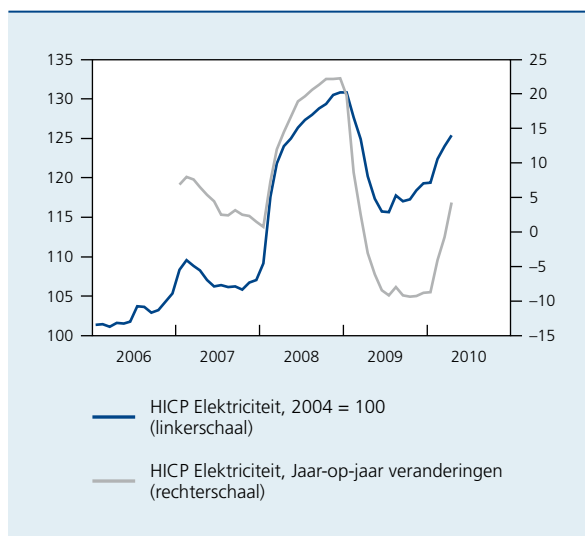
1.2 HICP voor elektriciteit

De grafieken 1 en 3 geven prijsniveaus weer. Inflatiemetingen, waarvan sprake in de inleiding, geven prijswijzigingen weer. Om seizoeninvloeden uit te schakelen, worden meestal jaar-op-jaar veranderingen berekend. Grafiek 4 toont het Belgische consumptieprijsindexcijfer en de jaar-op-jaar veranderingen ervan voor elektriciteit aan huishoudens. De tijdreeks heeft een maandelijkse frequentie. Ook deze tijdreeks vertoont vanaf 2005 een breuk voor Vlaanderen en vanaf 2007 voor heel België. Vóór 2005 (Vlaanderen) en vóór 2007 (Wallonië en Brussel) werd de HICP-index berekend op basis van jaarlijkse facturen (de zogeheten «betalingsbenadering»); vanaf 2005/2007 wordt ze becijferd op basis van maandelijkse tariefberekeningen die worden opgevraagd bij de regionale regulatoren (de zogenoemde «verweringsbenadering»)⁽¹⁾. Een en ander heeft tot gevolg dat vóór 2007 de prijzen eerder een gemiddelde waren van de twaalf maanden voordien en dat sedert 2007 veel meer «ogenblikkelijke» prijzen worden gebruikt⁽²⁾. Een overgang van jaargemiddelden naar «ogenblikkelijke» maandprijzen verhoogt normaliter de volatiliteit⁽³⁾.

De berekende HICP-reeks is een gemiddelde van alle verbruiksprofielen; ze weerspiegelt dus niet alleen het verloop voor «Dc». De HICP voor België wordt geregistreerd inclusief belastingen. Het indexcijfer begint reeds aan het einde van 2007 licht te stijgen; begin 2008 gaat het zeer fors in de hoogte. De jaar-op-jaar veranderingen worden echter pas vanaf het begin van 2008 groter, terwijl het indexcijfer zelf reeds aan het einde van 2007 toeneemt. In de laatste maanden van het jaar ligt het indexcijfer «gewoonlijk» al hoger als gevolg van een seizoeneffect. Dit laatste wordt weggezuiverd in de jaar-op-jaar veranderingen die telkens gemeten worden ten opzichte van dezelfde maand in het voorgaande jaar.

Een snelle vergelijking van de grafieken 2, 3 en 4 leert dat zowel in de Eurostat-tijdreeks van de stroomprijzen als in de HICP-tijdreeks het verloop vanaf eind 2007 sterk verschilt van dat ervoor. In Cornille D. (2009) wordt aangetoond dat de verklaring van een grotere volatiliteit t.o.v. het eurogebied niet alleen moet worden gezocht in de gewijzigde registratiemethode, maar ook in de mechanismen van prijsvorming op de gedereguleerde markten, vooral in de snelle transmissie van de prijswijzigingen voor primaire brandstoffen in de consumentenprijzen.

GRAFIEK 4 INDEXCIJFER VAN DE BELGISCHE ELEKTRICITEITSPRIJZEN VOOR PARTICULIEREN



Bron: Belgostat.

In het volgende hoofdstuk wordt dieper ingegaan op de mechanismen van prijsvorming op de elektriciteitsmarkt.

2. Mechanismen van prijszetting op de Belgische elektriciteitsmarkt (voor huishoudens)

2.1 Prijzen in een gedereguleerde elektriciteitssector

De deregulering van de Belgische elektriciteitssector had voor de respectieve regio's op verschillende tijdstippen plaats. De nieuwe structuur is echter gelijklopend in Vlaanderen, in Wallonië en in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest. De branche werd opgesplitst in vier segmenten: productie, transmissie, distributie en levering. De productie en de levering zijn gedereguleerd; de transmissie en de distributie zijn ook na de opsplitsing monopolistisch en sterk gereguleerd gebleven. Dit kort overzicht blijft beperkt tot de levering aan huishoudens (voor een meer volledig beeld over de deregulering, zie Coppens F. en D. Vivet (2004)). Op de gedereguleerde Belgische

(1) De betalingsmethode beschouwt de prijs op het ogenblik van de betaling van het goed, de verweringsmethode doet dat op het ogenblik van de aankoop (de verwerving) ervan.

(2) Zie ook Cornille D. (2009).

(3) Het is een bekend resultaat uit de statistiek dat de standaardafwijking van het rekenkundig gemiddelde \bar{x} kleiner is dan die van de veranderlijke zelf. Voor een rekenkundig gemiddelde van «n» termen geldt immers:

$$s_{\bar{x}} = \frac{s_x}{\sqrt{n}}$$

Het berekenen van een jaargemiddelde verkleint de standaardafwijking (een volatiliteitsmaat) dus ongeveer 3,5 keer.

elektriciteitsmarkt kan een particulier een contract afsluiten bij een leverancier naar keuze. Die leverancier voorziet het huishouden van stroom, waarvoor dat huishouden betaalt. De leverancier zelf koopt zijn elektrische energie aan bij een producent naar keuze. De aangekochte energie wordt dan via het transmissienet (hoogspanning en netwerkstructuur) en het distributienet (laagspanning en radiale structuur) getransporteerd.

Aan het einde van de periode (meestal één jaar) factureert de leverancier een bedrag aan de klant («prijs huishouden» in figuur 1). Met het geïnde bedrag betaalt de leverancier zijn kosten: (a) de «energieprijs» aan de producent, (b) de transportkosten aan de transmissienetbeheerder en aan de beheerder van het distributienet en (c) de heffingen, taksen en btw aan verschillende instanties (de overheid, de regulator, de ombudsman, het nucleair passief, ...). Na betaling van al die kosten en heffingen houdt de leverancier nog een leveranciersmarge over. Daarmee betaalt hij zijn eigen werkings-, investerings- en andere kosten (bv. de openbare dienstverplichtingen⁽¹⁾). Dit wordt weergegeven in figuur 1.

Bij een analyse van prijsontwikkelingen moet dus duidelijk worden gesteld over welke prijs het gaat: alleen de prijs van de stroom (de energieprijs) of de energieprijs en de leveranciersmarge, de energieprijs met leveranciersmarge

en met transportkosten of de totale prijs inclusief heffingen, taksen en btw.

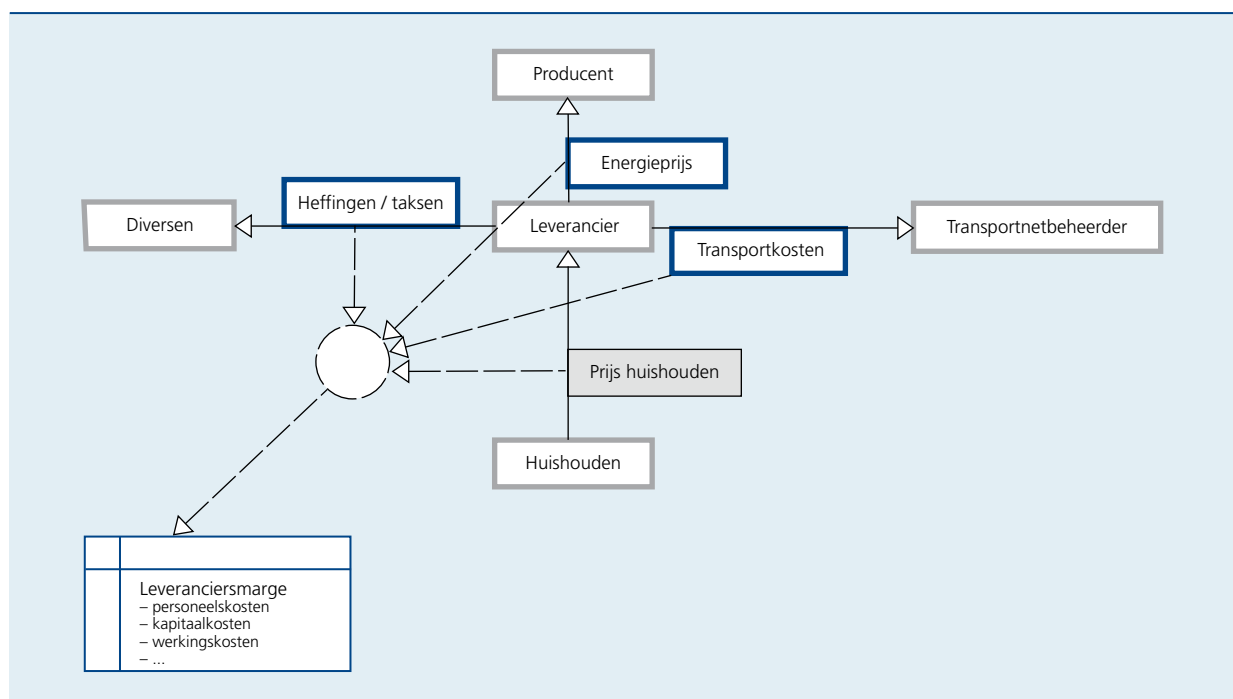
Bij de leveringen aan huishoudens kan geen onderscheid worden gemaakt tussen de energieprijs en de leveranciersmarge. Het is immers niet bekend welke energieprijs de leverancier aan de producent betaalt. Transportkosten (transmissie- en distributiekosten) zijn gereguleerd en worden gepubliceerd op de websites van de regulator (CREG) en van de distributienetbeheerders⁽²⁾. Ook de heffingen, taksen en btw zijn bekend.

De tijdreeksen van Eurostat bevatten de energieprijs, de marge van de leverancier en de transportkosten. Er bestaat een reeks inclusief en een reeks exclusief taksen, heffingen en btw.

De Belgische HICP-EL wordt berekend op basis van een all-intarief. Het prijsverloop weerspiegelt dus de wijzigingen in de energieprijzen, in de leveranciersmarge, maar ook de veranderingen in de transporttarieven en in de heffingen, taksen en btw.

(1) Met inbegrip van onder meer de kosten voor de aankoop van de verplicht neer te leggen groenestroomcertificaten.
(2) http://www.creg.be/nl/transporte_nl.html.

FIGUUR 1 COMPONENTEN VAN DE PRIJS DIE GEFACUREERD WORDT AAN DE HUISHOUDENS



Bron: NBB.

In de volgende paragrafen wordt een gedeelte van de prijs geanalyseerd die de leveranciers aan de particulieren factureren. Het deel dat wordt geanalyseerd, betreft de energieprijzen en de marge van de leverancier, dat betekent exclusief transportkosten en heffingen, taksen en btw. De prijzen die worden gehanteerd in de berekening van het consumptie-indexcijfer bevatten ook transportkosten, heffingen, taksen en btw. Omdat de transportkosten (vooral de distributiekosten⁽¹⁾) in de loop van de beschouwde periode flink toegenomen zijn, wordt het indexcijfer gezuiverd voor de wijzigingen in de distributietarieven.

2.2 Indexering van de prijzen in de variabele contracten; de « Ne-Nc-indexprijs » en de « Ne-lem-indexprijs »

De meeste leveringscontracten aan de Belgische huishoudens zijn gebaseerd op een variabele prijs. Dit betekent dat die prijs maandelijks wordt aangepast aan het verloop van een index (net zoals de jaarlijkse aanpassingen van de huurprijzen aan de gezondheidsindex). De bedoeling van die indexering is, ook hier, dat de inkomsten van de leverancier worden aangepast naarmate zijn eigen kosten stijgen, zodat hij gedurende de looptijd van het contract zijn « normale » marge kan behouden (zie figuur 1). Een dergelijke aanpassing van de prijzen aan het marktverloop treft men ook op andere markten aan. Op de bancaire markt, bijvoorbeeld, worden de rentetarieven van hypothecaire leningen met variabele rente periodiek aangepast aan de marktrente.

Vasteprijscontracten hebben, in tegenstelling tot contracten met een geïndexeerde prijs, gedurende één of twee jaar een vaste prijs, maar die zal meestal iets hoger liggen omdat de leverancier een extra marge aanrekenet voor de onzekerheid omtrent het toekomstige prijsverloop. Ook hier kan de analogie aan de rentetarieven in de hypothecaire leningen worden doorgetrokken; de vasterentecontracten hebben een iets hogere rente dan de contracten met variabele renteformules.

De contracten voor stroomlevering aan Belgische huishoudens zijn voor het merendeel variabeleprijscontracten, hoewel het aandeel ervan, vooral sedert eind 2008, een dalende tendens vertoont. Het aandeel van de variabeleprijscontracten beliep in 2007 94 %; in 2008 kromp het lichtjes tot 93 % en over de eerste tien maanden van 2009 liep het terug tot 86 %.⁽²⁾

Het indexeringsmechanisme mag door de leverancier vrij bepaald worden. Meestal wordt evenwel gekozen voor een indexering die gebaseerd is op twee parameters. Tabel 1 bevat de belangrijkste leveranciers alsook de door hen gebruikte indexeringsparameters. De parameter Ne

TABEL 1 GEBRUIKTE PARAMETERS DOOR EN MARKTAANDEEL VAN DE VERSCHILLENDE LEVERANCIERS OP DE BELGISCHE ELEKTRICITEITSMARKT VOOR HUISHOUDENS

Leverancier	Marktaandeel (in % van de toegangspunten)	Gebruikte parameters
Electrabel Customer Services	66,5	Ne, Nc
SPE/Luminus	19,5	Ne, lem
Nuon	5,3	Ne, Nc
Essent	3,1	Ne, Nc
Netbeheerders	2,2	mengvorm
Lampiris	2,1	enkel vast
Andere	1,3	–
Totaal	100,0	

Bronnen: BRUGEL, CREG, CWAPE, VREG (2010).

geeft het verloop weer van de loon- en materiaalkosten, de parameters Nc en lem het verloop van de brandstofkosten. Het marktaandeel van de leveranciers werd berekend op basis van het aantal toegangspunten dat ze op de Belgische markt bedienen (cijfers voor 2009). Dat aantal toegangspunten is de meest relevante maatstaf voor de particuliere markt⁽³⁾.

De parameters Ne en Nc bestonden reeds vóór de deregulering (de berekeningswijze van Nc werd in 2004 echter aangepast⁽⁴⁾). Beide parameters zijn opgebouwd uit deel-indexcijfers. De parameter Ne bestaat uit een indexcijfer dat het verloop van de loonkosten (in de metaalverwerkende nijverheid) weergeeft en een indexcijfer dat de materiaalkosten volgt. De parameter Nc weerspiegelt de brandstofkosten (aardolie, steenkool en aardgas), maar ook de kosten verbonden aan de bezetting van het nucleair park. Voor de precieze formules, zie bijlage 1. De maandelijkse waarden voor Nc en Ne worden gepubliceerd op de website van de CREG.

De leverancierscontracten met variabele prijzen geïndexeerd op basis van Nc en Ne vermelden de prijs van de geleverde stroom als een functie van Nc en Ne. De prijs bestaat meestal uit verschillende tarieven die worden vastgelegd op het tariefblad van de leverancier (ze verschillen ook van leverancier tot leverancier, vandaar het

(1) CREG (2007), p. 37, CREG (2009c).

(2) Bron: CREG.

(3) De berekening van de marktaandelen op basis van geleverde energie kent te veel gewicht toe aan de grote, niet-huishoudelijke, gebruikers.

(4) CREG (2008a), CREG (2009a), Belgisch Staatsblad (2001), Belgisch Staatsblad (2004).

bovenindexcijfer «I» in de formules (1) en (2)). Voor een bepaald verbruiksprofiel (bv. 3.500 kWh per jaar waarvan 1.500 kWh in daltarif) kan de totale coëfficiënt van Nc en Ne worden berekend (voor meer details, zie bijlage 2). Voor de «Ne-Nc-indexprijs» in eurocent/kWh krijgt men aldus de volgende formule:

$$Ne - Nc - \text{indexprijs}^1 = a_{Ne}^1 \cdot Ne + a_{Nc}^1 \cdot Nc \quad (1)$$

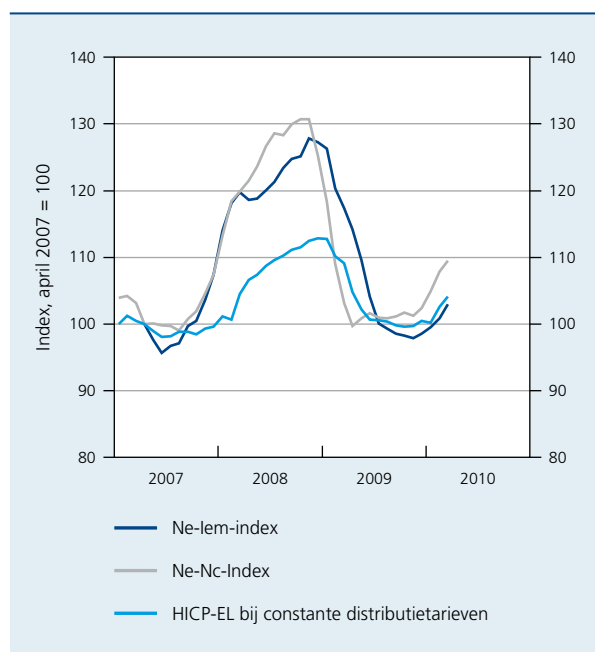
De coëfficiënten a_{Ne} en a_{Nc} kunnen worden berekend op basis van het tariefblad van een leverancier (zie bijlage 2). Indien in de formule (1) de maandelijkse waarden van de parameters Nc en Ne worden gesubstitueerd, kan voor dat verbruiksprofiel de «Ne-Nc-indexprijs» worden berekend.

Uit tabel 1 blijkt dat de meeste spelers op de private markt een dergelijke formule gebruiken in de variabeleprijscontracten. SPE/Luminus gebruikt een soortgelijke formule, maar vervangt de parameter Nc⁽¹⁾ door een andere parameter Iem (zie bijlage 3). De formule voor die leverancier is dus:

$$Nc - Iem - \text{indexprijs}^1 = a_{Ne}^1 \cdot Ne + a_{Iem}^1 \cdot Iem \quad (2)$$

De parameter «Iem» geeft het verloop weer van de gasprijzen te Zeebrugge, het verloop van de elektriciteits-

GRAFIEK 5 VERLOOP VAN DE GECORRIGEEERDE HICP-EL (MET CONSTATE DISTRIBUTIETARIEVEN), DE BEREKENDE NE-NC-INDEXPRIJS EN DE BEREKENDE NE-IEM-INDEXPRIJS



Bronnen: Cornille D. (2009) voor de HICP-EL met constante distributietarieven, eigen berekeningen voor de Ne-Nc-indexprijs en voor de Ne-Iem-indexprijs.

TABEL 2 PRIJSCOMPONENTEN VERTVAT IN DE VERSCHILLENDE TIJDREEKSEN

	Eurostat	HICP-EL	HICP-EL bij constante distributietarieven	Indexprijs
Energieprijs	X	X	X	X
Leveranciersmarge	X	X	X	X
Transmissiekosten	X	X	X	
Distributiekosten	X	X	constant	
Heffingen, taksen en btw	- of X	X	X	

Bron: NBB.

prijzen op de stroombeurs Belpex en het verloop van de steenkoolprijzen⁽²⁾.

Uit tabel 1 blijkt ook dat sommige leveranciers alleen maar vasteprijscontracten aanbieden. De netbeheerders gebruiken een mengvorm. De distributienetbeheerders (DNB) zijn de *supplier of last resort*; wanneer een klant zijn rekeningen niet kan betalen, mag de leverancier, na een zeer strikte procedure, die klant laten vallen (dropped klant). De gedropte klant wordt dan toegewezen aan de DNB van zijn regio. Deze laatste moet de klant van stroom voorzien tegen een prijs die niet hoger mag zijn dan de gewogen gemiddelde prijs van de leveranciers die actief zijn in het gebied van de DNB⁽³⁾.

De Ne-Nc-indexprijs werd berekend voor een aantal tariefbladen en één voorbeeld werd, samen met de HICP-index voor elektriciteit, afgebeeld in grafiek 5. Die grafiek toont ook het verloop van de Ne-Iem-indexprijs. De Ne-Iem-indexprijs wordt pas gebruikt vanaf oktober 2008; hij werd retroactief berekend vanaf april 2007.

De berekende «Ne-Nc-indexprijs» evenals de «Ne-Iem-indexprijs» weerspiegelen de energieprijzen en de leveranciersmarge; de transmissie- en distributiekosten zijn niet inbegrepen, evenmin als de belastingen. Om die reden werd de HICP voor elektriciteit gezuiverd voor de wijziging in de distributietarieven⁽⁴⁾. Grafiek 5 toont dus een HICP-EL bij constante distributiekosten. Bij het vergelijken

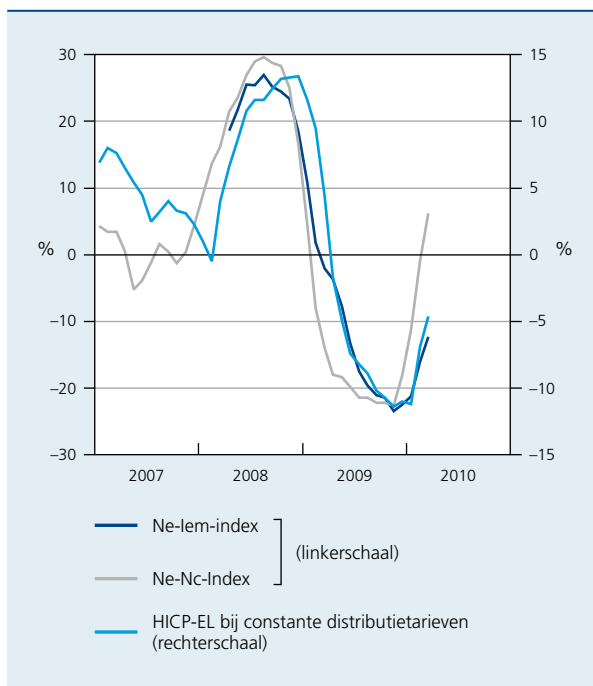
(1) Dat geldt ook voor de leverancier «Ebem». Ebem is een kleinere leverancier met als enige aandeelhouder de gemeente Merksplas.

(2) Volledigheidshalve zij opgemerkt dat SPE/Luminus, in sommige contracten, ook gebruik maakt van een andere parameter (Iec) die nog nauwer aansluit bij het verloop van de Belpex-prijzen, zie bijlage 2.

(3) CREG (2010a).

(4) CREG (2007), p. 37, CREG (2009c).

GRAFIEK 6 GECORRIGEERDE HICP-INDEX, DE BEREKENDE NE-NC-INDEXPRIJS EN DE BEREKENDE NE-LEM-INDEXPRIJS
(jaar-op-jaar veranderingen)



Bronnen: Eigen berekeningen op basis van tariefbladen en Cornille D. (2009) voor de HICP bij constante distributietarieven.

van de elektriciteitsprijzen dient rekening te worden gehouden met de inbegrepen componenten (zie tabel 2).

Er zij opgemerkt dat de Eurostatprijs (die weergegeven is in grafiek 1 en in grafiek 3) meer componenten bevat dan de indexprijs die verderop in dit artikel in detail wordt geanalyseerd. Dat verklaart het hogere niveau van de Eurostatprijs en behoudens een negatieve correlatie tussen de componenten zal dit eveneens bijdragen tot een nog grotere volatiliteit⁽¹⁾.

Grafiek 6 geeft op de rechterschaal de jaar-op-jaar wijzigingen weer van de gecorrigeerde HICP-EL en op de linkerschaal de jaarlijkse wijzigingen in de berekende Ne-Nc-indexprijzen en in de Ne-lem-indexprijzen.

Het ziet er dus naar uit dat, vooral voor de jaarlijkse veranderingen, de gecorrigeerde HICP-EL en de Ne-Nc- en de Ne-lem-indexprijzen een zeer vergelijkbaar verloop vertonen (op een schaalfactor na, aangezien de eenheden op de assen verschillend zijn). De Ne-Nc-indexprijs voor een bepaalde maand is hier berekend op basis van de

(1) Dat volgt uit de somformule voor de standaardafwijkingen; $s_{x+y}^2 = s_x^2 + s_y^2 + 2r_{xy}s_x s_y$, waarin s_x^2 de variantie is van de variabele x en r_{xy} de correlatie is tussen de variabelen x en y.

waarden van Ne en Nc voor diezelfde maand. De leveranciers passen in de contracten echter een formule toe waarbij rekening wordt gehouden met de waarden van de parameters van de maand voordien, wat de «vertraging» verklaart van de HICP-curve ten opzichte van de Ne-Nc-indexprijscurve.

Er zij opgemerkt dat geen perfecte gelijkenis kan worden verwacht, noch voor de Ne-Nc-indexprijzen, noch voor de Ne-lem-indexprijzen. De gecorrigeerde HICP is immers een gemiddelde marktprijs. Tabel 1 leert dat tal van leveranciers indexeren op basis van Ne en Nc, wat het vergelijkbare verloop van de HICP voor elektriciteit en de Ne-Nc-indexprijzen kan verklaren. De afwijkingen hebben te maken met het gebruik, door verschillende leveranciers en voor verschillende verbruiksprofielen, van verschillende wegingscoëfficiënten van Ne en Nc. Daarenboven bestaan er contracten die niet geïndexeerd zijn op basis van Ne en Nc (vasteprijscontracten of indexering op basis van andere parameters).

Wat de HICP-EL bij constante distributietarieven betreft, moet er bovendien rekening mee worden gehouden dat weliswaar de wijzigingen in de distributietarieven werden gecorrigeerd, maar niet de distributietarieven zelf, noch de transmissietarieven, wat eveneens een afvallend effect heeft op de relatieve veranderingen van het indexcijfer. Relatieve wijzigingen bevatten in de noemer het prijsniveau van de beginperiode en dat ligt hoger wanneer de (constante) distributietarieven inbegrepen zijn.

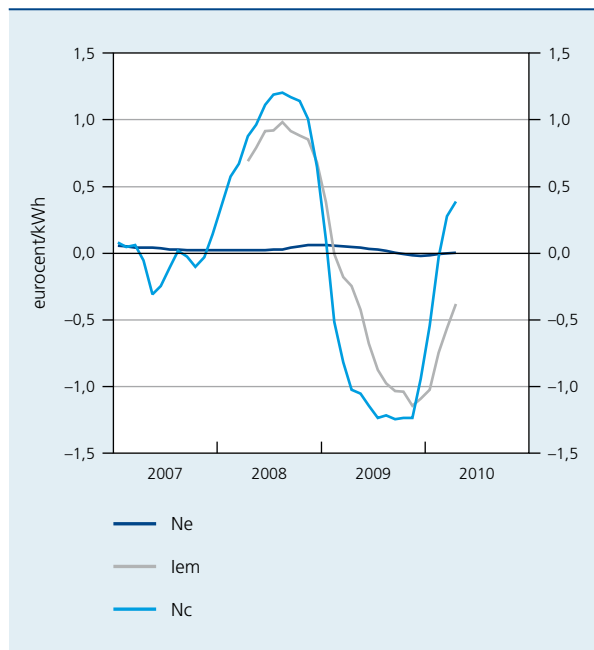
2.3 Invloed van het gekozen tariefblad op het verloop van de Ne-Nc- en Ne-lem-indexprijzen

De berekening en de grafieken van de Ne-Nc/Ne-lem-indexprijzen zijn in deze studie gebaseerd op een voorbeeld tariefblad van een leverancier. Op een dergelijk tariefblad geeft de leverancier zijn waarden aan voor de coëfficiënten van Nc/lem en van Ne. Naast het hier gebruikte tariefblad werden ook nog berekeningen gemaakt aan de hand van andere voorbeelden, evenwel zonder noemenswaardige impact op de conclusies.

De verhouding van de gewichten van Nc of lem en Ne is voor alle tariefbladen veel kleiner dan de verhouding van de amplitudes in de veranderingen. Daarom is, voor de jaar-op-jaar veranderingen, de keuze van het tariefblad niet echt belangrijk.

De amplitude van de verandering van Nc en lem is tot 30 keer groter dan die van Ne. Omdat de indexprijs een gewogen som is van Nc/lem en Ne (zie de formules (1) en (2)), worden de jaar-op-jaar veranderingen van de Ne-Nc-indexprijzen, zolang het gewicht van Ne niet te groot

GRAFIEK 7 JAAR-OP-JAAR VERANDERINGEN VAN Nc, IEM EN NE



Bron : Eigen berekeningen.

wordt ten opzichte van dat van Nc/Iem, vooral ingegeven door de veranderingen van Nc/Iem.

2.4 Frequentie van de prijsaanpassingen: snelle transmissie en gebrek aan informatie en transparantie

De indexeringsparameters Ne, Nc en Iem worden maandelijks berekend. Dit impliceert ook dat de elektriciteitsprijs in de variabeelprijscontracten iedere maand wordt aangepast. Het is op basis van die maandelijkse prijsaanpassingen dat de regionale regulatoren de gegevens meedelen voor de berekening van de HICP.

Omdat voor de particuliere klanten de facturatie jaarlijks gebeurt, merkt de huishoudelijke gebruiker die maandelijkse aanpassingen niet op. Bij de berekening van zijn factuur zal echter wel een maandelijks aangepaste prijs worden gebruikt. Hiertoe wordt zijn jaarverbruik, dat één keer per jaar wordt opgenomen, verdeeld over de maanden van het afgelopen jaar. Dat gebeurt aan de hand van «synthetische lastprofielen» (SLP) die door de regulator worden gevalideerd. Een SLP geeft, voor een typeverbruiker, de verdeling van het verbruik weer voor ieder kwartier in één jaar. Op basis van die (statistisch geraamde) verdeling kan dus ook worden uitgemaakt hoeveel die typegebruiker heeft verbruikt tijdens de piek- en dalperiodes

afzonderlijk. Met de SLP kan met andere woorden het totaal jaarlijks verbruik worden omgezet in een (bij benadering) maandelijks verbruik en verder worden opgesplitst naar piek- en dalverbruik. Dit aldus berekend maandelijks verbruik wordt dan vermenigvuldigd met de indexprijs voor de maand in kwestie.

De factuurprijs die een huishouden met een variabeelprijscontract betaalt, is dus een gewogen gemiddelde van de maandelijkse indexprijzen. De weging gebeurt op basis van een lastprofiel dat geacht wordt het verbruik van dat huishouden weer te geven. De meeste verbruikers zijn zich niet bewust van de maandelijks wijzigende prijzen, ze worden ook nauwelijks geïnformeerd over de prijs die ze in een bepaalde maand betalen; ze «ervaren» de prijzen pas ex post, na het ontvangen van de factuur⁽¹⁾. Een verplichting tot voorafgaande kennisgeving zou, gelet op de ermee gepaard gaande menukosten⁽²⁾, wellicht leiden tot minder frequente prijsaanpassingen. Die informatieplicht zou mogelijkerwijs ook de transparantie verhogen en bovendien de nodige incentives geven om het verbruik aan te passen. Er moet echter worden op toegezien dat de menukosten zorgen voor minder frequente prijsaanpassingen en niet voor een doorberekening van de kosten met behoud van de frequentie. Dit laatste zou immers tot hogere prijzen leiden.

De menukosten verklaren wellicht mede het bestaan van de indexeringsformules. Prijsverhogingen in bestaande contracten zijn slechts mogelijk onder zeer strenge voorwaarden. De consument moet immers de kans krijgen om van leverancier te veranderen, wat impliceert dat hij op de hoogte moet worden gebracht van de prijsverhoging. Dit laatste brengt menukosten mee en weerhoudt de leveranciers van frequente formuleaanpassingen. Op voorwaarde dat het indexeringsmechanisme expliciet in de overeenkomst beschreven wordt, staat de wet wel prijsverhogingen op basis van indexeringsformules toe⁽³⁾.

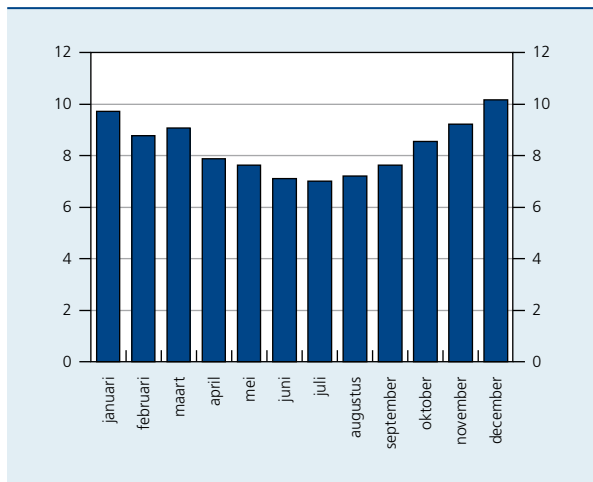
Volledigheidshalve zij opgemerkt dat, zelfs indien de consument zijn gedrag zou aanpassen, dit slechts invloed zou hebben op zijn totaal jaarverbruik en dus slechts op indirecte wijze op de kosten van zijn verbruik in een bepaalde maand. De lastprofielen zijn immers door de regulator vastgelegd en bij een vast lastprofiel zal bij de verdeling van het jaarverbruik over de verschillende maanden geen rekening worden gehouden met het aangepaste gedrag

(1) De meeste leveranciers publiceren de prijzen maandelijks op hun website. De prijsbewuste consument kan die informatie dus terugvinden indien hij dat wenst.

(2) Menukosten zijn kosten die samengaan met het aanpassen van de prijzen, bijvoorbeeld de aanpassing en vervanging van prijslijsten of van menu's in restaurants.

(3) Zie de wet betreffende marktpraktijken en consumentenbescherming van 6 april 2010.

GRAFIEK 8 EEN VEREENVOUDIGD LASTPROFIEL
(in % van het jaarlijks verbruik)

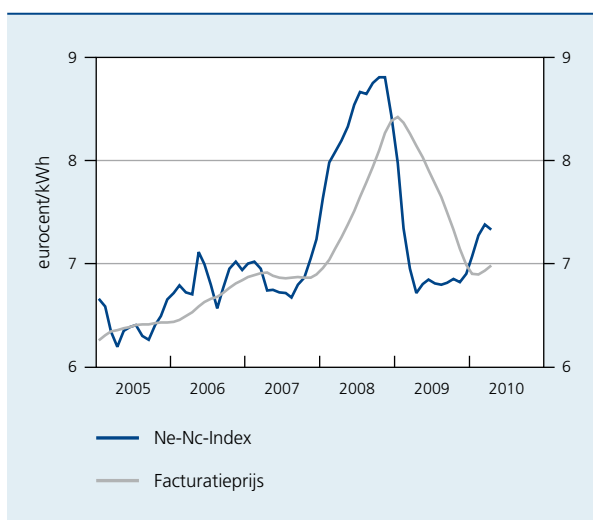


Bron: Eigen berekeningen op basis van een lastprofiel van de VREG.

van het huishouden. Om dit te verhelpen, zou het verbruik maandelijks moeten worden opgemeten. Dit is een mogelijk toepassingsgebied voor de « slimme meters »⁽¹⁾.

Ter illustratie is in grafiek 8 een vereenvoudigd SLP (niet per kwartier maar per maand) voorgesteld. Het verbruik wordt tijdens de zomermaanden duidelijk verondersteld geringer uit te vallen. Op basis van de afgebeelde SLP wordt het verschil tussen de verwervingsprijs (dus de maandelijks veranderende prijs) en de facturatieprijs weergegeven in grafiek 9.

GRAFIEK 9 ONDSCHIED TUSSEN NE-NC-INDEXPRIJS EN DE (GEMIDDELDE) FACTURATIEPRIJS



Bron: Eigen berekeningen op basis van een lastprofiel van de VREG.

Grafiek 9 geeft de maandelijks veranderende Ne-Nc-indexprijs weer. Voor iedere maand wordt ook de factuurprijs aangegeven die een huishouden bij facturatie in die maand zou betalen voor zijn verbruik tijdens de afgelopen twaalf maanden. Dit is dus de gewogen gemiddelde Ne-Nc-indexprijs en de prijs die de particulier « waarneemt ».

De minder volatiele facturatieprijs is een rechtstreeks gevolg van het nemen van het gemiddelde. Dat geldt ook voor het vertraagde effect: de prijsverandering wordt later vastgesteld. De sterke opwaartse tendens is echter ook in de facturatieprijs zichtbaar.

In de volgende hoofdstukken wordt nagegaan wat de onderliggende kenmerken zijn van de prijsvorming op de elektriciteitsmarkt voor de particulieren.

3. Analyse van de componenten van de elektriciteitsprijs voor de huishoudens

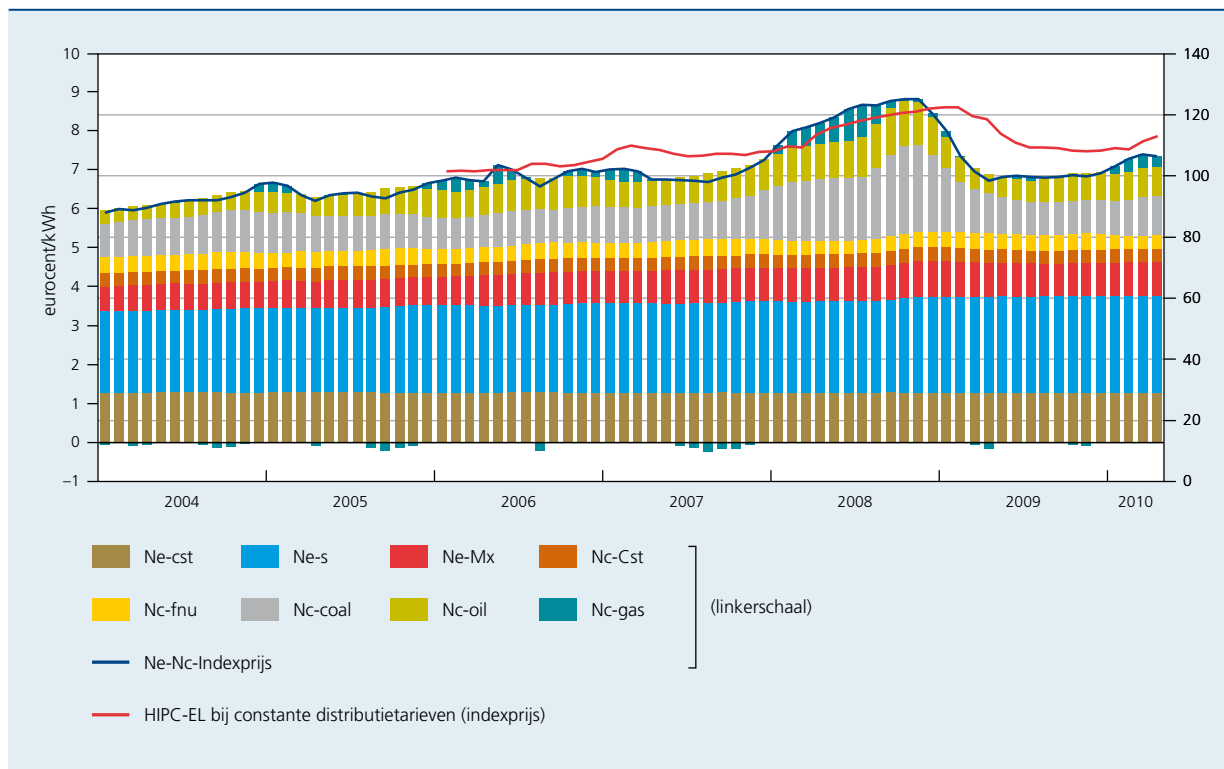
3.1 Analyse van de componenten van de berekende « Ne-Nc-indexprijs »

3.1.1 Opsplitsing in componenten van de Ne-Nc-indexprijs

De bovenstaande analogie tussen de Ne-Nc-indexprijs en de HICP voor elektriciteit verdient grondiger te worden geanalyseerd. Hiertoe worden de indexcijfers Nc en Ne verder opgesplitst in hun subindexcijfers; vervolgens wordt de bijdrage bekeken van ieder subindexcijfer tot de totale Ne-Nc-indexprijs. De formule (1) kan dus verder worden opgesplitst door gebruik te maken van de definities van Ne en Nc (zie bijlage 1). In grafiek 10 wordt de Ne-Nc-indexprijs opgesplitst in zijn componenten. De parameter Ne bestaat uit een constante (Ne-cst), de loonkosten (Ne-s) en de materiaalkosten (Ne-Mx). De hoogte van de drie balkjes geeft het verloop van Ne weer (zie formule (3)). Daarbovenop komen de bijdragen van de parameter Nc (zie formule (4)). Er is een deelcomponent van Nc die constant blijft (Nc-cst); een andere deelcomponent hangt af van de bezetting van het nucleair park (Nc-fnu) en een derde wordt bepaald door het verloop van de prijs van steenkool (Nc-coal); er is een bijdrage die afhankelijk is van het verloop van de aardolieprijzen (Nc-oil) en, tot slot, een component die het verloop van de aardgasprijzen

(1) « Slimme meters » zijn meters die voorzien zijn van ICT-apparatuur. Ze bieden tal van mogelijkheden: ze kunnen vanop afstand worden gelezen, ze kunnen het verbruik continu meten, ze kunnen het lastprofiel van de individuele verbruiker meten en opslaan, enz.

GRAFIEK 10 DEELINDEXCIJFERS VAN DE BEREKENDE NE-NC-INDEXPRIJS VOOR TARIFERING



Bronnen: CREG, eigen berekeningen.

weergeeft (Nc-gas). Deze factor is ook afhankelijk van de bezetting van het nucleair park die bij hogere bezettingsgraden negatieve waarden van Nc-gas kan opleveren⁽¹⁾:

$$a_{Ne}.Ne = Ne_cst + Ne_s + Ne_Mx \quad (3)$$

$$a_{Nc}.Nc = Nc_cst + Nc_fnu + Nc_coal + Nc_oil + Nc_gas \quad (4)$$

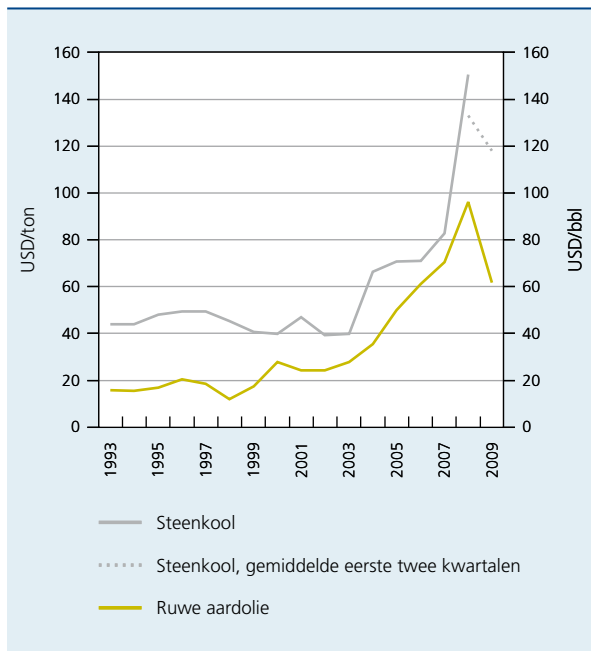
De blauwe lijn in grafiek 10 geeft het verloop weer van de berekende Ne-Nc-indexprijs (inclusief alle positieve en mogelijke negatieve bijdragen); ook de gecorrigeerde HICP werd opnieuw opgenomen (op de rechterschaal).

De bijdrage via de parameter Ne is licht stijgend en weinig volatiel. De grootste fractie van de totale prijs wordt bepaald door de bijdragen van deze parameter Ne. Het is duidelijk de parameter Nc die debet is aan de volatilit. De invloed van deze deelcomponent is over de hele periode belangrijk, maar het belang ervan is sterk toegenomen in 2008; in de tweede helft van dat jaar werd de bijdrage van de Nc-component bijna even groot als die van de Ne-component.

Voorts blijkt dat vooral de steenkoolprijzen een zware invloed hadden in de periode tussen het einde van 2008 en het begin van 2009. Tijdens diezelfde periode namen ook de Belgische invoerprijzen voor steenkool fors toe, zoals kan worden afgeleid uit grafiek 11. Omdat de gegevens voor 2009 nog niet beschikbaar waren, is ook het gemiddelde van de eerste twee kwartalen voorgesteld. Het verloop van dit gemiddelde geeft een idee over de mogelijke ontwikkeling van de prijzen tussen 2008 en 2009. De invoerprijzen voor steenkool lieten tot 2003 een relatief vlak verloop optekenen; nadien volgde, na een eerste prijsstijging in 2004, een forse toename in 2008. Die vloeide voort uit de forse stijging van de vraag naar steenkool. Naast de steenkoolprijzen namen in die periode ook de transportkosten, die bij de invoerprijzen inbegrepen zijn, sterk toe als gevolg van de gestegen vraag naar transportcapaciteit⁽²⁾. Eind 2008 daalden de prijzen als gevolg van de mondiale economische crisis. De prijzen van ruwe aardolie worden weergegeven op de rechterschaal. In 2008 stegen ze gematigder dan de steenkoolprijzen. Het verloop van de olieprijs vertegenwoordigt ook een kleiner gewicht in de Nc-parameter (zie bijlage 1). De grotere prijsstijging voor steenkool en het zwaardere gewicht van deze laatste in de Nc verklaren in grafiek 10 het belang van die component.

(1) Voor meer detail, zie bijlage 1 en/of CREG (2008a)
(2) IEA (2010).

GRAFIEK 11 GEMIDDELTE JAARLIJKSE INVOERKOSTEN VOOR BELGIË (INCL. VERZEKERING EN TRANSPORT) VOOR STEENKOOI EN AARDOLIE



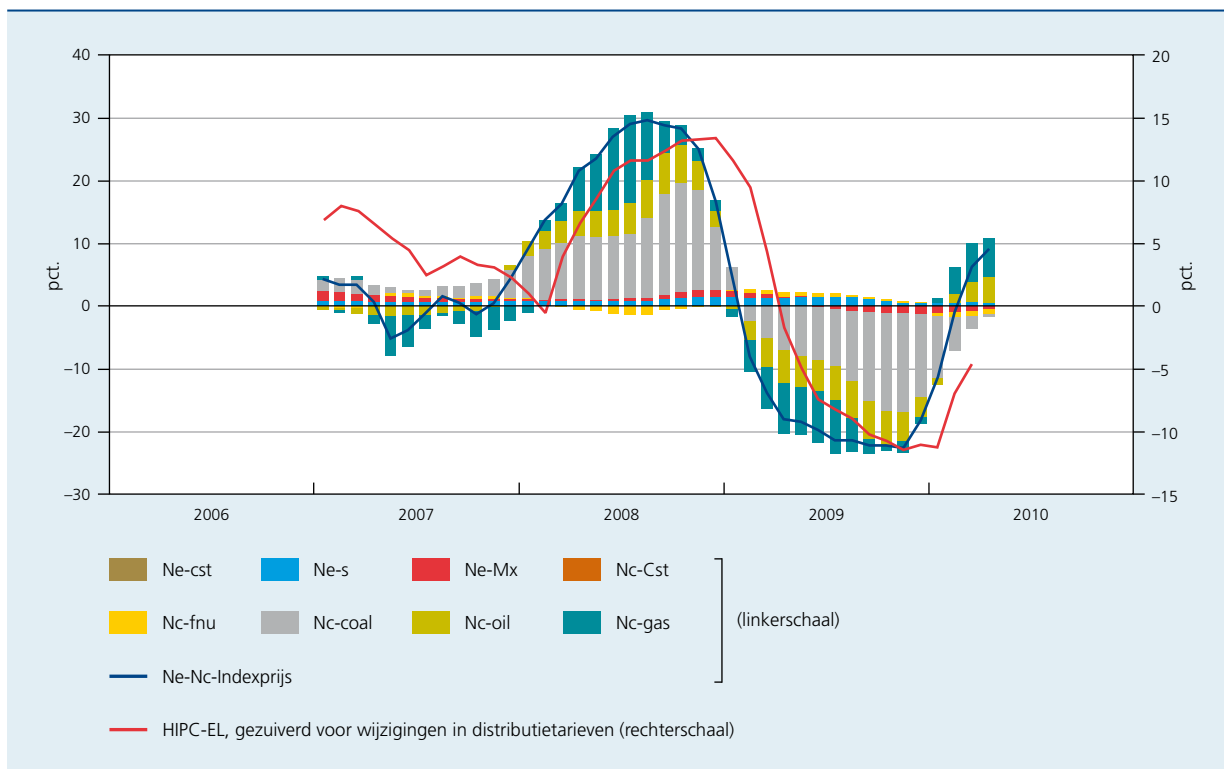
Bron: IEA (2010).

Er zij opgemerkt dat de prijzen in grafiek 10 enkel energie- en leveringskosten bevatten (zie tabel 2), dus geen transmissie- en distributiekosten en evenmin taksen en btw. De energieprijz maakte (in juli 2009) ongeveer 55 % uit van de totale prijs zonder btw (zie VREG (2010), p. 43), zodat een prijs van 8,8 eurocent/kWh overeenstemt met een totale prijs excl. btw van 16 eurocent/kWh. Wordt ook de btw in aanmerking genomen, dan is dit coherent met grafiek 3.

Het verloop van de bijdragen tot de jaar-op-jaar wijzigingen is opgenomen in grafiek 12.

Sedert eind 2007 stijgt de (jaar-op-jaar) Ne-Nc-indexprijs. Aanvankelijk had dat vooral te maken met de toename van de steenkoolprijzen. Begin 2008 werd dit effect nog versterkt door de stijgende aardolieprijzen. Kort daarop volgde een derde verhoging onder invloed van de aardgasprijs, al dan niet in combinatie met de bezettingsgraad van het nucleair park (zie bijlage 1). Eind 2008 verdween het effect van de gasprijs en de bezetting van het nucleair park, maar de prijzen bleven aanzienlijk stijgen als gevolg van de oplopende steenkoolprijzen. In 2009 werd een «gespiegeld» effect vastgesteld waarbij de dalingen

GRAFIEK 12 SUBINDEXCIJFERS VAN DE NE-NC-PRIJSINDEX VOOR TARIFERING (jaar-op-jaar veranderingen)



Bronnen: CREG, eigen berekeningen.

van de Ne-Nc-indexprijs werden ingeleid door de gecombineerde gasprijsdalingen en de wijzigingen in de nucleaire bezetting; later werden ze versterkt door dalingen van vooral de steenkoolprijzen maar ook van de aardolieprijzen.

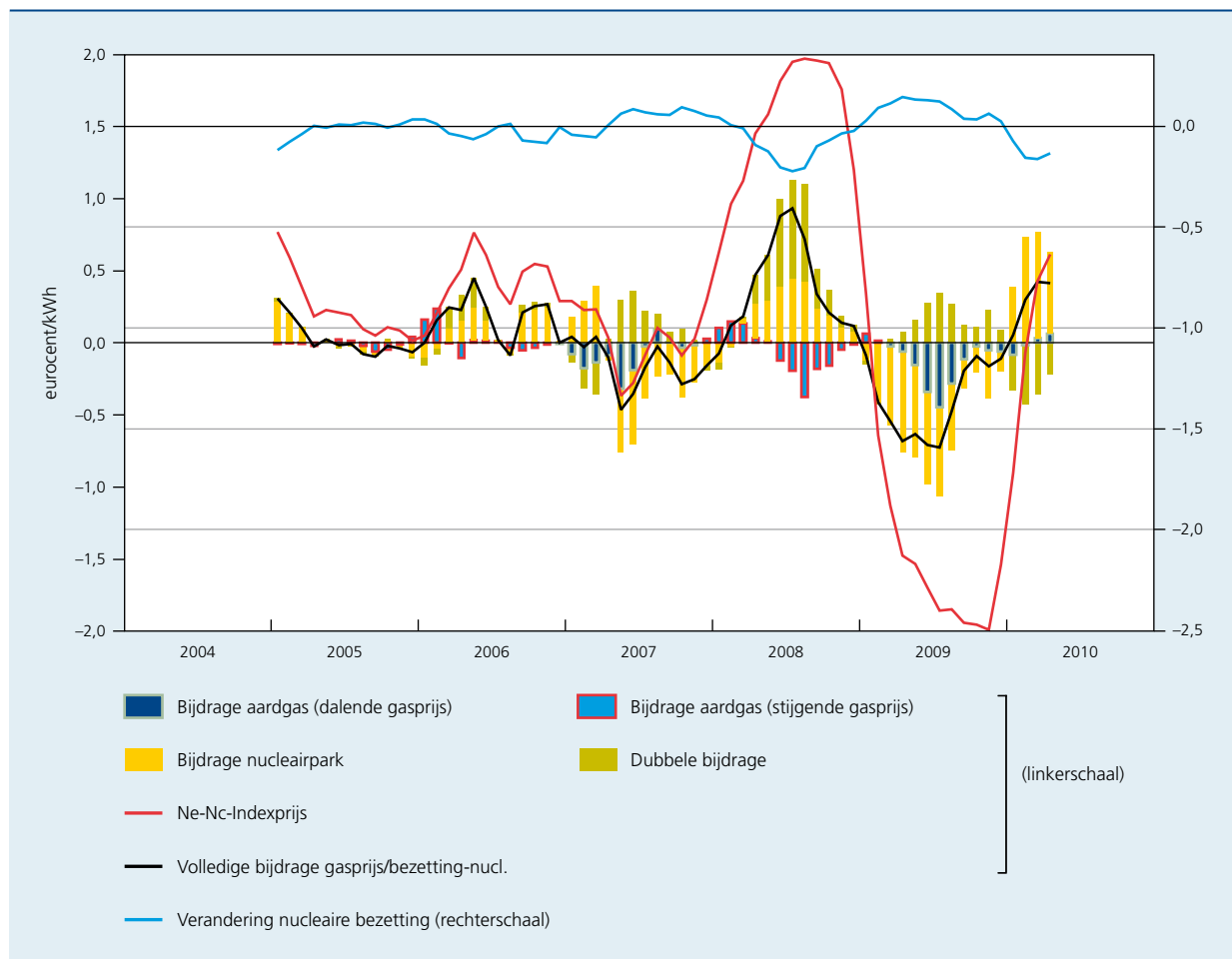
Er zij opgemerkt dat de veranderende steenkool- en aardolieprijzen niet noodzakelijk betekenen dat er elektriciteit geproduceerd wordt uit steenkool of aardolie. De prijs in sommige aardgascontracten op lange termijn is immers gekoppeld aan het verloop van de steenkool- of aardolieprijzen.

Het feit dat de wijzigingen in de Ne-Nc-indexprijs en de HICP zeer gelijklopend zijn, doet sterk vermoeden dat de volatiliteit het gevolg is van het gebruik van de parameter Nc, vooral vanwege de steenkoolprijs die er deel van uitmaakt. Ook de combinatie gasprijs en bezettingsgraad van het nucleair park draagt daar toe bij.

3.1.2 Bezetting van het nucleair park en bijdrage van de prijswijzigingen voor aardgas

De coëfficiënt van het aardgasprijsverloop in de formule voor Nc is niet constant. Hij hangt immers af van de bezetting van het nucleair park (zie bijlage 1). De verandering van deze « aardgasterm » is dus het gevolg van zowel wijzigingen in het indexcijfer van de aardgasprijs als wijzigingen in die coëfficiënt. Die verandering kan echter worden opgesplitst in een gedeelte dat afhangt van de bezetting van het nucleair park en een gedeelte dat afhangt van het verloop van de aardgasprijs. Er is tevens een component die bestaat uit de wisselwerking tussen beide wijzigingen. Die opsplitsing wordt toegelicht in bijlage 4 en afgebeeld in grafiek 13. De grafiek luidt in eurocent/kWh. Deze eenheid verschilt dus van die in grafiek 12 (waarin percentages worden gebruikt). Daarom wordt in grafiek 13 de jaar-op-jaar wijziging in de Ne-Nc-indexprijs eveneens weergegeven in eurocent/kWh.

GRAFIEK 13 ANALYSE VAN DE BIJDRAGE VAN DE WIJZIGINGEN IN DE AARDGASPRIJS
(jaar-op-jaar wijzigingen)



Bronnen: CREG, eigen berekeningen.

In de grafiek worden de wijzigingen in de term « Nc-Ispotgas » uit grafiek 12 in drie delen opgesplitst (zie bijlage 4):

- « bijdrage nucleair park » geeft aan wat de verandering zou zijn geweest, mocht het gasprijsindexcijfer niet veranderd zijn ten opzichte van het jaar ervoor. Ze geeft bijgevolg de verandering aan in geval van een (hypothetisch) constant gasprijsindexcijfer, dat wil zeggen indien enkel de nucleaire bezetting zou zijn gewijzigd;
- « bijdrage aardgas » geeft op een analoge manier aan wat de verandering zou zijn geweest, mocht de nucleaire bezetting constant zijn geweest, dus de bijdrage indien enkel het gasindexcijfer zou zijn gewijzigd;
- de twee vorige situaties zijn hypothetisch: in de praktijk verandert zowel het gasprijsindexcijfer als de nucleaire bezetting; er is dus nog een restterm die wordt weergegeven in de « dubbele bijdrage ».

De som van die bijdragen is gelijk aan de totale (jaar-op-jaar) verandering van de Nc-Ispotgas. Ze wordt aangegeven als de « volledige bijdrage gasprijs/bezetting-nucl. ».

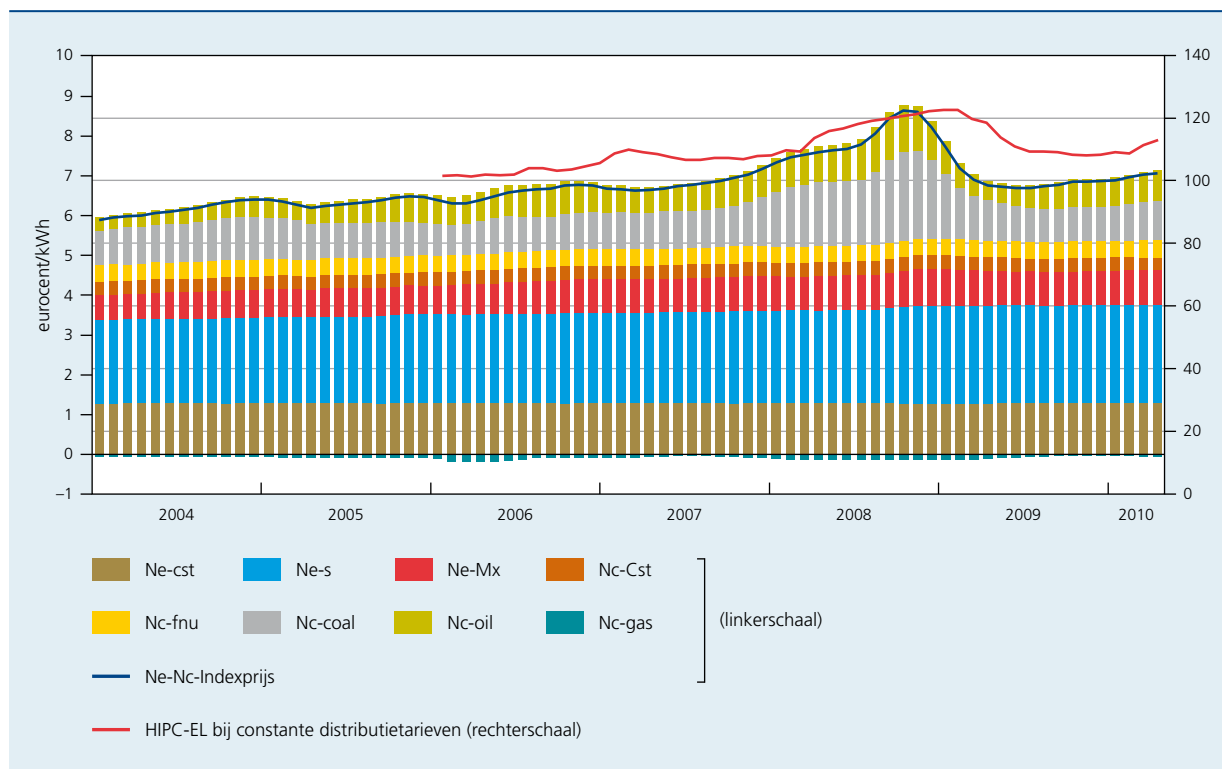
Omdat de coëfficiënt (1-lf_{nu}) negatieve waarden kan aannemen, kan die bijdrage negatief zijn, ook als de gasprijs stijgt. Daarom zijn de blokjes voor de « bijdrage gas » met een rode

rand omgeven voor de periodes waarin de gasprijs stijgt en met een groene rand wanneer het gasindexcijfer daalt.

Uit grafiek 13 blijkt dat medio 2008 de bijdragen van de gecombineerde aardgasprijs/nucleaire bezetting tot het totale indexcijfer vooral het gevolg zijn van wijzigingen in de nucleaire bezetting. Die lagere bezetting is het resultaat van onderhoudswerkzaamheden en/of andere problemen (met name de vervanging van stoomgeneratoren voor Doel 4 en Tihange 3 en het herladen van brandstof in Doel 2, 3 en 4 en in Tihange 2 en 3). In de tweede helft van 2008 stijgt de gasprijs maar dat heeft een prijsverlagend effect. Aan het begin van 2009 oefende de betere bezetting van het nucleair park een neerwaartse druk uit op de Ne-Nc-indexprijs. Dat effect werd nog versterkt door een daling van het indexcijfer van de gasprijzen.

In grafiek 14 wordt de impact van de nucleaire bezettingsgraad gesimuleerd. De grafiek toont wat de Ne-Nc-indexprijs zou zijn geweest, mocht de nucleaire bezettingsgraad sedert januari 2004 constant zijn gebleven. In vergelijking met grafiek 10, waarin de reële situatie wordt voorgesteld, lijkt de aardgasprijs dan een veel beperktere invloed te hebben; de forse prijsstijgingen zouden zich in dat hypothetisch geval ietwat later (omstreeks medio 2008) hebben voorgedaan.

GRAFIEK 14 SIMULATIE – HOGE BEZETTING NUCLEAIR PARK



Bronnen: CREG, eigen berekeningen.

3.2 Analyse van de componenten van de berekende « Ne-lem-indexprijs »

3.2.1 Opsplitsing van de Ne-lem-indexprijs in componenten

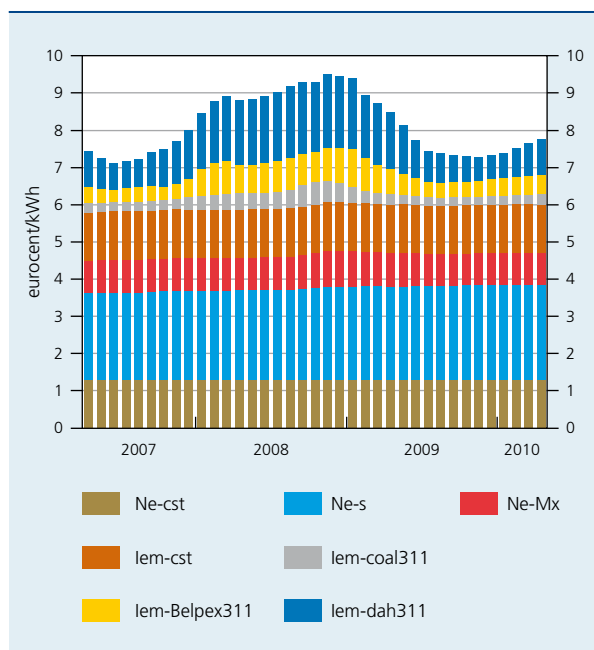
Een soortgelijke componentsgewijze analyse kan worden gemaakt voor de Ne-lem-indexprijs. Een dergelijke indexprijs wordt, net als de Ne-Nc-indexprijs, opgebouwd als volgt (zie ook formule (2) en bijlage 3):

$$a_{Ne} \cdot Ne = Ne_cst + Ne_s + Ne_Mx \quad (5)$$

$$a_{lem} \cdot lem = lem_cst + lem_dah311 + lem_coal311 + lem_Belpex311 \quad (6)$$

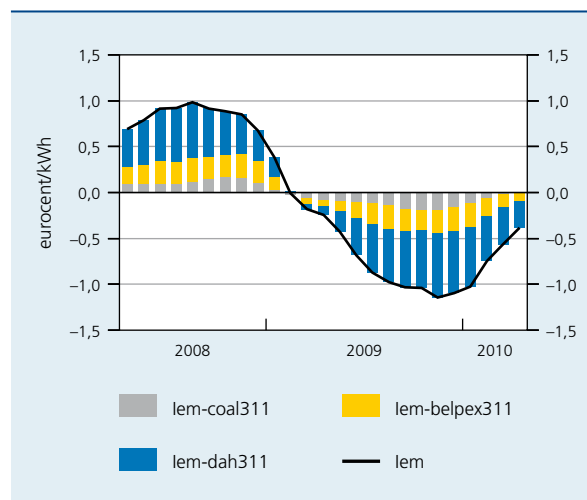
De opsplitsing wordt eveneens toegelicht in grafiek 15. De aan Ne toe te schrijven component is ook hier de belangrijkste en de meest stabiele. Uit een vergelijking van de grafieken 10 en 15 blijkt dat in de formules (3) en (5) het gewicht van Ne ongeveer gelijk is. In grafiek 10 zorgde de component Nc voor de volatiliteit, hier is dat de component lem. Bij de vergelijking van de grafieken 10 en 15 valt voorts op dat het constant gedeelte in lem groter is dan in grafiek 10. Er zij opgemerkt dat zowel lem als Nc het verloop van de brandstofkosten weerspiegelt. Die constante term modelleert dus het deel van de brandstofkosten dat (weinig of) niet verandert. Dat geldt onder

GRAFIEK 15 DEELINDEXCIJFERS VAN DE BEREKENDE NE-IEM-INDEXPRIJS VOOR TARIFERING



Bron: Eigen berekeningen.

GRAFIEK 16 DEELINDEXCIJFERS VAN HET IEM-PRIJSINDEXCIJFER VOOR TARIFERING
(jaar-op-jaar veranderingen)



Bron: Eigen berekeningen.

meer voor de nucleaire centrales, de hydrocentrales, de windturbines enz. Die constante term vermindert de volatiliteit, maar niet het niveau.

Grafiek 16 geeft de jaar-op-jaar wijzigingen weer in de (gewogen) lem-componenten. De jaar-op-jaar stijgingen in 2008 lijken vooral ingegeven door de stijgingen van de aardgasrijzen (lem-dah311) en minder door de prijsstijgingen op Belpex. De steenkoolrijzen speelden in 2008 een minder belangrijke rol. In 2009 waren de veranderingen gelijklopend, maar tegengesteld.

Indexering op basis van de Ne-lem-indexprijs lijkt zinvol voor leveranciers van wie de intermediaire kosten afhankelijk zijn van de gasprijs, de beursrijzen van de elektriciteit en de steenkoolrijzen. Dit laatste hoeft niet noodzakelijk te betekenen dat ze aankopen bij steenkoolproducenten. Het is ook mogelijk dat bijvoorbeeld de langetermijncontracten voor de aankoop van aardgas geïndexeerd worden aan het verloop van de steenkoolrijzen. Indexeren op basis van een productiemix is echter enkel gerechtvaardigd als de productiemix van de aankopen relatief constant is. Dat kan in de praktijk moeilijk worden geverifieerd omdat – zoals reeds eerder aangehaald – leveranciers bij producenten naar keuze kunnen aankopen. De productiemix moet dus indirect worden afgeleid uit de aankoopmix. Het hanteren van de Belpex-index kan worden verantwoord als tekorten enkel op Belpex worden aangekocht of indien sommige aankoopcontracten van de leverancier aan dat beursindexcijfer gekoppeld zijn.

3.2.2 Vergelijking van de wijzigingen in de Ne-Nc-indexprijs en in de Ne-lem-indexprijs

In de grafiek 17 worden de wijzigingen in het lem-indexcijfer vergeleken met die in het Nc-indexcijfer. De jaar-op-jaar wijzigingen in de lem-component van het Ne-lem-indexcijfer vloeien vooral voort uit de wijzigingen in de aardgasprijzen en, in mindere mate, uit de wijzigingen in de stroomprijzen op Belpex en in de steenkoolprijzen.

De wijzigingen in Nc zijn het gevolg van wijzigingen in de aardgascomponent (er zij aan herinnerd dat die component uit twee delen bestaat, namelijk de nucleaire bezettingsgraad en het indexcijfer voor de aardgasprijzen), wijzigingen in de steenkoolprijzen en wijzigingen in de aardolieprijzen. De gascomponent van Nc wordt tevens verder uitgesplitst in grafiek 17c. Daaruit blijkt dat het verloop van die component vooral wordt bepaald door de wijzigingen in de nucleaire bezetting en, in mindere mate, door het verloop van de gasprijzen.

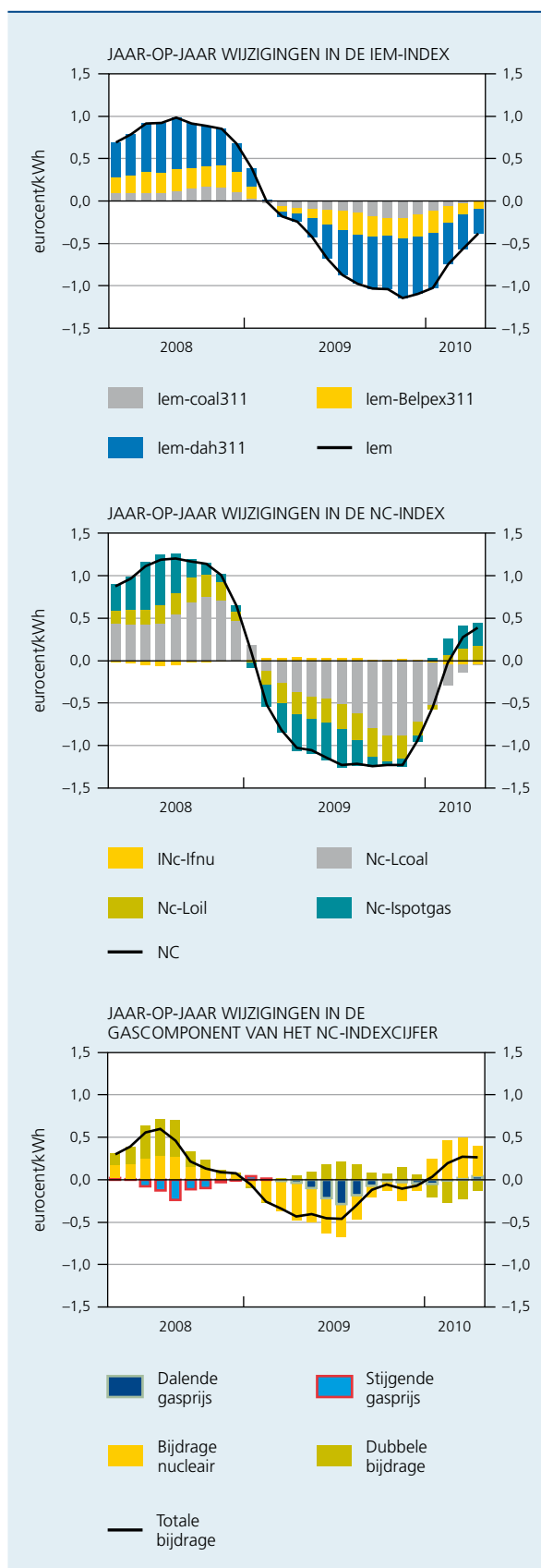
Tevens blijkt dat het verloop van de gasprijzen in lem verschilt van het indexcijfer dat de gasprijswijzigingen in Nc weergeeft.

Nc en lem geven het verloop van de brandstofkosten weer. De verschillende samenstelling van de beide indexcijfers Nc en lem heeft dus te maken met een verschillende aankoopstructuur bij de leveranciers. Leveranciers die Nc gebruiken, gaan uit van een aankoopmix bij producenten die stroom aanmaken op basis van kernenergie, aardolie, aardgas en steenkool, waarbij aardgas een substituuat is voor kernenergie ingeval de kerncentrales minder sterk zijn bezet. Omdat in de formule voor Nc die brandstoffen een vast gewicht hebben, wordt er hier impliciet van uitgegaan dat alle leveranciers die Nc gebruiken, ook dezelfde aankoopmix hebben inzake primaire brandstoffen. Leveranciers die lem gebruiken, zijn van mening dat de kosten van hun aankoopmix afhankelijk zijn van de gasprijs, de beursprijzen van de elektriciteit en de steenkoolprijzen.

Opvallend is dat de beide brandstofindexcijfers een constante term bevatten. Die term is relatief belangrijker voor de lem-index.

Voor de CO₂-uitstoot zijn er geen termen. Evenmin zo voor de kosten van de openbare dienstverplichtingen (met name de aankoop van de jaarlijks verplicht neer te leggen groenestroomcertificaten).

GRAFIEK 17



Bron: Eigen berekeningen.

3.3 Leverancierskosten en indexering van de verkoopprijzen

Uit wat voorafgaat, is gebleken dat de volatiliteit van de HICP voor elektriciteit zo goed als zeker het gevolg is van de in de variabeleprijcontracten gebruikte indexeringsmechanismen. Die indexering van de verkoopprijzen wordt gerechtvaardigd door de veranderlijkheid van de kosten van de leveranciersaankopen. Als gevolg daarvan moet de leverancier, wil hij zijn marge op peil houden, zijn verkoopprijzen aanpassen aan zijn aankoopkosten.

De gebruikte indexcijfers N_e en N_c waren reeds vóór 2007 in gebruik. De definitie van de parameter N_c werd in 2004 evenwel aangepast aan die uit bijlage 1⁽¹⁾ omdat de « oude » definitie gebaseerd was op vertrouwelijke gegevens⁽²⁾. Na de deregulering kon de « oude » formule dus niet langer worden gebruikt. De N_c -formule van vóór 2004 verwijst expliciet naar de samenstelling van de brandstofmix die werd gebruikt bij de productie van elektriciteit⁽³⁾. In de « oude » formule werd N_c gedefinieerd op basis van de maandelijkse uitgaven voor de verschillende brandstoffen en werd dus impliciet rekening gehouden met de maandelijkse veranderingen in de mix. In de nieuwe formule is dat niet meer het geval; zij veronderstelt dus impliciet een vaste brandstofkostenmix. Voor een bevattelijke toelichting bij de « oude » definitie van N_c , zie bijlage 5.

De parameter l_{em} werd in 2008 in gebruik genomen. Die parameter op zich kan evenwel niet de grotere volatiliteit in de HICP voor elektriciteit verklaren omdat hij slechts op een klein marktaandeel van toepassing is. l_{em} werd ingevoerd omdat de parameter N_c de kosten van de leverancier in kwestie onvoldoende weergaf.

Op een geliberaliseerde markt kan een leverancier zijn indexeringsformule vrij bepalen. Idealiter moet die indexformule de kosten van de leverancier weerspiegelen. Het gebruik van verschillende formules door de verschillende leveranciers zou in theorie moeten leiden tot prijsverschillen en, bijgevolg, tot vraagverschuivingen. Op die manier zouden perfect geïnformeerde huishoudens uiteindelijk stroom aankopen bij de leverancier met de formule die de laagste prijs oplevert. Dit zou dan op zijn beurt leiden tot leveranciersaankopen bij de producenten met de goedkoopste productiemix. Deze theoretische gevolgtrekkingen berusten evenwel op een aantal fundamentele veronderstellingen. Het is bijvoorbeeld niet vanzelfsprekend dat een huishouden perfect en volledig geïnformeerd is. In de vorige hoofdstukken is immers aangetoond dat het gebruik van verschillende indexcijfers (N_e , N_c , l_{em} , ...) en van verschillende en veranderende gewichten voor elk indexcijfer de complexiteit verhoogt en de transparantie verlaagt. Het verschil in frequentie tussen de prijsaanpassingen en de

facturatie impliceert bovendien dat de particuliere gebruiker pas ex post weet welke prijs hij betaalt. De maandelijks gewijzigde prijs wordt vaak op de website gepubliceerd. Het zoeken naar de goedkoopste leverancier (inherent aan de goed functionerende vrije markt) veronderstelt dat elk huishouden iedere maand opnieuw die informatie op internet gaat vergelijken en bovendien kan inschatten welk effect een en ander heeft op de prijs voor de volgende maanden. Dit laatste veronderstelt kennis van de onderliggende berekeningsalgoritmen.

De kosten van de leverancier worden bepaald door de aankoopmix van deze laatste; de achterliggende productiemix kan enkel indirect worden berekend of geraamd en bovendien kan hij variabel zijn. Het is dus de vraag of de volatiliteit van de brandstofkosten en de veranderlijkheid van de aankoopmix (en dus van de brandstofkosten) op de huishoudens moeten worden afgewenteld.

De gebruikte indexeringsformule moet de kostenstructuur van de leverancier weerspiegelen. In geval van verkeerde componenten, bij ontstentenis van de vereiste componenten of bij een verkeerde keuze van de gewichten van de verschillende componenten zal de prijs voor de huishoudens niets te maken hebben met de kostenrealiteit. De vrije concurrentie tussen de verschillende leveranciers zou dat moeten corrigeren. N_c en l_{em} zouden dus op de gedereguleerde markt het verloop moeten weergeven van de brandstofkosten van het hele Belgische productiepark of althans van dat gedeelte van het park dat de huishoudens van stroom voorziet. Het gedeelte van het park ten behoeve van de huishoudens kan echter moeilijk worden afgezonderd; om die reden wordt getracht de maandelijkse kosten van het volledige park op te splitsen naar de kosten van de gebruikte brandstoffen.

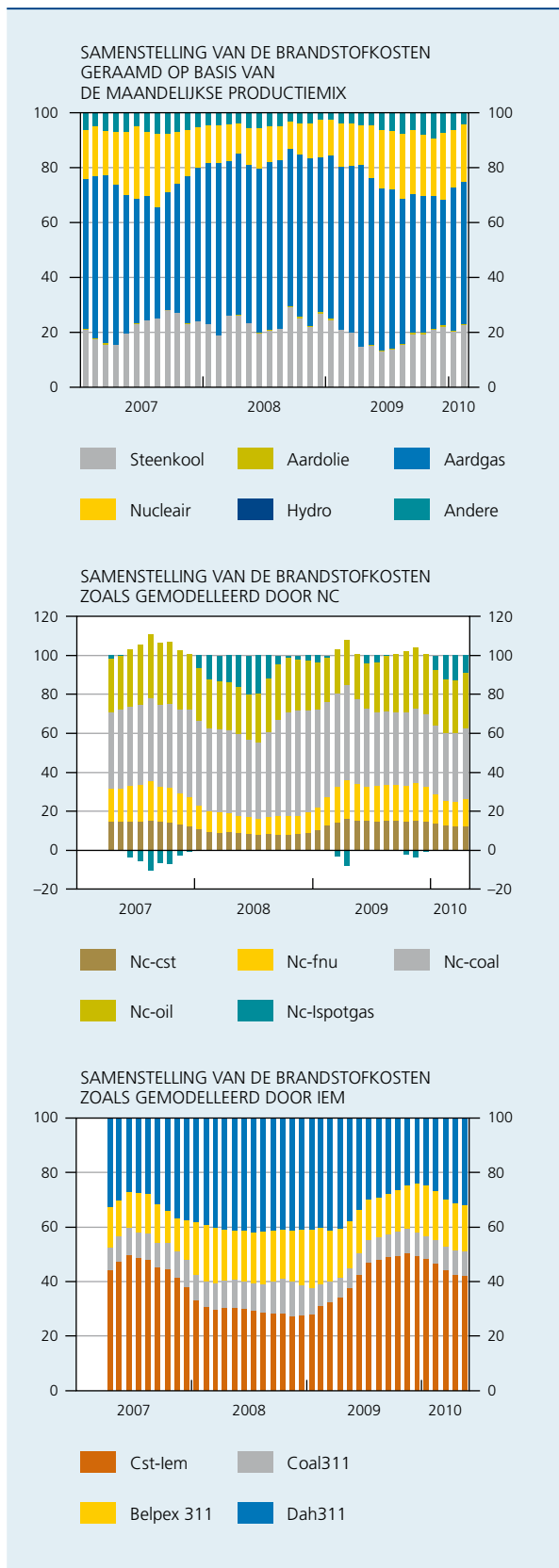
Op de ELIA-website vindt men maandelijkse injectiegegevens per technologie. Er wordt een onderscheid gemaakt tussen steenkool-, aardolie-, aardgas-, kern-, hydro- en andere centrales. Op basis van die maandelijkse productiemix in een bepaalde periode kunnen gemiddelde brandstofkosten voor de productie in die periode worden berekend (voor meer details, zie bijlage 6). Daartoe maakt men een schatting van de productiekosten per technologie. Aan de hand van de indexcijfers voor de brandstoffen (I-spotgas, I-oil, I-Coal) en in de veronderstelling dat de brandstofkosten voor kern-, hydro- en andere centrales over de periode niet veranderen, kunnen, op basis van een aanvangsprijs, de jaar-op-jaar wijzigingen in de gemiddelde brandstofkosten voor het hele park worden geschat. Die brandstofkosten zijn eenvoudig op te splitsen

(1) Belgisch Staatsblad (2004).

(2) CREG (2003).

(3) Belgisch Staatsblad (2001).

GRAFIEK 18 RELatieve BIJDRAGE TOT DE BRANDSTOFKOSTEN – VERGELIJKING



Bron: Eigen berekeningen.

naar type brandstof (zie bijlage 6). Zo verkrijgt men de relatieve opbouw van de brandstofkosten (zie grafiek 18). Uit die grafiek blijkt dat over de beschouwde periode aardgas de voornaamste component is van de brandstofkosten, gevolgd door steenkool. In grafiek 18 worden die relatieve bijdragen vergeleken met de relatieve bijdragen van de verschillende componenten van Nc en Iem.

De samenstelling van de brandstofkosten in grafiek 18 verschilt van de opbouw van de indexcijfers Nc en Iem. Nochtans zouden deze laatste de brandstofkosten van de leveranciers moeten weerspiegelen. Dit impliceert niet noodzakelijk dat Nc en Iem identiek zouden moeten zijn aan de kosten van de brandstoffen voor het hele Belgische productiepark. Iedere leverancier kan immers aankopen bij een producent naar keuze. Het marktaandeel van de leveranciers die Iem gebruiken, is beperkt (zie tabel 1). De brandstofmix van die leverancier kan dus afwijken van die van het hele Belgische park, wat de verschillen kan verklaren tussen de bovenste en onderste deelgrafiek van grafieken 18.

Gelet op het ruime aandeel van de leveranciers die Nc gebruiken, zou echter wel enige gelijkenis mogen worden verwacht, wat niet het geval is. Dit betekent niet noodzakelijk dat Nc het verloop van de brandstofkosten slecht zou weergeven. Er zijn immers andere verklaringen mogelijk: de indexering van lange-termijn aankoopcontracten voor aardgas aan de steenkoolprijs en het feit dat het deel van het productiepark dat wordt aangewend voor de levering aan huishoudens, qua samenstelling, niet noodzakelijk vergelijkbaar is met dat voor het park in zijn geheel.

Voorts zij opgemerkt dat het aandeel van de brandstofkosten dat (bijna) niet verandert (de constante), groter is in de Iem-index. Ook dit betekent niet dat het kostenverloop verkeerd wordt weergegeven omdat het afhangt van de brandstofmix van de leverancier.

Het is wel verwonderlijk dat de formules voor Nc en Iem klaarblijkelijk gebaseerd zijn op een brandstofmix die constant blijft in de tijd. Nochtans mag een leverancier op de geliberaliseerde markt zijn aankopen vrij wijzigen, bovendien zijn er veranderingen in de productieparken van de producenten en de brandstofmix kan ook worden aangepast in geval van wijzigingen in de relatieve brandstofprijzen. Volledigheidshalve zij opgemerkt dat prijsverhogingen in bestaande contracten zeer strikt gereguleerd zijn in de wet op de consumentenbescherming. Indexeringsformules zijn, op voorwaarde dat het indexeringsmechanisme expliciet beschreven staat in de overeenkomst, wel toegestaan⁽¹⁾.

(1) Zie de wet betreffende marktpraktijken en consumentenbescherming van 6 april 2010.

Voorts worden noch de kosten van de emissierechten, noch die van de openbare dienstverplichtingen in aanmerking genomen.

4. Brandstofkosten en prijszetting in de buurlanden

Uit wat voorafgaat, is gebleken dat het verloop van de Belgische HICP voor elektriciteit zeer sterk gecorreleerd is aan de Ne-Nc-indexprijs en aan de Ne-lem-indexprijs en dus zeer waarschijnlijk samengaat met de wijze van indexeren in de variabeleprijscontracten van de Belgische particulieren. Dat indexeringsmechanisme zorgt ervoor dat de wijzigingen in de parameters zeer snel worden doorberekend in de prijzen die de particulieren worden aangerekend. Het is de vraag of dergelijke prijsindexformules ook in het buitenland worden toegepast. Op basis van openbaar beschikbare informatie is het immers niet vanzelfsprekend na te gaan hoe de verkoopprijzen elders worden aangepast aan het verloop van de kosten, in het bijzonder de (indirecte) brandstofkosten van de stroomleveranciers.

In sommige buurlanden worden de huishoudens nog grotendeels bevoorrad tegen gereguleerde tarieven (dat is het geval in Frankrijk, waar nog meer dan 95 % van de prijzen gereguleerd zijn)⁽¹⁾ of zijn er mechanismen ingebouwd om de frequentie van de prijsaanpassingen te beperken en/of de aanpassingen op hun redelijkheid te beoordelen (dat is het geval in Nederland waar de Energiekamer van de NMa toeziet op de redelijkheid van prijswijzigingen)⁽²⁾. In de Duitse en Engelse markten wordt de redelijkheid van tariefaanpassingen op ex post basis respectievelijk door de concurrentieautoriteit en de regulator opgevolgd.

Om na te gaan of de elektriciteitsprijzen voor de huishoudens ook in het buitenland aan de productiekosten worden aangepast, wordt in dit hoofdstuk bekeken of er enige correlatie bestaat tussen het verloop van de brandstofkosten (uitgedrukt in de indexcijfers I-coal, I-spotgas en I-oil die worden gebruikt in de parameter Nc) en het HICP-indexcijfer voor elektriciteit in ons land en in de buurlanden. De berekende correlaties worden voorgesteld in tabel 3.

De correlaties werden berekend over de periode januari 2007 tot maart 2010. Vooraf zij opgemerkt (zie tabel 2) dat de HICP's worden berekend op basis van een all-in-tarief en dat ze dus andere componenten bevatten dan de energieprijzen. Opvallend is dat de Belgische HICP positief gecorreleerd is met alle subindexcijfers. De Franse en de Duitse HICP zijn (in beperkte mate)

TABEL 3 CORRELATIE TUSSEN DE HICP-EL EN DE VERSCHILLENDE COMPONENTEN VAN NC

	Coal	Oil	Spotgas
België	0,685	0,513	0,682
Duitsland	-0,057	-0,163	-0,025
Frankrijk	-0,075	-0,079	-0,167
Nederland	-0,057	-0,349	0,114

Bronnen: Eigen berekeningen op basis van Eurostat (HICP's) en CREG (subindexcijfers).

negatief gecorreleerd met de brandstofindexcijfers. Het Nederlandse indexcijfer volgt het verloop van de gasprijzen. De correlatie met het aardolie- en het steenkoolindexcijfer is echter negatief.

Er zij echter opgemerkt dat de bevindingen in tabel 3 met de nodige omzichtigheid moeten worden geïnterpreteerd, vooral omdat de verschillende brandstofindexcijfers sterk onderling gecorreleerd zijn. Dat is ongetwijfeld het gevolg van een onderliggende gemeenschappelijke factor, namelijk de energievraag die in de beschouwde periode sterk is toegenomen onder invloed van de ontwikkelingen in de opkomende economieën. Dit impliceert dat de correlaties in tabel 3 de totale correlaties voorstellen. Bijvoorbeeld: het verband tussen steenkool en de HICP bevat, ten gevolge van de sterke correlatie tussen het verloop van het steenkoolindexcijfer en het indexcijfer voor aardolie, een component die te maken heeft met de wijziging in de olieprijs.

De berekende correlaties tonen aan dat de HICP, over de beschouwde periode, opwaarts werd beïnvloed door een stijging van welk brandstofindexcijfer ook, terwijl in de buurlanden effecten optraden die elkaar gedeeltelijk compenseerden. Op basis van deze tabel lijkt het weinig waarschijnlijk dat, in de buurlanden, de wijzigingen in de brandstofkosten via een automatische en maandelijkse aanpassing doorberekend werden aan de huishoudens.

(1) INR, Prijsobservatorium (2009). CRE (2010).

(2) Brattle Group (2009). Voor meer informatie over die zogeheten « vangnetmethodiek », zie <http://www.energiekamer.nl/nederlands/gas/levering/tarief-toezicht.asp>.

Conclusies

De energiedragers (aardolie, aardgas, elektriciteit) zijn reeds geruime tijd een analyseonderwerp in verschillende studies over het Belgische geharmoniseerde indexcijfer voor de consumptieprijs. Vóór 2007 was het verloop van de aardolieprijs (en van de prijzen van de derivaten) een belangrijke verklarende veranderlijke in het verloop van de inflatie. Sinds 2007 dragen ook aardgas en elektriciteit in hoge mate bij tot de afwijking van de Belgische HICP ten opzichte van het Europese gemiddelde.

In dit artikel werd nader ingegaan op de methode van prijszetting van de elektriciteit. Aangevoerd wordt dat er een zeer hechte correlatie bestaat tussen het verloop van de HICP voor elektriciteit en de indexeringsmechanismen die de stroomleveranciers in hun variabeelprijscontracten hanteren. Die indexering is gebaseerd op parameters waarvan Ne, Nc en lem de meest gebruikte zijn. Ne weerspiegelt het verloop van de loon- en de materiaalkosten. De huidige definitie van Nc is sedert 2004 van kracht en die parameter weerspiegelt het verloop van de kosten van de brandstoffen die door de producenten worden gebruikt. Nc wordt door de meeste producenten gebruikt. lem verschilt van Nc, maar is ook een indexcijfer dat het verloop van de brandstofkosten weergeeft.

Het indexcijfer Ne vertoont een relatief stabiel verloop. Het indexcijfer Nc is volatieler omdat de samenstellende componenten ervan volatieler zijn geworden. Het gaat hier om het verloop van de steenkoolprijzen, de aardolieprijzen en de aardgasprijzen, maar ook om de bezetting van het nucleair park. Het indexcijfer lem is volatieler dan Ne, vooral vanwege ingrijpende wijzigingen in de aardgascomponent.

In een volledig vrije markt zouden de prijzen in theorie de weerspiegeling moeten zijn van de kosten van efficiënte producenten. Dit vergt tevens een voldoende transparantie en concurrentie teneinde het marktmechanisme optimaal te laten functioneren. Voor het geval dat deze voorwaarden niet of onvolledig vervuld zijn, kan er corrigerend opgetreden worden door een versterkte ingreep via regulering.

Op de Belgische gedereguleerde markt kunnen de elektriciteitsleveranciers hun indexeringsparameters vrij kiezen. De gehanteerde indexeringsformules zouden in principe de kosten van een efficiënte productie moeten kunnen weerspiegelen. Op basis van een ruwe benadering van de brandstofkosten en de analyse van de formules kan deze theoretische bewering niet worden bevestigd.

De prijzen voor de huishoudens worden maandelijks aangepast op basis van de hierboven vermelde indexeringsformules. De facturatie gebeurt evenwel jaarlijks. Het jaarlijks verbruik wordt omgezet in een maandelijks verbruik op basis van vooraf gedefinieerde (en dus approximatieve) lastprofielen. De jaarlijkse facturatie impliceert dat de gebruiker de volatiliteit niet echt merkt, maar ook dat hij vooraf niet weet welke prijs hij betaalt. Dit is niet bevorderlijk voor de transparantie, wat toch een voorwaarde is voor een vlotte werking van de vrije markt. Die transparantie wordt nog verlaagd door het gebruik van verschillende indexcijfers die elk hun eigen veranderlijke gewichten hebben.

Een verplichte voorafgaande kennisgeving zou, gelet op de ermee gepaard gaande menukosten, wellicht kunnen leiden tot minder frequente aanpassingen. Die informatieverplichting zou ook de transparantie kunnen bevorderen en bovendien de nodige prikkels geven om het verbruik aan te passen. Daarbij zou er echter moeten worden op toegezien dat de menukosten leiden tot minder frequente prijsaanpassingen en niet tot een doorrekening van de kosten met behoud van de frequentie. Dit laatste zou leiden tot hogere prijzen. Een periodieke, doch minder frequente, aanpassing van de prijzen aan de marktprijzen naar analogie met de variabele rentetarieven bij de hypothecaire leningen is een ander spoor dat te onderzoeken valt.

De snellere transmissie van de veranderingen in de parameters biedt wel een verklaring voor de grotere volatiliteit van de Belgische stroomprijzen. De vraag rijst echter of de parameters ook daadwerkelijk de kosten van de leveranciers weerspiegelen. Het vrij kiezen van de indexeringsformule en van de gebruikte parameters zou op een vrije markt moeten leiden tot prijzen die de weerspiegeling zijn van de leverancierskosten. Op basis van een ruwe benadering van de productiekosten van het totale productiepark kon dit niet worden aangetoond. Een ruwe schatting van de gemiddelde brandstofkosten van het Belgische productiepark leert dat de opbouw van die kosten verschilt van de indexeringsformules. Dit kan door verschillende factoren worden verklaard: de leverancier kan stroom aankopen bij producenten naar keuze, zodat zijn mix kan verschillen van de mix van het Belgische park. Strikt beschouwd, moet de mix worden genomen van dat gedeelte van het park dat de huishoudens van stroom voorziet; dat gedeelte kan echter moeilijk worden geïsoleerd.

Het is daarentegen wel een feit dat de formules, zowel die voor Nc als die voor lem, een vaste brandstofmix veronderstellen. Die mix is nochtans niet constant: er doen zich wijzigingen voor in het productiepark, de veranderende relatieve brandstofprijzen hebben een invloed op die mix, enz.

Sommige kostencomponenten zijn niet in de formules opgenomen. Voorbeelden zijn de kosten voor de emissierechten en de openbare dienstverplichtingen.

Het is in de praktijk niet haalbaar om met deze elementen constant rekening te houden. Dat zou immers leiden tot veelvuldige aanpassingen en zware menukosten. Nederland heeft hiertoe de zogenaamde vangnetmethodiek ontwikkeld. De vangnetmethode bepaalt dat de leveranciers iedere tariefwijziging vier weken vóór de vankrachtwording ervan aan de regulator moeten voorleggen. Deze laatste oordeelt dan of de tariefverhoging redelijk is gelet op de kosten voor de leverancier. Voldoet het voorgestelde tarief niet aan de door de regulator vastgestelde maxima, dan krijgt de leverancier de kans zijn tariefverhoging toe te lichten. Beoordeelt de regulator na het volgen van deze procedure het tarief als onredelijk, dan wordt de leverancier in kwestie een maximumtarief opgelegd. De maxima kunnen verschillen voor groene en grijze stroom⁽¹⁾.

Door die methode wordt het probleem van de complexiteit van de structuur van de leverancierskosten, waarvan de brandstofkosten slechts een deel uitmaken, verschoven naar de regulator en weg van de consument. De regulator heeft bovendien toegang tot

de interne bedrijfsgegevens van de leverancier. Dit lijkt een absolute voorwaarde om te oordelen of de tarieven in overeenstemming zijn met de kosten.

In een vlot functionerende markt zou de vangnetmethodiek overbodig zijn op voorwaarde dat de consumenten de tarieven van de verschillende leveranciers gemakkelijk kunnen vergelijken en dat ze ook snel van leverancier kunnen veranderen.

In de buurlanden zijn de indexcijfers van de consumptieprijzen minder volatiel dan in België. Er kon geen verband worden vastgesteld tussen de HICP-EL van de buurlanden en de in België gebruikte indexcijfers in de variabeleprijcontracten. Dit wijst erop dat in die landen de verkoopprijzen wellicht op een andere manier aan het verloop van de leverancierskosten worden aangepast. Bovendien zijn de stroomprijzen in de buurlanden nog vaak gereguleerd (Frankrijk) of worden de prijzen veel minder frequent aangepast (de vangnetmethodiek in Nederland).

De in België gebruikte indexeringsformules impliceren dat alle prijswijzigingen van de primaire brandstoffen snel en vrijwel volledig worden doorberekend in de consumentenprijzen, iets wat in onze buurlanden niet het geval is.

(1) Voor meer info over de zogeheten « vangnetmethodiek », zie <http://www.energiekamer.nl/nederlands/gas/levering/tarieftoezicht.asp>.

Bibliografie

Belgisch Staatsblad (2001), « Ministerieel besluit houdende vaststelling van de maximumprijzen voor de levering van elektriciteit », 15 december.

Belgisch Staatsblad (2004), « Ministerieel besluit tot wijziging van het ministerieel besluit van 12 december 2001 houdende vaststelling van de maximumprijzen voor de levering van elektriciteit », 19 maart.

Belpex (2009), *Activity Report 2008*.

Brattle Group (2009), *Assessment of the effects of tariff regulation on the Dutch residential retail markets for energy*, Brattle Group, June.

BRUGEL, CREG, CWAPE, VREG (2009), *De ontwikkeling van de elektriciteits- en aardgasmarkten in België, jaar 2008*, Persbericht.

BRUGEL, CREG, CWAPE, VREG (2010), *De ontwikkeling van de elektriciteits- en aardgasmarkten in België, jaar 2009*, Persbericht. Coppens F. en D. Vivet (2004), *Liberalisation of network industries: is electricity an exception to the rule?*, NBB, Working Paper 59.

Cornille D. (2009), « Methodologie of prijszetting: wat verklaart de grotere volatiliteit van de consumptieprijzen voor gas en elektriciteit in België? », NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 49–60.

CRE (2010), *L'ouverture des marchés de détail de l'électricité et du gaz, bilan 2009*, Paris, 1 mars.

CREG (2003), *Advies betreffende de nieuwe definitie van de parameter Nc*, A030717-CDC-205, 17 juli.

CREG (2007), *Jaarverslag 2007*.

CREG (2008a), *Elektriciteitstarieven, prijsherzieningsparameters – definities*, 4 september.

CREG (2008b), *Jaarverslag 2008*.

CREG (2009a), *De falende prijsvorming in de vrijgemaakte Belgische elektriciteitsmarkt en de elementen die aan de oorsprong ervan liggen*, Studie (F)090126-CDC-811, 26 januari.

CREG (2009b), *Componenten van de elektriciteits- en aardgasprijzen*, studie (F)090519-CDC-872, 19 mei.

CREG (2009c), *Verslag TE2008 over de door de elektriciteitsdistributienetbeheerders toegepaste distributienettarieven over het exploitatiejaar 2008*, 19 maart.

CREG (2009d), *Jaarverslag 2009*.

CREG (2010a), *De nadere regels betreffende de berekening van de marge te berekenen voor de bepaling van de maximumprijzen elektriciteit toe te passen op niet-beschermde gedropte klanten*, Beslissing (B)100429-CDC-964, 29 april.

CREG (2010b), *De haalbaarheid van de invoering van een progressieve prijszetting van elektriciteit in België*, Studie (F)100610-CDC-972, 10 juni.

EBEM, *Tariefkaart voor levering aan consumenten en klein zakelijk verbruik*, Tariefblad.

ECB (2010), *Energy markets and the Euro area macroeconomy*, Structural Issues Report, June.

ECS, *Electrabel EnergyPlus*, Tariefbladen.

FOD Economie, KMO, Middenstand en Energie (2008), *De energiemarkt in 2007*.

FOD Economie, KMO, Middenstand en Energie (2010), *Enquête sur les prix de l'électricité sur le marché résidentiel*.

GEMIX (2009), *De ideale energiemix voor België tegen 2020 en 2030*.

IEA (2009), *IEA statistics – electricity information*.

IEA (2009), *Key world energy statistics*, Paris.

IEA (2010), *Energy prices and taxes, quarterly statistics, fourth quarter 2009*, Paris.

Luminus, *Luminus Actief*, Tariefblad.

INR, Prijsobservatorium (2010), *Analyse van de prijzen: Jaarverslag 2009 van het Instituut voor de Nationale Rekeningen*, Brussel, februari.

NBB (2008), *Verslag 2007, Economische en financiële ontwikkeling*, februari.

NBB (2009), *Verslag 2008, Economische en financiële ontwikkeling*, februari.

NBB (2010), *Verslag 2009, Economische en financiële ontwikkeling*, februari.

NMa (2009), *Marktmonitor Nederlandse kleinverbruikersmarkt voor elektriciteit en gas, juli 2007-juni 2008*, Den Haag, januari.

Nuon, *Nuon Flex*, Tariefbladen.

VREG (2010), *Marktmonitor 2009*.

Bijlage 1 : Definitie van de parameters Nc en Ne

In deze bijlage (gebaseerd op het document CREG (2008a)) worden de parameters Nc en Ne toegelicht. De waarden van de parameters Nc en Ne worden gepubliceerd op de website van de CREG. Het betreft maandelijkse tijdreeksen die als volgt worden berekend :

De parameter Ne geeft het verloop weer van de loon- en de materiaalkosten en is gedefinieerd als :

$$N_e = 0,425 + 0,390 \frac{s}{8,88131} + 0,185 \frac{Mx}{141,51}$$

waarbij s de loonontwikkeling in de metaalverwerkende nijverheid weergeeft en Mx de materiaalkosten volgt.

De parameter Nc volgt de prijzen van de primaire brandstoffen en wordt gedefinieerd als

$$N_c = 0,214 + 0,260 \cdot I_{fnu} + 0,375 \cdot I_{coal} + 0,240 \cdot I_{oil} + 1,195 \cdot (1 - I_{fnu}) \cdot I_{spotgas}$$

I_{fnu} is een indexcijfer dat de bezetting van het nucleair productiepark weergeeft, gemeten ten opzichte van een aanvangswaarde uit het verleden. Dit getal kan dus groter zijn dan één.

I_{coal} , I_{oil} , $I_{spotgas}$ geven respectievelijk het verloop weer van de prijzen van steenkool, aardolie en aardgas. Het zijn eveneens indexcijfers die gemeten worden ten opzichte van een basisperiode.

Bijlage 2 : Berekening van de coëfficiënten van Nc en Ne op basis van een tariefblad van een leverancier

Een typisch tariefblad van een leverancier bevat (we beperken ons tot de energieprijzen en een leveranciersmarge):

- een vaste tariefcomponent uitgedrukt in eurocent per jaar. Deze vaste component is een veelvoud van de parameter Ne die door de CREG wordt gepubliceerd.

$$\text{Dus } T_{fix} = c_f \cdot Ne$$

- een piekurtarief dat een combinatie is van de parameters Ne en Nc. Het is uitgedrukt in eurocent per kWh.

$$\text{Dus } T_{peak} = c_{p,e} \cdot Ne + c_{p,c} \cdot Nc$$

- een daluurtarief dat een combinatie is van de parameters Ne en Nc. Het is uitgedrukt in eurocent per kWh.

$$\text{Dus } T_{low} = c_{l,e} \cdot Ne + c_{l,c} \cdot Nc$$

- eventueel een nachtuurtarief dat een combinatie is van de parameters Ne en Nc. Het is uitgedrukt in eurocent per kWh.

$$\text{Dus } T_{night} = c_{n,e} \cdot Ne + c_{n,c} \cdot Nc$$

Op basis van die informatie, gecombineerd met een bepaald verbruiksprofiel, kan een indexcijfer worden bepaald dat alles samenvat in één formule met alleen maar Ne en Nc. Een verbruikersprofiel is immers per definitie het vaststellen van de consumptie per tariefsoort. Het profiel bestaat dus uit een drietal verbruiken (een verbruikte hoeveelheid tegen het piekurtarief, een verbruikte hoeveelheid tegen het daluurtarief, een verbruikte hoeveelheid tegen het nachttarief), alle uitgedrukt in kWh. We stellen het respectieve verbruik voor als (q_p, q_l, q_n) . Voor het verbruiksprofiel « 3.500 kWh per jaar, waarvan 1.500 tegen het daltarief » is dit bijvoorbeeld (2.000 kWh, 1.500 kWh, 0 kWh).

De formule kan vrij eenvoudig worden afgeleid.

Voor een verbruik van $(q_p + q_l + q_n)$ betaalt men een jaarlijks bedrag van

$$T_{fix} + q_p \cdot T_{peak} + q_l \cdot T_{low} + q_n \cdot T_{night}$$

Worden hierin de formules voor de verschillende tarieftypes gesubstitueerd, dan krijgt men

$$c_f \cdot Ne + q_p \cdot (c_{p,e} \cdot Ne + c_{p,c} \cdot Nc) + q_l \cdot (c_{l,e} \cdot Ne + c_{l,c} \cdot Nc) + q_n \cdot (c_{n,e} \cdot Ne + c_{n,c} \cdot Nc)$$

Uitwerken en hergroeperen, geeft

$$(c_f + q_p \cdot c_{p,e} + q_l \cdot c_{l,e} + q_n \cdot c_{n,e}) \cdot Ne + (q_p \cdot c_{p,c} + q_l \cdot c_{l,c} + q_n \cdot c_{n,c}) \cdot Nc$$

Dit is het bedrag betaald voor $(q_p + q_l + q_n)$

Per kWh levert dit de volgende formule op

$$\frac{(c_f + q_p \cdot c_{p,e} + q_l \cdot c_{l,e} + q_n \cdot c_{n,e})}{(q_p + q_l + q_n)} \cdot Ne + \frac{(q_p \cdot c_{p,c} + q_l \cdot c_{l,c} + q_n \cdot c_{n,c})}{(q_p + q_l + q_n)} \cdot Nc$$

Dit is één formule die het totale verbruik weergeeft volgens de parameters Nc en Ne.

Bijlage 3 : Definitie van de door Luminus gebruikte parameters lem en lec

Stroomleverancier Luminus gebruikt sedert mei 2008 niet langer de parameter Nc maar een alternatieve parameter waarvan twee varianten werden gedefinieerd, namelijk lem en lec. De parameter lec sluit nog nauwer aan bij de dagprijzen op de Belpex-beurs.

De beide parameters zijn als volgt gedefinieerd:

$$I_{em} = 0,684633 + 0,03856 \cdot DAH311 + 0,006321 \cdot Belpex\ 311 + 0,002479 \cdot Coal\ 311$$

$$I_{ec} = 0,3423165 + 0,01928 \cdot DAH311 + 0,003161 \cdot Belpex\ 311 + 0,00124 \cdot Coal\ 311 + 0,034555 \cdot Belpex$$

De coëfficiënten van lec zijn dus de helft van die van lem en de term « Belpex » werd toegevoegd.

Het achtervoegsel 311 wijst erop dat het indexcijfer een driemaandelijks gemiddelde van de prijzen is. Voor DAH is dat een driemaandelijks gemiddelde van de gasprijzen op de Zeebrugge Hub. Belpex311 is de (driemaandelijkse) gemiddelde prijs op de stroombeurs Belpex en Coal311 is de gemiddelde steenkoolprijs over drie maanden. De variabele Belpex zonder achtervoegsel is de gemiddelde prijs over de laatste maand op Belpex.

Er zij opgemerkt dat de coëfficiënt van Coal311 in een andere eenheid (ton/euro) is uitgedrukt. De coëfficiënten van DAH311, Belpex311 en van Belpex zijn in MWh/euro.

Bijlage 4: Analyse van de bijdrage van de wijzigingen in de aardgasprijs

De coëfficiënt van het indexcijfer voor de aardgasprijzen in de formule voor Nc is niet constant, maar hangt af van de bezetting van het nucleair park. De totale bijdragen van de laatste term in de formule voor Nc kunnen echter als volgt worden opgesplitst:

Schrijft men de laatste term als $c_{gas} \cdot I_{gas}$, dan is de verandering ervan tussen twee tijdstippen « 1 » en « 2 » gelijk aan

$$c_{gas}^{(2)} \cdot I_{gas}^{(2)} - c_{gas}^{(1)} \cdot I_{gas}^{(1)}$$

Dit kan worden herschreven als:

$$\begin{aligned} c_{gas}^{(2)} \cdot I_{gas}^{(2)} - c_{gas}^{(1)} \cdot I_{gas}^{(1)} &= c_{gas}^{(2)} \cdot I_{gas}^{(2)} - c_{gas}^{(1)} \cdot I_{gas}^{(1)} + c_{gas}^{(2)} \cdot I_{gas}^{(1)} - c_{gas}^{(2)} \cdot I_{gas}^{(1)} \\ &= c_{gas}^{(2)} \cdot \Delta I_{gas} + \Delta c_{gas} \cdot I_{gas}^{(1)} \end{aligned}$$

De term in $c_{gas}^{(2)}$ hangt impliciet af van de verandering Δc_{gas} en moet dus worden herschreven als $c_{gas}^{(2)} = c_{gas}^{(1)} + \Delta c_{gas}$, zodat men uiteindelijk komt tot

$$c_{gas}^{(2)} \cdot I_{gas}^{(2)} - c_{gas}^{(1)} \cdot I_{gas}^{(1)} = c_{gas}^{(1)} \cdot \Delta I_{gas} + \Delta c_{gas} \cdot I_{gas}^{(1)} + \Delta c_{gas} \cdot \Delta I_{gas}$$

Bijlage 5: « Oude » definitie van de parameter Nc

Voor een gedetailleerde definitie van de parameter Nc, vóór zijn herziening in 2004, wordt verwezen naar de publicatie van het Belgisch Staatsblad van 12 december 2001 (Belgisch Staatsblad (2001)). In deze bijlage is een vereenvoudigde versie opgenomen om de verschillen tussen de « oude » en de « nieuwe » definitie toe te lichten. Die verschillen verklaren immers waarom de « oude » definitie de kosten beter weerspiegelde.

Daarnaast zij tevens opgemerkt dat de « oude » formule werd geconcipeerd vóór de deregulering, in een periode dus waarin leverancier en producent nog verticaal waren geïntegreerd. In een dergelijke context heeft de leverancier een beter zicht op de kosten van de gebruikte brandstoffen.

Op de gedereguleerde markt kon de oude formule niet langer worden gebruikt omdat ze gebaseerd was op bedrijfsinterne gegevens die na de deregulering niet langer openbaar bekend waren.

In het Belgisch Staatsblad (2001) wordt Nc voor een bepaalde maand « m » gedefinieerd als $Nc^m = \frac{Ce^m}{Ce_{reference}}$, waarbij

Ce^m de gemiddelde brandstofkosten in de maand voorstelt. Ce^m wordt in de wettekst meer gedetailleerd omschreven. Ce^m werd maandelijks berekend. Vereenvoudigd kan worden gesteld dat Ce^m een gewogen gemiddelde was van de gebruikte brandstofkosten, met name de kosten van de nucleaire brandstof en van de fossiele brandstoffen. De weging gebeurde op basis van het aandeel van de brandstoffen in de mix gedurende die maand.

$$Ce^m = \frac{1}{3} \sum_{i=2}^4 [s_{nuke}^y \cdot C_{nuke}^{m-i} + (1 - s_{nuke}^y) \cdot C_{other}^{m-i}] + EC^m$$

waarbij

- Ce^m de waarde is van Ce voor de maand m
- s_{nuke}^y het aandeel is van de nucleaire productie gedurende het jaar y
- C_{nuke}^{m-i} de productiekosten zijn van de nucleaire energie in maand (m-i), in euro/kWh
- C_{other}^{m-i} de gemiddelde kosten zijn van de fossiele brandstoffen en van de invoer in maand (m-i), in euro/kWh
- EC^m een correctieterm is. In het eerste deel van de formule wordt immers het jaarlijkse aandeel van de nucleaire energie gebruikt. Dat aandeel kan van maand tot maand verschillen en de EC-term corrigeert hiervoor.

De formule voor Ce is sterk verschillend van die voor Nc in bijlage 1. In deze laatste lijkt het alsof er vaste verhoudingen zijn voor steenkool en aardolie en alsof gas en nucleair complementair zijn. De formule voor Ce is daarentegen gebaseerd op de kostenuitgaven in de bewuste maand.

Bijlage 6: Gemiddelde brandstofkosten bij een gegeven productiemix

Voor een bepaalde productiemix in een bepaalde periode kunnen de gemiddelde brandstofkosten worden berekend.

Bijvoorbeeld: een maand m waarin, voor technologie t , de geproduceerde hoeveelheid (in MWh) voorgesteld wordt door $q_t^{(m)}$ en de brandstofkosten (in euro/MWh) door $fc_t^{(m)}$. De totale brandstofkosten in die maand worden verkregen door sommatie over de verschillende technologieën:

$$FC^{(m)} = \sum_t q_t^{(m)} \cdot fc_t^{(m)}$$

De gemiddelde brandstofkosten worden verkregen na deling door de totale geproduceerde hoeveelheid. De bijdragen van de verschillende technologieën in de mix kunnen als volgt worden onderscheiden:

$$\overline{fc}^{(m)} = \sum_t \frac{q_t^{(m)}}{q^{(m)}} \cdot fc_t^{(m)}$$

waarbij $q^{(m)}$ de totale productie is in de beschouwde maand.

Summaries of articles

Lessons from the crisis: Monetary policy and financial stability

The article examines the link between monetary policy and financial stability in the context of the recent financial and economic crisis. It aims to draw lessons from those recent events and to examine the implications for monetary policy. More specifically, it asks whether, apart from its price stability mandate, monetary policy should play a more significant and pro-active role in safeguarding financial stability.

The first section reviews the pre-crisis consensus on monetary policy. Economic developments in recent decades had shifted the focus of monetary policy to the link between price stability and economic growth, while the issue of financial stability had taken a back seat. In the prevailing macroeconomic context, known as “the Great Moderation”, a clear consensus on monetary policy emerged in terms of objectives, strategies and the institutional framework. Moreover, the dominant view was that monetary policy makers should take account of asset prices and other financial variables only in so far as they have implications for the future trend in activity and inflation over a period of approximately two years, typically taken as the relevant period for monetary policy. The monetary policy strategy of the Eurosystem is largely in line with this pre-crisis consensus. Unlike most other central banks, however, the Eurosystem has a unique two-pillar strategy in which the monetary pillar pays explicit attention to financial developments. Although initially aimed at identifying risks to price stability, it gradually focused more on aspects of financial stability.

The second section draws a number of provisional lessons from the crisis. First, the recent crisis has provided evidence that price stability is not sufficient to maintain financial stability and macroeconomic stability in general. Second, not only has the continued firm anchoring of inflation expectations enabled monetary policy-makers to respond appropriately during the crisis, but it is also destined to remain one of the key elements of future monetary policy. Furthermore, recent research has revealed recurrent patterns which may help to identify financial vulnerabilities in the run-up to a serious financial crisis. However, it is still hard to identify financial imbalances in real time, and further research in this field is desirable.

The debate on whether, in the future, monetary policy should make a greater contribution to financial stability and perhaps be given a broader mandate is still ongoing. However, some key points are already becoming clear. Financial stability should in the first place benefit from a strengthening of prudential policy, and particularly from the conduct of a macro-prudential policy. Moreover, a successful macro-prudential policy makes it easier to conduct monetary policy; it prevents monetary policy from being over-burdened or confronted by serious policy dilemmas, so that it can continue to focus on the primary goal of price stability. In principle, this does not imply any significant modification of the existing monetary policy frameworks. Nevertheless, it is necessary that monetary

policy takes full account of its impact on the risk-taking behaviour of the various economic agents. In addition, greater importance should be attributed to analysis of the formation of financial imbalances. That is not at odds with the priority of the price stability mandate, because the crisis clearly showed that risks to financial stability in the longer term also imply risks to price stability. However, it does assume an extension of the monetary policy horizon. If that horizon is actually extended, that should preferably be made explicit, as it would clarify the monetary policy strategy and increase accountability.

JEL Codes: E58, E61

Key words: financial stability, price stability, monetary policy, macro-prudential

Rebalancing the global economy

The article examines to what extent the recovery of the global economy could gain support from a more balanced growth of global demand than in the past. Despite the gradual recovery of the global economy, it remains highly uncertain when – or even whether – growth can return to the often very vigorous pace prevailing before the crisis, especially as that dynamism was in many countries largely based on macroeconomic distortions which were most clearly apparent in the growing current account surpluses and deficits on the balance of payments, as is evident from our analysis of the figures from 1995 onwards.

At the Pittsburgh summit in September 2009, in the Framework for Strong, Sustainable, and Balanced Growth the G20 leaders agreed that deficit countries should support private savings and strive towards fiscal consolidation. They will not only need to modify their spending patterns but will also have to transfer their focus to the export sector. To offset the shortfall in demand from these deficit countries, the surplus countries are called upon to reduce their dependence on exports and tap domestic sources of growth.

The authors examine the actual policy implications of this for the US, China and the euro area. Although a number of countries have already adopted a range of policy measures which are a move in the right direction, restoring the balance of global demand remains a major challenge, not least on account of the difficult-to-implement but no less essential structural reforms, or the time required to push those reforms through. It will be no easy task to restore the macroeconomic equilibrium, achieve a broad consensus and create the conditions for strong, sustainable and balanced growth, in line with the G20 aims. The movement towards a new global balance risks becoming a protracted process, with the possibility of a worldwide growth slowdown in the meantime.

JEL Codes: E21, E22, E41, E42

Key words: G20, United States, China, euro area, saving, investment, balance of payments current account

Strategies and measures aimed at consolidating public finances

The article outlines the current budgetary situation, explains why consolidation plans are urgently needed and provides an answer to the question as to what form those plans should preferably take. It also contains an insight into the strategies aimed at consolidating public finances.

The financial crisis and the resultant economic recession have seriously undermined the health of public finances in almost all the developed economies. Budget deficits and public debt have risen sharply and these budgetary problems will not disappear automatically once the economy has fully

recovered from the recession. On top of this, the budgetary impact of the ageing of the population could drive up budget deficits and cause public debt to rise even more quickly.

To restore the sustainability of public finances, extensive consolidation efforts are required in a wide range of countries. Although a rapid and significant consolidation effort implemented simultaneously by a large group of countries could act as a brake on the economic recovery to some extent, a postponement of consolidation efforts, on the other hand, could shake the confidence of economic agents, give rise to financing risks and trigger a strong rise in interest rates. To remove doubts about the creditworthiness of countries, it is therefore advisable not to delay the announcement of concrete and credible austerity plans, even if the measures will only be implemented in the years to come. The timing and scope of consolidation efforts are dependent on country-specific circumstances.

The scope of the consolidation efforts needed in most countries means that no limitations can be imposed with regard to the composition of consolidation plans. However, preference needs to be given to structural measures that reduce non-growth-promoting government expenditure or can dampen the increase in ageing-related expenditure. In spite of the already heavy burden of compulsory taxation in many countries, extra government revenues cannot be ruled out.

Most countries have now begun preparing budgetary exit strategies. So there is some prospect of budgetary objectives that will herald a return to healthy public finances. In some countries, concrete austerity measures have already been worked out in the meantime. In other countries, plans of this type have yet to be detailed. However, firm government action is urgently required for this latter group of countries too, all the more so since postponing the necessary consolidation efforts would entail major risks.

JEL Codes: E62, H60, H62, H63

Key words: fiscal policy, budgetary consolidation, austerity plans, government debt

Energy markets and the macroeconomy

The article looks at the energy markets from a macroeconomic perspective. It first describes the main trends in the production and consumption of energy. Belgium is characterised by a high degree of energy dependency, since it no longer has any fossil fuel resources and renewable energy is not yet well developed in the country. Moreover, its economy has a high energy intensity, due to specialisation in energy-intensive sectors and high consumption of energy products by Belgian households.

The operation of the energy markets and the implications for the pricing of energy products is examined in a second part. The pass-through of fluctuations in the price of crude oil onto consumer prices of petrol, diesel and heating oil is both fast and full, in Belgium as well as in the neighbouring countries. However, because of the low level of excise duty on diesel and particularly on heating oil, consumer prices charged for these energy products in Belgium are more sensitive to fluctuations in the crude oil price. Also, the Belgian consumer price of gas and electricity reacts much faster than in neighbouring countries to fluctuations in prices on the international markets, since in other euro area countries, prices are adjusted less frequently than in Belgium and in some cases they are still subject to some form of regulation. More generally, despite liberalisation, the effective degree of competition on the gas and electricity markets is still very low, both in Belgium and in the other euro area countries.

Finally, the impact of fluctuations in crude oil prices on inflation and economic activity is discussed. In addition to its high energy intensity and strong reactions of its energy consumer

prices to oil price fluctuations, the Belgian economy's sensitivity to oil shocks is heightened by the indexation mechanism it applies, even though the use of the health index partly neutralises the initial shock. However, that additional negative impact can be curbed by constant monitoring of Belgian competitiveness, as prescribed by a 1996 law on the promotion of employment and the safeguarding of competitiveness.

JEL Codes: E31, E37, E64

Key words: energy markets, oil, inflation, pass-through, Belgium

The increased volatility of electricity prices for Belgian households: An analysis based on the specific characteristics of pricing by Belgian electricity suppliers

Several studies have shown that the Belgian harmonised index of consumer prices for electricity (HICP-EL) has become more volatile since the end of 2007. The increased volatility can be observed not only for the past behaviour of the index, but also relative to other countries' indices. A study of the National Bank of Belgium has shown that methodological changes in the method of registering the base data collected for calculating the index are not the only reason. It has concluded that differences in the price-setting behaviour in the deregulated electricity markets are a more plausible explanation for this volatility.

The article analyses the Belgian price-setting mechanism in detail. Most households have signed variable-price contracts with their electricity supplier. The variable price in such contracts is aligned to suppliers' costs using indexing parameters. One of the parameters reflects changes in wages and material costs (the parameter N_e), while other parameters follow the changes in fuel costs (several parameters are used, the most representative being N_c and l_{em}). These parameters are computed and published by the regulator on a monthly basis.

The main findings in the article are that (1) the evolution of the HICP for electricity is strongly correlated with a linear combination of the above-mentioned parameters, (2) this linear combination is ahead of the HICP by one or two months, (3) the monthly indexation implies a fast transmission of the parameter changes to consumer prices, (4) the monthly price changes combined with the annual invoicing frequency increase the complexity and reduce the transparency, moreover, users have only *ex-post* knowledge about the price, which limits price comparability, and (5) the indexing formulae assume a fixed fuel mix. In practice, however, the fuel mix changes because suppliers switch their purchase contracts to other producers, because of fluctuations in relative fuel prices and because the composition of the production capacity is changing. Suppliers also entail costs that are not taken into account by the formulae (e.g. costs of greenhouse gas emission rights and green certificates).

It is also worth mentioning that no signs of the existence of similar indexing mechanisms were found in neighbouring countries.

JEL Codes: E31, L16, L94

Key words: harmonised index of consumer prices, electricity

Abstracts from the working papers series

191. The incidence of nominal and real wage rigidity: An individual-based sectoral approach, by J. Messina, Ph. Du Caju, C. Filipa Duarte, N. Lynggård Hansen, M. Izquierdo, June 2010

The paper presents estimates based on individual data on downward nominal and real wage rigidities for thirteen sectors in Belgium, Denmark, Spain and Portugal. The methodology follows the approach recently developed for the International Wage Flexibility Project, whereby resistance to nominal and real wage cuts is measured through departures of observed individual wage-change histograms from an estimated counterfactual wage-change distribution that would have prevailed in the absence of any rigidity. The authors evaluate the role of worker and firm characteristics in shaping wage rigidities. They also confront our estimates of wage rigidities with structural features of the labour markets studied, such as the wage bargaining level, variable pay policy and the degree of product market competition. They find that the use of firm-level collective agreements in countries with rather centralised wage formation reduces the degree of real wage rigidity. This finding suggests that some degree of decentralisation within centralised countries allows firms to adjust wages downwards, when business conditions take a turn for the worse.

192. Economic importance of the Belgian ports: Flemish maritime ports, Liège port complex and the port of Brussels – Report 2008, by C. Mathys, July 2010

The paper is an annual update of the study made by the NBB on the economic importance of the Flemish maritime ports – Antwerp, Ghent, Ostend and Zeebrugge – the port of Brussels and the Liège port complex.

Each port's contribution to the national economy is estimated on the basis of the analysis of its economic, social and financial situation over the period from 2003 to 2008. The three variables concerned in the main developments are value added, employment and investment. The study also highlights the port sector's indirect effects in terms of value added and employment. The social balance sheet is briefly summarised in one section. The analysis of the financial results is based on the study of the return on equity, liquidity and solvency ratios.

193. Wages, labor or prices: How do firms react to shocks?, by E. Dhyne, M. Druant,
July 2010

Survey results in 15 European countries for almost 15,000 firms reveal that Belgian firms react more than the average European firm to adverse shocks by reducing permanent and temporary employment. On the basis of a firm-level analysis, the paper confirms that the different reaction to shocks is significant and investigates what factors explain this difference. Although the explanatory value of the variables is limited, most of the explanatory power of the model being associated with the dummy variables coding for firm size, sector and country, the variables investigated provide valuable information. The importance of wage bargaining above the firm level, the automatic system of index-linking wages to past inflation, the limited use of flexible pay, the high share of low-skilled blue-collar workers, the labor-intensive production process as well as the less stringent legislation with respect to the protection against dismissal are at the basis of the stronger employment reaction of Belgian firms. On the contrary, employment is safeguarded by the presence of many small firms and a wage cushion.

Conventionele tekens

–	het gegeven bestaat niet of heeft geen zin
n.	niet beschikbaar
p.m.	pro memorie
ppt.	procentpunt
r	raming van de Bank

Lijst van afkortingen

Regio of land

BE	België
DE	Duitsland
IE	Ierland
EL	Griekenland
ES	Spanje
FR	Frankrijk
IT	Italië
CY	Cyprus
LU	Luxemburg
MT	Malta
NL	Nederland
AT	Oostenrijk
PT	Portugal
SI	Slovenië
SK	Slowakije
FI	Finland
EA	Eurogebied
UK	Verenigd Koninkrijk
EU-25	Europese Unie, ongerekend Bulgarije en Roemenië
CN	China
JP	Japan
VS	Verenigde Staten

Andere

AOW	Algemene ouderdomswet
Bbp	Bruto binnenlands product
BEA	Bureau of Economic Analysis
BIB	Bank voor Internationale Betalingen
BIS	Bank for International Settlements
BRUGEL	Reguleringscommissie voor energie in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest

Btw	Belasting over de toegevoegde waarde
CBO	Congressional Budget Office
CEIC	CEIC Data Company Ltd
CO ₂	Koolstofdioxide
CPI	Consumptieprijsindex
CRE	Commission de régulation de l'énergie (de energieregulator voor Frankrijk)
CREG	Commissie voor de Regulering van de Elektriciteit en het Gas
CWAPE	Commission wallonne pour l'énergie (de energieregulator voor het Waalse Gewest)
DNB	Distributienetbeheerder
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
EU	Europese Unie
FED	Federal Reserve System
FOD	Federale Overheidsdienst
G7	Groep van zeven
G20	Groep van twintig
Gj	Gigajoule
HICP	Geharmoniseerde consumptieprijsindex
ICT	Informatie- en communicatietechnologie
IEA	International Energy Agency
IMF	Internationaal Monetair Fonds
INR	Instituut voor de nationale rekeningen
KMO	Kleine of middelgrote onderneming
KLEMS	Capital (K), labour (L), energy (E), materials (M) and service inputs (S)
kWh	Kilowatt-uur
MMBtu	Mega British Thermal Unit
MWh	Megawattuur
NBB	Nationale Bank van België
NCB	Nationale Centrale Bank
NEI	National Export Initiative
NMa	De Nederlandse Mededingsautoriteit
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
PPP	Purchasing Power Parity
R&D	Research and Development
RMB	Renminbi
SLP	Synthetisch lastprofiel
TPE	Ton-petroleumequivalent
UN	United Nations
VREG	Vlaamse Reguleringsinstantie voor de elektriciteits- en de gasmarkt

Nationale Bank van België
Naamloze vennootschap
RPR Brussel – Ondernemingsnummer: 0203.201.340
Maatschappelijke zetel: de Berlaimontlaan 14 – BE-1000 Brussel
www.nbb.be



Verantwoordelijk uitgever

Jan Smets

Directeur

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

Contactpersoon voor het Tijdschrift

Philippe Quintin

Chef van het departement Communicatie en secretariaat

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

© Illustraties: Nationale Bank van België

Omslag en opmaak: NBB TS – Prepress & Image

Gepubliceerd in september 2010

