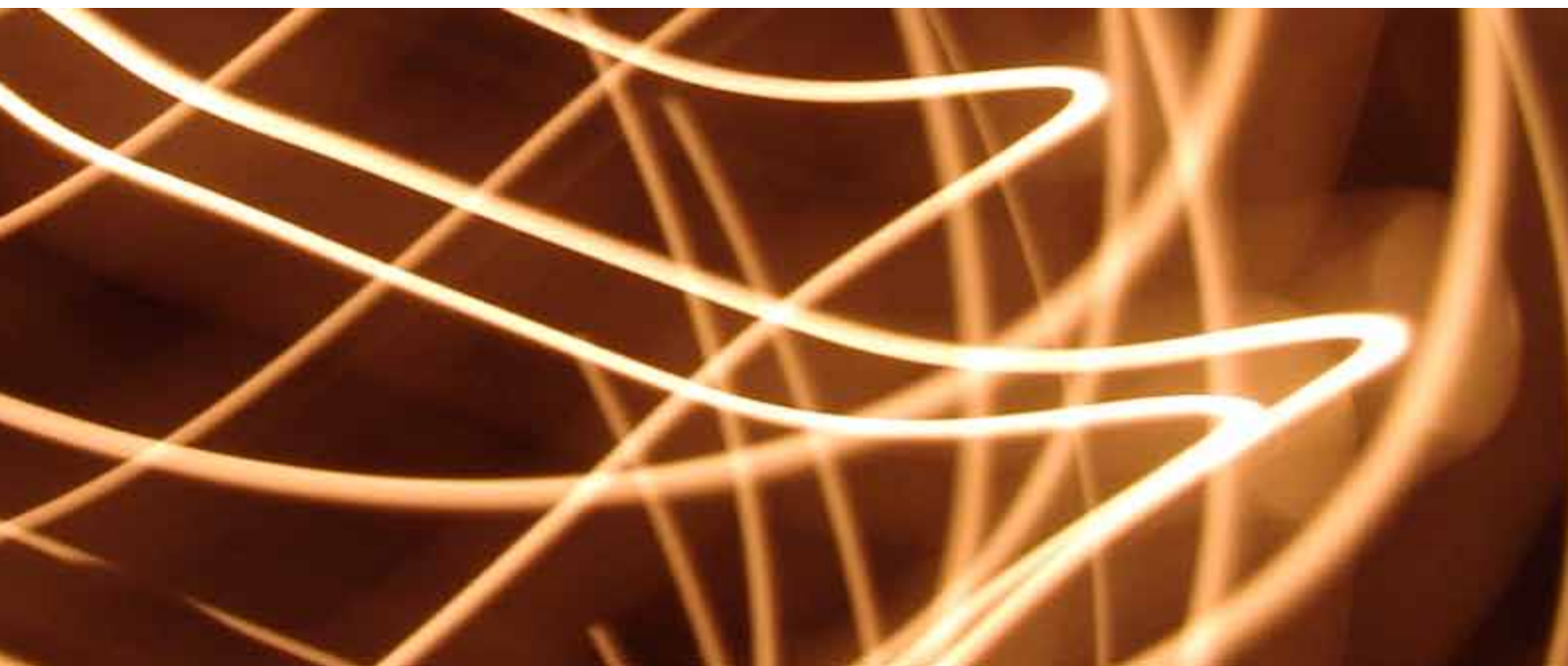


Economisch Tijdschrift

Juni 2011



© 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

ECONOMISCHE PROJECTIES VOOR BELGIË – VOORJAAR 2011	7
LEIDINGGEVENDE RENTETARIEVEN, MARKTRENTES EN RETAILRENTES IN HET EUROGEBIED TEGEN DE ACHTERGROND VAN DE RECENTE ECONOMISCHE EN FINANCIËLE CRISIS	29
EINDE VAN DE CRISIS OP DE WONINGMARKTEN? EEN INTERNATIONAAL OVERZICHT	57
GEDRAG VAN DE BELGISCHE BEDRIJVEN TEGEN DE ACHTERGROND VAN DE MONDIALISERING: LESSEN UIT HET COLLOQUIUM «INTERNATIONAL TRADE: THREATS AND OPPORTUNITIES IN A GLOBALISED WORLD»	77
DE BELGISCHE ARBEIDSMARKT TIJDENS EN NA DE CRISIS	95
SUMMARIES OF ARTICLES	111
ABSTRACTS OF THE WORKING PAPERS SERIES	115
CONVENTIONELE TEKENS	119
LIJST VAN AFKORTINGEN	121

Economische projecties voor België – Voorjaar 2011

Inleiding

Het herstel dat de wereldeconomie nu reeds ongeveer twee jaar beleeft, bereikte begin 2011 een zekere graad van rijpheid. Onder impuls van de opkomende economieën, bereikte de internationale handel, die zwaar was getroffen door de financiële crisis en de economische recessie, opnieuw het niveau van vóór de crisis. Tegen de achtergrond van de afnemende financiële spanningen en een tot dusver nog steeds accommoderend monetair en budgettair beleid, zou de bedrijvigheid in de verschillende economische zones geleidelijk op een ruimere basis moeten steunen dan alleen maar op de uitvoer, onder meer dankzij een toename van de investeringen.

Daarom geldt thans algemeen de verwachting dat, door deze dynamiek, de groei zichzelf zal blijven voeden, ondanks het bestaan van verschillende risicofactoren. Sommige van die factoren zijn erfenissen van de crisis van 2008-2009. Het betreft met name de sterk verslechterde gezondheidstoestand van de overheidsfinanciën in de meeste geavanceerde economieën aan beide zijden van de Atlantische Oceaan, waardoor die financiën op lange termijn, indien die economieën geen consolidatiemaatregelen nemen, in een onhoudbare situatie terecht dreigen te komen. In hun geheel beschouwd, zullen de financiële instellingen ook moeten blijven herstructuren teneinde hun werkingsmodel af te stemmen op hun nieuwe werkomgeving. Andere risicofactoren hebben te maken met de aanhoudende verbetering van de economische situatie sinds twee jaar en met de aantrekkende vraag in de opkomende economieën. Ze vertalen zich in, onder meer, de snelle toename van de grondstofprijzen en, derhalve, in de consumptieprijnsinflatie. Naast die factoren van endogene aard zijn er risico's die het gevolg zijn van de natuurrampen in Japan en van de

politieke en sociale spanningen in het Midden-Oosten en Noord-Afrika.

Ondanks de grote onzekerheid blijken de economische vooruitzichten dus positief geïntendeerd, ook voor het eurogebied als geheel. Er bestaan echter aanzienlijke verschillen binnen het eurogebied, zoals wordt aangegevoerd door, enerzijds, de onverwacht krachtige opleving in Duitsland, die ook tot uiting komt in de meest recente statistieken betreffende de bbp-groei in het eerste kwartaal van 2011 en, anderzijds, de inkrimping van de bedrijvigheid waar de economieën met structurele problemen, bijvoorbeeld Griekenland, Ierland of Portugal, mee worden geconfronteerd. Het is tegen die achtergrond dat de halfjaarlijkse projecties van het Eurosysteem (die voor het eurogebied worden gepubliceerd in het ECB-Maandbericht van juni 2011) zijn opgesteld.

In België heeft de bedrijvigheid zich recentelijk beter ontwikkeld dan waar in de vorige projecties (inclusief die van december 2010) werd van uitgegaan. In het kielzog van Duitsland wist de Belgische economie profijt te trekken van de opleving van de mondiale vraag, terwijl de particuliere consumptie zich snel herstelde dankzij het onverwacht weerstandsvermogen van de arbeidsmarkt. Geleidelijk aan zouden ook de investeringen van ondernemingen en huishoudens zich moeten herstellen. Zo zou de bbp-groei door verschillende krachten worden aangedreven. Tegelijkertijd trok de stijging van de consumptieprijzen snel aan, waardoor de inflatie in België significant hoger uitviel dan die in het eurogebied. Dit vormt een risico voor de economie, onder meer gelet op het algemeen gebruik van indexeringsmechanismen. De voorzichtige begrotingskoers van zijn kant heeft ertoe bijgedragen dat de economie de afgelopen drie jaar relatief gezond is gebleven. De verruiming van de spreads van

de staatsobligaties ten opzichte van de Duitse Bunds, tot meer dan 100 basispunten bij het afsluiten van de projecties, wijst op de noodzaak van structurele maatregelen om die situatie op middellange termijn te handhaven.

Al met al wijzen de huidige projecties voor het lopende en het volgende jaar voor België op een bbp-groei die hoger uitvalt dan de verwachte groei in het eurogebied, vooral in 2011, maar ook op een hogere inflatie. De arbeidsmarkt zou verder verbeteren, terwijl het tekort op de overheidsrekeningen op 3,5 à 4 % bbp zou uitkomen. Deze resultaten worden in dit artikel uitvoerig toegelicht. Het eerste gedeelte bevat een overzicht van de recente ontwikkelingen in, en de vooruitzichten voor, de internationale omgeving, alsook de projecties van de centrale banken van het Eurosysteem voor het eurogebied. De technische hypothesen waarop die gemeenschappelijke analyse berust, worden toegelicht in Kader 1. In deel 2 worden de resultaten voor de bedrijvigheid en de werkgelegenheid belicht, alsook de vraagcomponenten in België, terwijl de inflatie en het verloop van de loonkosten worden besproken in deel 3, met daarbij bijzondere aandacht voor de mogelijke oorzaken van het huidig hoger inflatiepeil ten opzichte van het eurogebied. In deel 4 worden de overheidsrekeningen behandeld. In dat verband zij eraan herinnerd dat in de projecties voor de overheidsfinanciën enkel rekening wordt gehouden met de formeel door de overheid goedgekeurde maatregelen waarvan de toepassingsvoorwaarden voldoende duidelijk zijn bepaald. In het laatste deel, ten slotte, wordt ingegaan op de risico's met betrekking tot deze projecties; het bevat ook een vergelijking met de belangrijkste andere vooruitzichten die voor België beschikbaar zijn.

De projecties van de Bank zijn afgesloten op basis van de op 24 mei 2011 beschikbare gegevens.

1. Internationale omgeving

1.1 De wereldeconomie

Met een op 4,9% geraamde toename van het bbp knoopte de wereldeconomie in 2010 opnieuw aan bij een krachtige groei. Deze opleving werd in de hand gewerkt door de afvlakkende financiële spanningen en het uitblijven van nieuwe negatieve schokken zoals die welke het jaar voordien een scherpe recessie hadden veroorzaakt in de zogenoemde geavanceerde economieën, meer bepaald die welke de internationale handel of de vastgoedmarkten in bepaalde landen hadden getroffen. Tegen de achtergrond van een nog steeds zeer accommoderend monetair beleid en een soepel begrotingsbeleid,

werd de oplevende bedrijvigheid zeer stevig geschraagd door de dynamiek van de opkomende economieën, met name die uit Zuidoost-Azië. Doordat deze economieën de vraag naar zowel grondstoffen en halffabricaten als kapitaal- en consumptiegoederen ondersteunden, bliezen ze het handelsverkeer nieuw leven in, zodat het handelsvolume zich omstreeks het einde van het jaar weer op het niveau van vóór de crisis bevond.

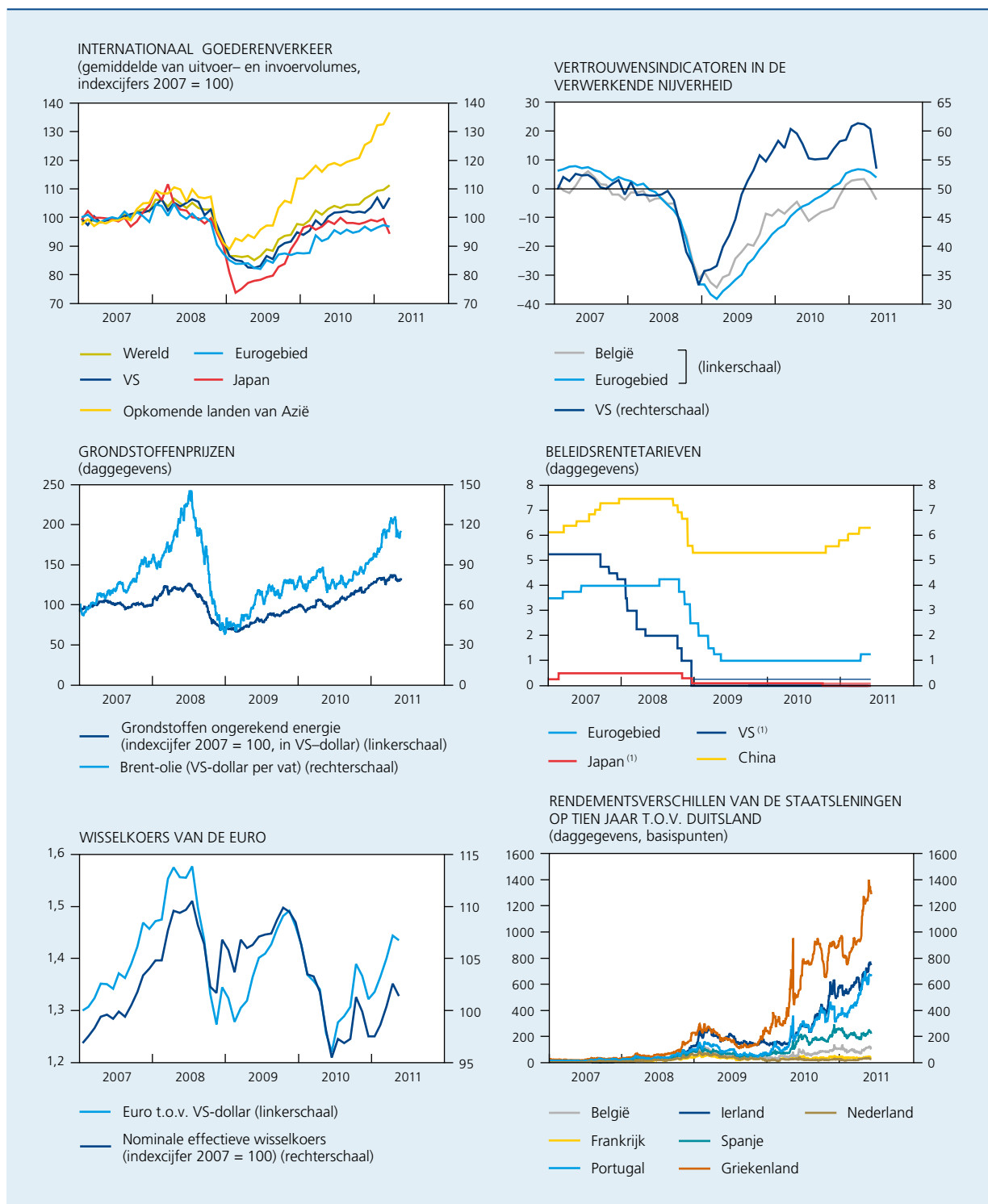
Steunend op dat herstel zal de expansiefase zich wellicht voortzetten, een vooruitzicht dat wordt bevestigd door het stevig ondernemersvertrouwen overal ter wereld. Zelfs als het groeitempo zou vertragen tot een iets lager peil dan vorig jaar, zou de groei van de bedrijvigheid zich in 2011 en 2012 handhaven, en tegelijkertijd een bredere basis verwerven in de verschillende economische zones. De groei zou niet meer in hoofdzaak worden aangedreven door de buitenlandse vraag, maar ook, in toenemende mate, door de consumptievraag en de bedrijfsinvesteringen. Door die versteviging van het draagvlak zou de groei moeten kunnen worden gehandhaafd, ondanks de aanwezigheid van verschillende risicofactoren.

Op korte termijn zijn de natuurrampen die Japan op 11 maart 2011 hebben getroffen – de aardbeving en de daaropvolgende tsunami –, niet enkel gepaard gegaan met een verschrikkelijk verlies aan mensenlevens, maar ook met de vernietiging van een groot deel van de lokale infrastructuur, wat een grote inspanning tot wederopbouw zal vereisen. De verstoorde werking, in het rampgebied, van de kerncentrales en de fabrieken voor elektronische componenten zou een weerslag kunnen hebben op de energiemarkt in Japan zelf of op bepaalde productiekettingen over de hele wereld, onder meer in de automobielsector of in de vervaardiging van elektronische uitrusting. Op basis van de ervaring met andere rampen, wordt algemeen verwacht dat de economische gevolgen van deze gebeurtenissen van tijdelijke aard zullen zijn.

Meer algemeen heeft de levendige vraag naar grondstoffen, met name vanwege de opkomende economieën, een sterke prijsstijging op de internationale markten in de hand gewerkt. Deze tendens werd nog versterkt door tegenvallende oogsten en beperkingen op de uitvoer van landbouwproducten, onder meer granen. Bovendien deden de politieke spanningen in het Midden-Oosten en Noord-Afrika de vrees ontstaan voor problemen inzake de bevoorrading met aardolie. Al met al is de stijging van de prijzen van ruwe aardolie tijdens de eerste maanden van dit jaar versneld, in het verlengde van een sedert begin 2009 ingezette beweging. De prijs van een vat Brent bereikte in de eerste dagen van mei 2011 een maximum van \$ 125, tegen een gemiddelde van \$ 79,6 in 2010. Nadien bracht de omslag in de positie van

GRAFIEK 1 ONTWIKKELINGEN OP DE FINANCIËLE MARKTEN, BELEIDSRENTETARIEVEN, ONDERNEMERSVERTROUWEN EN INTERNATIONALE HANDEL

(maandgemiddelden, tenzij anders vermeld)



Bronnen: Bank van Japan, CPB, ECB, Federal Reserve, HWWI, People's Bank of China, Thomson Reuters Datastream.

(1) Voor de beleidsrentetarieven wordt de lijn gesplitst als de centrale bank zich een vork tot doel heeft gesteld; het plafond van die vork wordt daarbij aangeduid door een fijnere lijn in dezelfde kleur.

marktpartijen op de aardoliemarkten de prijs terug tot een niveau van ongeveer \$ 110 per vat bij het afsluiten van de projecties.

Een en ander leidde tot een wereldwijde toename van de consumptieprijsinflatie. Die toename was bijzonder uitgesproken in de opkomende economieën die, omdat ze weinig hinder ondervonden van de economische recessie, hun productievermogen ten volle benutten. Ook in de geavanceerde economieën liep de inflatie op, voornamelijk als rechtstreeks gevolg van de energieprijzen. Tegen die achtergrond begonnen sommige centrale banken hun leidinggevende rentetarieven op te trekken teneinde de oververhitting van de economie te beperken of om te voorkomen dat de stijgingen van de energieprijzen in alle prijzen en lonen zouden doorwerken. De Chinese centrale bank heeft, sinds eind 2010, de rente in verschillende stappen verhoogd van 5,3 tot 6,3 %; soortgelijke beslissingen werden genomen in Brazilië. De Europese Centrale Bank van haar kant heeft op 4 april 2011 voor het eerst sedert 2008 de rente opgetrokken. Met 1,25 % blijft de rente op de basisherfinancieringstransacties evenwel laag, en de maatregelen die een ruime liquiditeitsverstrekking beogen, zijn nog steeds van kracht.

Voor zover de opgaande conjunctuurfase zich consolideert, zal het monetair beleid de komende maanden wellicht steeds minder accommoderend worden. Tegelijkertijd is er een begrotingsconsolidatie nodig om de verslechtering van de overheidsrekeningen als gevolg van de economische crisis tegen te gaan en aldus het verloop van de overheidsschuld op lange termijn meer houdbaar te maken. Die beweging zou gepaard moeten gaan met een verdere vermindering van de schuldgraad van de private sector, naargelang het geval de financiële instellingen of de huishoudens. Deze verschillende aanpassingen zouden een rem zetten op het verloop van de vraag tijdens de periode waarop deze projecties betrekking hebben.

Derhalve wijzen de recente vooruitzichten voor 2011 en 2012 op een groei van de bedrijvigheid die weliswaar enigszins gematigd is, zoals dat na financiële crisissen meestal het geval is, maar die toch voldoende is om de werkloosheidsgraad in de belangrijkste economische zones terug te dringen. Volgens de EC zou het bbp wereldwijd met ongeveer 4 % per jaar stijgen; in de opkomende economieën zou dat tweemaal zoveel zijn. Voor de Europese Unie als geheel zou de groei ongeveer 1,8 % belopen.

De consolidatie van de verwachte opgaande conjunctuurfase voor de Europese Unie en voor het eurogebied verhult nog steeds aanzienlijke verschillen tussen de

TABEL 1 PROJECTIES VOOR DE VOORNAAMSTE ECONOMISCHE ZONES

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

	2010	2011	2012
	Realisaties	Projecties	
Bbp naar volume			
Wereld	4,9	4,0	4,1
waarvan:			
Verenigde Staten	2,9	2,6	2,7
Japan	3,9	0,5	1,6
Europese Unie	1,8	1,8	1,9
China	10,3	9,3	9,0
India	10,4	8,0	8,2
Rusland	4,0	4,5	4,2
Brazilië	7,5	4,4	4,3
<i>p.m. Wereldinvoer</i>	12,2	7,3	7,4
Inflatie⁽¹⁾			
Verenigde Staten	1,6	2,5	1,5
Japan	-0,7	0,2	0,3
Europese Unie	2,1	3,0	2,0
China	3,3	5,0	2,5
Werkloosheidsgraad⁽²⁾			
Verenigde Staten	9,6	8,7	8,1
Japan	5,1	4,9	4,8
Europese Unie	9,6	9,5	9,1

Bronnen: EC, IMF.

(1) Consumptieprijsindex.

(2) In % van de beroepsbevolking.

landen. Enerzijds heeft Duitsland, dankzij een hersteld concurrentievermogen en gezonde overheidsfinanciën, in hoge mate profijt getrokken van de opleving van de buitenlandse handel, en heeft het in zijn kielzog de naburige economieën, waaronder België, meegesleept. Anderzijds moeten meer perifere landen nog steeds zware herstructureringsinspanningen leveren ten behoeve van opnieuw gezonde *fundamentals* die een evenwichtige en op lange termijn houdbare economische ontwikkeling mogelijk maken. Naargelang van het geval komt het erop aan de algemene concurrentiekracht van de economie te versterken, de buitensporige schuldenlast van de private sector – als gevolg van onder meer het uiteenspatten van een vastgoedzeepbel – af te bouwen of, meer specifiek, de in een moeilijke positie verkerende banksector te saneren. De bedreiging die

deze situaties vormen voor de houdbaarheid van de budgettaire en financiële positie van de overheidssector heeft zich vertaald in een spectaculaire verbreding van de spreads op de overheidsobligaties van die landen. Naar aanleiding van de Griekse crisis, in april en mei 2010, hebben de Europese Unie, de ECB en het IMF mechanismen ingesteld om noodoplossingen aan te reiken; ook Ierland en Portugal hebben daar een beroep op gedaan. De aanpassingen die absoluut noodzakelijk zijn om deze situaties fundamenteel te corrigeren, hebben echter in 2010 de vraag en de bedrijvigheid in die economieën gedrukt en zullen dat ook op middellange termijn blijven doen, waardoor de resultaten tussen de partners van het eurogebied sterker zullen divergeren.

1.2 Projecties van het Eurosysteem voor het eurogebied

De bedrijvigheid in het eurogebied, aangestuurd door de buitenlandse vraag en door een opleving van de bedrijfsinvesteringen, heeft in het eerste kwartaal van 2011 enigszins verrast door haar kracht. Dankzij het dynamisme van Duitsland en de aangrenzende economieën, waaronder de Belgische, groeide het bbp kwartaal-opkwartaal met 0,8 %, wat meer is dan wat sedert het begin van het herstel omstreeks medio 2009 werd opgetekend.

Volgens de projecties van het Eurosysteem zou de expansie van de bedrijvigheid gedurende de rest van het jaar en in 2012 aanhouden, zij het in een iets trager tempo dan tijdens het eerste kwartaal. Zo zou de bbp-groei, na een stijging met 1,7 % in 2010, tussen 1,5 en 2,3 % uitkomen in 2011 en tussen 0,6 en 2,8 % in 2012.

Terwijl de bedrijvigheid profijt zou blijven trekken van een krachtige buitenlandse vraag – hoewel de uitvoer lichtjes zou worden afgeremd door de effecten van de recente appreciatie van de euro – zou ze steeds meer gaan berusten op de binnenlandse vraag. De in het vooruitzicht gestelde verbetering van de arbeidsmarkt blijft in dat verband een belangrijke factor, net als de verwachte opleving van de bedrijfsinvesteringen. Deze endogene versteviging van de economie zou moeten volstaan om de groei te ondersteunen, ondanks het verkrappingseffect op korte termijn van de inspanningen inzake begrotingsconsolidatie waartoe verschillende landen hebben besloten. Bovenop dat verkrappingseffect komt nog het effect van de noodzakelijke correctie van de onevenwichtigheden in de schuldenlast van de private sector en inzake concurrentievermogen in de landen waar de financiële crisis ernstige structurele problemen aan het licht heeft gebracht.

De in 2010 opgetekende stijging van de inflatie hield begin 2011 aan en versnelde zelfs. In april bedroeg de consumptieprijsinflatie 2,8 %, tegen gemiddeld 1,6 % in 2010. Een en ander had voornamelijk te maken met de rechtstreekse effecten van de gestegen grondstofprijzen, hoofdzakelijk de aardolieprijs. Voor zover de gehanteerde hypothesen uitgaan van een stabilisatie van de noteringen voor grondstoffen, zal de totale inflatie in 2012 wellicht enigszins teruglopen. De geringere bijdrage van de energieprijzen tot de algemene stijging van de consumptieprijzen zou de lichte versnelling van de onderliggende tendens, het resultaat van het geleidelijk wegwerken van de overtollige productiecapaciteit, immers ruimschoots compenseren. Totaal beschouwd, zou de inflatie in 2011 gemiddeld tussen 2,5 en 2,7 % uitkomen en in 2012 tussen 1,1 en 2,3 %.

TABEL 2 PROJECTIES VAN HET EUROSISTEEM
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)

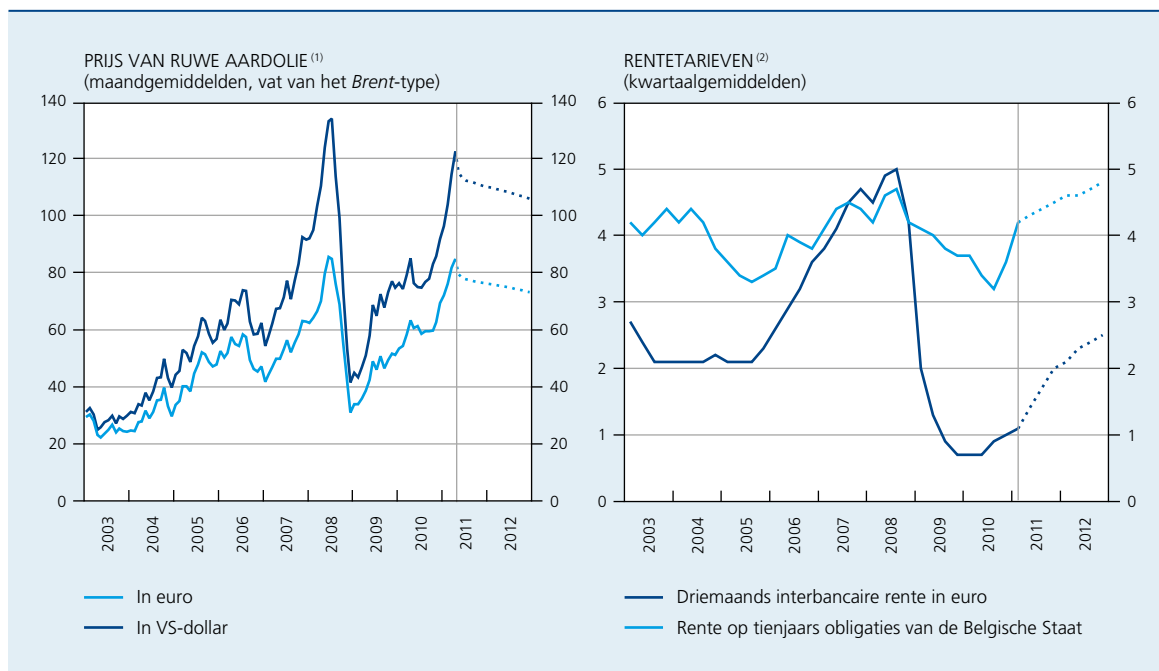
	Eurogebied			p.m. België		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Inflatie (HICP)	1,6	2,5 / 2,7	1,1 / 2,3	2,3	3,4	2,2
Bbp naar volume	1,7	1,5 / 2,3	0,6 / 2,8	2,1	2,6	2,2
waarvan:						
Particuliere consumptie	0,8	0,6 / 1,2	0,4 / 2,2	1,6	1,7	1,7
Overheidsconsumptie	0,6	-0,4 / 0,6	-0,5 / 0,9	1,1	0,9	2,1
Investeringen	-0,9	2,0 / 4,2	1,1 / 5,9	-1,5	3,5	2,9
Uitvoer	11,1	5,8 / 9,6	2,6 / 10,6	10,6	7,0	5,4
Invoer	9,3	4,3 / 7,9	2,6 / 10,0	8,4	6,7	5,3

Bronnen: ECB, NBB.

Kader 1 – Hypothesen voor de projecties

De economische projecties van het Eurosysteem voor het eurogebied evenals die van de Bank voor België – die worden opgesteld in het kader van een gemeenschappelijke oefening – steunen op een reeks technische hypothesen en vooruitzichten voor de internationale omgeving, die gezamenlijk worden vastgelegd door de ECB en de nationale centrale banken van het Eurosysteem.

HYPOTHESEN MET BETREKKING TOT HET VERLOOP VAN DE AARDOLIEPRIJS EN DE RENTETARIEVEN



Bron: ECB.

(1) Werkelijk verloop tot en met april 2011, hypothesen vanaf mei 2011.

(2) Werkelijk verloop tot en met het eerste kwartaal van 2011, hypothesen vanaf het tweede kwartaal van 2011.

De hypothesen met betrekking tot de rentetarieven berusten op de medio mei 2011 opgetekende marktverwachtingen. Als jaargemiddelde zou de rente op driemaands interbancaire deposito's in euro oplopen van 0,8 % in 2010 tot 2,3 % in 2012. Deze stijging in 2011 en 2012 is voornamelijk toe te schrijven aan de door de markten verwachte verhoging van de leidinggevende rentetarieven van de ECB. De rente op tienjaars obligaties van de Belgische Staat zou klimmen van 3,5 % in 2010 naar 4,3 % in 2011 en 4,7 % in 2012. De verhoging van de langetermijnrente in België vloeit zowel voort uit de algemeen vastgestelde rentestijging sedert het vierde kwartaal van 2010 als uit het tot iets meer dan 100 basispunten toegenomen verschil ten opzichte van de rente op de Duitse Bunds. Dit renteverskil wordt tot het einde van de projectieperiode constant gehouden. Het verloop van de referentietarieven wordt doorberekend in de tarieven die de banken aan hun particuliere klanten aanrekenen.

De bilaterale wisselkoersen worden gehandhaafd op hun waarde van medio mei 2011, namelijk \$ 1,43 voor 1 euro. In 2010 beliep de gemiddelde wisselkoers \$ 1,33.

Overeenkomstig het in de termijncontracten weerspiegelde verloop van de impliciete prijzen, zouden de noteringen voor een vat Brent oplopen van \$ 79,6 in 2010 tot \$ 111,1 in 2011 en \$ 108,0 in 2012.

Na een krachtige opleving in 2010 met 10 % naar volume ten opzichte van het voorgaande jaar, zou de groei van de vraag die uitgaat van de Belgische exportmarkten zich in 2011 en 2012 consolideren, waarbij de groei zich zou stabiliseren op ongeveer 7 %.

In vergelijking met de eind 2010 opgestelde projecties, betreffen de belangrijkste herzieningen van de hypothesen de aardolieprijs en de koers van de euro. In beide gevallen zijn ze opwaarts gericht. Ook de in aanmerking genomen rentetarieven zijn opwaarts herzien, net als de groei van de uitvoermarkten.

Wat de overheidsfinanciën betreft, zijn de projecties – overeenkomstig de afspraken van het Eurosysteem – opgesteld met inachtneming van de macro-economische omgeving en van de reeds aangekondigde en voldoende gepreciseerde maatregelen van de regeringen, die reeds door de parlementen zijn goedgekeurd of dat weldra zullen worden.

HYPOTHESEN BIJ DE PROJECTIES

	2010	2011	2012
	(jaargemiddelden)		
Driemaands interbancaire rente in euro	0,8	1,6	2,3
Rente op tienjaars obligaties van de Belgische Staat	3,5	4,3	4,7
Wisselkoers van de euro t.o.v. de VS-dollar	1,33	1,42	1,43
Aardolieprijs (VS-dollar per vat)	79,6	111,1	108,0
	(veranderingspercentages)		
Voor België relevante uitvoermarkten	10,2	7,0	7,1
Prijzen van de concurrenten bij de uitvoer	6,1	3,5	1,4

Bron: ECB.

2. Bedrijvigheid, werkgelegenheid en vraag

In België is nu reeds bijna twee jaar lang een krachtig herstel aan de gang. De bbp-groei naar volume bedroeg tussen medio 2009 en eind 2010 op kwartaalbasis gemiddeld 0,6 %; dat is – uitgedrukt op jaarbasis – een groeitempo van 2,4 %. Volgens de flashraming van het INR beliep de kwartaalgroei in het eerste kwartaal van 2011 1 %. Zo kwam het bbp, na elf kwartalen, opnieuw uit boven het niveau van het tweede kwartaal van 2008, vóór het uitbreken van de recessie.

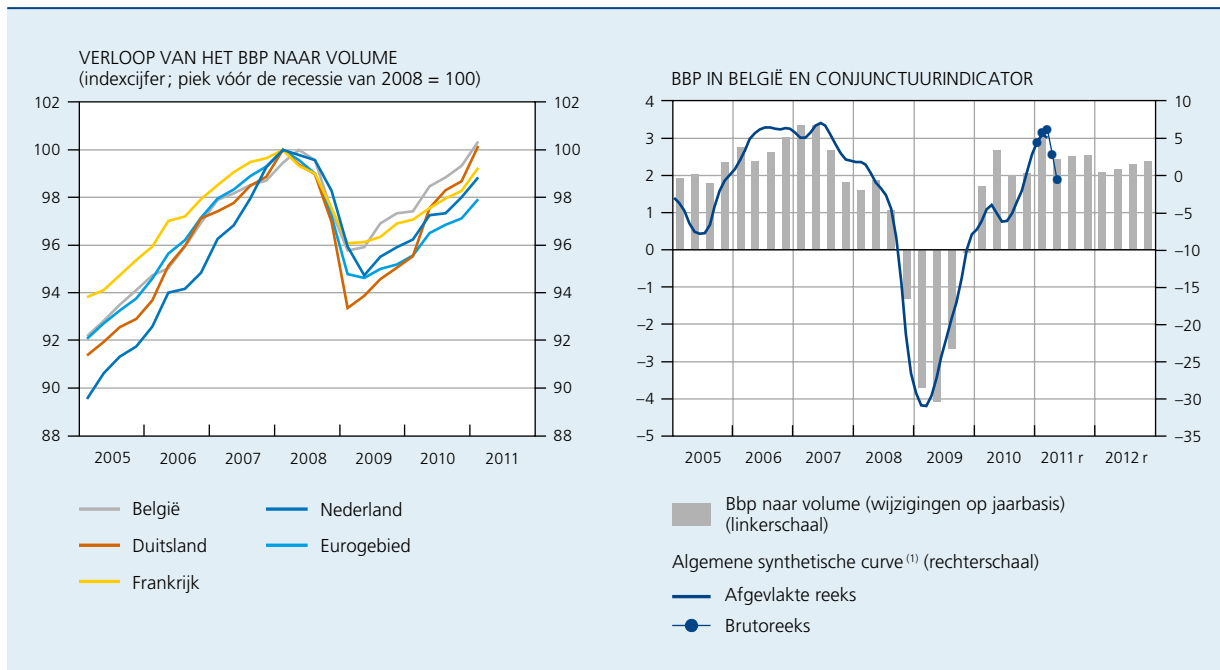
België blijkt de recessie derhalve beter te hebben doorstaan dan het eurogebied in zijn geheel en dan Frankrijk en Nederland, twee van onze belangrijkste buurlanden. De economische neergang was groter in Duitsland en Nederland, terwijl het herstel tot dusver minder krachtig

is in Frankrijk. Alleen in Duitsland zou ook opnieuw het activiteitsniveau van vóór de crisis zijn bereikt. Dit is te danken aan een krachtige opleving tijdens de afgelopen twee jaar, een opleving die grotendeels werd geschraagd door de vraag vanuit de opkomende economieën. België heeft daar indirect baat bij gehad vanwege zijn nauwe banden met de Duitse economie.

Volgens de projecties zou het activiteitsverloop – na de sterke groei in het eerste kwartaal van 2011 – tijdens de rest van het jaar en in 2012 terugkeren naar een niveau dat vergelijkbaar is met het tevoren opgetekende niveau. Al met al zou de gemiddelde jaarlijkse groei van het bbp aantrekken van 2,1 % in 2010 tot 2,6 % in 2011, en in 2012 vervolgens uitkomen op 2,2 %. Zoals doorgaans het geval is tijdens een periode van conjuncturele consolidatie, zou de groei steeds meer gaan berusten op de binnenlandse vraag.

GRAFIEK 2 VERLOOP VAN HET BBP EN CONJUNCTUURINDICATOR

(voor seizoen- en kalenderinvloeden gezuiverde gegevens, tenzij anders vermeld)



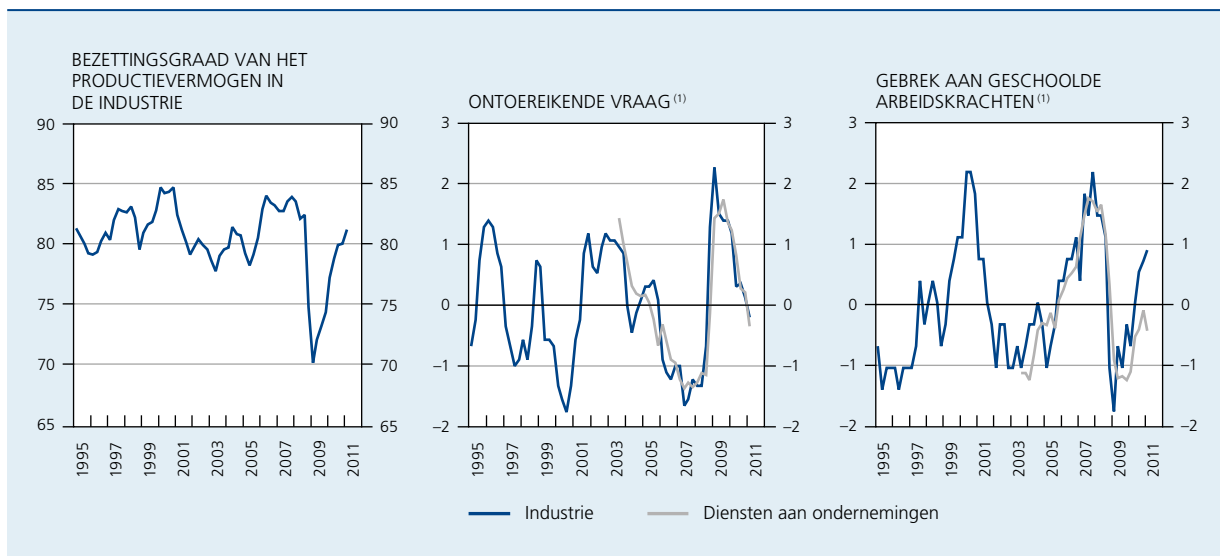
Bronnen: EC, INR, NBB.

(1) Seizoengezuiverde gegevens.

Dankzij de kracht van het aan de gang zijnde herstel, kon de onderbezetting van de productiefactoren – arbeid en kapitaal – die het gevolg was van de bruuske economische recessie in 2008-2009, grotendeels worden weggewerkt.

Het bbp heeft weliswaar nog niet opnieuw aansluiting gevonden bij het potentiële niveau van volledige werkgelegenheid in de economie, maar verschillende spanningsindicatoren evolueren toch snel in de richting van hun

GRAFIEK 3 INDICATOREN VAN CONJUNCTURELE SPANNING



Bron: NBB.

(1) Percentage ondernemingen dat deze factor als een belemmering voor de productie vermeldt. Gecentreerde en genormaliseerde reeksen.

langetermijnwaarde. Dat is met name het geval voor de bezettingsgraad van het productievermogen in de verwerkende nijverheid, die sinds het dieptepunt van de crisis met 11 procentpunt is opgeveerd, en aldus in april 2011 81,2% beliep. Daarnaast maakt ook een kleiner percentage ondernemingen gewag van een ontoereikende vraag, terwijl het percentage dat klaagt over een gebrek aan geschoolde arbeidskrachten toeneemt. Deze indicatoren – die zijn opgesteld op basis van opiniepeilingen bij de bedrijfsleiders – maken het niet mogelijk de in de economie nog beschikbare productiereserves te meten, aangezien deze mogelijk tijdelijk of permanent werden aangetast door de economische crisis van 2008-2009. Toch vertonen de eensluidende resultaten van die indicatoren de kenmerken van een conjunctuurherstel dat vaste voet krijgt.

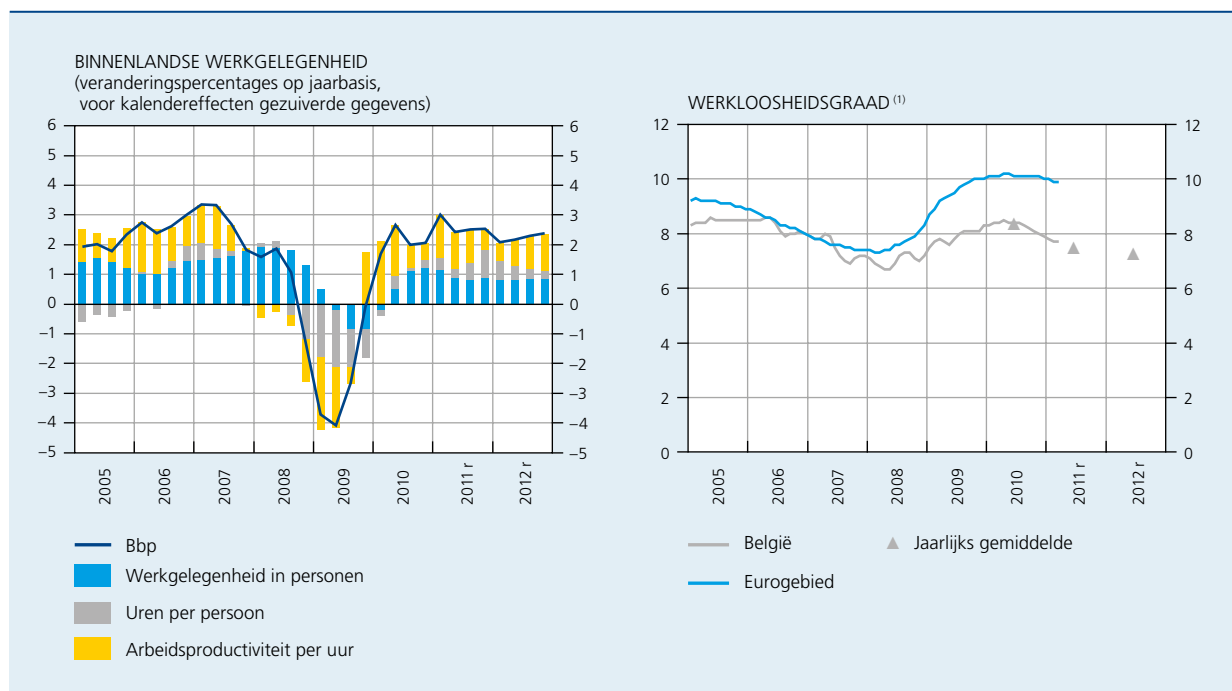
In ieder geval is samen met de economische opleving ook de situatie op de arbeidsmarkt snel verbeterd, ofschoon de inkrimping van de werkgelegenheid op het hoogtepunt van de crisis opvallend beperkt was gebleven. Deze verbetering kwam aanvankelijk, aan het einde van 2009, tot uiting in een herstel van de arbeidsproductiviteit per uur en in een zeer geleidelijke normalisering van de impliciete arbeidsduur per persoon, na de significante achteruitgang van deze beide variabelen tijdens de recessie. Deze bewegingen gingen vanaf begin 2010 gepaard met een nettocreatie van banen, terwijl het herstel van de

productiviteit en, vooral, van de gemiddelde arbeidsduur per persoon, nog maar voor een deel was gerealiseerd. Vooral het beroep op het stelsel van tijdelijke werkloosheid zwakte in de loop van het jaar slechts geleidelijk af.

Al met al is de werkgelegenheid in aantal personen – voor de economie in haar geheel – tussen 2009 en 2010 met gemiddeld 0,7% toegenomen, terwijl het aantal gewerkte uren per persoon nauwelijks gestegen is en de productiviteit per arbeidsduur toegenomen is met 1,3%. Volgens de projecties zou de arbeidsmarkt zich in 2011 en 2012 blijven consolideren. De werkgelegenheidscreatie zou aanhouden in een iets sneller tempo dan in 2010, namelijk met respectievelijk 0,9 en 0,8%. Terzelfder tijd zou de in 2010 ingezette normalisering van de effectieve arbeidsduur in 2011 en, in mindere mate, in 2012 aanhouden. De productiviteitswinsten, van hun kant, zouden groeien met ongeveer 1% per jaar, een niveau dat vergelijkbaar is met dat van vóór de crisis.

Zo zouden tussen eind 2010 en eind 2012 om en nabij 77 000 supplementaire banen netto worden gecreëerd, na een toename met 54 200 eenheden in de loop van 2010. Zodoende zou in 2012 68,5% van de bevolking tussen 20 en 64 jaar een baan hebben, wat neerkomt op een toename van de werkgelegenheidsgraad met 1,4 procentpunt ten opzichte van het in 2009 opgetekende

GRAFIEK 4 WERKGELEGENHEID EN WERKLOOSHEID



Bronnen: EC, INR, RVA, NBB.

(1) Geharmoniseerde werkloosheidsgraad, in % van de beroepsbevolking.

TABEL 3 ARBEIDSAANBOD EN -VRAAG

(voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens, jaargemiddelden, tenzij anders vermeld)

	2008	2009	2010	2011 r	2012 r
	(veranderingspercentages)				
Bbp	0,8	-2,7	2,1	2,6	2,2
Arbeidsvolume	1,4	-1,8	0,8	1,5	1,3
Binnenlandse werkgelegenheid in personen	1,7	-0,4	0,7	0,9	0,8
	(veranderingen in duizenden personen)				
Binnenlandse werkgelegenheid	75,9	-15,9	29,5	41,9	37,4
<i>p.m. Verandering in de loop van het jaar⁽¹⁾</i>	57,4	-38,4	54,2	40,2	37,3
Loontrekkenden	65,9	-21,4	25,2	37,7	36,1
waarvan conjunctuurgevoelige bedrijfstakken	44,7	-45,1	0,8	18,4	15,7
Zelfstandigen	10,0	5,6	4,3	4,2	1,2
Grensarbeiders	0,5	1,0	0,2	0,0	0,0
Nationale werkgelegenheid	76,4	-14,9	29,6	41,9	37,4
Niet-werkende werkzoekenden	-25,7	50,5	13,7	-24,5	-13,5
<i>p.m. Verandering in de loop van het jaar⁽¹⁾</i>	-5,1	59,7	-10,2	-23,8	-9,1
Beroepsbevolking	50,7	35,7	43,3	17,4	23,9
<i>p.m. Geharmoniseerde activiteitsgraad⁽²⁾</i>	67,1	66,9	67,7	67,9	68,0
<i>Geharmoniseerde werkgelegenheidsgraad⁽³⁾</i>	68,0	67,1	67,6	68,2	68,5
<i>Geharmoniseerde werkloosheidsgraad⁽²⁾</i>	7,0	8,0	8,4	7,5	7,3

Bronnen: EC, INR, RVA, NBB.

(1) Verschillen tussen het vierde kwartaal van het bewuste jaar en het vierde kwartaal van het voorgaande jaar.

(2) In % van de bevolking op arbeidsleeftijd (15-64 jaar), niet voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

(3) In % van de beroepsbevolking (20-64 jaar), niet voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

dieptepunt. Rekening houdend met het verwachte verloop van de beroepsbevolking, zou de begin 2010 ingezette neerwaartse tendens van de werkloosheid continu aanhouden, waardoor de werkloosheidsgraad zou teruglopen van 8,4 % gemiddeld in 2010 tot 7,3 % in 2012.

Naarmate de economische groei in 2011 en 2012 voortgang heeft, zou hij steeds breder gefundeerd moeten worden. Het medio 2009 in België ingezette economisch herstel werd immers aangestuurd door de sterke opleving van de uitvoer onder impuls van de fors aantrekkende wereldhandel, terwijl de groei van de binnenlandse vraag achterbleef. Hoewel de gezinsconsumptie zich reeds in 2010 herstelde, zullen de investeringen vanaf 2011 de groei van de binnenlandse vraag wellicht nog versterken. Ook de invoer zou blijven groeien als gevolg van de versteviging van de binnenlandse vraag. Per saldo zou de bijdrage van de netto-uitvoer tot de bbp-groei teruglopen tot 0,4 procentpunt in 2011 en 0,3 procentpunt in 2012, terwijl de bijdrage van de binnenlandse vraag ongerekend de voorraadwijziging tijdens die beide jaren zou oplopen tot respectievelijk 1,8 en 2 procentpunt.

De uitvoer van goederen en diensten, die in 2010 met meer dan 10 % groeide, parallel met de opleving van de buitenlandse vraag, zou dit en volgend jaar meer bescheiden aantrekken, namelijk met respectievelijk 7 en 5,4 % in reële termen. Enerzijds zou de expansie van de buitenlandse markten vertragen, tot circa 7 % in 2011 en 2012. Anderzijds zou het verlies van marktaandeel door de Belgische ondernemingen, dat de afgelopen drie jaar zeer beperkt was gebleven, over de projectieperiode toenemen. Dat verlies zou zodoende opnieuw de tendens uit het verleden opnemen als gevolg van het ongunstige verloop van de kosten waar de Belgische ondernemingen in vergelijking met hun concurrenten het hoofd aan moeten bieden en dat verband houdt met zowel het verloop van de loonkosten in België als de vertraagde effecten van de recente appreciatie van de euro.

De consolidatie van de economische bedrijvigheid vertaalt zich in een herstel van de aan de ondernemingen gerichte vraag, dat tot uiting komt in onder meer de aanmerkelijke stijging van de bezettingsgraad van het productievermogen in de verwerkende nijverheid, en in een verbetering

TABEL 4 BBP EN VOORNAAMSTE BESTEDINGSCATEGORIEËN

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

	2008	2009	2010	2011 r	2012 r
Consumptieve bestedingen van de particulieren	1,4	-0,2	1,6	1,7	1,7
Consumptieve bestedingen van de overheid	2,5	0,4	1,1	0,9	2,1
Bruto-investeringen in vaste activa	2,2	-5,0	-1,5	3,5	2,9
Woningen	-0,6	-3,0	-2,5	1,6	0,4
Overheid	1,9	9,0	-2,8	8,4	5,5
Ondernemingen	3,4	-7,5	-0,9	3,7	3,7
<i>p.m. Totaal van de finale binnenlandse bestedingen</i> ⁽¹⁾	1,7	-1,1	0,8	1,8	2,0
Voorraadwijziging ⁽¹⁾	0,1	-1,0	-0,5	0,4	0,0
Netto-uitvoer van goederen en diensten ⁽¹⁾	-1,0	-0,5	1,8	0,4	0,3
Uitvoer van goederen en diensten	1,4	-11,4	10,6	7,0	5,4
Invoer van goederen en diensten	2,8	-10,9	8,4	6,7	5,3
Bbp	0,8	-2,7	2,1	2,6	2,2

Bronnen: INR, NBB.

(1) Bijdrage tot de verandering van het bbp.

van hun winstgevendheid, waardoor de interne financiering van de investeringsprojecten eenvoudiger wordt. Tegen deze achtergrond zullen de bedrijfsinvesteringen vanaf 2011 wellicht opnieuw aanknopen bij een positieve groei, na gedurende twee jaar op rij te zijn gekrompen. Zodoende zouden de bruto-investeringen in vaste activa van de ondernemingen in 2011 en 2012 toenemen met naar volume 3,7%.

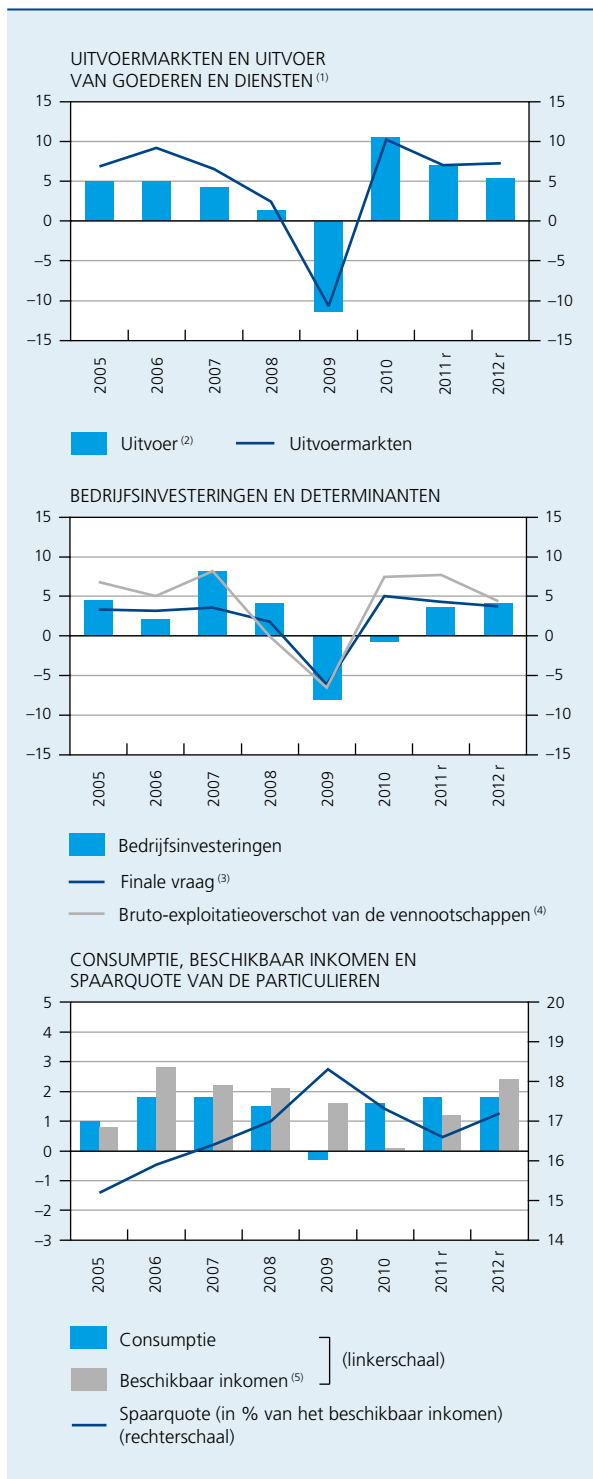
In vergelijking met de overige componenten van de binnenlandse vraag heeft de consumptie van de huishoudens zich na de crisis vrij snel hersteld: na een forse teruggang in 2009, nam ze vanaf 2010 in reële termen met 1,6% toe. Deze groei zou in 2011 en 2012 grotendeels identiek blijven op circa 1,7%, ondanks het ietwat volatielere verloop van het beschikbaar inkomen van de huishoudens. In nominale termen zou dit inkomen in 2011 en 2012 gestaag blijven toenemen tegen de achtergrond van een consolidatie van de bedrijvigheid en een hoge inflatie, die de bezoldigingen van loontrekkenden en zelfstandigen, de inkomsten uit beleggingen en de sociale uitkeringen zouden doen toenemen. In reële termen, daarentegen, zou het beschikbaar inkomen tussen 2011 en 2012 een contrasterend verloop laten optekenen. Net als in 2010 zou het reël beschikbaar inkomen in 2011 worden afgeremd door het feit dat de huidige inflatieopstoot slechts ten dele en met enige vertraging effect zou sorteren op de geïndexeerde inkomsten. Dit komt doordat in de gezondheidsindex, die als referentie dient voor de indexering van de inkomsten, geen rekening wordt gehouden met

bepaalde producten waarvan het prijsverloop uitermate volatiel is, alsook doordat de indexeringsmechanismen slechts met een zekere vertraging werken. Zo ook heeft de indexering van de belastingschalen met vertraging plaats in de bedrijfsvoorheffing en wordt ze pas gecorrigeerd op het ogenblik van de definitieve inkomingen, wat de belastingen die worden betaald in een periode van inflatieversnelling tijdelijk doet aanzwellen. In 2012 zullen deze effecten wellicht omslaan, wat de koopkracht van de huishoudens zou moeten schragen. Deze tijdelijke bewegingen van het reël beschikbaar inkomen worden grotendeels gecompenseerd in het verloop van de spaarquote zodat het consumptieprofiel wordt afgevlakt. Na een zeer forse stijging op het hoogtepunt van de crisis, zal de spaarquote in 2011 haar in 2010 ingezette daling vermoedelijk voortzetten. In 2012 zou ze vervolgens opnieuw stijgen, met 0,6 procentpunt, tot 17,2%, een niveau in de buurt van haar langetermijnpeil. De investeringen in woongebouwen van de huishoudens, van hun kant, zouden in 2011 weer een positief verloop optekenen, met een groei van 1,6%; in 2012 zou die groei enigszins worden afgeremd door de rentestijging en nog slechts 0,4% bedragen.

Tot slot zou de stijging van de consumptieve bestedingen van de overheid in 2011 0,9% bedragen, en in 2012 vervolgens versnellen tot 2,1%. De overheidsinvesteringen, die schommelen afhankelijk van de verkiezingskalender, zouden in 2011 bijzonder dynamisch zijn en naar verwachting met 8,4% groeien; ook in 2012 zouden ze levendig blijven en nog met 5,5% aantrekken.

GRAFIEK 5 VOORNAAMSTE BESTEDINGSCATEGORIEËN

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



Bronnen : ECB, INR, NBB.

- (1) Seizoengezuiverde gegevens.
- (2) Voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.
- (3) Ongerekend voorraadwijziging.
- (4) Gegevens naar waarde.
- (5) Gegevens gedeïfleerd aan de hand van de deflator van de consumptieve bestedingen van de particulieren.

3. Prijzen en kosten

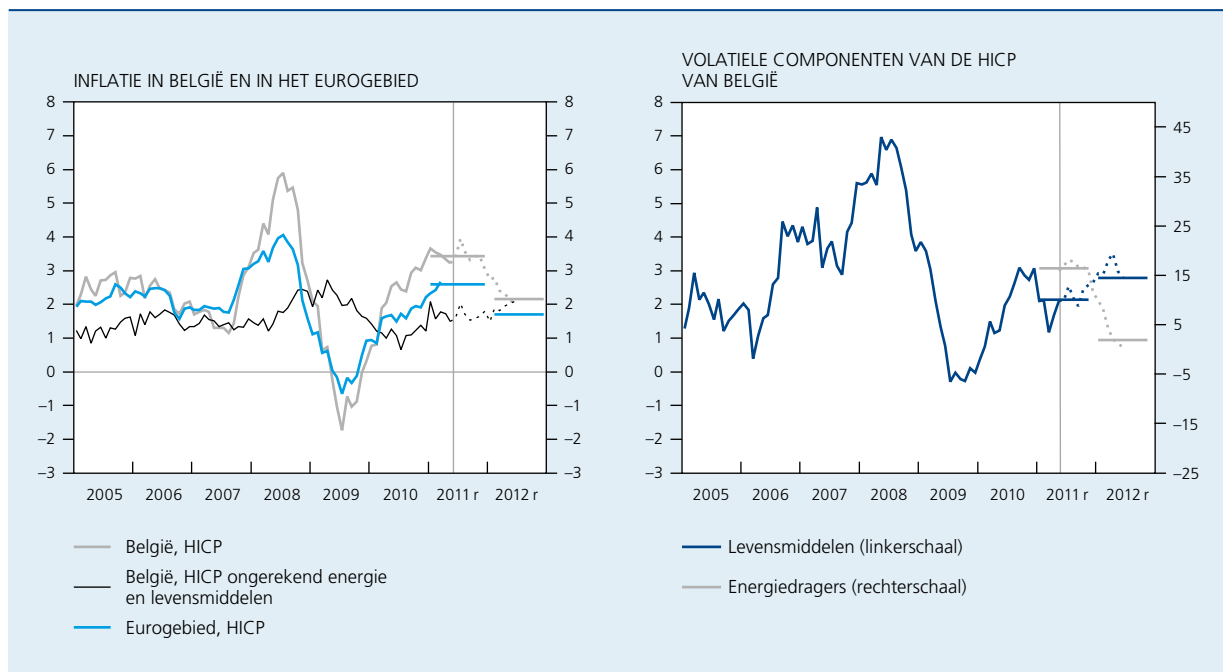
Parallel met het krachtig herstel van de bedrijvigheid en de vraag wereldwijd, nam de inflatoire druk van buitenlandse oorsprong in België in de loop van 2010 en begin 2011 aanzienlijk toe. Tijdens de projectieperiode zal hij wellicht afnemen, terwijl de druk van binnenlandse oorsprong daarentegen wellicht geleidelijk zal verzwaren.

Gemeten aan de hand van de HICP, is de inflatie gestegen van 0,8 % in januari 2010 tot 3,7 % in januari 2011. Ze zou het hele jaar lang rond een niveau flink hoger dan 3 % schommelen en een zaagtandprofiel vertonen – tijdens de zomer zou ze zelfs bijna 4 % halen –, voornamelijk als gevolg van het volatiele prijsverloop van ruwe aardolie. In totaal zouden de consumptieprijsen, als jaargemiddelde, stijgen van 2,3 % in 2010 tot 3,4 % in 2011, waarna ze in 2012 zouden dalen tot 2,2 % wanneer, volgens de gehanteerde hypothesen, de stijgingen van de consumptieprijsen voor energiedragers zullen vertragen.

Zowel het recente als het verwachte verloop van de inflatie wordt immers in hoge mate bepaald door de energiecomponent. Nadat de prijs van een vat aardolie van het Brent-type gestegen was van gemiddeld \$ 62 in 2009 tot bijna \$ 80 het jaar nadien, werd aan het einde van dat jaar en begin 2011 een markante versnelling van die prijsstijging opgetekend; in april bereikten de noteringen een gemiddeld peil van \$ 123 per vat, een supplementaire toename met 54 % ten opzichte van 2010. Wegens de recente appreciatie van de euro bedraagt die stijging, wanneer de prijzen worden uitgedrukt in die munt, 41 %, wat nog steeds een aanzienlijke vermeerdering is. Omstreeks medio mei zijn de noteringen geslonken tot om en nabij \$ 110 per vat, een niveau dat nog steeds veel hoger lag dan dat een jaar eerder. Zo beliep de inflatie in 2010 10 % voor de energiecomponent – goed voor zowat 11 % van de korf van de consumptieprijsen – en in 2011 zou ze ruim 16 % bedragen. De consumptieprijsen van energiedragers zouden in 2012 met minder dan 2 % stijgen, wat grotendeels de vertragingen weergeeft in de transmissie van de recente prijsstijging voor energetische grondstoffen naar de prijs voor gas en elektriciteit. Volgens de gehanteerde hypothese zouden de aardolieprijzen in 2012 immers stabiel blijven. Bij de projecties wordt overigens ook rekening gehouden met de forse stijging van de distributietarieven voor elektriciteit in een groot deel van Vlaanderen, waarvan de weerslag op de energiecomponent van de inflatie in 2011 en 2012 op ongeveer 1 procentpunt wordt geraamd. Die toename is het gevolg van de hoge kosten van de gewestelijke subsidies voor de installatie van zonnepanelen.

GRAFIEK 6 INFLATIE

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



Bronnen: EC, NBB.

Ook het prijsverloop van levensmiddelen trok in de tweede helft van 2010 aan en deze prijzen zullen in 2011 wellicht scherp blijven stijgen. Evenals voor energie, heeft de dynamische wereldvraag, in combinatie met problemen in verband met het aanbod van sommige producten, immers geleid tot een forse prijsstijging van de levensmiddelengrondstoffen op de internationale markten. Hoewel die bewegingen deels worden getemperd door de wijze van prijszetting eigen aan het Europees gemeenschappelijk landbouwbeleid, hebben ze toch geleid tot prijsstijgingen voor levensmiddelen, een beweging die in 2011 wellicht zal aanhouden.

Terwijl in 2012 een geleidelijke vertraging wordt verwacht voor de energie- en levensmiddelencomponenten, zou de onderliggende inflatie krachtig blijven toenemen. Deze laatste trok eind 2010 en begin 2011 aan van gemiddeld 1,1% in 2010 tot 1,7% in april 2011 – voornamelijk onder impuls van de diensten – en verwacht wordt dat ze

zou uitkomen op gemiddeld 2% in 2012. De versnelling is voor een deel toe te schrijven aan het verrekenen van de prijsstijgingen voor brandstoffen en levensmiddelen, bijvoorbeeld in de vliegtuigtickets en het restaurantbedrijf. Ze werd ook in de hand gewerkt door de prijsaanpassingen die rechtstreeks aan de inflatie of aan andere referentie-indexcijfers voor een aantal diensten gerelateerd zijn. In een gunstige conjuncturele context zou ze ten slotte worden ondersteund door de forse toename van de loonkosten – die op haar beurt stevig in de hand zou worden gewerkt door de indexering aan het prijsverloop – en door een verruiming van de winstmarges.

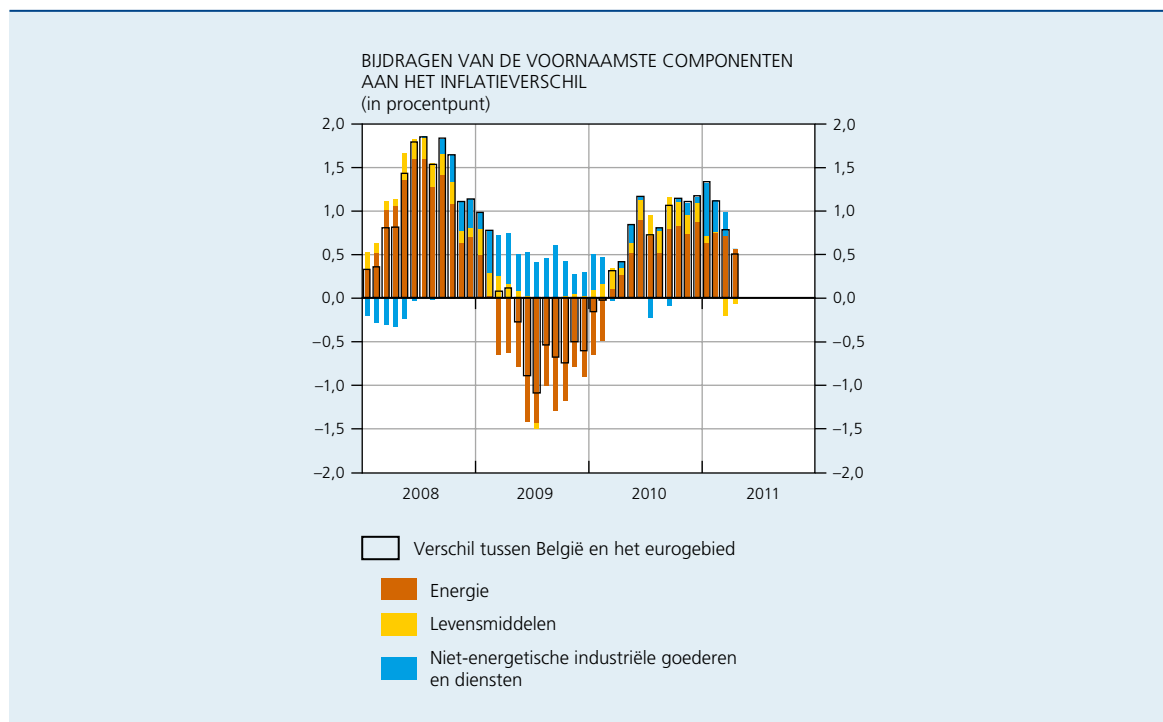
In totaal steeg de inflatie in België in de loop van 2010 sneller dan gemiddeld in het eurogebied en, volgens de projecties van de Bank en die van het Eurosysteem, zou de inflatie in ons land in 2011 en 2012 aanzienlijk hoger blijven, hoewel op lange termijn een convergentie verwacht wordt. In Kader 2 wordt nader ingegaan op dat verschil.

Kader 2 – Waarom is de inflatie in België op dit ogenblik hoger dan in het eurogebied?

Het inflatieverschil tussen België en het eurogebied, dat in 2009 negatief was, werd in 2010 en begin 2011 opnieuw positief; dit verloop vertoont een sterke gelijkenis met de situatie in 2008. Precies zoals toen, waren vooral de directe effecten van de hogere grondstoffenprijzen – in hoofdzaak op de energiecomponent – in België sterker. De grote bijdrage van de energie tot het inflatieverschil is toe te schrijven aan drie factoren: een groter verbruik van energiedragers door de huishoudens, gemiddeld lagere accijnzen op energiedragers en bepaalde kenmerken van de prijszetting voor energiedragers exclusief belastingen, met name een meer uitgesproken en snellere transmissie van de prijzen van energetische grondstoffen naar de consumptieprijzen van gas en elektriciteit (zie ook het Verslag 2010 van de Bank, Kader 5, p.80). In 2011 is de bijdrage van de energiecomponent bovendien groter geworden door de stijging van de distributietarieven voor elektriciteit, eveneens een situatie die vergelijkbaar is met die in 2008.

Vervolgens kunnen deze – in België meer uitgesproken – zogeheten eersteronde-effecten aanleiding geven tot prijsverhogingen voor producten waarvan de prijs grotendeels wordt bepaald door die van energie of levensmiddelen, bijvoorbeeld vliegtuigtickets of het restaurantbedrijf, en aldus het inflatieverschil vergroten. Andere prijsstijgingen hebben te maken met de in België gangbare praktijk die erin bestaat de prijs van sommige diensten min of meer expliciet te indexeren aan de recente inflatie. Dat is bijvoorbeeld het geval voor de huurgelden, maar ook voor diensten zoals sommige verzekeringen of de gemeenschappelijke vervoersdiensten. In totaal, en ongerekend de prijzen van energiedragers die volgens specifieke formules worden vastgesteld, mag er worden van uitgegaan dat ongeveer 10% van de componenten van het

INFLATIEVERSCHIL TUSSEN BELGIË EN HET EUROGEBIED



Bronnen: EC, NBB.

prijsindexcijfer word geïndexeerd aan het algemeen inflatieverloop, of aan een maatstaf die dat verloop benadert, bijvoorbeeld de gezondheidsindex.

Ten slotte kunnen de loonsverhogingen die worden toegekend ter compensatie van het verlies aan koopkracht ingevolge de eersteronde-effecten in fine het inflatieverschil in de hand werken, als ze aanleiding geven tot snellere of meer uitgesproken prijsverhogingen dan in de andere landen het geval is. Dit type loonsverhogingen wordt gestimuleerd door de automatische loonindexering in België. Dergelijke tweederonde-effecten werden in de loop van de periode 2008-2009 opgetekend en kunnen het inflatieverschil dat toe te schrijven is aan de onderliggende inflatie vergroten.

Er zij opgemerkt dat de interpretatie van het verloop van het verschil in 2011 wordt bemoeilijkt doordat de meeste andere landen van het eurogebied in 2011 methodologische aanpassingen aanbrengen betreffende het in aanmerking nemen van de prijzen van de seizoengebonden producten (België past die nieuwe richtlijn al sedert 2010 toe). Die aanpassingen beïnvloeden het profiel van het prijsverloop van de categorieën bewerkte levensmiddelen en niet-energetische industriële goederen. Bovendien moet de in maart en april 2011 opgetekende forse verkleining van het verschil – vooral via de bijdrage van de energie – als tijdelijk worden beschouwd. Voor de komende maanden wordt ervan uitgegaan dat het verschil zal vergroten, gelet op het verloop van de energiecomponent, vooral de verhoging van de distributietarieven, maar ook op het verloop van de loonkosten en de tweederonde-effecten.

Hoewel het positieve inflatieverschil tussen België en het eurogebied in een context van stijgende olieprijsen grotendeels kan worden toegeschreven aan de energiecomponent van het prijsindexcijfer, zou het, volgens de voor het eurogebied beschikbare informatie, ook gepaard gaan met een forsere stijging van de loonkosten in 2011 en 2012. Hetzelfde zou gelden ten opzichte van de drie voornaamste buurlanden, wat zou wegen op de kostencompetitiviteit van de ondernemingen.

In België lieten de loonkosten per eenheid product in 2010 een daling met 0,7% optekenen, als gevolg van zowel het herstel van de productiviteit als een zeer geringe toename van de loonkosten per arbeidsuur. Ze zullen in 2011 en 2012 wellicht flink stijgen, met respectievelijk 1,6% en 2,5%.

Het resultaat van 2010 heeft vooral te maken met de effecten van het tijdens dat jaar ontluikende herstel. Het was

TABEL 5 INDICATOREN VAN PRIJZEN EN KOSTEN

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

	2008	2009	2010	2011 r	2012 r
HICP	4,5	0,0	2,3	3,4	2,2
Gezondheidsindex	4,2	0,6	1,7	3,0	2,3
Onderliggende inflatietendens ⁽¹⁾	1,8	2,1	1,1	1,7	2,0
Bbp-deflator	1,9	1,1	1,8	2,7	2,5
Loonkosten in de private sector:					
Loonkosten per gewerkt uur	3,6	3,9	0,6	2,9	3,4
waarvan indexeringen	2,9	2,5	0,5	2,7	2,7
Arbeidsproductiviteit ⁽²⁾	-0,2	-0,8	1,3	1,2	0,9
Loonkosten per eenheid product	3,8	4,7	-0,7	1,6	2,5

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

(1) Gemeten aan de hand van de HICP, ongerekend de levensmiddelen en de energiedragers.

(2) Toegevoegde waarde naar volume per uur dat loontrekkenden en zelfstandigen hebben gewerkt.

grotendeels ook een inhaalbeweging na de zeer aanzienlijke toename die gedurende de twee voorgaande jaren, ten tijde van de economische recessie, werd opgetekend. De zichtbare arbeidsproductiviteit leeft aan het begin van een herstelfase op doordat in de ondernemingen de onbenutte personeelsreserves worden weggewerkt. Bovendien werd het verloop van de lonen in 2010 afgeremd door de vertraagde effecten van de in 2009 zeer lage inflatie. Die factoren zullen in 2011 en 2012 niet meer hetzelfde effect sorteren en ze zouden zelfs kunnen bijdragen tot een forse verhoging van de loonkosten, tegen de achtergrond van een zich consoliderend herstel en een hoge inflatie.

Zo zal de arbeidsproductiviteit per uur in de private sector, die in 2010 met 1,3% was gestegen, geleidelijk weer evolueren naar een groeitempo van ongeveer 1%, wat vergelijkbaar is met het cijfer van vlak vóór de economische recessie.

De groei van de loonkosten per uur, van zijn kant, zou aantrekken van 0,6% in 2010 tot 2,9% in 2011 en 3,4% in 2012. Die uitgesproken versnelling, vanaf een weliswaar matig groeitempo het eerste jaar, is grotendeels het gevolg van de automatische loonindexering. Volgens de projecties zou de gezondheidsindex van de consumptieprijzen, die als referentie dient voor de indexering, in 2011 met 3% stijgen – dat is 0,4 procentpunt minder dan de totale inflatie – en in 2012 met 2,3%, wat neerkomt op een gecumuleerde toename met 5,4%. Die vermeerdering zou op termijn volledig worden geïntegreerd in het verloop van de lonen, maar het effect van de indexering zou het tweede jaar evenwel duidelijker zijn vanwege de vertragingen die het gevolg zijn van de verschillende indexeringsmechanismen die in de paritaire

comités worden toegepast. Behalve met de indexering, wordt in de aangenomen hypothese voor het verloop van de loonkosten per uur in de private sector in 2011 en 2012 eveneens rekening gehouden met de toename, met 0,3%, die voor het tweede jaar verwacht wordt in het door de regering opgelegde ontwerp van centraal akkoord, alsook met een extrastijging die met name gerelateerd is aan de spanningen die in sommige segmenten van de arbeidsmarkt tot uiting komen.

4. Overheidsfinanciën

4.1 Financieringssaldo

Volgens gegevens die het INR eind maart 2011 heeft gepubliceerd, liet de Belgische overheid in 2010 een tekort van 4,1% bbp optekenen. Dit resultaat is aanmerkelijk beter dan dat van het jaar tevoren, toen de financiële en economische crisis het tekort had opgedreven tot 5,9% bbp. Tegen de eerder in dit artikel beschreven macro-economische achtergrond zou het tekort in 2011 worden gereduceerd tot 3,5% bbp. In 2012 zou het evenwel opnieuw oplopen, tot 4,1% bbp.

Er zij opgemerkt dat bij deze projecties enkel rekening is gehouden met reeds aangekondigde en duidelijk omschreven begrotingsmaatregelen. De invloed van de nog te nemen maatregelen, in het kader van onder meer de begrotingen voor 2012, is er nog niet in verwerkt.

In het stabiliteitsprogramma van april 2011 wordt voor 2011 uitgegaan van een tekort van 3,6% bbp, dat in

TABEL 6 OVERHEIDSREKENINGEN ⁽¹⁾
(in % bbp)

	2008	2009	2010	2011 r	2012 r
Ontvangsten	48,8	48,1	48,8	49,1	48,8
Fiscale en parafiscale ontvangsten	43,7	42,9	43,3	43,4	43,1
Overige	5,1	5,3	5,5	5,7	5,6
Primaire uitgaven	46,3	50,4	49,5	49,3	49,2
Primair saldo	2,5	-2,3	-0,7	-0,2	-0,5
Rentelasten	3,8	3,6	3,4	3,3	3,6
Financieringsbehoefte (-) of -vermogen	-1,3	-5,9	-4,1	-3,5	-4,1
<i>p.m. Effect van niet-recurrente factoren</i>	<i>0,0</i>	<i>-1,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,2</i>	<i>0,0</i>

Bronnen: INR, NBB.

(1) Volgens de methodologie die wordt gebruikt in het kader van de procedure bij buitensporige tekorten.

2012 zou worden verkleind tot 2,8% bbp en vervolgens systematisch zou worden gereduceerd tot wanneer in 2015 een beperkt overschot wordt opgetekend. Volgens deze vooruitzichten zou de doelstelling voor 2011 worden gehaald. Het bereiken van de doelstellingen voor 2012 en voor de daaropvolgende jaren vereist daarentegen een zeer aanzienlijke consolidatie-inspanning.

Het verloop van het financieringssaldo zou door de conjunctuur positief worden beïnvloed. Zowel in 2011 als in 2012 zou de bedrijvigheid krachtig blijven groeien, krachtiger zelfs dan de trendmatige groei. Al met al zou de conjunctuur er in de beschouwde periode voor zorgen dat het financieringssaldo met 0,6% bbp verbetert.

De rentelasten zouden in 2011 nog een gunstig effect sorteren op het begrotingsaldo. De rente op schatkistcertificaten zou weliswaar geleidelijk stijgen, maar dat heeft een minder zware impact dan de verdere vermindering van de impliciete rente op de langlopende schuld. Ondanks de oplopende markttarieven zouden de op vervalddag gekomen of voortijdig terugbetaalde leningen immers tegen een lager tarief kunnen worden gefinancierd. In 2012 daarentegen zou de verwachte verdere stijging van de markttarieven leiden tot een verhoging van de impliciete rente op zowel de kortlopende als de langlopende schuld, waardoor de rentelasten zouden vermeerderen.

De niet-recurrente factoren zouden in 2011 een positief effect sorteren op het financieringssaldo. De voornaamste factor is een tijdelijke toename van de ontvangsten doordat de oplopende inflatie tot gevolg heeft dat de via bedrijfsvoorheffing geïnde personenbelasting forsler groeit dan de arbeidsinkomens. De schalen voor de berekening van de bedrijfsvoorheffing worden immers jaarlijks geïndexeerd op basis van de inflatie van het voorgaande jaar. In 2012 zou de impact van de niet-recurrente factoren uitermate beperkt zijn.

4.2 Ontvangsten

De overheidsontvangsten, uitgedrukt in verhouding tot het bbp, zouden in 2011 met 0,3% oplopen en vervolgens, in 2012, met hetzelfde percentage dalen.

De stijging van de ontvangstenquote in 2011 is voor een deel toe te schrijven aan het reeds vermelde tijdelijke effect van de versnelling van de inflatie op het verloop van de personenbelasting. Ze wordt echter voor het overgrote deel verklaard door structurele maatregelen. Zo wordt de personenbelasting verhoogd door de afschaffing van het nog resterende gedeelte van de forfaitaire vermindering

TABEL 7 STRUCTURELE MAATREGELEN EN FACTOREN INZAKE OVERHEIDSONTVANGSTEN

(in € miljoen, tenzij anders vermeld;
veranderingen t.o.v. het voorgaande jaar)

	2011 r	2012 r
Belastingen	644	-614
waarvan:		
Belastingkorting Vlaams Gewest ...	104	56
Tegemoetkoming voor energiebesparende investeringen ...	-61	0
Aftrek hypothecaire lasten voor de eigen woning	-95	0
Accijnzen op tabak	59	0
Accijnzen op diesel	188	0
Btw op sommige bouwgronden ...	97	0
Belastingaftrek voor risicokapitaal: verandering van de referentierentevoet	280	-670
Belasting op vastgoedbevaks	50	0
Socialezekerheidsbijdragen	8	-185
Niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten	1 273	-220
waarvan:		
Vergoedingen voor garantie-regelingen	452	-199
Interesten en dividenden	821	-21
Totaal	1 924	-1 019
<i>p.m. In % bbp</i>	<i>0,5</i>	<i>-0,3</i>

Bronnen: Begrotingsdocumenten, FOD Financiën, RSZ, NBB.

voor inwoners van het Vlaamse Gewest, terwijl de tegemoetkoming voor energiebesparende investeringen en het systeem voor de aftrek van de hypothecaire lasten voor de eigen woning het verloop van die ontvangstencategorie zouden drukken. De heffingen op goederen en diensten zouden stijgen door accijnsverhogingen op tabak en op diesel, alsook door de nieuwe regeling krachtens welke btw zou zijn verschuldigd op de verkoop van een nieuw gebouw samen met het bijbehorende terrein. Voorts zou de vennootschapsbelasting stijgen door een verruimde toepassing van de zogeheten exittaks op vastgoedbevaks en een daling van de nettokosten van de belastingaftrek voor risicokapitaal. De gemiddelde tienjaars OLO-rente, die geldt als referentierente voor de belastingaftrek voor risicokapitaal, is in 2010 immers gedaald tot 3,4%. Deze referentierente is van toepassing op het aanslagjaar 2012, waardoor mag worden aangenomen dat de vennootschappen er reeds in 2011 rekening mee houden in hun voorafbetalingen van vennootschapsbelasting.

Ook de niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten zouden in 2011 sterk oplopen als gevolg van, enerzijds, een stijging van de nieuwe heffing in het kader van de depositobeschermingsregeling en, anderzijds, een forse toename van de vergoedingen voor de overheidssteun tijdens de financiële crisis, onder meer wegens de eerste betaling als vergoeding van de door de overheid aan een financiële instelling verstrekte middelen.

Er zij opgemerkt dat de toename van de ontvangstenquote in 2011 beperkter blijft dan de impact van de maatregelen. De reden hiervoor is dat de relatief zwaar belaste arbeidsinkomens trager stijgen dan het bbp, waardoor de ontvangstenratio wordt gedrukt.

De daling van de ontvangstenquote in 2012 vindt haar oorsprong vrijwel uitsluitend in structurele factoren. Het voornaamste element hierbij is de daling van de vennootschapsbelasting als gevolg van de voor 2011 verwachte toename van de gemiddelde tienjaars OLO-rente tot 4,3%. Deze toename zou aanleiding geven tot een overeenstemmende stijging van de referentierente voor de belastingaftrek voor risicokapitaal. De tijdelijke regeling waarbij deze referentierente tot 3,8% werd beperkt, is dan immers niet langer van toepassing.

4.3 Primaire uitgaven

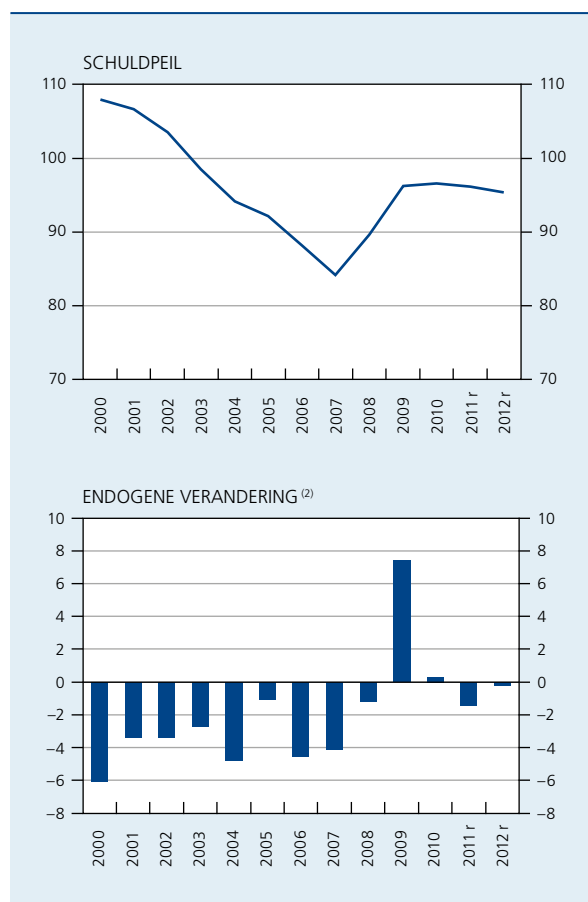
De primaire uitgaven, uitgedrukt in procenten bbp, zouden zowel in 2011 als in 2012 met respectievelijk 0,2 en 0,1 procentpunt teruglopen, maar nog steeds uitkomen op een peil dat naar historische normen als zeer hoog kan worden beschouwd. Naar volume zouden ze tijdens die twee jaar met 1,5% en 2,3% stijgen. Voor 2011 wordt de reële uitgavengroei evenwel gedrukt doordat de aan de indexering gerelateerde stijging van de lonen en sociale uitkeringen lager uitvalt dan de toename van het indexcijfer van de consumptieprijzen en doordat de werkloosheidsuitgaven dalen. Gecorrigeerd voor de invloed van de niet-recurrente en conjuncturele factoren en voor de indexeringseffecten, zou de groei in 2011 en 2012 respectievelijk 2,2% en 1,8% belopen.

De voor 2011 verwachte stijging van de primaire uitgaven is het resultaat van uiteenlopende ontwikkelingen in de deelsectoren van de overheid. De federale overheid zou een relatief gematigde toename van haar uitgaven laten optekenen wegens, onder meer, de verwachte daling van de werkgelegenheid in deze deelsector. Ook de uitgaven van de gemeenschappen en gewesten zouden slechts in geringe mate toenemen. Terzelfder tijd zouden de uitgaven van de sociale zekerheid stevig blijven groeien als gevolg van, met name, het verwachte verloop van

de uitgaven voor gezondheidszorg en voor pensioenen. Ook de verdere toename van de uitgaven voor dienstencheques en de welvaartsaanpassingen zouden de uitgavenstijging stimuleren. Een relatief forse toename zou zich eveneens voordoen bij de lokale overheid, dit onder impuls van de traditioneel sterke groei van de investeringen in de aanloop naar lokale verkiezingen.

De primaire-uitgavengroei voor 2012 valt uiteraard moeilijk in te schatten, aangezien nog geen enkele begroting beschikbaar is. In de ramingen voor dat jaar wordt dan ook uitgegaan van een relatief neutraal uitgavenbeleid, waarbij de toename van de primaire uitgaven, gecorrigeerd voor conjuncturele en niet-recurrente factoren, ongeveer gelijk zou zijn aan de trendmatige groei van de bedrijvigheid. De impact van de relatief forse uitgavenstijging voor investeringen van de lokale overheid en voor gezondheidszorg zou worden gecompenseerd door een

GRAFIEK 7 VERLOOP VAN DE OVERHEIDSSCHULD⁽¹⁾
(in % bbp)



Bronnen: INR, NBB.

(1) Geconsolideerde brutoschuld van de gezamenlijke overheid.

(2) De endogene verandering van de overheidsschuld toont de schulddynamiek ongerekend de impact van operaties die de schuld beïnvloeden zonder gevolgen te hebben voor het financieringsaldo.

beperkte groei van andere uitgavencategorieën, bijvoorbeeld de subsidies aan de ondernemingen.

4.4 Schuld

Tussen 1993 – toen de overheidsschuld een hoogtepunt van 134,1 % bbp bereikte – en 2007 liet de overheidsschuld een gestage daling optekenen. In 2008 kwam daar echter onverhoeds een einde aan. In dat jaar liep de schuldratio immers sterk op door de kapitaalinjecties die aan de financiële instellingen werden toegekend tegen de achtergrond van de crisis in deze sector. In 2009 bleef de schuldgraad fors toenemen door de achteruitgang van het bbp en het aanzienlijk groter geworden financieringstekort. Ook in 2010 bleef de schuld stijgen, zij het in een veel gematigder tempo dan het jaar voordien. Eind 2010 bedroeg de schuldgraad 96,6 % bbp.

Volgens de projecties zou er zich in 2011 een kentering voordoen en zou de schuldgraad opnieuw dalen, zij het in beperkte mate. Onder impuls van een relatief sterke toename van het nominale bbp – een gevolg van zowel de aantrekkende economische bedrijvigheid als de inflatieversnelling – zou die schuldgraad immers een endogene daling vertonen. Deze daling zou groter zijn dan het opwaartse effect van de exogene factoren, bijvoorbeeld de impact van de aan Griekenland, Ierland en Portugal toegekende leningen, op de overheidsschuld. Zodoende zou de schuldgraad in 2011 tot 96,1 % bbp teruglopen.

In 2012 zou de endogene daling van de overheidsschuld worden versterkt door een in de begrotingsvooruitzichten

voorzien gedeeltelijke terugbetaling van de kapitaalsteun aan de financiële sector. In dat jaar zou de schuldgraad verder afnemen tot 95,4 % bbp.

5. Beoordeling van de risicofactoren

Net als in andere Europese landen, heeft de economische consolidatie zich in België de afgelopen zes maanden gestaag voortgezet. Twee jaar nadat de bedrijvigheid en de werkgelegenheid als gevolg van een zware recessie op een dieptepunt waren aanbeland, doen ze het aldus beter dan werd gevreesd. Dankzij een dynamischer dan verwachte buitenlandse vraag, maar ook door de krachtige bbp-groei in het eerste kwartaal van 2011, werd de projectie van de Bank voor het hele jaar significant opwaarts bijgesteld van 1,8 % in december 2010 tot 2,6 %. Dat is méér dan in de projectie van het IMF van april 2011 en zelfs dan in de projecties die recentelijk zijn gepubliceerd door het Federaal Planbureau, de EC of de OESO. Ook voor de inflatie zijn de verwachtingen aanzienlijk hoger dan zes maanden tevoren, zowel voor 2011 – waarin ze niet minder dan 3,4 % zou bedragen – als in 2012. Dit heeft te maken met de prijsstijgingen voor energiedragers, in combinatie met een snellere toename van de onderliggende inflatie. Wat het begrotingssaldo van de overheid betreft, voorspelt de Bank voor 2011 een tekort van 3,5 %, wat vergelijkbaar is met het door de regering in de begroting aangekondigde resultaat; in 2012 zou het deficit uitkomen op 4,1 %, wat in de buurt ligt van de meeste andere voorspellers. Ter zake zij opgemerkt dat de OESO in haar vooruitzichten uitgaat van een tekortresultaat dat vergelijkbaar is met dat wat wordt voorgesteld

TABEL 8 VERGELIJKING VAN DE VOORUITZICHTEN VOOR BELGIË
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)

	Bbp naar volume		Inflatie ⁽¹⁾		Begrotingssaldo ⁽²⁾		Publicatiedatum
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	
NBB – Voorjaar 2011	2,6	2,2	3,4	2,2	-3,5	-4,1	juni 2011
<i>p.m. Najaar 2010</i>	1,8	-	2,1	-	-4,7	-	december 2010
Federaal Planbureau (FPB)	2,2	2,2	3,5	2,0	-3,8	-4,4	mei 2011
IMF	1,7	1,9	2,9	2,3	-3,9	-4,0	april 2011
EC	2,4	2,2	3,6	2,2	-3,7	-4,2	mei 2011
OESO	2,4	2,0	3,6	2,4	-3,6 ⁽³⁾	-2,8 ⁽³⁾	mei 2011
<i>p.m. Realisaties 2010</i>		2,1		2,3		-4,1	

(1) HICP, behalve het FPB: deflator van de consumptieve bestedingen van de particulieren.

(2) In % bbp.

(3) Traject van het stabiliteitsprogramma van april 2011.

in het stabiliteitsprogramma dat de Belgische overheid bij de Europese Unie heeft ingediend. In tegenstelling tot de andere instellingen, die projecties bij ongewijzigd beleid samenstellen, houdt de OESO in haar vooruitzichten rekening met budgettaire consolideringsmaatregelen die nog moeten worden genomen.

Het scenario van een aanhoudende gunstige conjunctuurfase is nog steeds geldig, maar het berust op de hypothesen die in het kader van deze oefening werden aangenomen en het is, in ruimere mate, afhankelijk van het uitblijven van nieuwe zware schokken. In dat opzicht kunnen verschillende risicofactoren worden vermeld.

Wat de internationale omgeving betreft, zouden de natuurrampen in Japan op korte termijn sommige productieketens ver buiten de Japanse economie kunnen beïnvloeden via de rol van dat land als leverancier van specifieke componenten in sommige industrieën. In het algemeen wordt geoordeeld dat die effecten beperkt zijn qua tijd en omvang, maar de onzekerheid ter zake is groot. Meer fundamenteel zou een oververhitting van de opkomende economieën kunnen wegen op de mondiale bedrijvigheid en op de internationale handel, terwijl deze economieën er de jaren voordien nog een aanzienlijke bijdrage toe hadden geleverd.

Hoewel de geavanceerde economieën zich goed en wel in een groeifase bevinden, zullen ze algemeen beschouwd niet meer kunnen rekenen op nieuwe economischbeleidsimpulsen om die groei voort te zetten. Integendeel, de noodzakelijke inspanningen inzake schuldafbouw zouden op korte termijn een remmend effect kunnen uitoefenen. Het eurogebied moet met name het hoofd bieden aan de overheidsschuldencrisis. Ondanks de mechanismen die werden ingesteld ter ondersteuning van de landen in moeilijkheden, blijft de situatie op de markten voor overheidsobligaties zeer gespannen; een verslechtering in dat opzicht zou zware gevolgen hebben en zou een verdere groeibeweging bemoeilijken.

De Belgische economie van haar kant blijft bijzonder gevoelig, in goede of in kwade zin, voor de internationale economische en financiële ontwikkelingen. Dat ze nu

reeds twee jaar lang profijt heeft kunnen trekken van de algemene conjunctuurverbetering, komt grotendeels door de gezonde situatie van de huishoudens en de ondernemingen en door de slechts geringe verslechtering van de overheidsfinanciën tijdens de crisis. Het behoud van een stabiele en solide macro-economische omgeving is een noodzakelijke voorwaarde om gunstige resultaten te blijven boeken, zoals die waar in de projecties gewag wordt van gemaakt. Er bestaan ter zake verschillende risico's.

Om te beginnen, zou het ontstaan van een eventuele algemene prijzen-kostenpiraal nefaste gevolgen hebben voor de rentabiliteit en het concurrentievermogen van de ondernemingen en, derhalve, voor de vooruitzichten van de huishoudens inzake werkgelegenheid en inkomen. In dat opzicht zijn een beheerste transmissie van de stijging van de grondstoffenprijzen naar de energieprijzen – die op dit ogenblik grotendeels maken dat de inflatie in België uitkomt boven het gemiddelde van het eurogebied – en de voedingsprijzen, evenals een matig verloop van de andere prijzen en van de lonen, essentieel voor het behoud van een stabiel macro-economisch kader.

Voorts moeten de financiële instellingen inspanningen blijven leveren om hun balans te versterken. Ze spelen immers een belangrijke rol bij de financiering van de economie en bij de vrijwaring van het sparen.

Ten slotte zijn concrete en geloofwaardige maatregelen nodig om de overheidsfinanciën te consolideren en zodoende het schuldpeil voldoende te reduceren om op lange termijn een houdbaar traject te kunnen volgen. Het komt er niet alleen op aan de financiële markten en ratingbureaus gerust te stellen; ook de blootstelling aan een rentestijging moet worden verkleind en men dient zich voor te bereiden op de budgettaire gevolgen van de vergrijzing.

De verhoging van de productiviteit in de economie, het inzetten van een groter aandeel van de bevolking op de arbeidsmarkt en de verbetering van het concurrentievermogen zijn andere factoren die even onmisbaar zijn om het hoofd te kunnen bieden aan de uitdagingen van de vergrijzing en de mondialisering.

Bijlage

PROJECTIES VOOR DE BELGISCHE ECONOMIE: SYNTHESE VAN DE BELANGRIJKSTE RESULTATEN

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

	2008	2009	2010	2011 r	2012 r
Groei (voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens)					
Bbp naar volume	0,8	-2,7	2,1	2,6	2,2
Bijdragen tot de groei:					
Binnenlandse bestedingen, ongerekend de voorraadwijziging ..	1,7	-1,1	0,8	1,8	2,0
Netto-uitvoer van goederen en diensten	-1,0	-0,5	1,8	0,4	0,3
Voorraadwijziging	0,1	-1,0	-0,5	0,4	0,0
Prijzen en kosten					
Geharmoniseerde consumptieprijsindex	4,5	0,0	2,3	3,4	2,2
Gezondheidsindex	4,2	0,6	1,7	3,0	2,3
Bbp-deflator	1,9	1,1	1,8	2,7	2,5
Ruilvoet	-2,4	3,5	-1,8	-0,4	0,2
Loonkosten per eenheid product in de private sector	3,8	4,7	-0,7	1,6	2,5
Uurloonkosten in de private sector	3,6	3,9	0,6	2,9	3,4
Productiviteit per arbeidsuur in de private sector	-0,2	-0,8	1,3	1,2	0,9
Arbeidsmarkt					
Binnenlandse werkgelegenheid (gemiddelde jaar-op-jaar verandering, in duizenden personen)	75,9	-15,9	29,5	41,9	37,4
<i>p.m. Verandering in de loop van het jaar, in duizenden personen⁽¹⁾</i>	57,4	-38,4	54,2	40,2	37,3
Totaal arbeidsvolume ⁽²⁾	1,4	-1,8	0,8	1,5	1,3
Geharmoniseerde werkloosheidsgraad ⁽³⁾ (in % van de beroepsbevolking)	7,0	8,0	8,4	7,5	7,3
Inkomens					
Reëel beschikbaar inkomen van de particulieren	2,1	1,6	0,1	1,2	2,4
Spaarquote van de particulieren (in % van het beschikbaar inkomen)	17,0	18,3	17,3	16,6	17,2
Overheidsfinanciën⁽⁴⁾					
Financieringssaldo (in % bbp)	-1,3	-5,9	-4,1	-3,5	-4,1
Primair saldo (in % bbp)	2,5	-2,3	-0,7	-0,2	-0,5
Overheidsschuld (in % bbp)	89,6	96,2	96,6	96,1	95,4
Lopende rekening (volgens de betalingsbalans, in % bbp) ...	-1,8	0,5	1,4	1,4	1,7

Bronnen: EC, ADSEI, INR, NBB.

(1) Verschillen tussen het vierde kwartaal van het bewuste jaar en het vierde kwartaal van het voorgaande jaar.

(2) Totaal aantal gewerkte uren in de economie.

(3) In % van de beroepsbevolking (15-64 jaar), niet voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

(4) Volgens de in het kader van de procedure bij buitensporige tekorten (EDP) gebruikte methodologie.

Leidinggevende rentetarieven, marktrentes en retailrentes in het eurogebied tegen de achtergrond van de recente economische en financiële crisis

N. Cordemans
M. de Sola Perea

Inleiding

Door de economische en financiële crisis die tijdens de zomer van 2007 uitbrak, werd de risicoperceptie in de economie flink opwaarts bijgesteld en gingen de risico- en liquiditeitspremies op de kredietmarkten fors naar omhoog. Vanwege de aard van de crisis, werd de financiële sector bijzonder zwaar getroffen, zowel inzake financiering op de geldmarkt als inzake financiering op de obligatiemarkt, wat wellicht een impact had op de door banken aan ondernemingen en huishoudens geboden retailrentes. Zo kan ook de eind 2009 uitgebroken overheidsschuldencrisis een weerslag hebben gehad op de financieringskosten van de private sector voor zover de rente op overheidsobligaties geregeld als referentie wordt gebruikt voor de andere rentetarieven in de economie. De financiële crisis alsook de besmettingseffecten van de overheidsschuldencrisis op de banksector troffen bovendien de balansen van de bankinstellingen en wogen op hun liquiditeits- en solvabiliteitspositie, wat er hen mogelijkwerijs toe noopte hun kredietaanbod te beperken of hun rentemarge te verbreden.

Tegen die achtergrond wordt in dit artikel ingegaan op het recente verloop van de financieringskosten van de overheids- en private sector in het eurogebied. Daarbij wordt vooral aandacht geschonken aan het tijdens de crisis opgetekende proces van monetairbeleidstransmissie

via het rentekanaal en wordt onder meer nagegaan in welke mate dat rentekanaal de weerslag ondervond van de spanningen op de markten van de overheidsschuld. Daarnaast wordt stilgestaan bij bepaalde in het eurogebied genomen niet-conventionele monetairbeleidsbeslissingen (onbeperkte liquiditeitsverstrekking, langerlopende herfinancieringstransacties, aankopen van gedekte obligaties en, meer recentelijk, het programma voor de effectenmarkten). Terwijl sommige van die maatregelen de rente nog extra deden dalen, werden ze vooral ten uitvoer gelegd ter vrijwaring van de vlotte werking van het mechanisme van monetaire transmissie⁽¹⁾.

In het eerste deel van het artikel wordt nader ingegaan op de relatie tussen de monetairbeleidsbeslissingen van het Eurosysteem en de marktrentes. Het gaat daarbij om, enerzijds, het verband tussen de leidinggevende rentetarieven en de geldmarktrentes en, anderzijds, het verloop, tijdens de crisis, van de risicoloze rendementscurve, dat is de rendementscurve van overheidsobligaties van het eurogebied met een AAA-rating. In het tweede deel is sprake van de langlopende marktrentes mét kredietrisico. Behandeld worden de financieringskosten van de overheidssector en van de financiële en niet-financiële private sector alsook het verband tussen beide, zowel op het niveau van het eurogebied als op het niveau van de individuele lidstaten. Het derde deel, ten slotte, is gewijd aan de bancaire retailrentetarieven. Aan de hand van een econometrische analyse wordt nagegaan wat de impact is van de financiële crisis en van de overheidsschuldencrisis

(1) Trichet (2009).

op de credit- en debetrentetarieven, zowel in het eurogebied als in België. Het laatste deel bevat de conclusie.

Daarbij wordt gebruik gemaakt van gegevens die eind mei 2011 beschikbaar waren, behalve voor het laatste deel van het artikel dat gestemd is op gegevens die beschikbaar waren op het ogenblik dat de econometrische ramingen werden uitgevoerd, namelijk eind april 2011.

1. Monetair beleid en marktrentes

1.1 Leidinggevende rentetarieven en geldmarktrentes

Het Eurosysteem heeft enkel rechtstreeks vat op de zeer korte geldmarktrente. Die beïnvloeding gebeurt doorgaans door de liquiditeitsverschaffing zodanig aan te passen dat de Eonia-rente – de interbancaire daggeldrente in het eurogebied – zo dicht mogelijk aansluit bij de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties⁽¹⁾. Als gevolg van de spanningen die vanaf 9 augustus 2007 op de interbancaire markt opdoken, werd de Eonia-daggeldrente volatieler. Dankzij de wijziging in het tijdsprofiel van zijn liquiditeitsverstrekking – met name door de banken de mogelijkheid te bieden hun reserveverplichting te frontloaden –, is het Eurosysteem er echter in hoge mate in geslaagd tijdens de eerste fase van de crisis de Eonia-rente te blijven stabiliseren rond de centrale beleidsrente. Tijdens die periode werd de opwaartse rentecyclus overigens tijdelijk onderbroken, nadat het leidinggevende basisrentetarief in juni 2007 op 4 % werd gebracht. Het werd pas in juli 2008 opgetrokken tot 4,25 %, tegen de achtergrond van een aantrekkende inflatie en potentiële tweederonde-effecten.

Onmiddellijk na de faillietverklaring van Lehmann Brothers, op 15 september 2008, stortte de geldmarkt zogoed als ineen. Voor zover de financiële crisis een bedreiging vormde voor de reële economie en de prijsstabiliteit, zette deze situatie er de ECB toe aan haar tarieven ingrijpend te verlagen – met 325 basispunten tussen oktober 2008 en mei 2009 – en buitengewone monetairbeleidsmaatregelen te nemen, inclusief een beleid van liquiditeitsverstrekking tegen vaste rente en met volledige toewijzing. Een en ander droeg in hoge mate bij tot de val van de Eonia-rente tot een niveau lager dan het basisherfinancieringstarief. In het bijzonder het uitvoeren, door de ECB, van een reeks van drie herfinancieringsoperaties met een looptijd van een jaar, respectievelijk in juli, september en december 2009 zorgde

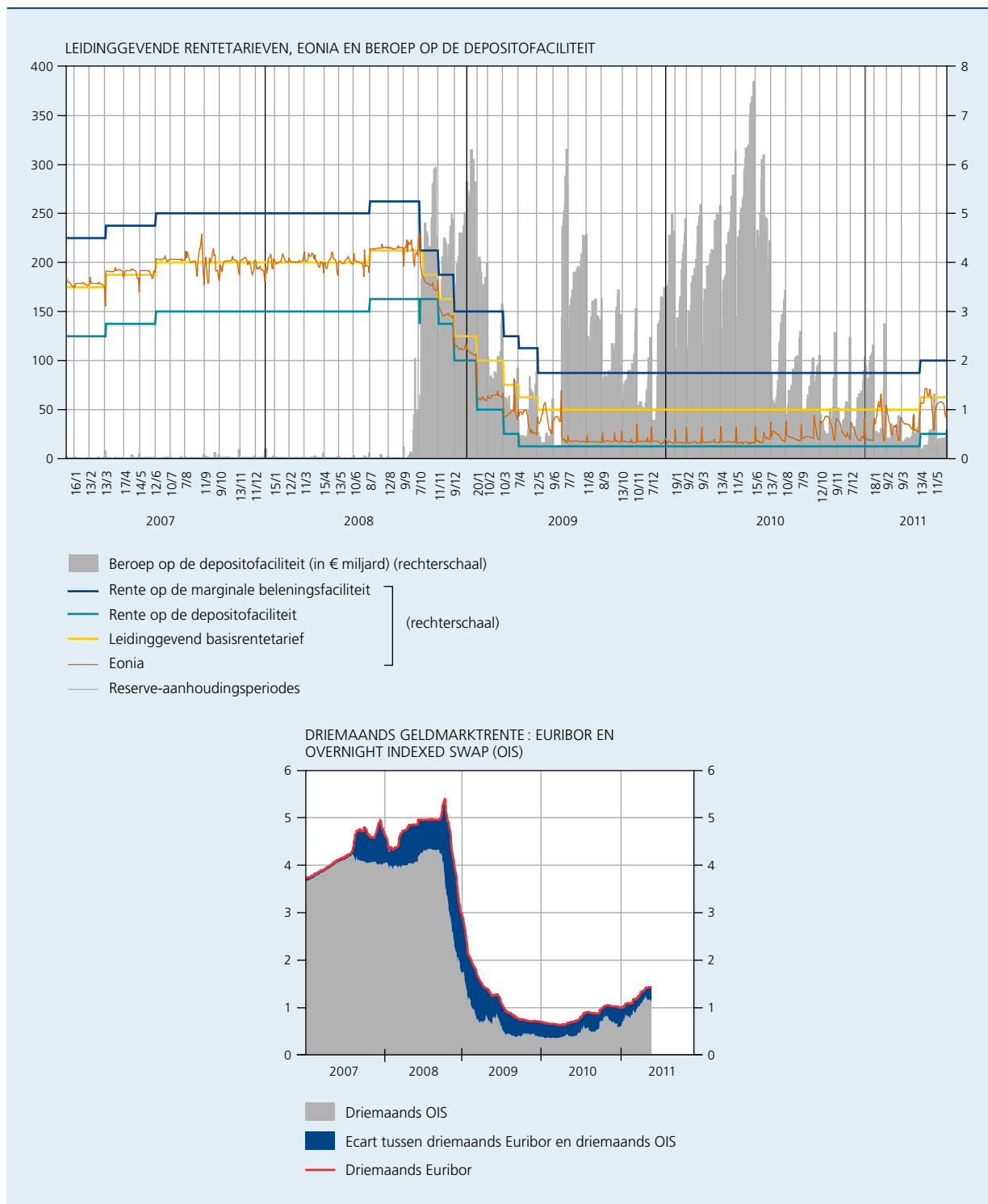
voor een ongekende toename van het liquiditeitsoverschot, wat tot uiting kwam in onder meer een massaal beroep op de depositofaciliteit en in de forse daling van de Eonia tot een niveau in de buurt van de rente op de depositofaciliteit. Zo beliep de Eonia tussen juli 2009 en juni 2010 gemiddeld 0,35 %, terwijl het leidinggevende tarief slechts tot 1 % was teruggebracht. De aanpassing van de regels voor liquiditeitsverstrekking tijdens de crisis leidde derhalve tot een wijziging van het verband tussen het leidinggevende basisrentetarief en de interbancaire daggeldmarktrente die, gelet op de forse stijging van het liquiditeitsoverschot, nauwer ging aansluiten bij de rente op de depositofaciliteit. Naarmate de herfinancieringsoperaties met een looptijd van één jaar in juli, september en december 2010 hun vervaldatum bereikten, liep het liquiditeitsoverschot aanzienlijk terug, waardoor de Eonia opnieuw ging stijgen maar ook volatieler werd; in het eerste kwartaal van 2011 beliep ze gemiddeld 0,67 %. Begin april besloot de Raad van Bestuur zijn rentetarieven met 25 basispunten op te trekken in het licht van de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit. Deze beslissing was gerechtvaardigd aangezien de inflatie begin 2011 versnelde tegen de achtergrond van de prijsstijgingen voor grondstoffen, en gelet op de signalen die het economisch herstel in het eurogebied bevestigden. Vanwege de nog steeds grote onzekerheid rond de gezondheidstoestand van de financiële instellingen, handhaafde de Raad evenwel zijn beleid inzake liquiditeitsverstrekking. Zoals in maart was aangekondigd, zullen alle herfinancieringstransacties aldus worden voortgezet in de vorm van vasterentetenders met volledige toewijzing, tot ten minste het begin van het derde kwartaal van 2011. De verhoging van de leidinggevende rentetarieven trok de Eonia naar omhoog, ondanks de continuering van het beleid van onbeperkte liquiditeitsverstrekking.

Door de terughoudendheid van de kredietinstellingen om aan elkaar krediet te verstrekken, liet de risicopremie tussen de driemaands Euribor en de driemaands Overnight Index Swap (OIS) vanaf het begin van de beroering op de geldmarkt in de zomer van 2007 een aanzienlijke stijging optekenen. Nadien evolueerde hij naargelang van de ernst van de onrust en begin oktober 2008 bereikte hij een hoogtepunt. Hoewel de ECB alleen maar rechtstreekse controle heeft over de zeer korte geldmarktrente, maakten de renteverlagingen waartoe ze besloot en de verschillende maatregelen die ze inzake liquiditeitsverstrekking nam, het mogelijk de driemaands risicoloze rente aanzienlijk te verlagen en terzelfder tijd de driemaands Euribor waartegen de banken elkaar krediet verstrekken op de interbancaire markt zonder onderpand, negatief te beïnvloeden. Vanwege de referentierol die de Euribor speelt voor kortetermijnleningen die worden verstrekt aan de niet-financiële private sector, had deze neerwaartse

(1) Aucremanne, Boeckx, Vergote (2007).

GRAFIEK 1 BEROEP OP DE DEPOSITOFACILITEIT EN GELDMARKTRENTEN IN HET EUROGEBIED

(daggegevens)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ECB.

ontwikkeling gevolgen voor de financieringskosten van ondernemingen en huishoudens; zo werkte zij de vlote transmissie van het monetair beleid in de hand. Vanaf

eind 2009 volgde de risicopremie blijkbaar in hoge mate de spanningen op de markten van de overheidsschuld. Tijdens het eerste kwartaal van 2011 daalde hij, maar die

daling werd grotendeels geneutraliseerd door een aan de verhoging van de Eonia-rente verbonden stijging van de risicoloze rente. Zo beliep de driemaands Euribor tijdens de eerste vijf maanden van 2011 gemiddeld 1,2 %, terwijl deze rente in de loop van de eerste helft van 2010 gemiddeld slechts 0,67 % bedroeg.

1.2 Monetair beleid en risicoloze langetermijnrente

Het monetair beleid heeft enkel een rechtstreekse impact op de zeer kortlopende rentetarieven, terwijl de langere rentetarieven, althans in normale omstandigheden, grotendeels autonoom op de markt tot stand komen. De verwachtingen ten aanzien van het monetair beleid, die afhankelijk zijn van met name het communicatiebeleid van de centrale bank, spelen daarbij echter een belangrijke rol. Tijdens de crisis voerde het Eurosysteem geen actieve communicatie rond het toekomstige verloop van de rentetarieven, in tegenstelling tot bijvoorbeeld de Amerikaanse Federal Reserve die, nadat ze de rentetarieven tot hun onderste grens had verlaagd, aankondigde dat ze van plan was die tarieven gedurende een lange periode op dat niveau te handhaven. Toch gaven de communicatie van het Eurosysteem rond de economische vooruitzichten en het feit dat er – althans aanvankelijk – geen opwaarts risico bestond voor de prijsstabiliteit aanleiding tot een reeks neerwaartse herzieningen van de verwachtingen ten aanzien van de monetairbeleidskoers, met tot gevolg

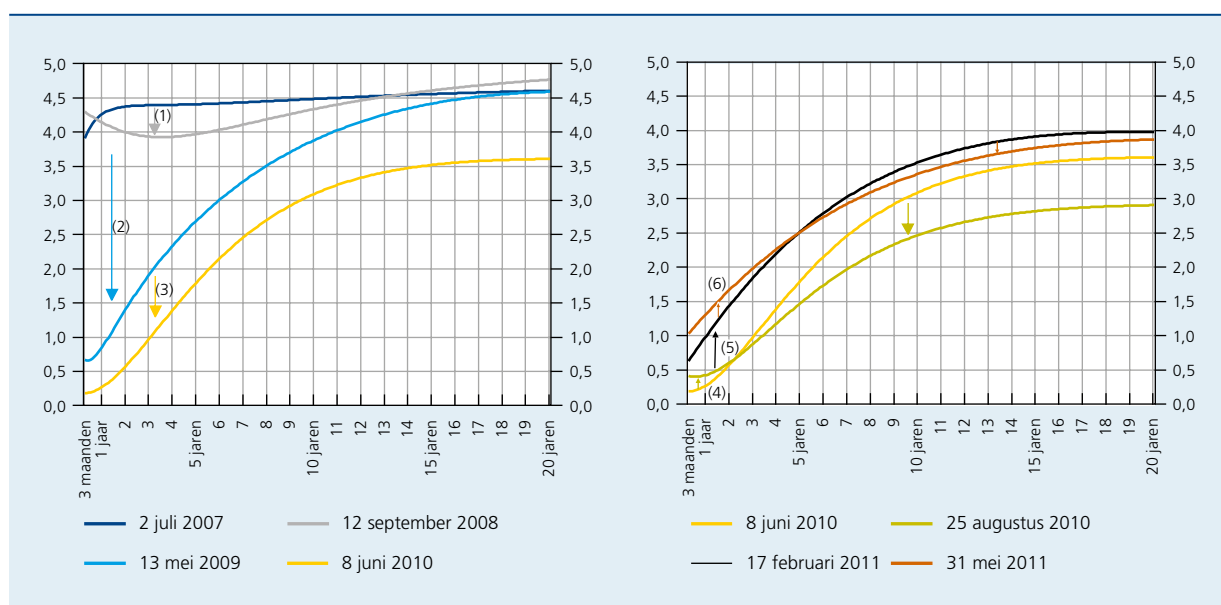
een daling van de langetermijnrente. De Federal Reserve keurde overigens een omvangrijk programma goed voor de aankoop van overheidseffecten met de bedoeling de langeretermijnrente te doen dalen. Het Eurosysteem voerde geen dergelijk buitengewoon beleid, maar via de liquiditeitsverstrekking op langere termijn – tot één jaar – kon het niettemin een duidelijke neerwaartse invloed uitoefenen op de rente op die horizon. Het is interessant om tegen die achtergrond het verloop na te gaan, tijdens de crisis, van de risicoloze rendementscurve – hier afgemeten aan het rendement van de AAA-genoteerde overheidssobligaties in het eurogebied.

Begin juli 2007 was de rendementscurve relatief vlak en licht positief als gevolg van, vooral, de verwachting dat de in 2005 door de ECB op gang gebrachte opwaartse rentecyclus – tussen december 2005 en juni 2007 werd de rente van de 2 naar 4 % getild – zich zou voortzetten. Sedertdien kunnen de voornaamste ontwikkelingen in vijf fases worden samengevat.

1. Ondanks de stijging van de korte rente naar aanleiding van de beslissing die het Eurosysteem in juli 2008 nam om zijn tarieven met 25 basispunten te verhogen, liet de rente op iets langere termijn een daling optekenen, wat getuigde van de verwachte economische vertraging en een neerwaartse herziening van de verwachtingen ten aanzien van de korte rentes, wellicht voor een deel als gevolg van de onrust op de financiële markten.

GRAFIEK 2 RISICOLOZE RENDEMENTSCURVE

(rendement van de AAA-genoteerde overheidsleningen in het eurogebied voor een continuüm van looptijden, in procentpunt)



Bron: ECB.

2. Parallel met de renteverlagingen van de ECB en met de goedkeuring van een eerste reeks buitengewone maatregelen, zakten de korte rentes letterlijk in, wat leidde tot een forse toename van de helling van de rendementscurve. Dat de rendementscurve steiler wordt, is normaal in een periode waarin het monetair beleid wordt versoepeld, maar die beweging bleek tijdens de crisis sterk uitgesproken vanwege de snelheid en de omvang van de monetaire versoepeling. Reeds op 13 mei 2009 – datum waarop de eerste herfinancieringstransacties tegen een rente van 1 % werden verricht –, beliep de driemaands rente voor risicoloze overheidseffecten 0,67 %, dat was iets minder dan de rentetarieven op de gewaarborgde interbancaire markt en een gevolg van een «vlucht naar kwaliteit» waar de meest veilig geachte overheidseffecten voordeel uit haalden.
3. Als gevolg van de drie herfinancieringstransacties met een looptijd van een jaar en de daaruit voortvloeiende forse toename van het liquiditeitsoverschot, bleven zowel de driemaands rente als de rentetarieven op middellange termijn teruglopen. Door de persistent grote onzekerheid en de verscherping van de overheidsschuldencrisis, sleepten ze in hun kielzog de langeretermijnrentes mee.
4. Toen de eerste transactie met een looptijd van een jaar haar vervaldag bereikte, wat tot uiting kwam in een forse verkleining van het liquiditeitsoverschot, begonnen de korte rentes licht te stijgen. In een nog steeds zeer onzekere context wat de snelheid van het internationaal economisch herstel betrof en vanwege mogelijke deflatoire risico's in de Verenigde Staten, bleven de rentetarieven op langere termijn evenwel teruglopen en tijdens de conferentie van Jackson Hole eind augustus 2010 bereikten ze een dieptepunt. De tienjaars rente voor risicoloze overheidsleningen in het eurogebied zakte op dat ogenblik tot 2,5 %.
5. De rentetarieven op lange termijn trokken begin 2011 fors aan, wat wees op betere groeivoorzichten en op het verdwijnen van de vrees voor deflatie. In de lijn van de stijging van de zeer korte geldmarktrente, vertoonden ook de korte rentes voor risicoloze overheidsleningen een opwaartse tendens. De vrij duidelijke stijging van de rentetarieven op middellange termijn wijst van haar kant op een aanzienlijke opwaartse herziening van de verwachtingen ten aanzien van het monetair beleid, een toename die verband hield met de gewijzigde risico's voor de inflatie op korte en middellange termijn. Het vermelden waard is bijvoorbeeld dat de rendementscurve begin 2011 opnieuw concaaf werd.
6. Nadat de ECB in april besloten had haar leidinggevende tarieven met 25 basispunten op te trekken, bleven de korte rentes aan het begin van het tweede kwartaal stijgen. Door de toename van de onzekerheid op de financiële markten liep de risicoloze rente op langere termijn evenwel enigszins terug.

2. Marktrenten op lange termijn met kredietrisico

Als gevolg van de economische en financiële crisis stelden de deelnemers aan de financiële markten hun risicoperceptie opwaarts bij, waardoor de risico- en liquiditeitspremies op alle segmenten van de kredietmarkt flink naar omhoog gingen. Zo deed er zich tussen de kredietnemers, zowel op overheids- als op particulier niveau, een zeer duidelijke differentiatie van de financieringskosten voor. In dit deel gaan we in op het verloop, tijdens de crisis, van de verschillen in financieringskosten tussen de diverse sectoren. Na een overzicht van de situatie in het eurogebied, wordt de situatie in de respectieve landen geanalyseerd. Daarbij wordt aandacht besteed aan achtereenvolgens de overheidssector, de financiële private sector en de niet-financiële private sector. Wij gaan in het bijzonder na in welke mate de vanaf eind 2009 groter wordende verschillen in financieringskosten tussen de overheidssectoren gevolgen hadden voor de financieringskosten van de twee overige sectoren en we proberen aldus te beoordelen wat de weerslag was van de overheidsschuldencrisis op de financieringskosten van de private sector in het eurogebied.

2.1 Op niveau van het eurogebied

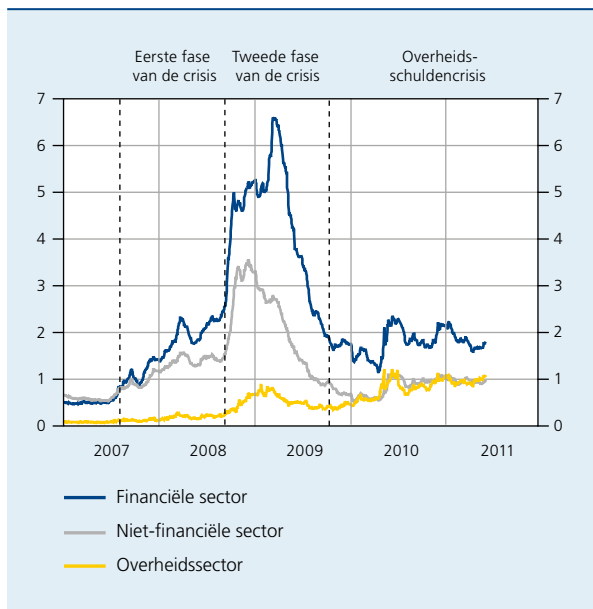
Reeds van bij de aanvang van de spanningen op de geldmarkt in de zomer van 2007, werden de renteversillen ten opzichte van de Duitse Bund met dezelfde looptijd⁽¹⁾ groter voor de obligaties van alle sectoren, en in het bijzonder voor de financiële sector waar de instellingen zware verliezen leden als gevolg van de crisis in de risicodragende hypothecaire kredieten die in de Verenigde Staten werden verstrekt (*subprime* leningen). Kort na het faillissement van Lehman Brothers in het najaar van 2008 werden die verschillen pas echt veel groter, maar vanaf maart 2009 verkleinden ze aanzienlijk tegen de achtergrond van een algemene opleving op de financiële markten.

Tijdens de eerste stadia van de crisis evolueerden de rendementsverschillen van de obligaties van de verschillende

(1) Bund is de afkorting voor de door Duitsland uitgegeven staatsleningen op lange termijn. Ze krijgen van alle ratingbureaus een AAA-rating en de rentetarieven ervan worden doorgaans als referentie beschouwd voor de volledige obligatiemarkt van het eurogebied.

GRAFIEK 3 RENDEMENTSVERSCHILLEN VOOR DE LENINGEN VAN DE PRIVATE EN DE OVERHEIDSECTOR IN HET EUROGEBIED T.O.V. DE DUITSE BUND

(alle looptijden door elkaar genomen, indexcijfers gewogen aan de hand van de uitstaande bedragen, daggegevens, in procentpunt)



Bron: Thomson Reuters Datastream.

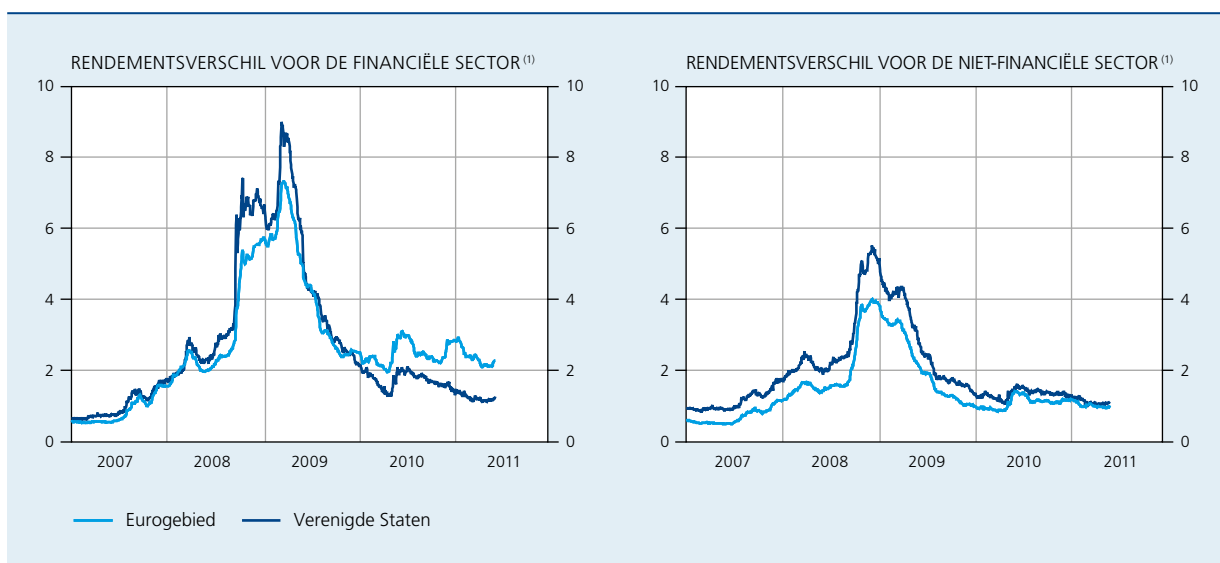
sectoren ten opzichte van de Bund grotendeels in dezelfde richting, zij het dat de amplitude van de bewegingen verschildte. In het najaar van 2009 luidde het

uitbreken van de overheidsschuldencrisis evenwel het begin in van een proces van gedeeltelijke ontkoppeling tussen de financieringskosten van de overheidssector en die van de niet-financiële private sector. Getuige daarvan is het verloop van het rendementsverschil voor de obligaties van beide sectoren. Parallel met de stijging van de financieringskosten van de overheidssector, brokkelde dat verschil compleet af voor de niet-financiële sector – in de loop van 2010 werd het zelfs tijdelijk negatief –, terwijl het ecart tussen de obligaties van de overheidssector en die van de financiële sector grotendeels gehandhaafd bleef.

Deze ontwikkelingen lijken erop te wijzen dat de overheidsschuldencrisis een duidelijke impact heeft gehad op de financieringskosten van de financiële sector, maar slechts een beperkte invloed op de rest van de private sector. Soortgelijke vaststellingen komen naar voren uit de vergelijking van de rendementsverschillen voor het eurogebied en de Verenigde Staten. Zo zijn de risico- en liquiditeitspremies waar de Amerikaanse financiële vennootschappen mee werden geconfronteerd ten opzichte van de Treasury bill, sedert eind 2009 verder teruggelopen, terwijl de aan de Europese financiële vennootschappen gevraagde premies ten opzichte van de Bund grotendeels ongewijzigd bleven. Voor de niet-financiële vennootschappen is er daarentegen duidelijk minder verschil tussen het verloop van het ecart ten opzichte van de risicoloze rente in het eurogebied en dat in de Verenigde Staten.

GRAFIEK 4 RENDEMENTSECART VOOR DE LENINGEN VAN DE PRIVATE SECTOR IN HET EUROGEBIED EN IN DE VERENIGDE STATEN

(alle looptijden door elkaar genomen, indexcijfers gewogen aan de hand van de uitstaande bedragen, daggegevens, in procentpunt)



Bron: Thomson Reuters Datastream.

(1) Respectievelijk ten opzichte van de Duitse Bund (eurogebied) en de Amerikaanse Treasury Bill (Verenigde Staten).

Deze resultaten op het niveau van het eurogebied als geheel, hoe relevant ook, zijn evenwel vertekend doordat de grote landen – waarvan de financieringskosten door de overheidsschuldencrisis werden gedrukt – zwaar wegen in de indexcijfers en zij kunnen sterk uiteenlopende situaties verhullen in de afzonderlijke landen. Die verschillen worden geanalyseerd in de volgende paragraaf waarin, na een algemeen overzicht van de financieringskosten van de overheidssector, wordt nagegaan welke gevolgen de schuldencrisis heeft voor de kosten van marktfinanciering voor de financiële en niet-financiële private sector in de individuele lidstaten.

2.2 Op nationaal niveau

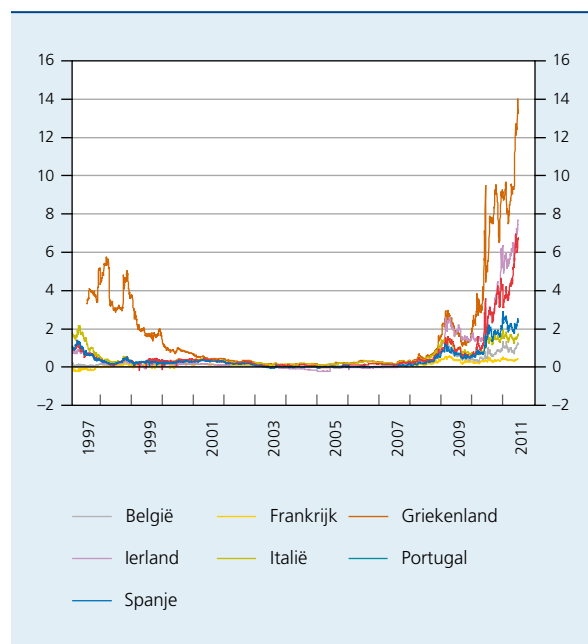
2.2.1 Overheidssector

Terwijl kort vóór de aanvang van de derde fase van de economische en monetaire unie, in januari 1999, de rendementen van de overheidsobligaties van ieder land snel hadden geconvergeerd naar het rendement van de Duitse Bund toe, deden zich vanaf de zomer van 2007 duidelijke renteversillen voor. Na het faillissement van Lehmann Brothers, namen de divergenties sterker toe en naar aanleiding van de verslechtering van het macro-economisch klimaat werden de factoren eigen aan de specifieke economieën belangrijker. Vanaf eind 2009 en het uitbreken van de overheidsschuldencrisis, werden de aan het kredietrisico verbonden factoren van de afzonderlijke landen doorslaggevend. Aanvankelijk wogen de moeilijkheden van Griekenland vooral op het rendement van de eigen overheidsobligaties, maar spoedig trad er een besmettingseffect op en ontstond er een klimaat van algemeen wantrouwen. De beleggers richtten zich vooral op effecten waar de minste risico's aan verbonden waren en op de meest liquide markten, waardoor de rendementsverschillen opliepen tot recordniveaus.

Door de onzekerheid verbonden aan de kosten voor de redding van de Ierse banksector, de vrees in verband met de politieke of macro-economische situatie in verschillende andere landen, de onduidelijkheid rond het toekomstig resolutiemechanisme voor crisissen in het eurogebied en de speculaties in verband met een mogelijke herstructurering van de Griekse schuld zijn de renteversillen sedert het najaar van 2010 blijven oplopen tot historisch hoge niveaus. Eind mei 2011 bedroeg het niet-gewogen gemiddelde renteversil ten opzichte van de tienjaars Duitse Bund ongeveer 340 basispunten (tegen gemiddeld 13 tijdens de periode gaande van 1 januari 1999 tot 31 juli 2007)⁽¹⁾. Bovendien gingen achter dit verschil zeer grote ongelijkheden schuil: in Griekenland beliep het ecart meer dan 1.320 basispunten, terwijl het

GRAFIEK 5 RENDEMENTSVERSCHIL VAN DE STAATSLENINGEN OP TIEN JAAR TEN OPZICHT VAN DE DUITSE BUND IN DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED

(daggegevens, in procentpunt)



Bron: Thomson Reuters Datastream.

in Frankrijk en Nederland respectievelijk slechts 41 en 32 punten bedroeg. In België kwam het eind mei 2011 op circa 120 basispunten uit, nadat het eind november 2010 opgelopen was tot bijna 140 punten.

2.2.2 Private sector

Tijdens de beginstadiën van de crisis weerspiegelde het verloop van de financieringskosten⁽²⁾ van de financiële en niet-financiële private sector de intrinsieke zwakheden van deze sectoren. Zo bereikten de rendementen van de obligaties van de Ierse financiële sector bijzonder hoge niveaus als gevolg van het uiteenspatten van de vastgoedzeepbel in dat land. Weliswaar in mindere mate zag ook de Belgische financiële sector het rendement van zijn obligaties in het najaar van 2008 en begin 2009 fors naar omhooggaan. Een en ander hield verband met de moeilijkheden waar de grote banken

(1) Voor Oostenrijk, Frankrijk, België, Griekenland, Ierland, Portugal, Spanje, Nederland en Finland.

(2) De hier bestudeerde gegevens zijn gemiddelden die gewogen zijn aan de hand van de emissiebedragen van de impliciete rendementen van korven niet-gedekte obligaties van financiële en niet-financiële ondernemingen. Zij geven de kosten van marktfinanciering weer voor de private sector van ieder land. Ze zijn er echter geenszins een perfecte indicator van in de zin dat slechts een handvol ondernemingen vertegenwoordigd zijn en dat de gegevens beïnvloed worden door de nieuwe uitgaven tijdens de referentieperiode. De lessen die uit deze analyse worden getrokken, moeten derhalve omzichtig worden geïnterpreteerd, vooral voor de kleinere landen waar weinig ondernemingen zich via de markt financieren. Om die reden is Griekenland in deze analyse buiten beschouwing gelaten.

Kader 1 – Programma voor de effectenmarkten (Securities Market Programme – SMP) en andere maatregelen van de ECB die bedoeld zijn om de goede transmissie van het monetair beleid te vrijwaren

Vanwege de referentierol die het rendement van de overheidsleningen speelt bij het vaststellen van de rente voor de kredietverlening aan de private sector (prijskanaal), de aanwending van overheidsobligaties door de banken als waarborg voor financiering op de geldmarkt (liquiditeitskanaal) en het belang van die obligaties op de actiefzijde van de balans van de kredietinstellingen (balanskanaal), speelt de vlote werking van de markt van de overheidsschuld een sleutelrol in het proces van de monetairbeleidstransmissie naar de reële economie in het eurogebied. In het licht van de toenemende ongerustheid bij de beleggers wat de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in tal van landen betreft en de snelle stijging van de financieringskosten in heel wat lidstaten, keurde de Raad van Bestuur daarom, vanaf het voorjaar van 2010, een reeks maatregelen goed die erop gericht waren de goede werking van het transmissiemechanisme te vrijwaren.

Op 10 mei 2010, meer bepaald, besloot de Raad van Bestuur op de obligatiemarkten te interveniëren door een Programma voor de effectenmarkten op te starten (Securities Market Programme – SMP). In het kader van dat programma kan het Eurosysteem zowel op de overheids- als op de private secundaire obligatiemarkt van het eurogebied interveniëren teneinde de diepte en de liquiditeit te waarborgen van verstoorde marktsegmenten. Net zoals de andere buitengewone monetairbeleidsmaatregelen, is het programma tijdelijk van aard en ligt het volledig in de lijn van de primaire doelstelling van het Eurosysteem, namelijk het handhaven van de prijsstabiliteit op middellange termijn. Het programma streeft ernaar een vlote transmissie van het monetair beleid te bewerkstelligen, zonder daarom evenwel de koers van dat beleid te beïnvloeden. Zo worden de aankopen systematisch gesteriliseerd via specifieke absorptietransacties van de geïnjecteerde liquiditeiten. De aankopen in het kader van het programma voor de effectenmarkten hadden grotendeels plaats in de eerste weken die volgden op de inwerkingtreding van het programma.

Teneinde de bankinstellingen te behoeden voor de effecten van nieuwe ratingverlagingen, schortte de Raad van Bestuur bovendien de minimale beleenbaarheidsdrempel voor de door de Griekse en Ierse Staat uitgegeven of gewaarborgde schuldinstrumenten op. Dat gebeurde respectievelijk in mei 2010 en in maart 2011. Daardoor werden die schuldinstrumenten, ongeacht hun rating, aanvaard als onderpand voor herfinancieringstransacties bij het Eurosysteem. Deze beslissingen werden genomen omdat de bewuste landen een door de Raad van Bestuur geloofwaardig geacht programma voor economische en financiële aanpassing waren overeengekomen met de Europese Commissie en het IMF, wat meteen ook impliceert dat die opschortingen van de minimale beleenbaarheidsdrempel voorwaardelijk zijn aan de strikte uitvoering van die aanpassingsprogramma's.

Om, ten slotte, de kredietinstellingen van het eurogebied te verzekeren van een ruime toegang tot liquiditeit in het licht van het risico op een nieuwe verlamming van de interbancaire markt, voerde de Raad van Bestuur in mei 2010 opnieuw enkele maatregelen in die hij eerder had afgeschaft. Zo kregen de marktdeelnemers opnieuw de kans om liquiditeiten in Amerikaanse dollar te verkrijgen bij het Eurosysteem, werd in mei 2010 een eenmalige zesmaands herfinancieringstransactie verricht en gebeurden de driemaands transacties sedertdien opnieuw met volledige toewijzing.

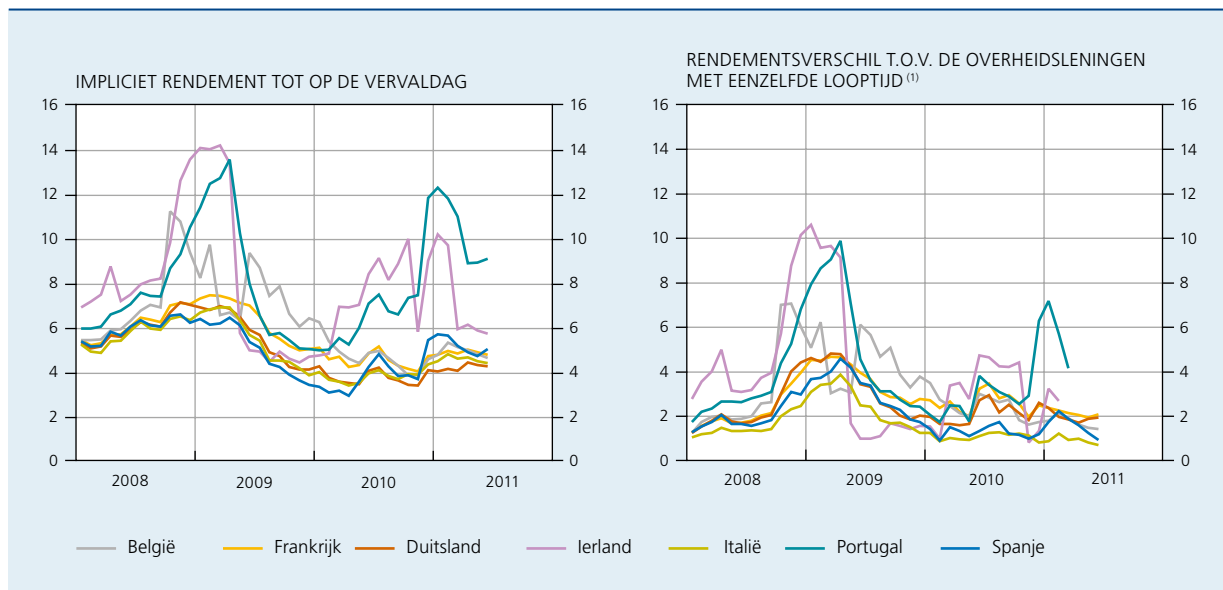
mee werden geconfronteerd. Wat de niet-financiële sector betreft, valt op dat de ecarts in financieringskosten tussen de verschillende landen veel kleiner zijn gebleven dan in de financiële sector. Vanaf begin 2009 onderscheidde enkel de Ierse niet-financiële sector zich duidelijk van de andere, wat in de lijn ligt van

de bijzonder ernstige teruggang van de economische bedrijvigheid in dat land.

Toen de overheidsschuldencrisis was uitgebroken, gingen de financieringskosten echter steeds meer de financiële gezondheidstoestand van de landen weerspiegelen, vooral voor de financiële sector. Algemeen beschouwd,

GRAFIEK 6 RENDEMENTEN VAN DE LENINGEN VAN DE FINANCIËLE SECTOR IN HET EUROGEBIED

(alle looptijden door elkaar genomen, indexcijfers gewogen aan de hand van de uitstaande bedragen, maandgegevens, in procentpunt)



Bron : Barclays Capital.

(1) Om te vermijden dat er zich een looptijdgebonden vertekening zou voordoen, zijn de hier gebruikte rendementen van de overheidsleningen zodanig geselecteerd dat de looptijden van de overheids- en private leningen zo goed mogelijk met elkaar overeenstemmen.

namen de financieringskosten van de financiële vennootschappen in de met moeilijkheden kampende landen aanzienlijk toe, terwijl ze in de financieel gezondere staten minder onder druk stonden. Zo liep de kost van marktfinanciering in de Spaanse financiële sector, die eind 2009 nog een van de laagste van het eurogebied was, in de loop van 2010 fors op, terwijl die in de Duitse financiële sector stabiel bleef. Het rechtstreeks verband tussen de financieringskosten van de overheids- en financiële sector blijkt overigens uit de vanaf het najaar van 2009 relatief stabiele rendementsverschillen tussen de obligaties van de financiële sector en die van de overheidssector.

Deze nauwe banden bevatten evenwel geen aanwijzingen van een causaliteit die, in het licht van de financiële crisis, in de beide richtingen moet worden beschouwd. Het is bijvoorbeeld duidelijk dat het in Ierland veel eerder de redding van de financiële sector is die op de financieringskosten van de Staat weegt, terwijl het in Griekenland de bankinstellingen zijn die als allereerste de gevolgen ondergaan van het slecht beheer van de overheidsfinanciën in dat land.

Wat de niet-financiële sector betreft, zijn de verschillen inzake financieringskosten ten opzichte van de overheidssector veeleer kleiner geworden. In verschillende landen

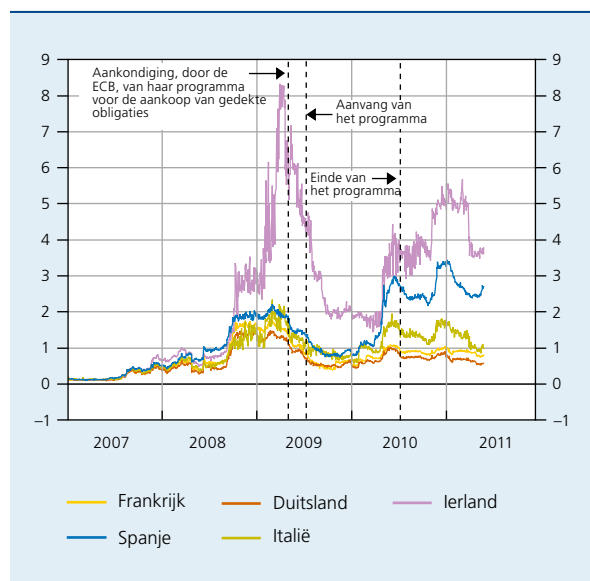
Kader 2 – Programma voor de aankoop van gedekte obligaties van de ECB

Naast de klassieke obligaties, zijn de gedekte obligaties in verschillende landen van het eurogebied belangrijke financieringsinstrumenten voor de banken. Kort na het faillissement van Lehman Brothers gingen de rendementen van deze laatste fors de hoogte in, waardoor de financiering van heel wat kredietinstellingen potentieel in het gedrang kwam. Tegen die achtergrond en teneinde de futloos geworden markt nieuw leven in te blazen, kondigde de Raad van Bestuur van de ECB op 7 mei 2009 de lancering aan van een programma voor de aankoop van gedekte obligaties (Covered bond purchase programme – CBPP). Dit programma, dat er op gericht was de bancaire kredietverlening aan de niet-financiële sectoren van de economie te ondersteunen, was uitgesmeerd

over de periode van 6 juli 2009 tot 30 juni 2010 en er werden activa aangekocht ten bedrage van nominaal € 60 miljard. Na de lancering van het programma, werden de rendementsverschillen kleiner. In sommige landen namen het aantal emittenten en de uitstaande bedragen overigens gevoelig toe, waardoor hun markten voor gedekte effecten verdiepten en verruimden.

RENDEMENTSVERSCHIL VAN DE GEDEKTE OBLIGATIES

(looptijd 1-3 jaar, rendementverschil t.o.v. de Duitse Bund met dezelfde looptijd, indexcijfers gewogen aan de hand van de uitstaande bedragen, daggegevens, in procentpunt)



Bron: Thomson Reuters Datastream.

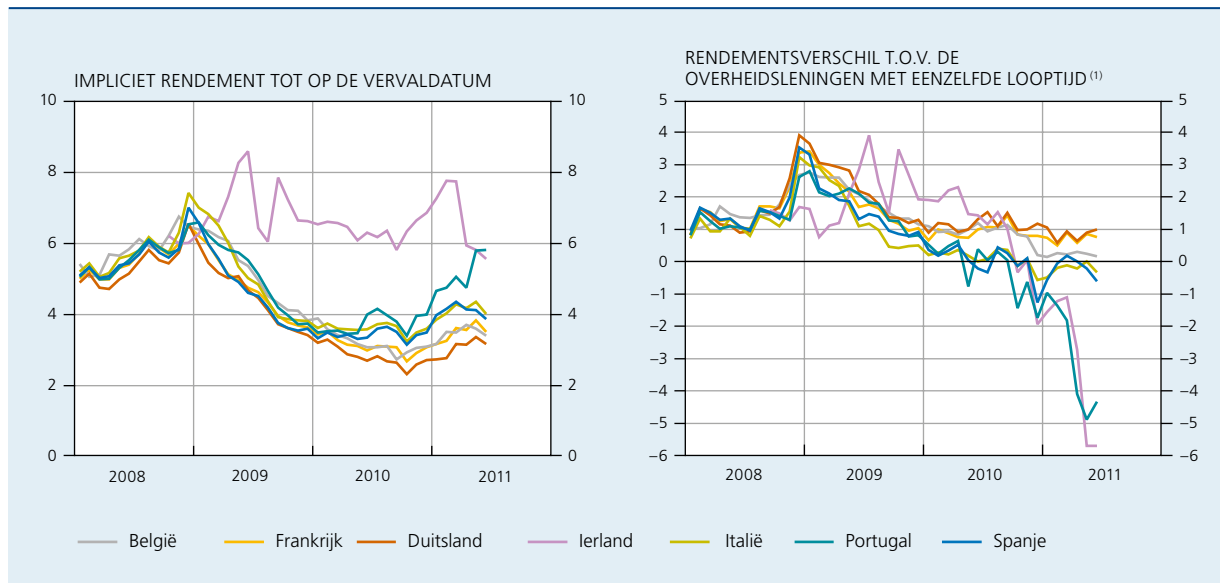
Naarmate de spanningen op de markten van de overheidsschuld in het voorjaar van 2010 opliepen, nam het rendement van de gedekte obligaties in de zwaarst getroffen landen (Ierland en Spanje) opnieuw fors toe, terwijl de Duitse en de Franse markten grotendeels gespaard bleven. Deze ontwikkelingen wijzen erop dat het aankoopprogramma van het Eurosysteem tijdens de eerste fase van de crisis gerechtvaardigd was door de intrinsieke problemen waar de markt van de gedekte obligaties in het hele eurogebied mee werd geconfronteerd – alle landen waren toen getroffen. Een dergelijk programma is daarentegen minder gerechtvaardigd in het geval van de overheidsschuldencrisis waarbij de verstoringen op de markten van de gedekte obligaties voornamelijk te wijten zijn aan problemen inzake de overheidsfinanciën van sommige lidstaten. In dat geval zijn de maatregelen die reeds werden toegelicht in Kader 1 gepaster.

heeft zich zelfs een zekere ontkoppeling voorgedaan tussen de financieringskosten van de niet-financiële en de overheidssector. Die loskoppeling is bijzonder duidelijk in de Staten die de meeste moeilijkheden inzake overheidsfinanciën ondervinden. Zo is het bijvoorbeeld interessant vast te stellen dat een bepaald aantal Portugese of Ierse ondernemingen zich momenteel financieren tegen een lager rentetarief dan dat waartegen hun respectieve

Staten zich financieren. Er zij ter zake evenwel opgemerkt dat de gebruikte indexcijfers soms slechts een zeer klein aantal ondernemingen bevatten, waarvan sommige dochtermaatschappijen zijn van grote internationale groepen. Die indexcijfers geven derhalve niet noodzakelijkerwijs de financieringskosten weer van het geheel van de ondernemingen van het land.

GRAFIEK 7 RENDEMENTEN VAN DE LENINGEN VAN DE NIET-FINANCIËLE SECTOR IN HET EUROGEBIED

(alle looptijden door elkaar genomen, indexcijfers gewogen aan de hand van de uitstaande bedragen, maandgegevens, in procentpunt)



Bron : Barclays Capital.

(1) Om te vermijden dat er zich een looptijdgebonden vertekening zou voordoen, zijn de hier gebruikte rendementen van de overheidsleningen zodanig geselecteerd dat de looptijden van de overheids- en private leningen zo goed mogelijk met elkaar overeenstemmen.

De analyse van de aan marktfinanciering verbonden kosten voor de nationale private sectoren bevestigt aldus in hoge mate de conclusies van de analyse op het niveau van het eurogebied, namelijk dat de overheidsschuldencrisis een significante impact heeft gehad op de financieringskosten van de financiële sector, maar slechts een beperkte weerslag op de financieringskosten van de niet-financiële sector. Ze legt overigens de nauwe band bloot die op nationaal niveau wordt vastgesteld tussen de financieringskosten van de overheidssector en die van de financiële sector.

3. Retailrentetarieven

Zowel de monetairbeleidsbeslissingen als de impact van de financiële crisis en, meer recentelijk, de impact van de overheidsschuldencrisis op de financieringskosten van de banken zijn tot uiting gekomen in het renteverloop op de geld- en obligatiemarkten. Dat renteverloop kan echter op zijn beurt de rentetarieven hebben beïnvloed die de banken bieden aan huishoudens en ondernemingen. In deze paragraaf wordt ingegaan op de transmissie van rentewijzigingen tussen de marktrenten en de retailrentetarieven. Na een korte beschrijving van het verloop van de retailrentetarieven tijdens de crisis, wordt getracht de marktrente vast te leggen die relevant is voor het bepalen van ieder geanalyseerd retailrentetarief en wordt

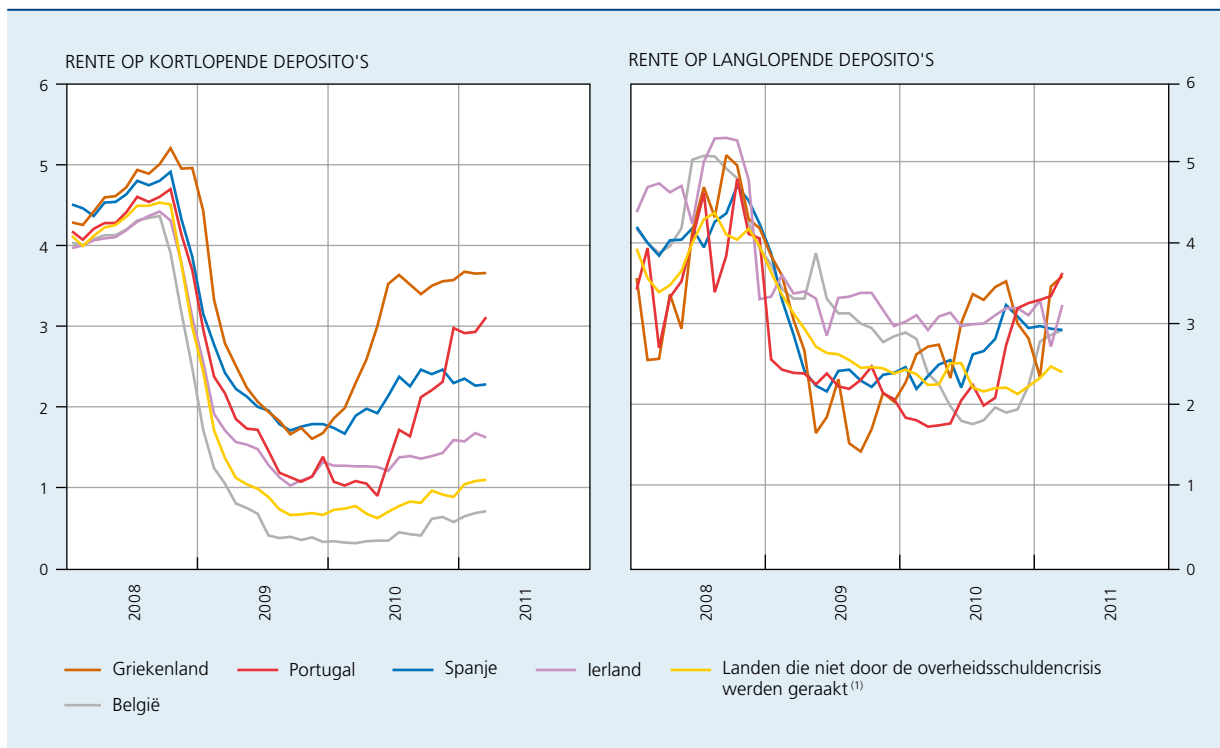
nagegaan welke implicaties dat verband heeft gehad voor de dynamiek van de transmissie tijdens de crisis.

3.1 Verloop van de retailrentetarieven in het eurogebied tijdens de crisis

De bancaire retailrentetarieven van de landen van het eurogebied hadden sedert de oprichting van de economische en monetaire unie aanzienlijk geconvergeerd, zowel voor de deposito's als voor de leningen. Ze werden echter in verschillende mate getroffen door de effecten van de financiële crisis en door de beroering op de markten van de overheidsschuld. Ze reageerden derhalve verschillend op de wijzigingen in de leidinggevende rentetarieven waartoe de ECB besloot. Het is de bedoeling in deze paragraaf het verloop van een en ander sedert begin 2008 te analyseren.

De in dit artikel voorgestelde retailrentetarieven zijn afkomstig van de geharmoniseerde enquête naar de rentetarieven van de monetaire financiële instellingen van het eurogebied (MFI Interest Rates – MIR). De gegevens zijn sedert januari 2003 op maandbasis beschikbaar. Deze enquête vervangt de RIR-enquête (RIR staat voor Retail Interest Rate) die niet-geharmoniseerde statistieken over de bancaire rentetarieven verschafte⁽¹⁾. In het kader van deze analyse wordt gebruik gemaakt van de tarieven die de banken toepassen op de nieuwe contracten teneinde

GRAFIEK 8 KORT- EN LANGLOPENDE CREDITRENTETARIEVEN IN VERSCHILLENDE LANDEN VAN HET EUROGEBIED



Bronnen : NBB, ECB.

(1) Duitsland, Oostenrijk, Finland, Frankrijk en Nederland.

een duidelijk zicht te krijgen op de rentewijzigingen in de tijd. Het gaat om synthetische rentetarieven die overeenstemmen met aan de hand van de bedragen van de nieuwe contracten gewogen gemiddelden van de tarieven die door de monetaire en financiële instellingen in ieder land worden toegepast. Zo wordt het niveau ervan beïnvloed door het relatieve gewicht van de looptijden van hun componenten: gelet op de positieve helling van de rendementscurve tijdens de crisis, ligt het gemiddelde rentepeil lager wanneer de korte looptijden zwaarder wegen, en omgekeerd. Derhalve weerspiegelen de niveauverschillen in zekere mate de voorkeuren van ieder land wat looptijden betreft, en ze dienen dus enigszins omzichtig te worden geïnterpreteerd. De reeks met betrekking tot de landen die niet door de overheidsschuldencrisis werden getroffen (Duitsland, Oostenrijk, Finland, Frankrijk en Nederland) is het gemiddelde (gewogen aan de hand van de bedragen die met de nieuwe contracten gemoeid zijn) van de bancaire rentetarieven die er worden toegepast. Dit artikel heeft betrekking op de periode januari 2007 tot maart 2011, de laatste maand waarvoor de gegevens beschikbaar waren op het einde van mei 2011.

Net zoals de markrentes, lieten de korte rentes doorgaans een markanter verloop optekenen dan de lange rentes. Zowel de stijging van het leidinggevend rentetarief in juni 2008 als de opeenvolgende verlagingen ervan door de ECB vanaf oktober 2008 werden er dan ook sterker in doorberekend.

Wat de creditrentetarieven betreft, stemt de kortlopende depositorente overeen met de gemiddelde rente, gewogen aan de hand van de uitstaande bedragen, van de deposito's op minder dan een jaar die zijn gevormd door de huishoudens en de ondernemingen, terwijl de langlopende rente gelijk is aan de gemiddelde rente voor de deposito's op meer dan een jaar. De algemene neerwaartse tendens die in het najaar van 2008 inzette, bleek coherent met het verloop van de markrentes, hoewel er tussen de landen een zekere heterogeniteit inzake transmissie werd opgetekend. Zo nam vanaf het najaar 2008 de rentespreiding tussen de landen aanzienlijk toe, vooral voor de korte rente. Vanaf 2010 werd de spreiding bovendien nog groter als gevolg van de overheidsschuldencrisis: vanaf het begin van dat jaar liep de korte rente op in de landen die het zwaarst door de financiële moeilijkheden werden getroffen (in het bijzonder Griekenland, Spanje en Portugal), terwijl in de landen die het minst moeilijkheden

(1) Voor een gedetailleerde beschrijving van de verschillen tussen de beide enquêtes, zie Baugnet en Hradisky (2004).

ondervonden, de stijging van de kortlopende deposito-rente recenter en veel minder uitgesproken is. Dit zou te maken kunnen hebben met het feit dat de kredietinstellingen in de zwaarst door de schuldencrisis getroffen landen de geldopvragingen willen beperken teneinde een essentiële financieringsbron in stand te houden en zodoende te vermijden dat hun balans steeds brozer zou worden.

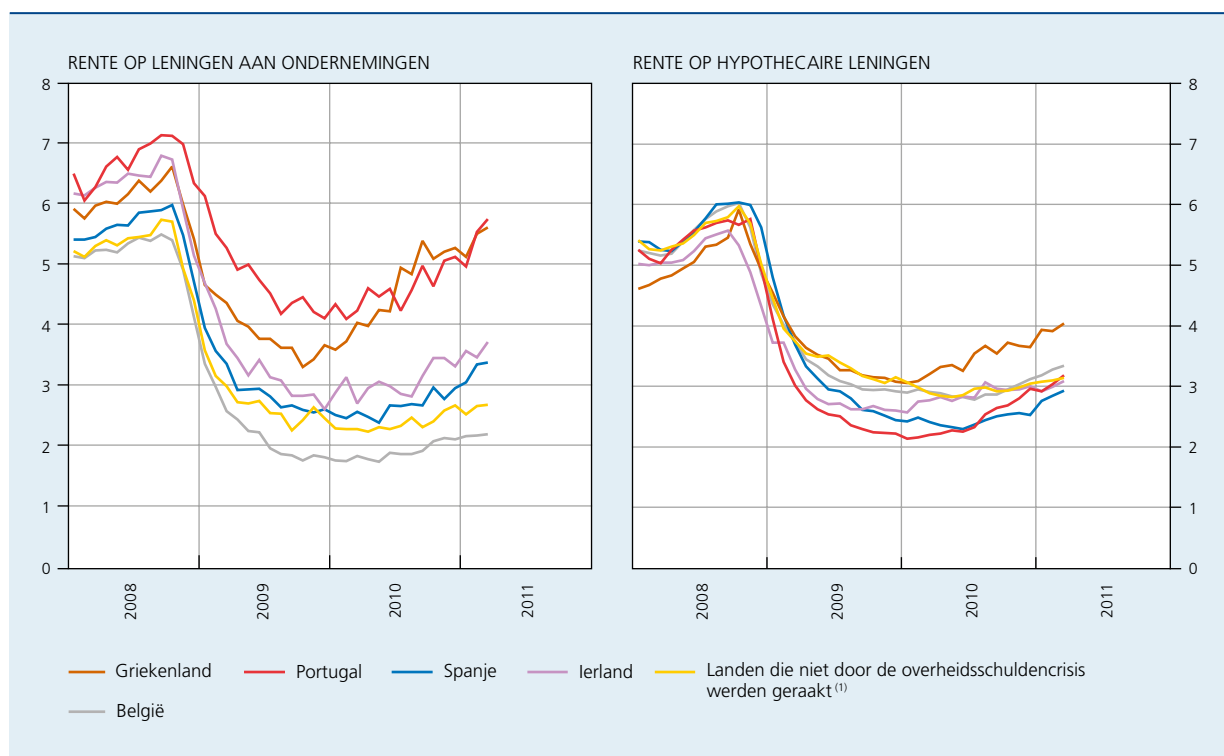
Wat de debetrentetarieven betreft, vertegenwoordigt de korte rente van de leningen aan niet-financiële vennootschappen de rentetarieven op minder dan een jaar voor de leningen waar bedragen van zowel meer als minder dan € 1 miljoen mee gemoeid zijn. Net zoals de kortlopende creditrente nam zij in de loop van 2008 toe, vooraleer bruusk in te storten als gevolg van de renteverlagingen door de ECB. Tijdens de neerwaartse fase werden de verschillen tussen de landen groter. Aanvankelijk bleven ze relatief beperkt en konden ze blijkbaar in hoge mate worden toegeschreven aan verschillen tussen de landen wat de gemiddelde looptijd betrof. Ze werden echter aanzienlijk groter vanaf eind 2009 en vooral aan het begin van 2010, toen de kredietinstellingen van de landen die het zwaarst door de overheidsschuldencrisis werden getroffen sterker dan de andere hun rentetarieven

optrokken, waardoor ze de stijging van hun financieringskosten afwentelden.

Ook de tarieven voor hypothecaire leningen met variabele rente en met een herziening op ten hoogste een jaar (hier beschouwd als kortlopende leningen) omvatten de tot oktober 2008 opwaartse tendens van de leidinggevende tarieven en de daling ervan sedertdien. De rentespreiding tussen de verschillende landen bleef echter veel beperkter, hoewel ze naar het einde van 2009 toe ook groter werd. Net zoals voor de kredieten aan ondernemingen, trokken de banken van de zwaarst door de overheidsschuldencrisis getroffen landen hun rentetarieven blijkbaar fors op dan de andere, maar de stijging was duidelijk minder uitgesproken dan voor de kortlopende kredieten aan ondernemingen.

De langlopende debetrentetarieven van hun kant stemmen overeen met de rente op de kredieten voor meer dan een jaar. Algemeen beschouwd, kon hetzelfde worden vastgesteld als voor de kortlopende debetrentetarieven. Ze volgden de tendens van de marktrentes, hoewel hun bewegingen minder uitgesproken waren omdat de lange marktrentes relatief stabiel zijn, en de spreiding nam toe tegen de achtergrond van de schuldencrisis. De in

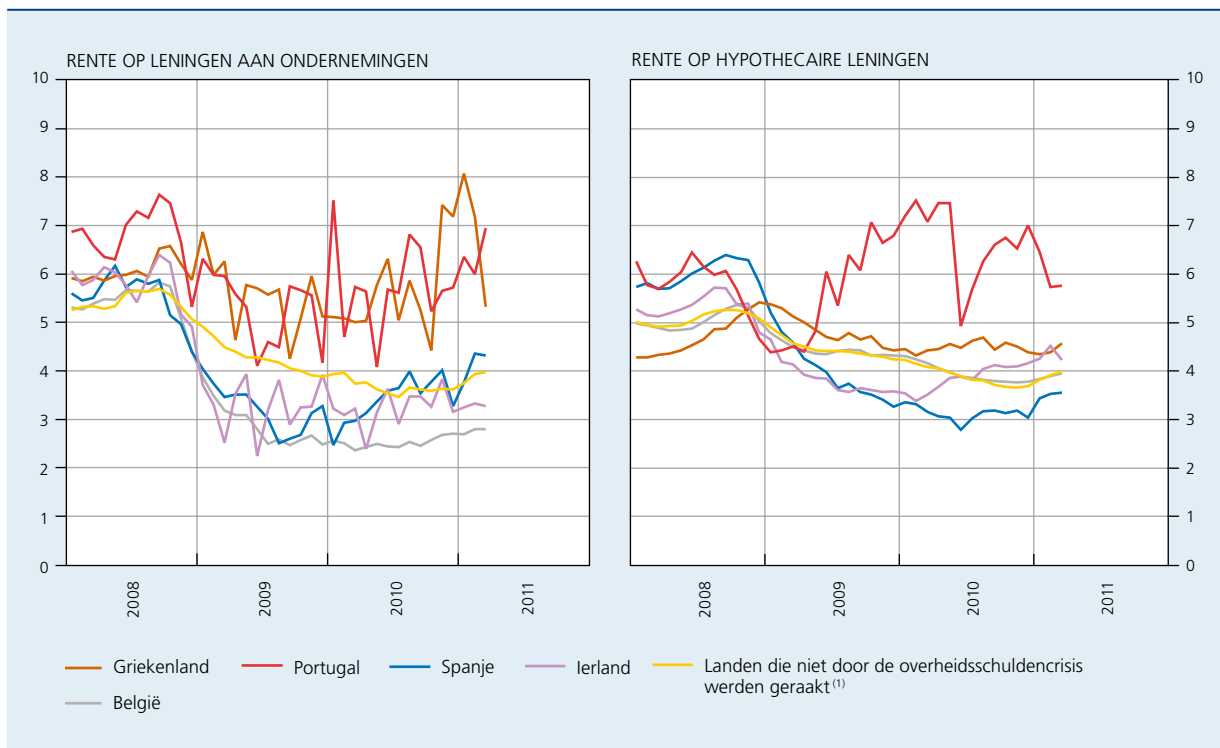
GRAFIEK 9 KORTLOPENDE DEBETRENTETARIEVEN IN VERSCHILLENDE LANDEN VAN HET EUROGEBIED



Bronnen: NBB, ECB.

(1) Duitsland, Oostenrijk, Finland, Frankrijk en Nederland.

GRAFIEK 10 LANGLOPENDE DEBETRENTETARIEVEN IN VERSCHILLENDE LANDEN VAN HET EUROGEBIED



Bronnen: NBB, ECB.

(1) Duitsland, Oostenrijk, Finland, Frankrijk en Nederland.

verschillende landen zeer volatiele rente op de kredieten aan ondernemingen, van haar kant, wordt verklaard door de geringe en volatiele bedragen die met dit type leningen gemoeid zijn. Het gewicht van de langlopende leningen in de landen die het zwaarst door de overheidsschuldencrisis werden getroffen, is immers vrij gering in vergelijking met dat van de leningen op korte termijn. Meer algemeen speelt de korte termijn in deze landen een doorslaggevende rol en de korte rentes zijn er derhalve veel belangrijker dan gemiddeld beschouwd in het eurogebied.

In België sluiten de retailrentetarieven doorgaans nauw aan bij die van de landen die niet door de overheidsschuldencrisis werden getroffen; soms liggen ze er zelfs onder. Het bijzonder lage peil van de aan de ondernemingen geboden korte rentes heeft te maken met het relatief zware gewicht van de zeer korte looptijden voor de leningen en de deposito's aan niet-financiële vennootschappen: de deposito's op minder dan een maand van de niet-financiële vennootschappen maken immers ongeveer 40 % uit van het geheel van de deposito's op minder dan een jaar en als gevolg van het feit dat dat ze gebaseerd zijn op een marktrente met een overeenstemmende

looptijd, oefenen ze een neerwaartse invloed uit op het geaggregeerde rentetarief voor het geheel van de deposito's op minder dan een jaar. Zo ook heeft tussen 40 en 50 % van de kortlopende kredieten aan ondernemingen een looptijd van minder dan een maand. Bij de langlopende kredieten aan ondernemingen zijn ook de kortere looptijden relatief belangrijker, wat het lage synthetische tarief verklaart.

Dat de stijging van de Belgische rentetarieven sedert begin 2010 gematigd was, is coherent met de hierboven vermelde conclusie, namelijk dat de weerslag van de overheidsschuldencrisis op de financieringskosten van de Belgische banken tot dusver beperkt is gebleven, hoewel hij sedert eind 2010 de neiging vertoont zwaarder te worden.

3.2 Analyse van het transmissiemechanisme naar de retailrentetarieven tijdens de crisis

Om de transmissie van het monetair beleid tijdens de crisis te analyseren, moet eerst worden nagegaan of het verband tussen de marktrenten en de retailrentetarieven

tijdens die periode stabiel is gebleven. Daartoe moet men trachten te bepalen welke marktrentes relevant zijn om de vaststelling van de retailrentetarieven te verklaren.

Op basis van het tijdens de jaren voorafgaand aan de crisis erg vergelijkbare verloop van de marktrentes die in aanmerking komen om de retailrentes te bepalen, kan immers niet eenduidig worden uitgemaakt ten opzichte van welke referentierente de retailrentetarieven werden vastgesteld. Een van de gevolgen van de financiële crisis was evenwel dat de verschillen tussen de marktrentes met vergelijkbare looptijden groter werden, waardoor nauwkeuriger kan worden nagegaan welke rente relevant is om de retailrentetarieven vast te stellen. Dit kan zowel op de korte als op de langere tarieven worden toegepast. Zo is er sedert augustus 2007 een groot verschil tussen de Euribor en de OIS, terwijl de langlopende swaprente en de rente op overheidsleningen eind 2009 (en vooral vanaf 2010) sterker gingen divergeren naarmate de overheids-schuldencrisis verscherpte.

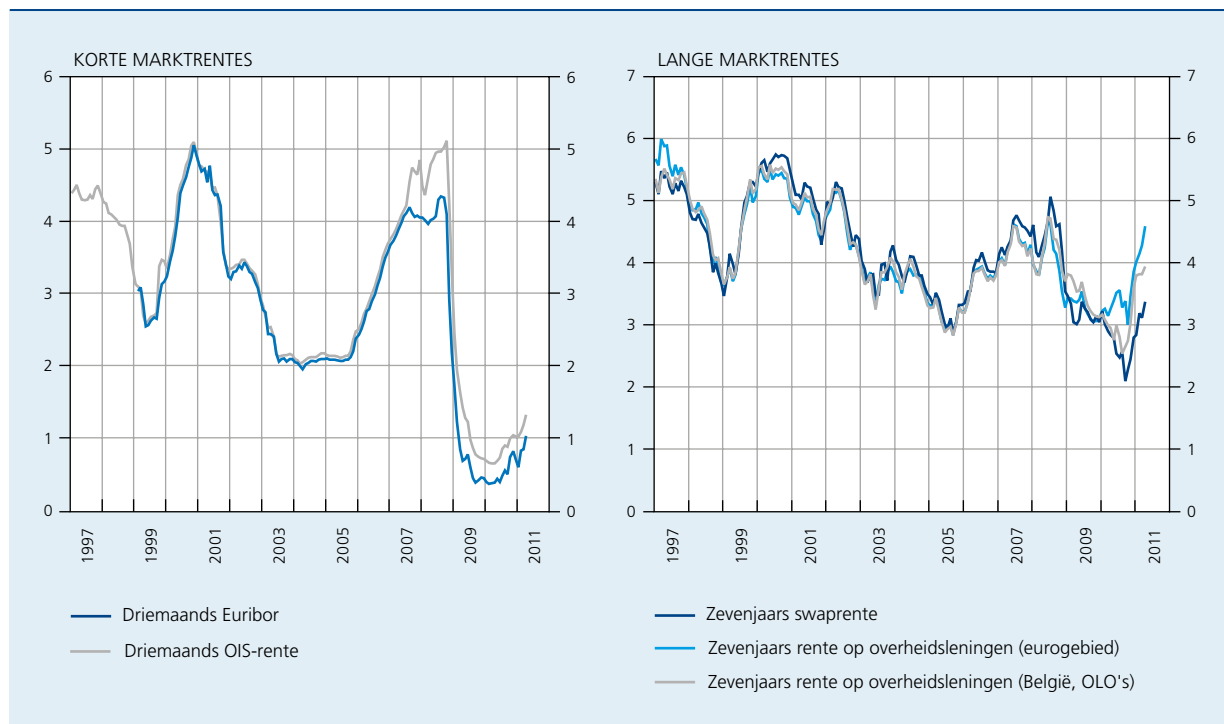
Op basis van de tijdens de crisis opgetekende verschillen tussen de marktrentes kan deze kwestie dus worden onderzocht. Die verschillen maken het ook mogelijk de eventuele aan de crisis te wijten verstoringen van het transmissiemechanisme van het monetair beleid te

analyseren, net als de mogelijke transmissie van de aan de crisis verbonden risicopremies. Indien uit de analyse blijkt dat de relevante korte rente de Euribor is, wijst dit er immers op dat de afwijking ten opzichte van de OIS afgewenteld werd op de retailrentetarieven, wat kan worden beschouwd als een verstoring van het transmissiemechanisme. Wat de lange rentes betreft, zou, als de relevante rente de rente op de overheidsleningen is, de overheidsschuldencrisis op haar beurt een factor zijn die het transmissiemechanisme verstoort.

3.2.1 Methodologie

Op grond van theoretische overwegingen wordt verwacht dat er een stabiel verband bestaat tussen de marktrentes en de retailrentetarieven en dat de causaliteit verloopt van de marktrentes naar de retailrentetarieven. In de praktijk kan deze hypothese worden getest door gebruik te maken van een vectormodel met foutcorrectie (vector error correction model – VECM), waarbij er wordt van uitgegaan dat er tussen beide tarieven op lange termijn een stabiel verband bestaat. Deze methode wordt vaak toegepast bij de analyse van de monetairbeleidstransmissie⁽¹⁾, aangezien dit type model het mogelijk maakt dat langetermijnverband te kwantificeren, de richting van de

GRAFIEK 11 KORTE EN LANGE MARKTRENTES



Bronnen: NBB, ECB.

Kader 3 – In dit artikel gebruikte marktrentes

- ▶ **Eonia (Euro OverNight Index Average)**: referentietarief voor de niet-gewaarborgde bankdeposito's met een looptijd van één dag in het eurogebied (daggeldrente). In normale tijden is het deze rente die de ECB tracht te sturen.
- ▶ **Driemaands Euribor (Euro Interbank Offered Rate)**: driemaands referentietarief voor de niet-gewaarborgde interbancaire deposito's. De driemaands Euribor wordt vaak gebruikt als referentietarief om de rente te bepalen van de leningen aan huishoudens en ondernemingen. De Euribor wordt eveneens berekend voor andere looptijden die begrepen zijn tussen één week en twaalf maanden. In dit artikel wordt ook de zesmaands Euribor gehanteerd.
- ▶ **Driemaands OIS-rente (Overnight Indexed Swap Rate)**: vaste rente betaald als tegenwaarde voor een stroom van betalingen gebaseerd op de daggeldrente Eonia over een periode van drie maanden. Ze geeft in hoofdzaak de marktverwachtingen weer ten aanzien van de daggeldrente voor de drie komende maanden. Het verschil tussen de driemaands OIS-rente en de driemaands Euribor geeft een indicatie van de omvang van het krediet- en liquiditeitsrisico op de niet-gewaarborgde geldmarkt. Dat renteverskil is derhalve een goede indicator van de spanningen op die markt. In dit artikel wordt eveneens gebruik gemaakt van de zesmaands OIS-rente.
- ▶ **Zevenjaars swaprente**: vaste rente betaald als tegenwaarde voor een stroom van betalingen gebaseerd op de zesmaands Euribor over een periode van zeven jaar. Deze rente wordt niet beïnvloed door het kredietrisico, maar door het risico dat een van de contracterende partijen in gebreke zal blijven. Er bestaan ook swaprentes voor andere looptijden.
- ▶ **Zevenjaars rente op overheidsleningen**: lange rente op overheidsleningen. Het verschil tussen de zevenjaars swaprente en de zevenjaars rente op overheidsleningen geeft een indicatie van de omvang van het krediet- en liquiditeitsrisico op de markt van de overheidsschuld.

causaliteit te bepalen alsook de overgangsdynamiek voor de beide variabelen in kwestie in kaart te brengen.

waarin br het bancaire retailrentetarief is; mr de als referentie gebruikte marktrente is; de coëfficiënten α de aanpassingssnelheden weergeven in de richting van het

Het geraamde formele verband is het volgende systeem :

$$\Delta br_t = \alpha_{br} (br_{t-1} - \beta mr_{t-1} - \gamma) + \sum_{i=1}^n \partial_{br,t-i} \Delta br_{t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_{br,t-i} \Delta mr_{t-i} + u_{br,t}$$

$$\Delta mr_t = \alpha_{mr} (br_{t-1} - \beta mr_{t-1} - \gamma) + \sum_{i=1}^n \partial_{mr,t-i} \Delta br_{t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_{mr,t-i} \Delta mr_{t-i} + u_{mr,t}$$

(1) Zie, bijvoorbeeld, Mojon (2000), Toolsema, Sturm en Haan (2002), Baugnet en Hradisky (2004), Sorensen en Werner (2006), ECB (2009).

langetermijnevenwicht; β de transmissiegraad op lange termijn meet; de verschillende coëfficiënten θ en δ de kortetermijndynamiek meten; en de u fouttermen zijn. De term tussen haakjes is de co-integratievector die het langetermijnverband tussen de tarieven weergeeft, terwijl de overige componenten van iedere vergelijking de kortetermijndynamiek beschrijven. De constante (γ) in de foutcorrectieterm maakt het, in dit eenvoudig model, mogelijk rekening te houden met andere factoren die de rentebepaling beïnvloeden en die in onze analyse niet worden gespecificeerd (bijvoorbeeld de graad van concurrentie tussen de banken). Het aantal vertragingen dat in elk model wordt gebruikt (n), wordt gekozen op basis van het informatiecriterium van Schwarz. Op lange termijn bestaat er een stabiel verband – een zogeheten «verband van co-integratie» – tussen de marktrente en het retailrentetarief en bovendien gaat de causaliteit van dit verband in de goede richting – dat wil zeggen van de marktrente naar het retailrentetarief – als α_{br} significant negatief is (hoe negatiever hoe sneller de aanpassing naar het langetermijnverband verloopt) en als, daarentegen, α_{mr} niet significant is. Op basis van de raming van het volledige systeem, en niet alleen van de vergelijking voor het retailrentetarief, kan derhalve de degelijkheid van de uitgangshypothese worden nagegaan. De transmissiegraad op lange termijn van zijn kant geeft aan in welke mate het retailrentetarief na verloop van tijd de wijzigingen in de marktrente zal bevatten. Een unitaire transmissiegraad ($\beta = 1$) wijst op een volledige transmissie. Bovendien maakt de behandeling van de beide tarieven in een geïntegreerd systeem het – dankzij een orthogonale transformatie van de fouttermen $u^{(1)}$ – mogelijk de wijziging van de beide variabelen uit te splitsen als zijnde het resultaat van twee structurele schokken: de schok in de marktrente en die in het retailrentetarief.

Ieder bestudeerd retailrentetarief wordt vergeleken met twee referentiemarktrentes, met de bedoeling uit te maken wat het meest relevante tarief is om het retailrentetarief te bepalen. De korte marktrentes zijn de OIS-rente en de Euribor. De lange marktrentes zijn de swaprente en de rente op de overheidsobligaties met een overeenkomstige looptijd. Ieder model wordt bovendien geraamd op basis van twee stalen teneinde na te gaan hoe stabiel het verband is tussen elke marktrente en het retailrentetarief. Het eerste staal heeft betrekking op de periode vóór de crisis; het start in januari 1997 en eindigt in juli 2007. Het tweede staal omvat ook de crisisperiode en eindigt in februari 2011, laatste maand waarvoor gegevens beschikbaar

waren op het ogenblik van de ramingen. De resultaten van deze ramingen worden samengevat in de tabel als bijlage.

Voor elk van de geraamde modellen zullen de hoger gestelde vragen kunnen worden beantwoord op basis van de analyse van de impulse-response functies en van de historische ontbindingen.

Dankzij de impulse-response functies kan worden aangetoond hoe het retailrentetarief reageert op een marktrenteschok. Uit die reactie vóór en na de crisis, met elk van de beschouwde marktrentes, zal blijken hoe stabiel de verbanden zijn tussen het retailrentetarief en iedere marktrente, wat bijdraagt tot het bepalen van de meest relevante marktrente. Er mag immers worden van uitgegaan dat het tarief dat een in hoge mate stabiel verband vertoont met het retailrentetarief, het meest relevante tarief is aangezien het verband tussen beide zelfs tijdens de crisis overeind bleef.

Volgens de techniek van de historische ontbinding kan worden bepaald in hoeverre het retailrentetarief wordt verklaard door:

- een referentieniveau (projectie van de variabele bij ontstentenis van schokken in de marktrente en in het retailrentetarief);
- de bijdrage van een marktrenteschok (dynamisch effect op het retailrentetarief van een normale transmissie van de marktrenteschok);
- de bijdrage van een schok in het retailrentetarief zelf (verklaart het specifieke verloop van de retailrente dat niet kan worden toegeschreven aan de tweede factor).

Als het model overeenstemt met de uitgangshypothese, volgens welke het de marktrente is die het verloop van het retailrentetarief bepaalt, zal het gedeelte dat toe te schrijven is aan de marktrenteschokken aanzienlijker zijn dan het gedeelte dat te maken heeft met de schokken in het retailrentetarief zelf. Heeft de financiële crisis evenwel een invloed op de retailrentetarieven en op het transmissiemechanisme (bovenop de invloed die verband houdt met de keuze van de relevante marktrente), dan zal die impact tot uiting komen in de bijdrage van deze tweede schok. Bovendien is het teken van de bijdrage van deze schok tijdens de financiële crisis een belangrijk element in de analyse: in principe mag worden verwacht dat de eventuele ontwrichtingen in de transmissie als gevolg van de crisis zich vertalen in een positieve en relatief persistente bijdrage van deze schok. Dat zou er immers op wijzen dat, in vergelijking met een normale transmissie, het retailrentetarief te hoog is ten opzichte van de marktrente en dat het dus als gevolg van de crisis een supplementaire risicopremie bevat.

(1) Daartoe is een zogeheten Choleski-ontbinding gebruikt (Enders (2003)). Wat de volgorde van de variabelen betreft, werd de marktrente beschouwd als de meest exogene rente (geen onmiddellijke impact op de marktrente van de schok op de retailrente).

De tijdreeksen van de banktarieven werden opgesteld op basis van de retailrentetarieven (retail interest rates, RIR) afkomstig van de vroegere enquête bij de kredietinstellingen, beschikbaar tot september 2003, en de rentetarieven van de financiële instellingen (MIR), beschikbaar vanaf januari 2003, afkomstig van de nieuwe geharmoniseerde enquête naar de rentetarieven in het eurogebied. Voor ieder rentetarief werden de beide statistische reeksen gecombineerd door het renteverskil voor de maand januari 2003 systematisch toe te rekenen aan de oude tijdreeks en door de dynamiek van elke reeks te vrijwaren. Er is nagegaan of er tussen de twee reeksen een hoge graad van correlatie bestaat voor de negen maanden waarvoor men over gemeenschappelijke gegevens beschikt⁽¹⁾.

De gebruikte marktrentes zijn, voor de korte termijn, de Euribor (en de BIBOR voor de analyse van de Belgische tarieven tot december 1998) en de OIS-rente. Voor de lange termijn wordt gebruik gemaakt van de swaprentes en de rentetarieven voor overheidsleningen van het eurogebied (synthetische) elk op drie en zeven jaar, alsook van de rente op zevenjaars Belgische overheidsobligaties (lineaire obligaties) om de langlopende retailrentetarieven in België te analyseren.

(1) Ofschoon het gebruik van deze, niet-homogene, reeksen niet ideaal is, valt het in een geval als dit te rechtvaardigen. Hier moet immers gekozen worden voor niet-homogene reeksen of voor een geringer aantal voor de analyse beschikbare gegevens. Een gelijkaardige aanpak werd toegepast in ECB (2009).

3.2.2 Resultaten

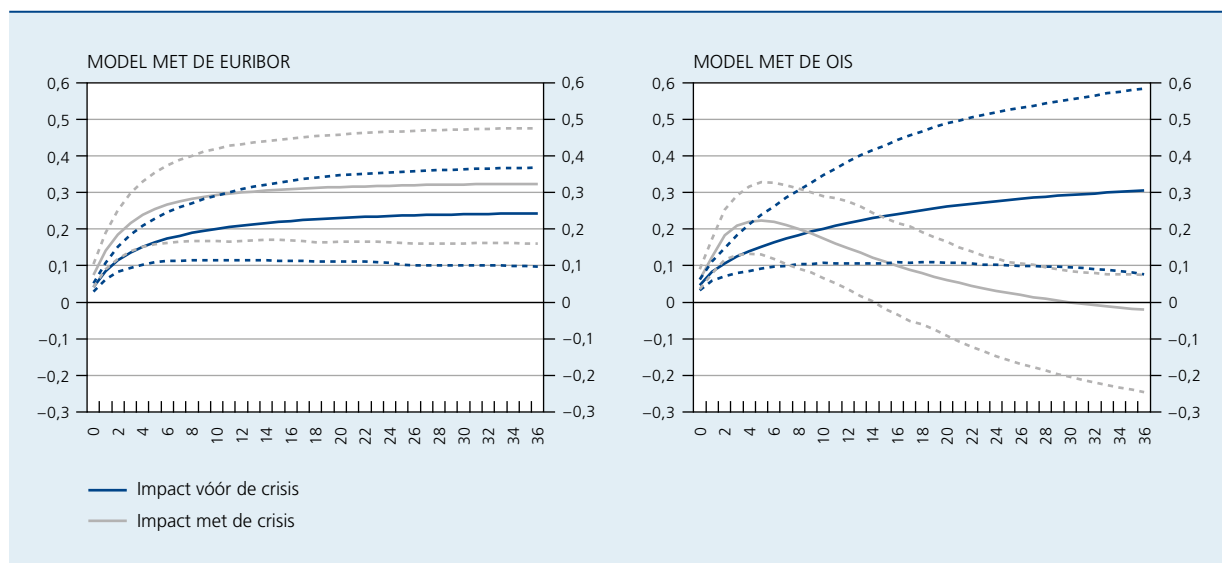
Deze analyse is niet bedoeld om op exhaustieve wijze te onderzoeken wat de impact was van de crisis op de transmissie van het monetair beleid in het eurogebied en in België, maar wel om een aantal problemen toe te lichten die tijdens de crisis met de transmissie gepaard gingen. De studie wordt dus verricht voor een selectie van debet- en creditrentetarieven, op korte en lange termijn, die door de banken in het eurogebied en in België worden aangeboden.

3.2.2.1 Eurogebied

Bij de analyse van de rentetarieven van het eurogebied zijn zowel credit- als debetrentetarieven betrokken. Bij de creditrentetarieven worden de rente op zichtdeposito's en die op spaardeposito's geanalyseerd. Wat de debetrentetarieven betreft, wordt een analyse gemaakt van de rentetarieven op kort- en langlopende kredieten aan ondernemingen alsook van de rente op het consumentenkrediet. Op één model na, is voor alle geraamde modellen een co-integratieverband gebleken. De resultaten voor de beide stalen worden in de bijlage gedetailleerd toegelicht.

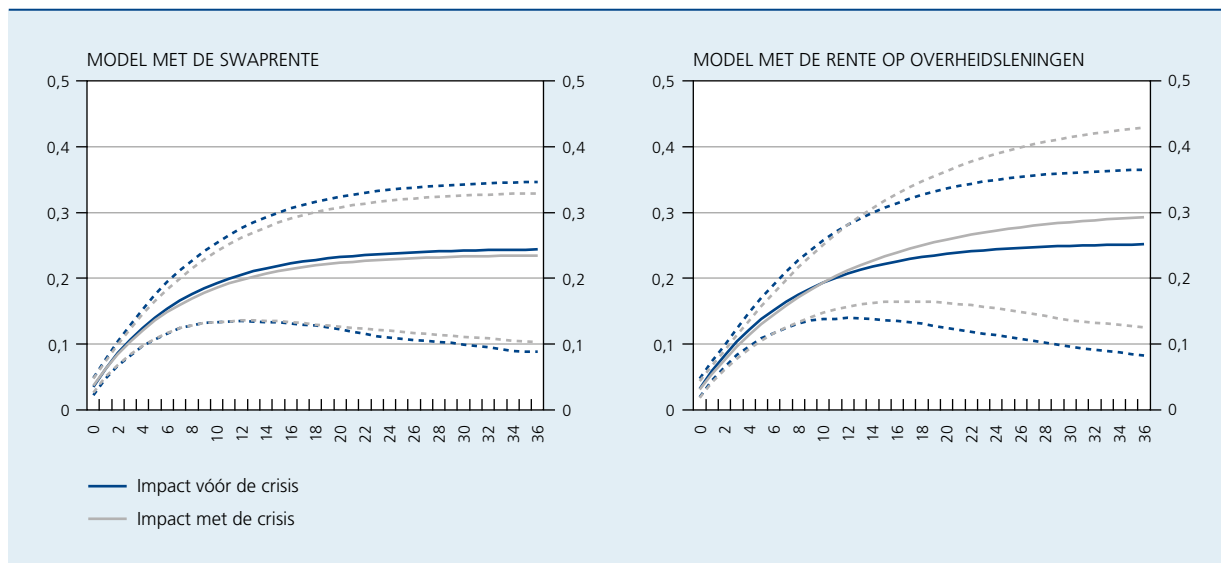
Om te beginnen, kan op basis van de vergelijking van de impulse-response functies worden aangetoond in welke mate de modellen gedurende de hele tijdreeks stabiel zijn, en dit ten opzichte van de twee beschouwde marktrentes. De grafieken met betrekking tot de impulse-response

GRAFIEK 12 IMPULSE-RESPONSE FUNCTIES VAN DE RENTE OP KORTLOPENDE LENINGEN AAN ONDERNEMINGEN IN HET EUROGEBIED NA EEN SCHOK IN DE MARKTRENTE



Bronnen : NBB, ECB.

GRAFIEK 13 IMPULSE-RESPONSE FUNCTIES VAN DE RENTE OP LANGLOPENDE LENINGEN AAN ONDERNEMINGEN IN HET EUROGEBIED NA EEN SCHOK IN DE MARKTRENTRE



Bronnen: NBB, ECB.

functies meten de effecten van een schok die de omvang heeft van een standaardafwijking (die zich voordoet tijdens periode 0) in de loop van de 36 daaropvolgende periodes (maanden), en geven aan of die impact permanent of tijdelijk is. Ze bevatten betrouwbaarheidsintervallen, geraamd volgens de bootstrap-methode van Hall⁽¹⁾, met een waarschijnlijkheid van 95 %.

De conclusies zijn het meest uitgesproken voor de korte rentes. Voor deze laatste waren de gehanteerde marktrentes immers reeds vanaf de tweede helft van 2007 beginnen te divergeren. Zowel voor de rente op kortlopend krediet aan ondernemingen als voor de zichtdeposito's is, in de op basis van de Euribor geraamde modellen, de impact van de schok in de marktrente vrij stabiel en permanent voor de twee beschouwde stalen. De op basis van de driemaands OIS-rente geraamde modellen, daarentegen, worden problematisch zodra de crisisperiode bij de analyse wordt betrokken. In het geval van de rente op kortlopende kredieten aan ondernemingen heeft de schok in het OIS-tarief niet langer een permanente impact op het retailrentetarief als de analyse wordt verricht aan de hand van de lange reeks, terwijl het effect van de Euribor vóór en na de crisis vrij vergelijkbaar was (wat getuigt van de stabiliteit van het verband). Een soortgelijk

resultaat werd verkregen voor de zichtdeposito's (hier niet toegelicht). Wat de spaardeposito's betreft (hier evenmin toegelicht), zijn de impulse-response functies niet duidelijk wat de relevante rente betreft.

Dit wijst erop dat de kortlopende retailrentetarieven tijdens de crisis het verloop van de Euribor volgden, veeleer dan dat van de OIS-rente. Deze tarieven kunnen dus worden beschouwd als zijnde «besmet» door het groeiende ecart tussen de twee marktrentes; terzelfder tijd kon, zoals eerder toegelicht, dat effect worden tegengegaan door de buitengewone maatregelen van de ECB; dat gebeurde door de OIS-rente te verlagen tot een niveau onder het leidinggevende basistarief van de ECB met een neerwaartse impact op de Euribor tot gevolg.

Aan de hand van de analyse van de langerlopende rentes kan worden nagegaan of de overheidsschuldencrisis een zware impact heeft gehad (of kan hebben) op de kosten van het krediet aan ondernemingen en huishoudens in het eurogebied via de ecarts tussen de rentetarieven op overheidsleningen en de swaprentes. In het geval van de rente op langlopende kredieten aan ondernemingen, zijn de verhoudingen tussen de lange rentes na de crisis zeer stabiel gebleven, en zeer vergelijkbaar, zowel voor de swaprente als voor de rente op overheidsleningen. In tegenstelling tot de vorige oefening lijkt het dus nog te vroeg om eenduidige conclusies te trekken inzake de impact van de overheidsschuldencrisis op dit rentetarief, wellicht vanwege het geringe aantal gegevens

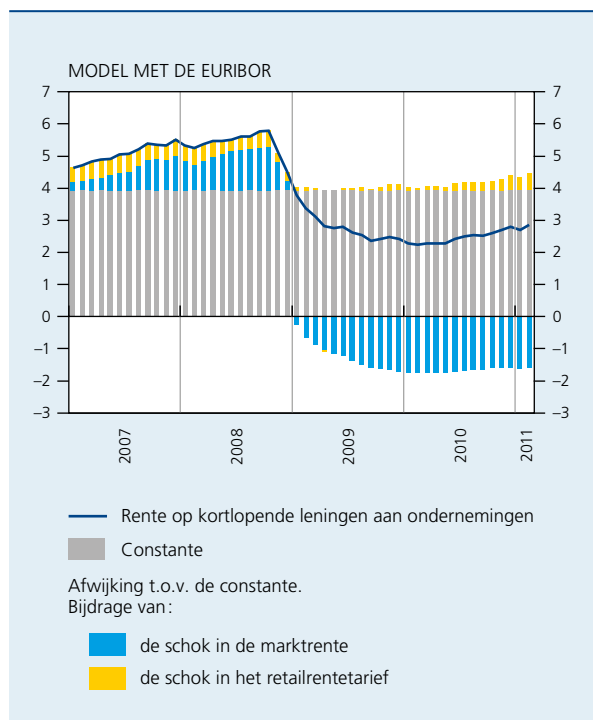
(1) De «bootstrap»-methode verschaft enkele aanwijzingen over de ramingen die zijn verkregen op basis van een staal door gebruik te maken van de «nieuwe stalen» die bij trekking (?) verkregen worden op basis van het initiële staal. Wij gebruiken hier Hall-intervallen die opgebouwd zijn op basis van duizend trekkingen (?).

waaruit een groeiend ecart blijkt tussen de in de analyse beschouwde marktrentes (de toename van de ecarts tussen de beide marktrentes was van relatief korte duur in 2009 en zette in 2010 relatief laat in). Wat de rente op consumentenkrediet betreft (hier niet toegelicht), maken de modellen (geraamd op basis van de swaprente op drie jaar en de rente op overheidsleningen met dezelfde looptijd) het evenmin mogelijk eenduidig te besluiten dat het eerste rentetarief als gevolg van de crisis minder relevant zou zijn geworden.

De analyse van de historische ontbinding wordt vooral belangrijk in de gevallen waarin het verloop van de impulse-response functies niet bepalend is. Zij toont de impact aan van elk van beide schokken.

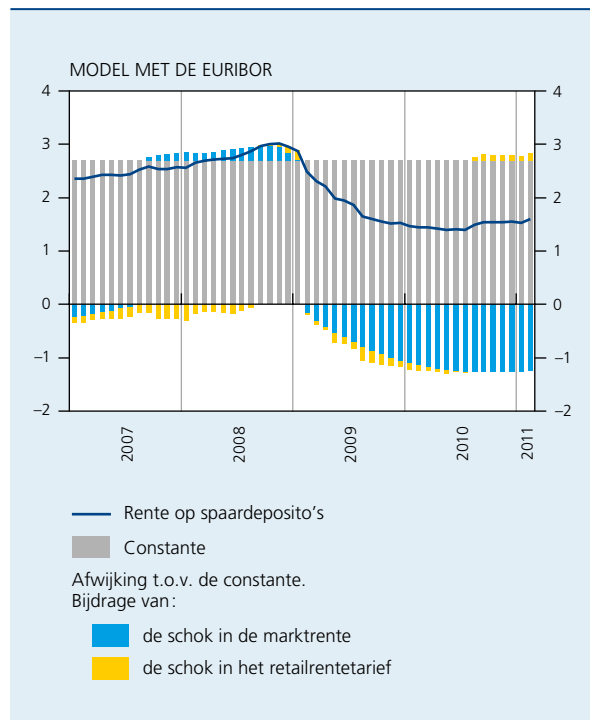
Ten opzichte van de geanalyseerde korte rentes, lijkt de historische ontbinding het hierboven vermelde resultaat te bevestigen dat het referentietarief de driemaands Euribor is. De rentetarieven op kortlopende leningen aan niet-financiële ondernemingen, alsook de rente op spaardeposito's en die op zichtdeposito's (hier niet toegelicht) in het eurogebied werden immers in hoge mate bepaald door de schokken in de marktrente. Dit geeft aan dat de risicopremies die het ecart tussen de Euribor

GRAFIEK 14 HISTORISCHE ONTBINDING VAN DE RENTE OP KORTLOPENDE LENINGEN AAN ONDERNEMINGEN IN HET EUROGEBIED.



Bronnen: NBB, ECB.

GRAFIEK 15 HISTORISCHE ONTBINDING VAN DE RENTE OP SPAARDEPOSITO'S IN HET EUROGEBIED.



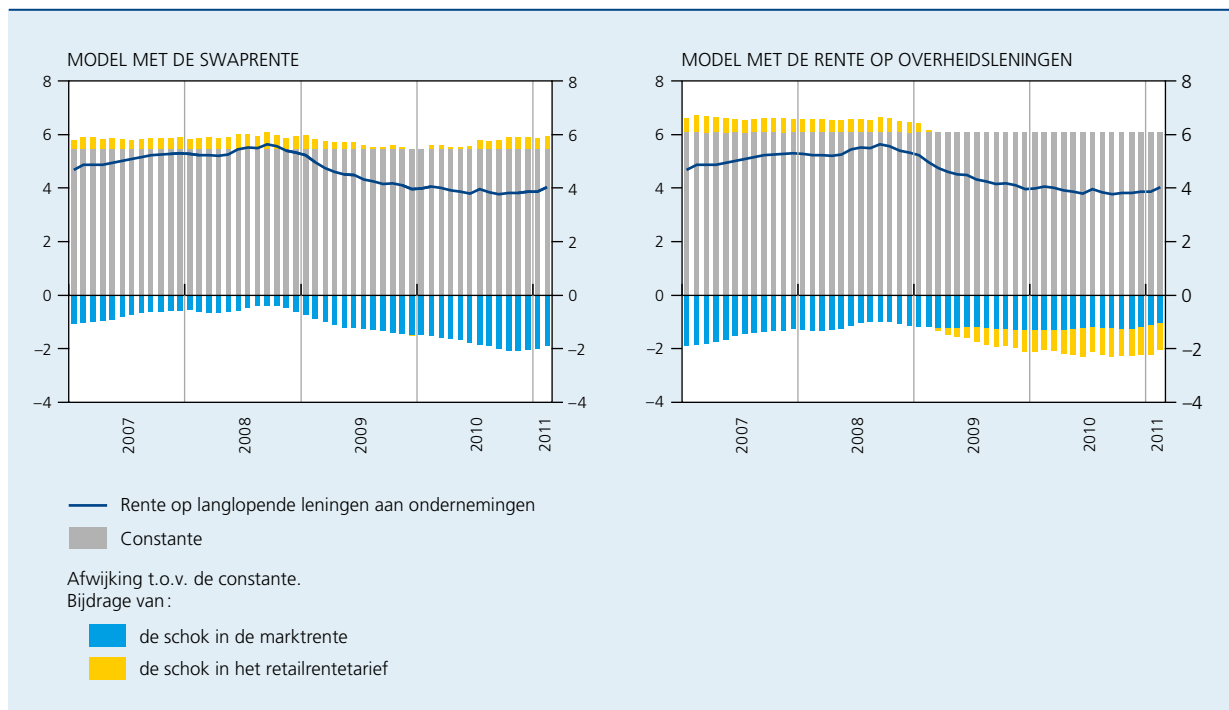
Bronnen: NBB, ECB.

en de OIS-rente sedert de zomer van 2007 opdreven, zowel werden doorberekend in de rente op kredieten aan ondernemingen als in de rente op de geanalyseerde deposito's.

In deze beide gevallen lijkt de schok in het retailrentetarief zelf aan het einde van de periode bovendien een gematigde positieve bijdrage te leveren. Dat kan het gevolg zijn van een supplementaire, niet in de Euribor geïntegreerde verhoging van de financieringskosten van de banken. Naarmate het wantrouwen ten opzichte van een aantal banken groter werd, werd de Euribor immers minder representatief voor de marginale financieringskosten van deze banken.

De historische ontbinding van de rente op langlopende kredieten aan ondernemingen lijkt erop te wijzen dat de referentiemarktrente de swaprente is. Die aanwijzing is evenwel broos. Bij het model met de swaprente wordt de bijdrage van de schok in het retailrentetarief aan het einde van de periode immers positief. Dit zou kunnen worden geïnterpreteerd als de opwaartse invloed van de overheidsschuldencrisis en de daarmee gepaard gaande verhoging van de financieringskosten van de banken, maar de impact is relatief zwak (zowat 50 basispunten

GRAFIEK 16 HISTORISCHE ONTBINDING VAN DE RENTE OP LANGLOPENDE LENINGEN AAN ONDERNEMINGEN IN HET EUROGEBIED



Bronnen: NBB, ECB.

voor het eurogebied in zijn geheel). In het model met de rente op overheidsleningen, die wel degelijk beïnvloed is door de overheidsschuldencrisis, is de bijdrage van de schok in de retailrente zelf aan het einde van de periode evenwel in belangrijke mate negatief, klaarblijkelijk ter compensatie van het supplementair opwaarts effect van deze alternatieve referentierente. Totaal beschouwd is de overheidsschuldencrisis dus blijkbaar nog niet sterk voelbaar in het verloop van het retailrentetarief van de langlopende leningen aan niet-financiële ondernemingen voor het eurogebied in zijn geheel. De conclusie is grotendeels vergelijkbaar voor de rente op het consumentenkrediet (hier niet toegelicht). Een en ander neemt evenwel niet weg dat de overheidsschuldencrisis een impact kan hebben gehad op de retailrentetarieven in sommige landen, met name in de landen die het zwaarst door de crisis werden getroffen. Dat is overigens ook wat is gebleken uit de beschrijvende analyse in de voorgaande paragraaf.

3.2.2.2 België

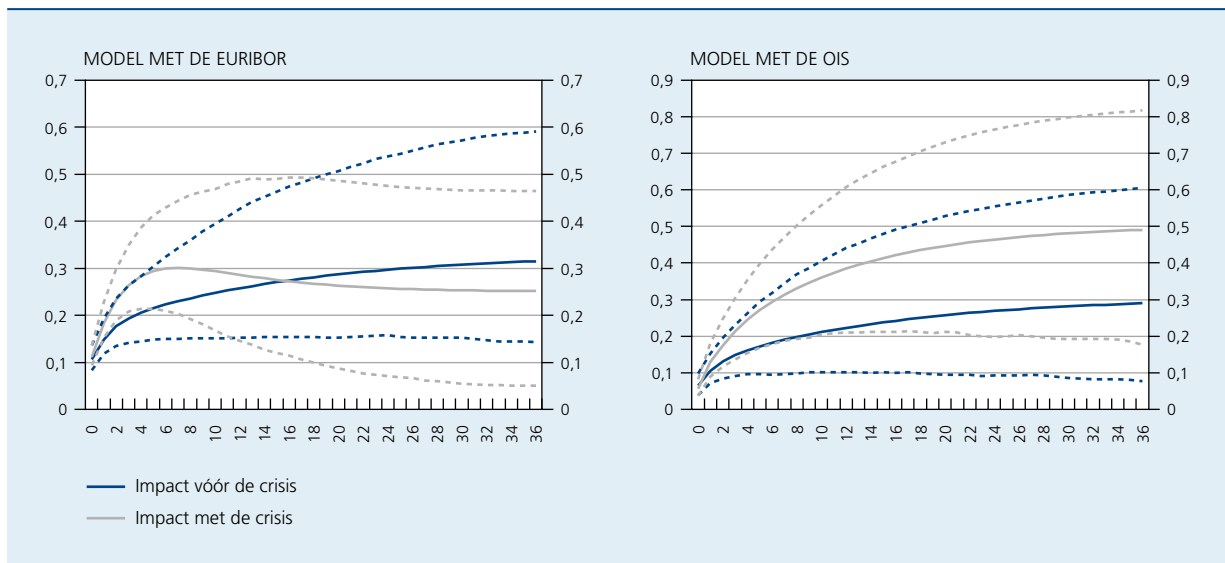
De Belgische retailrentetarieven die bij de analyse worden betrokken, zijn zowel debetrentetarieven (rente op kredieten aan ondernemingen, op korte en op lange termijn,

en hypothecaire rente) als creditrentetarieven (rente op spaardeposito's). De co-integratieverbanden zijn minder duidelijk dan in het geval van de rentetarieven van het eurogebied, vooral voor het korte staal (tot juli 2007), maar desalniettemin vertonen de modellen resultaten die compatibel zijn met de uitgangshypothesen.

Uit de analyse van de impulse-response functies van de geraamde modellen blijkt, net als voor het eurogebied, een hoge graad van stabiliteit voor de modellen van de lange rentes (hier niet toegelicht), ook al lijkt voor de langlopende kredieten aan ondernemingen de rente op overheidsleningen aan belang te winnen voor het staal waarin de crisisperiode vervat zit.

Ten opzichte van de korte rentes, tonen de impulse-response functies duidelijk aan dat de Euribor tijdens de crisis relevant was voor de rente op spaardeposito's en dat het model met de OIS onstabiel was, zoals in het eurogebied. In de andere gevallen is de conclusie echter veel minder duidelijk. Voor de kortlopende leningen aan ondernemingen lijkt het model met de OIS zelfs te verbeteren als de crisisperiode in het staal wordt opgenomen, terwijl het met de Euribor geraamde overeenstemmende model eerder een omgekeerd resultaat oplevert.

GRAFIEK 17 IMPULSE-RESPONSE FUNCTIES VOOR DE RENTE OP KORTLOPENE LENINGEN AAN ONDERNEMINGEN IN BELGIË NA EEN SCHOK IN DE MARKTRENTRE

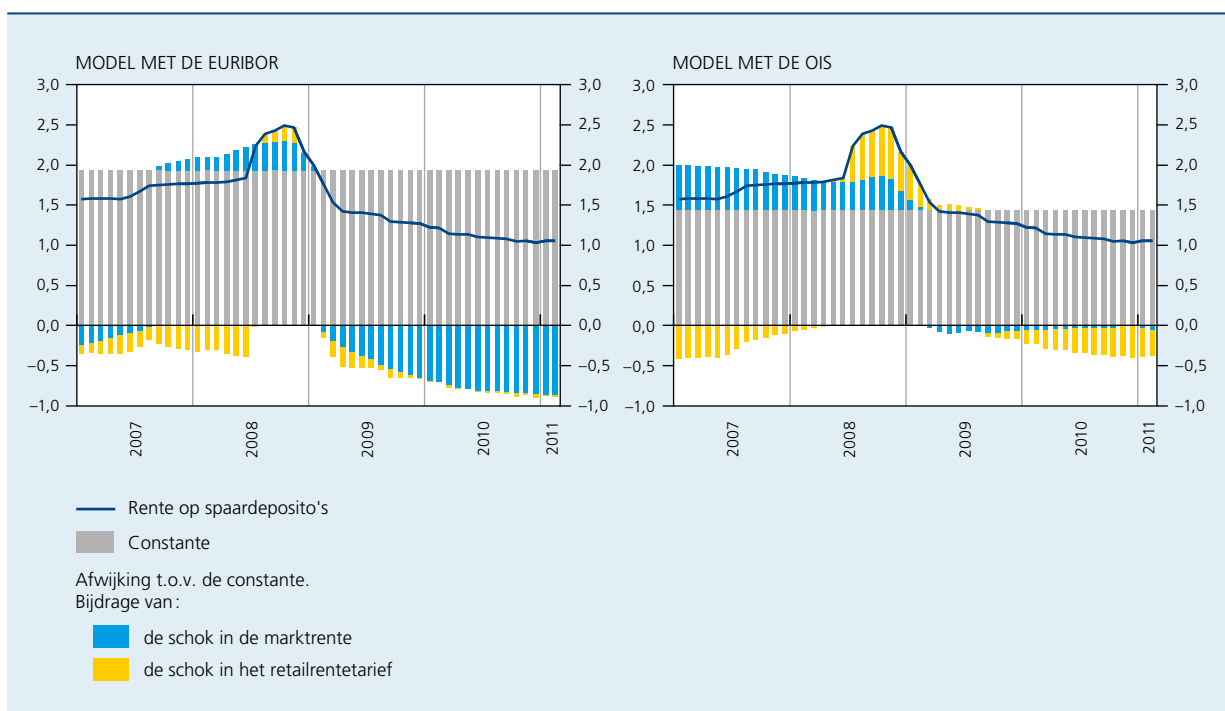


Bronnen : NBB, ECB.

Voor het geanalyseerde creditrentetarief, wijzen ook de historische ontbindingen er op dat de meest relevante marktrente de Euribor is. De schokken in de Euribor verklaren immers grotendeels het verloop van de rente

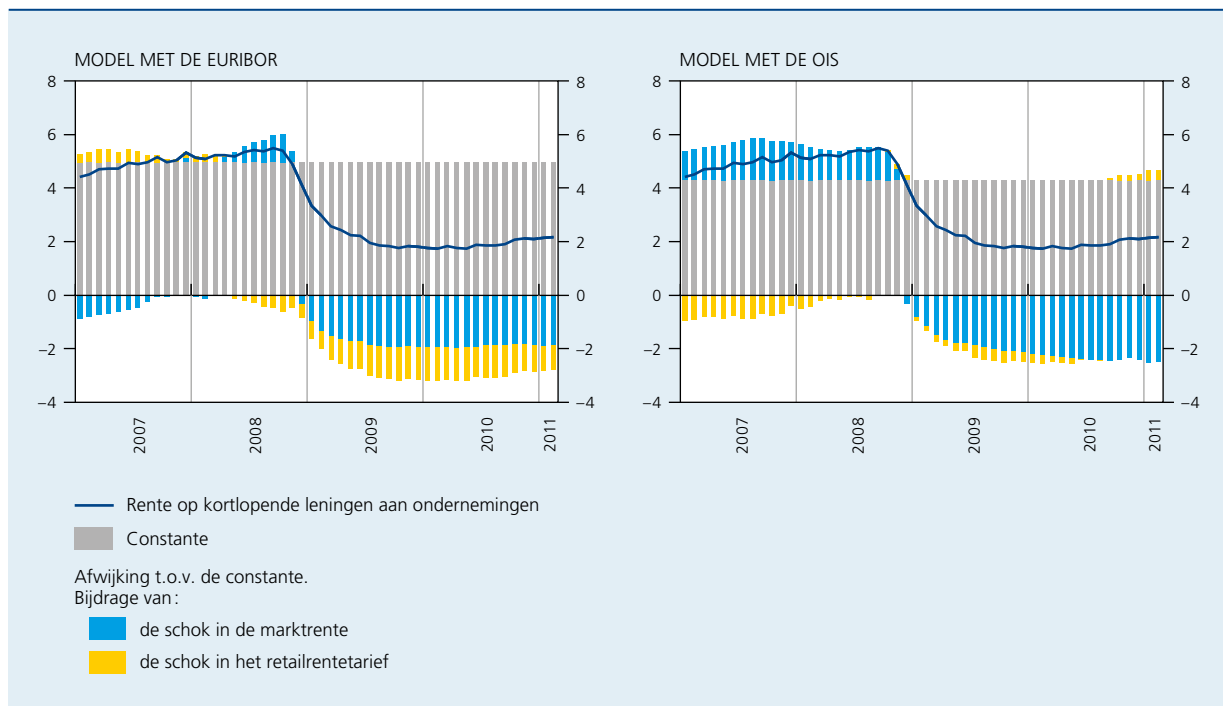
op spaardeposito's tijdens de crisis. Daarin zou dus de verhoging van de risicopremie doorberekend zijn die het verschil tussen de Euribor en de OIS-rente sedert het begin van de crisis heeft vergroot. In het met de OIS-rente

GRAFIEK 18 HISTORISCHE ONTBINDING VAN DE RENTE OP SPAARDEPOSITO'S IN BELGIË



Bronnen : NBB, ECB.

GRAFIEK 19 HISTORISCHE ONTBINDING VAN DE RENTE OP KORTLOPENDE LENINGEN AAN ONDERNEMINGEN IN BELGIË



Bronnen: NBB, ECB.

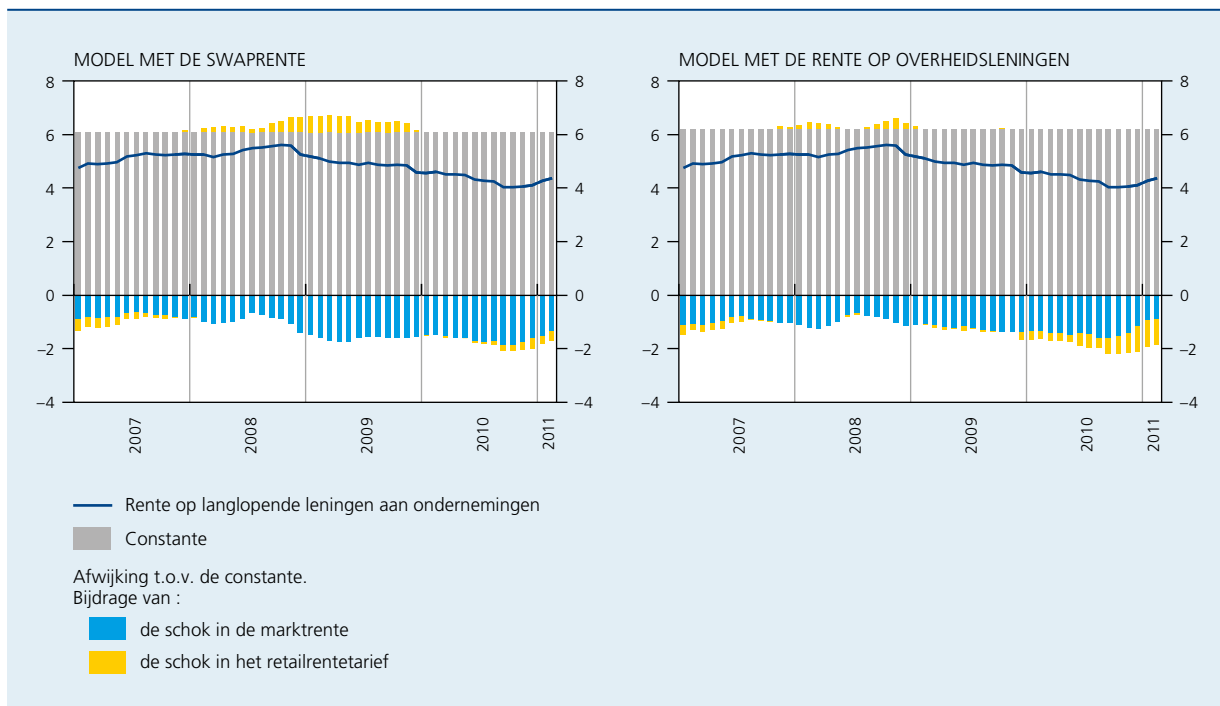
geraamde model, daarentegen, was zowel de stijging van het retailrentetarief als de daling ervan voornamelijk toe te schrijven aan de schok op zichzelf, wat erop wijst dat het model geen verklaring biedt voor de gebeurtenissen tijdens de crisis. De rente op spaardeposito's is in België erg belangrijk vermits ze het op de spaarboekjes toegepaste rentetarief bevat, dat is het type deposito dat de Belgische huishoudens het meest aanleggen.

Wat de rente op de kortlopende kredieten aan ondernemingen betreft, lijken de historische ontbindingen, net als de impulse-responses, erop te wijzen dat deze rente niet werd beïnvloed door het verschil tussen de Euribor en de OIS-rente, dit in tegenstelling tot de resultaten voor het eurogebied. De rente die relevant is voor het bepalen van het retailrentetarief lijkt immers de OIS-rente te zijn, waarin de risicopremies verbonden aan de niet-gewaarborgde interbancaire leningen niet zijn vervat. Dit resultaat zou verband kunnen houden met een compositie-effect, als gevolg van het hoge percentage zeer kortlopende leningen in België, aangezien de risicopremies voor de zeer korte rentes meestal erg laag zijn. In het model met de OIS-rente verklaart de schok in de marktrente immers grotendeels de wijziging in de rente op kortlopende kredietnemingen van de ondernemingen. Dit model wijst evenwel op een lichtjes positieve bijdrage van de schok

in het retailrentetarief aan het einde van de periode (ten belope van ongeveer 37 basispunten in februari 2011), vermoedelijk een gevolg van de recente stijging van de financieringskosten van de Belgische banken.

De rente op langlopende kredieten aan ondernemingen wordt geanalyseerd in verhouding tot de swaprente en de rente op lineaire obligaties, allebei op zeven jaar. De swaprente sorteerde een aanzienlijk negatief effect op de rente van de kredieten aan ondernemingen in België, maar deze laatste rente werd positief beïnvloed door de schok in de retailrentetarieven aan het begin van de periode van renteverlaging (eind 2008 en in 2009). Dit lijkt erop te wijzen dat de rente op langlopende kredieten aan ondernemingen initieel minder snel daalde dan gewoonlijk, precies tijdens de periode waarin de financiële crisis de Belgische banksector zwaar trof. Deze positieve bijdrage is naar het einde van 2010 toe evenwel verdwenen, aangezien de schokken in het retailrentetarief zelf bijgedragen hebben tot de daling ervan, wat kracht bijzet aan de veronderstelling dat de stijging van de rente op overheidsleningen niet afgewenteld werd op dit retailrentetarief. In het geval van het op basis van de lineaire obligaties geraamde model, was de impact van het retailrentetarief op zichzelf geringer in 2009, maar zwaarder in 2010. Aan het einde van de periode was deze

GRAFIEK 20 HISTORISCHE ONTBINDING VAN DE RENTE OP LANGLOPENDE LENINGEN AAN ONDERNEMINGEN IN BELGIË



Bronnen : NBB, ECB.

impact bovendien duidelijk negatief, precies zoals in het eurogebied. Dit lijkt erop te wijzen dat de recente verhogingen van de rente op lineaire obligaties als gevolg van de overheidsschuldencrisis niet werden geïncorporeerd in het verloop van de rente op de kredieten aan ondernemingen in België.

Het laatste geanalyseerde debetrentetarief is de hypothecaire rente die, in België, een lange gemiddelde looptijd heeft. De impact van de schok in de hypothecaire rente zelf is relatief gering, maar levert een positieve bijdrage aan het einde van de periode, zowel voor het model met de swaprente als voor het model met de rente op lineaire obligaties. In dit stadium kunnen daar moeilijk eenduidige conclusies uit worden getrokken. De positieve bijdragen aan het einde van de periode gaan evenwel in de richting van een zekere transmissie van de renteverhoging voor overheidsleningen en, dus, van de overheidsschuldencrisis.

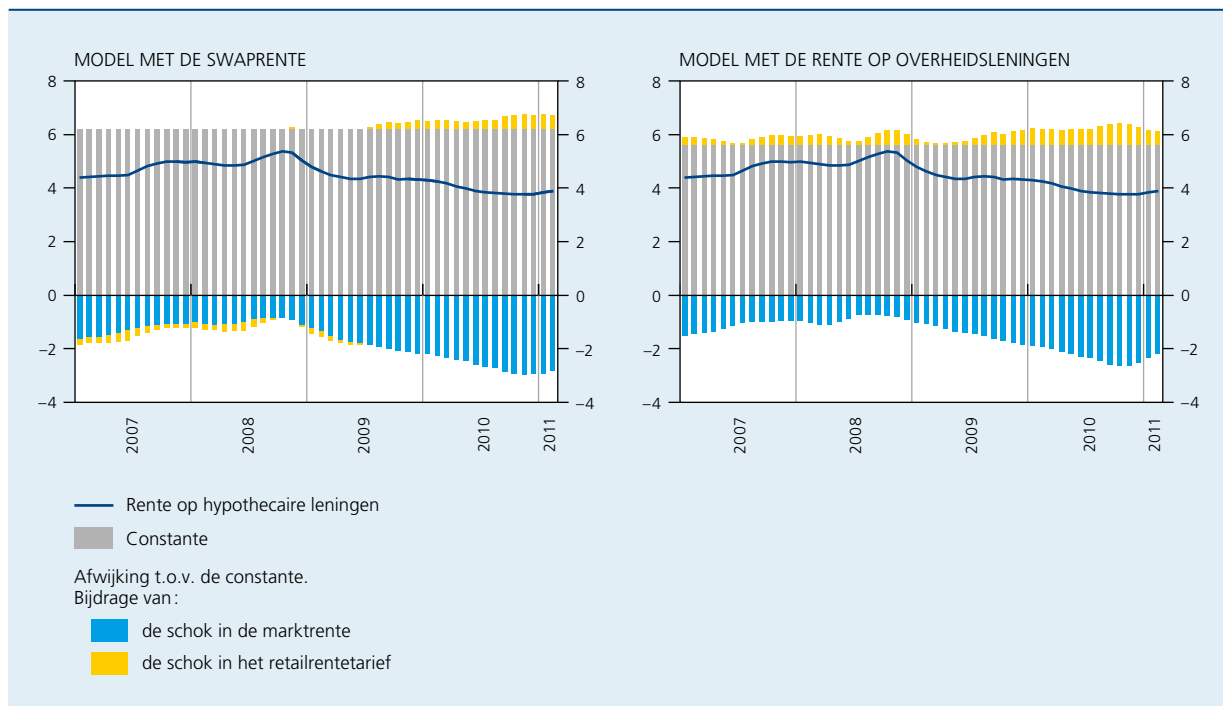
Net zoals de andere hier geanalyseerde rentetarieven stemt de hypothecaire rente overeen met de rente voor de nieuwe contracten, en wordt ze niet beïnvloed door de periodieke herziening van de rentetarieven voor eerder aangegane hypothecaire leningen. De transmissie naar de rentelasten die worden betaald op de hypothecaire leningen gebeurt evenwel via twee mechanismen, namelijk de

rente op de nieuwe leningen en de renteherziening, die verplicht plaatsheeft op basis van de rente op overheidsleningen (OLO's). De Belgische hypotheekmarkt lijkt dus relatief kwetsbaar te zijn als de spanningen op de markt van de overheidsschuld toenemen.

Zowel in België als in het eurogebied is de transmissie voor de meeste bestudeerde lange rentes tijdens de crisis relatief stabiel gebleven, terwijl de korte rentes werden beïnvloed door de vergroting van het ecart tussen de OIS-rente en de Euribor. De enige rente op korte termijn waarvoor deze conclusie niet geldig is, is de rente op kortlopende kredieten aan ondernemingen in België. Deze rente heeft veeleer het verloop van de OIS-rente gevolgd en het verschil tussen de Euribor en de OIS-rente kwam er dus niet in tot uiting; dit zou echter voornamelijk toe te schrijven zijn aan het overwicht van de leningen op zeer korte termijn.

Voor de lange rentes blijkt dus uit de analyse dat de overheidsschuldencrisis een geringe invloed heeft gehad op de bepaling van de retailrentetarieven in het eurogebied als geheel, net als in België, ook al zijn er tekenen die erop wijzen dat de stijging van de financieringskosten van de banken een effect heeft gesorteerd naar het einde van de beschouwde periode toe. Voor België lijkt de analyse

GRAFIEK 21 HISTORISCHE ONTBINDING VAN DE RENTE OP HYPOTHECAIRE LENINGEN IN BELGIË



Bronnen: NBB, ECB.

erop te wijzen dat de vergroting van het ecart tussen de rente op Belgische overheidsleningen en de swaprente een zekere invloed heeft gehad op de hypothecaire rentetarieven.

Conclusie

De economische en financiële crisis die in de zomer van 2007 uitbrak, en de overheidsschuldencrisis die zich eind 2009 aandienende, gaven aanleiding tot aanzienlijke opwaartse druk op de financieringskosten in het eurogebied en vormden een grote uitdaging voor het monetair beleid. Dankzij de verlagingen van de leidinggevende rentetarieven door de ECB en de goedkeuring van verschillende buitengewone monetairbeleidsmaatregelen kon de verhoging van de risicopremies – zowel op de interbancaire markt als op de obligatiemarkten – evenwel ruimschoots worden geneutraliseerd en kon de goede transmissie van het monetair beleid worden gevrijwaard.

Hoewel de spanningen op de markten van de overheidsschuld een zekere impact hadden op de financieringskosten van de ondernemingen en de huishoudens, bleven de effecten ervan dus relatief beperkt op het niveau van

het eurogebied als geheel, hoewel de financiële sector, vanwege zijn rechtstreekse implicatie in de overheidsfinanciering, zwaar getroffen werd. Dezelfde conclusies gelden voor België waar enkel de rente op de hypothecaire kredieten lichtjes lijkt te zijn beïnvloed door de rentestijging voor overheidsobligaties. In de landen die het zwaarst werden getroffen, is het daarentegen zeer duidelijk dat de ondernemingen en de huishoudens hun financieringskosten fors hebben zien oplopen. Op nationaal niveau hebben de financieringskosten van de private sector, algemeen beschouwd, een overwegend parallel verloop vertoond met die van de overheid, hoewel ook een zekere loskoppeling werd vastgesteld, voornamelijk voor de niet-financiële sector.

Deze resultaten zijn geruststellend voor zover ze getuigen van de efficiëntie van het tijdens de crisis gevoerd monetair beleid en van de relatief beperkte weerslag van de overheidsschuldencrisis op de rest van de economie van het eurogebied. Dat neemt evenwel niet weg dat in de landen met de grootste moeilijkheden de private sector zwaar werd getroffen door de stijging van de financieringskosten in de overheidssector en dat de gezondmaking van de overheidsfinanciën in die landen derhalve prioritair moet blijven.

Bijlage

VOORNAAMSTE RESULTATEN VAN DE ECONOMETRISCHE ANALYSE

Retailrentetarieven	Marktrente	Co-integratie		Transmissie op lange termijn β		Aanpassingssnelheid α_{br}		Aanpassingssnelheid α_{mr}	
		van 1997-01 tot 2007-07	van 1997-01 tot 2011-02	van 1997-01 tot 2007-07	van 1997-01 tot 2011-02	van 1997-01 tot 2007-07	van 1997-01 tot 2011-02	van 1997-01 tot 2007-07	van 1997-01 tot 2011-02
Eurogebied									
Zichtdeposito's	3-maands Euribor	Ja***	Ja***	0,27	0,29	-0,07	-0,06	Niet-significant	Niet-significant
	3-maands OIS-rente	Ja***	Ja**	0,24	0,20	-0,13	-0,05	Niet-significant	Significant
Spaardeposito's	3-maands Euribor	Ja***	Ja***	0,38	0,38	-0,09	-0,13	Niet-significant	Niet-significant
	3-maands OIS-rente	Ja***	Ja***	0,29	0,31	-0,25	-0,18	Significant	Significant
Kortlopende leningen aan ondernemingen	3-maands Euribor	Ja***	Ja***	0,83	0,76	-0,11	-0,12	Niet-significant	Niet-significant
	3-maands OIS-rente	Ja***	Neen	0,81	0,57	-0,15	0,00	Niet-significant	Significant
Consumentenleningen	Swaprente op 3 jaar	Ja***	Ja***	0,55	0,59	-0,12	-0,16	Niet-significant	Niet-significant
	Overheidsleningen op 3 jaar	Ja***	Ja***	0,52	0,56	-0,18	-0,17	Niet-significant	Niet-significant
Langlopende leningen aan ondernemingen	Swaprente op 7 jaar	Ja***	Ja***	0,95	0,89	-0,18	-0,18	Niet-significant	Niet-significant
	Overheidsleningen op 7 jaar	Ja***	Ja***	0,89	0,98	-0,22	-0,16	Significant	Significant
België									
Spaardeposito's	3-maands Euribor	Neen	Ja*	0,44	0,45	-0,03	-0,03	Niet-significant	Niet-significant
	3-maands OIS-rente	Neen	Ja**	0,44	0,19	-0,03	-0,04	Niet-significant	Significant
Kortlopende leningen aan ondernemingen	6-maands Euribor	Neen	Neen	1,07	1,06	-0,14	-0,02	Niet-significant	Significant
	6-maands OIS-rente	Ja***	Ja***	1,01	0,94	-0,03	-0,11	Niet-significant	Niet-significant
Langlopende leningen aan ondernemingen	Swaprente op 7 jaar	Ja**	Ja***	0,72	0,65	-0,21	-0,17	Niet-significant	Significant
	OLO op 7 jaar	Ja*	Ja***	0,69	0,74	-0,18	-0,17	Significant	Niet-significant
Hypothecaire leningen	Swaprente op 7 jaar	Ja***	Ja***	1,42	1,23	-0,12	-0,11	Niet-significant	Niet-significant
	OLO op 7 jaar	Ja***	Ja***	1,51	1,39	-0,08	-0,09	Niet-significant	Niet-significant

* Wijst op de aanwezigheid van een co-integratievector aan 15% (*), aan 10% (**), aan 5% (***) (trace test: waarschijnlijkheidsdrempel waarvoor de hypothese mag worden afgewezen dat er geen co-integratievector bestaat).

Bibliografie

Angeloni I., A. K. Kashyap, B. Mojon en D. Terlizzese (2002), *Monetary Transmission in the Euro area: Where do we stand?*, ECB, Working Paper 114.

Aucremanne, L., J. Boeckx en O. Vergote (2007): « Het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem tijdens de periode van financiële beroering », *Economisch Tijdschrift van de Nationale Bank van België*, 29-44.

Baugnet, V. en M. Hradisky (2004), « Vorming van de debetrentetarieven van de Belgische banken », *Economisch Tijdschrift van de Nationale Bank van België*, 3^e kwartaal.

ECB (2009), « Recent developments in the retail bank interest rate pass-through in the Euro Area », ECB Monthly Bulletin, August 2009.

Enders, W. (2003), *Applied Econometric Time Series*, Wiley, 2nd Edition.

Kok Sorensen, C. en T. Werner (2006), *Bank interest rate pass-through in the Euro Area. A cross country comparison*, ECB, Working Paper 580.

Mojon, B. (2000), *Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy*, ECB, Working Paper 40.

Toolsema, L., J-E Sturm. en J. de Haan (2002), *Convergence of pass-through from money market to lending rates in EMU countries: New evidence*, CCSO Working Papers 200206.

Trichet J. C. (2009), *Supporting the financial system and the economy: Key ECB Policy actions in the crisis*, Speech at a Conference organised by the Nueva Economia Forum and The Wall Street Journal Europe, Madrid, 22 June.

Einde van de crisis op de woningmarkten ? Een internationaal overzicht

V. Baugnet
P. Butzen
S. Cheliout
W. Melyn
Q. Wibaut

Inleiding

De gebeurtenissen van de afgelopen jaren hebben nogmaals aangetoond hoe belangrijk de ontwikkelingen op de woningmarkten zijn voor de economie in haar geheel en voor de financiële stabiliteit.

Vanaf het midden van de jaren negentig droegen dynamische woningmarkten in de meeste geavanceerde economieën opvallend bij tot de instandhouding van een stevige economische groei. Lage rentes, financiële innovaties, soepele kredietvoorwaarden, een gestage groei van het beschikbaar inkomen en demografische factoren stimuleerden de vraag naar woningen en zorgden ervoor dat de woningprijzen en de investeringen in woongebouwen fors toenamen. Vermogenseffecten en – althans in sommige landen – praktijken zoals overwaardeverzilvering (*mortgage equity withdrawal*) maakten dat de particulieren hun consumptieve uitgaven opvoerden. Tegelijkertijd klom echter ook de schuldgraad van de huishoudens in bepaalde landen tot ongekende hoogten, wat ze uiterst kwetsbaar maakte voor negatieve schokken.

Omstreeks het midden van het afgelopen decennium raakten de woningmarkten steeds meer oververhit en uiteindelijk deden problemen in het *subprime* segment van de Amerikaanse woningmarkt vanaf 2006 mee de financiële en economische crisis losbarsten waardoor de mondiale economie in de diepste recessie sedert het einde van de tweede wereldoorlog terechtkwam. Ook op andere woningmarkten spatten de zeepbellen uiteen.

In enkele landen is de bodem op de woningmarkt inmiddels blijkbaar bereikt en wijzen een aantal indicatoren zelfs op een aarzelend herstel. In tal van andere landen blijft de teruggang daarentegen duren en wordt de economische groei tot op vandaag flink gedrukt door de correctie van de tijdens de expansiefase opgebouwde excessen. De binnenlandse vraag wordt er nog steeds fors afgeremd door de afbouw van de zware schuldposities van de huishoudens en de verdere daling van de woningprijzen. Landen waar de bouwsector vóór de crisis buitensporige proporties had aangenomen, zien zich bovendien voor de moeilijke opgave geplaatst hun economie grondig te herstructureren.

Tegen die achtergrond rijst de vraag in hoeverre de correctie van de woningprijzen achter de rug is. Teneinde dat te achterhalen, wordt in dit artikel, op basis van enkele eenvoudige maatstaven, gepeild naar de mate van onder- of overwaardering van de woningprijzen. Daarbij wordt vooral aandacht geschonken aan de situatie in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en een aantal landen uit het eurogebied, waaronder België. Het ziet er in dit opzicht naar uit dat de vastgoedprijzen in België in zekere mate overgewaardeerd blijven, gelet op de gestage toename van de vastgoedprijzen tijdens de periode vóór de crisis, de beperkte correctie begin 2009 en de snelle terugkeer naar een relatief sterke groei. Deze eenvoudige waarderingsmethoden hebben echter hun beperkingen en de resultaten ervan moeten dus omzichtig en bij voorkeur samen met een gedetailleerde analyse van landen-specifieke factoren worden geïnterpreteerd. Bovendien

blijven nog verschillende risico's bestaan, die een precair herstel alsnog in de kiem zouden kunnen smoren.

Dit artikel is als volgt gestructureerd. In hoofdstuk 1 worden de kenmerken geanalyseerd van de laatste cyclus van woningprijzen en investeringen in woongebouwen. Vervolgens wordt in hoofdstuk 2 een verklaring gezocht voor de hausse tijdens het afgelopen decennium. Hieruit blijkt dat zowel gemeenschappelijke als landenspecifieke factoren een rol hebben gespeeld. In hoofdstuk 3 wordt getracht om op basis van een aantal maatstaven het huidige niveau van de woningprijzen te evalueren. In hoofdstuk 4 worden enkele risicofactoren voor de woningmarkten besproken.

1. Verloop van de woningprijzen en van de investeringen in woongebouwen

In de geavanceerde landen vertonen de woningprijzen⁽¹⁾ over een lange periode een opwaartse tendens. Dat kan worden toegeschreven aan, onder meer, de gestegen vraag naar woningen als gevolg van de bevolkingstoename en de verhoging van de reële koopkracht, alsook aan de almaar schaarser wordende bouwgronden, de bouwkundige voorschriften en de kwaliteitsverbeteringen. Rond deze langetermijntrend wordt op middellange termijn evenwel een cyclisch verloop opgetekend. De laatste cyclus begon medio jaren negentig. In verschillende landen klommen de woningprijzen aanvankelijk tot ongekennde hoogten, waarna ze vanaf 2007 scherp neerwaarts werden gecorrigeerd.

In de OESO-landen verschilt die laatste opwaartse fase van de doorsnee opgaande fase die er gemiddeld tijdens de voorbije decennia werd opgetekend:

- ze bestreek een zeer lange periode, namelijk een tiental jaar (van eind 1996 tot en met het eerste kwartaal van 2007), terwijl een volledige cyclus gemiddeld beschouwd slechts zes en half jaar duurde, waarvan drie en half jaar voor de opgaande fase;
- de hausse was uitzonderlijk qua omvang. In het verleden stegen de woningprijzen met gemiddeld ongeveer 15%. Gedurende de periode 1996-2007 trokken ze echter met 44% aan. Er waren wel grote verschillen tussen de landen onderling, met Japan (een daling met 28%) en Ierland (een stijging met 175%) als uitersten. Behalve in Ierland stegen de prijzen ook zeer sterk

in het Verenigd Koninkrijk, Spanje en Frankrijk, waar ze meer dan verdubbelden. Ook België, Finland, de Verenigde Staten en Nederland, waar de versnellingsfase eerder had ingezet, zagen de reële vastgoedprijzen gestaag oplopen, zij het minder sterk dan in de eerste vier vermelde landen;

- de stijging van de woningprijzen was meer algemeen verspreid en verliep meer synchroon dan voordien. In meer dan 75% van de OESO-landen liepen de prijzen fors op. Duitsland en Japan waren opvallende uitzonderingen. Tijdens voorgaande opgaande fases bleef dat percentage veeleer beperkt tussen 30 en 50%;
- de uitzonderlijk lange duur van de laatste opgaande fase impliceert ook dat het synchroon verloop van de reële woningprijzen en de economische conjunctuur, dat in eerdere cycli werd vastgesteld, werd doorbroken: terwijl de economische groei vanaf 2000 vertraagde, bleven de woningprijzen in een versneld tempo toenemen.

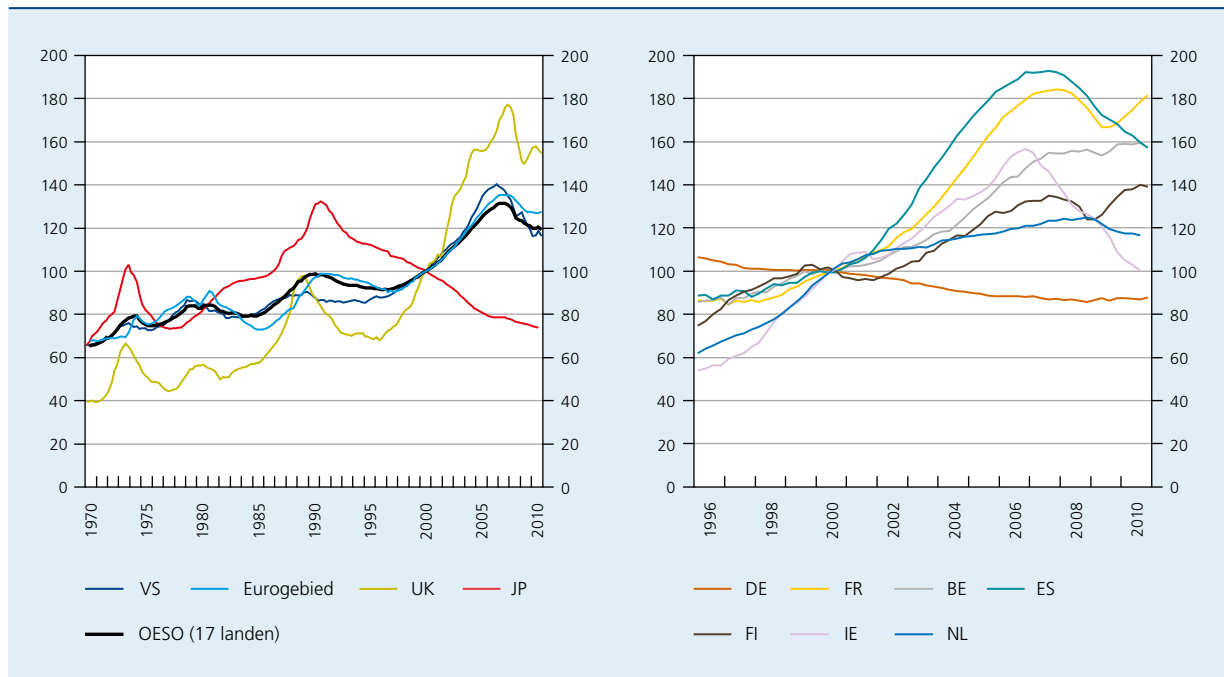
In de loop van 2007 zette de neergaande fase van de huidige cyclus in onder invloed van de aantrekkende rente en de financiële en economische crisis. Sedertdien zijn de woningprijzen in de geavanceerde landen met gemiddeld 9% gedaald. Dat is méér dan tijdens eerdere neergaande fases sedert de jaren zeventig.

In vergelijking met de voorafgaande opwaartse fase, werd een verlaging vastgesteld van het niveau van synchronisatie tussen de verschillende landen. In de VS bereikten de prijzen reeds gedurende het vierde kwartaal van 2006 een piek. De woningverkoop was er zelfs reeds in de loop van 2005 beginnen terug te lopen. Een belangrijke verklaring hiervoor was de renteverhoging. De Federal Reserve trok haar belangrijkste beleidsrentetarieven immers vanaf juni 2004 tot juni 2006 met in totaal 425 basispunten op. Ook de langetermijnrente liep op, zij het in mindere mate. Zo nam de gemiddelde contractuele hypothecaire rente tijdens deze periode met ongeveer 100 basispunten toe. Voorts speelde ook de vertraging van de economische groei in de VS vanaf de tweede helft van 2004 een rol. Mede als gevolg van deze factoren begonnen de achterstallige betalingen op hypotheek en meer bepaald die op *subprime* leningen zich reeds in de loop van 2005 te accumuleren. Deze ontwikkeling lag mee ten grondslag aan de financiële crisis die in de zomer van 2007 uitbrak. In de meeste andere landen nam de correctie op de woningmarkten pas in de loop van 2007 of 2008 een aanvang.

Zo zette een fase van neerwaartse prijsaanpassing in, die van het ene tot het andere land verschilde qua intensiteit. De gecumuleerde prijsdaling beliep in Ierland meer dan 35%, en in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk

(1) De OESO-woningprijzen die in dit artikel worden gebruikt, zijn verkregen door, aan de hand van de deflator van de particuliere consumptie uit de nationale rekeningen, de nominale woningprijzen te corrigeren voor het verloop van het algemeen prijspeil. Vanuit economisch oogpunt is het vaak verkieslijk reële woningprijzen te bestuderen, aangezien er op die manier gemakkelijk een verband kan worden gelegd met andere reële economische grootheden zoals investeringen in woongebouwen.

GRAFIEK 1 REËLE WONINGPRIJZEN ⁽¹⁾
(kwartaalgegevens; indexgegevens 2000 = 100)



Bron: OESO.
(1) Nominale woningprijzen gedeïfloreerd aan de hand van de deflator van de particuliere consumptie.

en Spanje werd een daling met 15 à 20 % opgetekend. In Frankrijk, Nederland en Finland lag de gecumuleerde prijsdaling tussen 5 en 10 %. Tot slot zij opgemerkt dat de correctie van de reële prijzen in België het meest beperkt was in de tijd (twee opeenvolgende kwartalen) en qua omvang (-1,8 %).

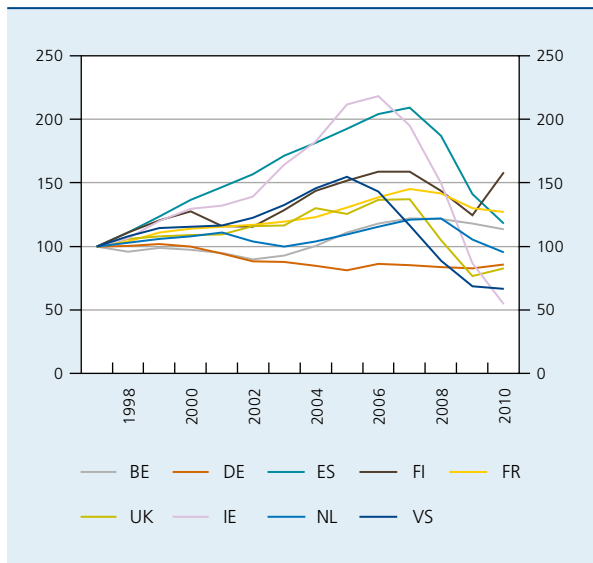
Uit de ontwikkelingen tijdens de afgelopen kwartalen blijkt dat de vastgoedmarkten na de crisis heterogeen reageerden. Sommige landen, namelijk Frankrijk, Finland en België, gingen reeds in de loop van 2009 of 2010 een fase van stabilisatie of herstel in. Andere landen, daarentegen, bevonden zich in het laatste kwartaal van 2010 nog volop in een fase van prijscorrectie.

Interessant is dat de grootste en meest persistente aanpassingen die momenteel aan de gang zijn, precies plaatshebben in een aantal landen die tijdens de periode vóór de crisis de grootste prijsstijgingen hadden laten optekenen, namelijk Spanje en Ierland. Hoewel een forse stijging van de vastgoedprijzen een gevolg kan zijn van het verloop van de economische *fundamentals*, wijzen de opgetekende prijsstijgingen veeleer op buitensporige ontwikkelingen die a posteriori een veel ingrijpendere en langdurigere aanpassing vergen.

Doorgaans wordt een positief verband vastgesteld tussen het verloop van de vastgoedprijzen en de investeringen in woongebouwen. Bij de keuze tussen de aankoop van een bestaand goed en de bouw van een nieuwe woning speelt de zogeheten Tobin's Q. Deze ratio vergelijkt de prijzen op de secundaire markt met de kosten voor nieuwbouw. Een toename van de marktwaarde van bestaande gebouwen ten opzichte van de bouwkosten stimuleert de investeringen in nieuwbouw. Zo zijn ook de investeringen in woongebouwen in de meeste ontwikkelde landen vanaf de jaren 2000 fors toegenomen. In Spanje en Ierland, waar de prijsstijging bijzonder sterk was, trokken de investeringen eerder en uitermate krachtig aan. In die beide landen nam het gewicht van de bouwsector in de totale toegevoegde waarde snel toe. Elders – met name in het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk, België en Nederland – namen de investeringen in woongebouwen vrij gematigd toe in vergelijking met de forse prijsstijgingen. Dit wijst erop dat de reactiviteit (of elasticiteit) van het woningaanbod ten opzichte van de prijzen op de secundaire markt van het ene land tot het andere kan variëren.

De OESO heeft recentelijk de prijselasticiteit op lange termijn voor verschillende landen geraamd. Volgens deze raming is het aanbod van nieuwe woningen in de Verenigde Staten, Finland en Ierland relatief flexibeler, terwijl het in de landen

GRAFIEK 2 **INVESTERINGEN IN WOONGEBOUWEN**
(jaargegevens, indexcijfers 1997=100, naar volume)



Bron: OESO.

van het Europese vasteland (waaronder België) en het Verenigd Koninkrijk rigider is. De reactiviteit van het aanbod is sterk afhankelijk van het overheidsbeleid, met name van de stedenbouwkundige voorschriften en de regels inzake ruimtelijke ordening. Afhankelijk van de reactiviteitsgraad van het aanbod, sorteert een positieve schok van de vraag naar woningen verschillende macro-economische effecten. Wanneer de bedrijvigheid in de bouwrijverheid snel en/of sterk reageert op de initiële schok van de vraag, is de druk op de prijzen gematigd; dit zorgt echter wel voor grotere veranderingen in de economische bedrijvigheid. Wanneer het aanbod van nieuwe woningen zich pas laat en/of zwak aanpast aan de toename van de vraag, dreigt de druk op de prijzen te verzwaren en kunnen deze volatieler worden, wat negatieve gevolgen kan hebben voor de betaalbaarheid van woningen.

Op de forse groei van de investeringen in woongebouwen volgde een daling die zich in de Verenigde Staten en in Ierland sneller voordeed dan in de andere landen. De crisis leidde tot een algemene daling van de investeringen in woongebouwen, die qua omvang evenwel verschilde van het ene land tot het andere. De daling was onder andere veel markanter in de landen waar die investeringen het sterkst waren toegenomen, namelijk Ierland en Spanje; ze was ook aanzienlijk in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. De aanpassing in de Verenigde Staten, Ierland en het Verenigd Koninkrijk zorgde ervoor dat de investeringen in woongebouwen er zakten tot onder het niveau van vóór de laatste vastgoedcyclus.

In verschillende ontwikkelde landen namen de regeringen, in het kader van de herstelplannen na de economische en financiële crisis, maatregelen om de instorting van de vastgoedmarkt in te dijken. Het betrof, enerzijds, ondersteuningsmaatregelen voor de bouw via een verlaging van de btw of een versnelling van de sociale woningbouwprogramma's en, anderzijds, maatregelen om de huishoudens die schulden hadden, te helpen, bijvoorbeeld door hun de kans te bieden de terugbetaling van de rentebetalingen op hypothecair krediet uit te stellen teneinde een wanbetaling te voorkomen, of door meer middelen ter beschikking te stellen voor leningen met een lage rente. Deze maatregelen werden in sommige landen geleidelijk afgebouwd naarmate het economisch klimaat verbeterde.

2. Belangrijkste determinanten van de woningprijzen

2.1 Theoretische overwegingen

Gelet op de vermelde rigiditeit van het aanbod op korte termijn, worden de woningprijzen op korte en zelfs op middellange termijn veeleer bepaald door de vraag. Het aantal huishoudens is de meest evidente determinant van de schommelingen in de vraag naar woningen. Dat aantal wordt op zijn beurt beïnvloed door andere demografische variabelen, zoals de grootte van de huishoudens en de migratiestromen.

Wat huisvesting betreft, kan een huishouden kiezen tussen huren of kopen. Deze afweging gebeurt door de gebruikskosten verbonden aan een koopwoning te vergelijken met de huurprijs. De investeerder, voor wie de huurprijs een return vormt, maakt dezelfde afweging. De gebruikskosten bestaan uit de rentelasten berekend op de waarde van het goed, de kosten in verband met het onderhoud van het goed (met inbegrip van de belastingen), en de meer- of minwaarde in geval van wederverkoop van het goed. Indien de gebruikskosten van een woning aanzienlijk hoger liggen dan de huurprijs voor een vergelijkbaar goed, dan verdient huren de voorkeur. Deze afweging wordt uiteraard in hoge mate beïnvloed door de aankoopprijs van woningen, alsook door het huurgeld. De verhouding tussen aankoopprijs en huurprijs (*price-to-rent ratio*) vormt derhalve een proxy van deze afweging die voor de twee markten een stabiliserende werking heeft. De ratio wordt vaak gebruikt om de graad van onder- of overwaardering van de woningprijzen te meten (zie infra). De substitutie tussen de beide woontypes en het belang van dit stabilisatiemechanisme van de prijzen worden echter door verschillende factoren beperkt:

- de transactiekosten van een onroerend goed zijn vaak zeer hoog. In dat opzicht kunnen de huishoudens, op een zeer flexibele arbeidsmarkt, de voorkeur geven aan huren boven kopen;
- de fiscale behandeling van een woningaankoop is doorgaans zeer gunstig;
- het aanbod van (kwaliteits-) huurwoningen is vaak beperkt;
- huren beperkt in hoge mate de tijds horizon. Het huishouden hoeft zich bijgevolg geen precies beeld te vormen van het toekomstig verloop van zijn beschikbaar inkomen (op 10 of 20 jaar), zijn verblijfplaats, zijn grootte, enz. Dit voordeel is dus recht evenredig met de macro-economische onzekerheid;
- ten slotte is het cultureel gangbaar dat huishoudens, zelfs bij gelijke gebruikskosten, liever eigenaar worden van hun woning, gelet op de sociale status die eraan verbonden is of op de mogelijkheid om het goed vrij te beheren.

De huurprijs en de aankoopprijs zijn dus niet de enige factoren die een invloed hebben op de beslissing van een huishouden om een woning te kopen of te huren. De andere variabelen die in deze beslissing meespelen, zijn:

- het beschikbaar inkomen van het huishouden⁽¹⁾: een huishouden moet de aankoop van een woning financieel aankunnen. De ratio woningprijs/beschikbaar inkomen, waar in de literatuur naar wordt verwezen als de *crude affordability*, is ook een maatstaf die vaak wordt gebruikt om de haalbaarheid van een eigen woning te evalueren, en dus de mate waarin woningprijzen onder- of overgewaardeerd zijn (zie verderop);
- de rente⁽²⁾, aangezien in de meeste gevallen een lening wordt afgesloten om de aankoop van een woning te financieren. Deze variabele verwijst meer specifiek naar de afbetalingslast van een lening en, in combinatie met de woningprijs en het beschikbaar inkomen, geeft ze een idee van de *interest-adjusted-affordability*;
- de rentelasten vormen slechts een deel van de kosten die verbonden zijn aan een investering in een woning. Er dient ook rekening te worden gehouden met andere kosten, bijvoorbeeld administratieve kosten en kosten voor het onderhoud van de woning, alsook met de fiscale behandeling van de aankoop van een woning. Deze kosten of fiscale voordelen moeten worden vergeleken met die welke verbonden zijn aan andere soorten van reële en financiële beleggingen of investeringen;
- dat een onroerend goed een reëel actief vormt, impliceert, zoals reeds gezegd, dat het verwachte toekomstige rendement ervan een sleutelrol kan spelen in de beslissing tot aankoop of behoud. De verwachte schommelingen van de vastgoedprijzen spelen derhalve een essentiële rol ten aanzien van de vraag. Deze schommelingen kunnen nieuwe prijsstijgingen met zich

brengen alsook een proces op gang brengen dat op termijn speculatieve zeepbellen doet ontstaan. In dit verband zij opgemerkt dat uit enkele studies is gebleken dat deze verwachtingen van de huishoudens adaptief van aard waren en in het verlengde lagen van de vroegere tendens van het prijsverloop. Hoewel een stijging van de reële prijzen initieel het gevolg kan zijn van de *fundamentals* (rentetarieven, inkomen, enz.), berust de voortzetting van die stijging vaak op de verwachting dat die beweging zal aanhouden. De stijging van de huidige prijzen lokt dus de toekomstige stijging uit. De situatie in Duitsland en Japan illustreert de omgekeerde werking van dit mechanisme. In die landen zijn de prijsverwachtingen neerwaarts gericht. Het verwachte verloop van de vastgoedprijzen is een van de belangrijkste redenen waarom de reële vastgoedprijzen gedurende een lange periode op- of neerwaarts kunnen afwijken van hun « fundamentele » waarde. Een opwaartse tendens kan aanhouden tot wanneer een externe factor een, soms bruuske, prijsdaling veroorzaakt, die gepaard gaat met een daling van de vraag naar residentiële goederen en van het kredietaanbod;

- het mechanisme van de verwachtingen kan nog worden versterkt door het effect ervan op het bankkrediet. Als banken – tegen de achtergrond van een continue prijsstijging – ook van mening zijn dat ze in geval van staking van terugbetaling slechts een beperkt financieel risico lopen, kan dit er hen toe aanzetten de voorwaarden inzake kredietverlening te versoepelen (de ratio van het bedrag van de lening tot de waarde van het goed (de *loan-to-value ratio*), de ratio van de terugbetalinglast tot het beschikbaar inkomen, de looptijd van de lening, enz.); de werking van de kredietmarkten is dus een belangrijke determinant van de vraag naar woningen.

2.2 Gemeenschappelijke factoren

De wereldwijde toename van de woningprijzen sinds het midden van de jaren negentig werd zowel door gemeenschappelijke als door landenspecifieke factoren aangedreven. Het belang van beide soorten van factoren verschilt van land tot land.

(1) Vermits de beslissing tot aankoop een beslissing op lange termijn is, is niet het huidige beschikbaar inkomen van belang, maar wel het permanent inkomen, met andere woorden het gemiddeld beschikbaar inkomen dat wordt verwacht gedurende de periode dat het goed in bezit wordt gehouden (of op zijn minst gedurende de terugbetalingsperiode van de hypothecaire lening). Aangezien dat permanent inkomen niet waarneembaar is, wordt algemeen gebruik gemaakt van het huidige beschikbaar inkomen. In dit geval dient echter voor ogen te worden gehouden dat zowel de verwachte groei van dat inkomen als de volatiliteit ervan een cruciale rol spelen in het bepalen van de vraag.

(2) Idealiter zou hierbij moeten worden uitgegaan van de over de looptijd van de lening verwachte reële rente, maar aangezien er over de inflatieverwachtingen op lange termijn geen erg betrouwbare informatie beschikbaar is, wordt doorgaans gebruik gemaakt van de geldende nominale hypothecaire rente min de verandering van de consumptieprijsindex over het afgelopen jaar.

2.2.1 Rentetarieven

De daling van de rentetarieven was een van de belangrijkste ondersteunende factoren van de vastgoedmarkt. Deze ontwikkeling paste in het kader van de daling van de inflatie die na de jaren zeventig op gang kwam en die kon worden verklaard door de sterkere verbintenis van het monetair beleid om prijsstabiliteit na te streven, een voorzichtiger budgettair beleid en de voortgaande liberalisatie van de product- en arbeidsmarkten, die een scherpere concurrentie teweegbracht. Door de daling van de inflatie en de vermindering van de volatiliteit ervan liepen zowel de nominale als de reële rentetarieven over deze periode aanzienlijk terug.

Bovendien valt de gestage daling van de reële rentetarieven ook te verklaren door een mondiaal spaaroverschot of *saving glut*. Na de Azië-crisis van 1997-1998 werd de rente wereldwijd gedrukt door de accumulatie van een spaaroverschot door de opkomende landen, met name China, en door de olie-exporterende landen sinds de hausse van de prijs voor een vat ruwe aardolie in de jaren 2000.

De trendmatige wereldwijde daling van de rentetarieven ging gepaard met een convergentieproces van de nominale tarieven op Europees niveau; dit laatste kwam vooral ten goede aan de landen van Zuid-Europa. De aankondiging van de invoering van de euro bevorderde

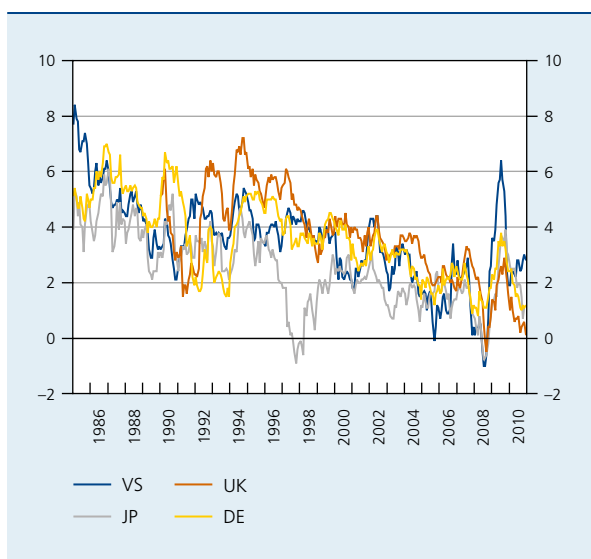
de convergentie van de langlopende nominale rentetarieven. Deze convergentie was in 1998 zogoed als voltooid voor de landen die in 1999 de euro zouden invoeren. Rekening houdend met de verschillen in inflatiegraad, zagen tal van landen – waar de langlopende reële rentetarieven tot dan toe die van Duitsland hadden overschreden – hun reële rente zakken tot onder het Duitse niveau. Deze verschillen bleven bestaan tot wanneer in 2008 de financiële crisis uitbrak. Het groei-ecart van die landen werd doorgaans in de hand gewerkt door de uitzonderlijk lage reële rentetarieven, die de binnenlandse vraag en de toename van de activaprijzen – vooral in de vastgoedsector – ondersteunden.

2.2.2 Deregulering en financiële innovaties

Ook het dereguleren van de financiële markten sinds het begin van de jaren tachtig droeg bij tot de expansie van de woningmarkten. Daarbij speelde productinnovatie een belangrijke rol. Sommige ontwikkelingen op de kredietmarkten zorgden ervoor dat de leencapaciteit van de huishoudens toenam, waardoor hun koopcapaciteit groter werd, wat de prijsstijgingen compenseerde. Hierbij zij melding gemaakt van onder meer:

- de verlenging van de looptijd voor leningen, tot zelfs 50 jaar in bepaalde landen waaronder Frankrijk, Spanje en het Verenigd Koninkrijk;
- de verhoging van de leenquotiteit (*loan-to-value ratio*) die in tal van landen vaak de gebruikelijke limiet van 80% overschreed. In Nederland en het Verenigd Koninkrijk werden heel wat contracten gesloten met een leenquotiteit van meer dan 100%;
- een groter beroep op hypothecaire kredieten tegen variabele rente. In deze formule moet het initieel voordeel worden afgewogen tegen het risico van een mogelijke renteverhoging;
- de ontwikkeling van formules voor de terugbetaling van de hoofdsom in één keer aan het einde van de leenperiode. Oorspronkelijk waren deze formules gekoppeld aan een investeringsproduct dat de terugbetaling van de hoofdsom op termijn mogelijk moest maken (zoals in het Verenigd Koninkrijk en Nederland). Meer recentelijk zijn ook identieke formules ontwikkeld, maar dan zonder koppeling aan een investeringsproduct (in Ierland en de Verenigde Staten);
- de ontwikkeling van de *mortgage equity withdrawal* (vooral in de Angelsaksische landen) stelde de huishoudens in staat hun financieringsdruk te verlichten door een soepeler gebruik van hun woning als onderpand: door hun woning geheel of gedeeltelijk te hypothekeken, konden ze goedkoop krediet verkrijgen om hun consumptie te financieren;
- tot slot, en vooral, heeft de ontwikkeling van effectivering (*securitization*) en van het *originate-to-distribute*

GRAFIEK 3 REËLE LANGE RENTE⁽¹⁾
(maandgegevens, in %)



Bron: Thomson Reuters Datastream.

(1) Rendement van de overheidsobligaties op tien jaar, gedeeld door de inflatie, gemeten op basis van de CPI.

model het pad voor een kredietexpansie geëffend, vooral in de Verenigde Staten. Het *originate-to-distribute* model ontnam kredietverschaffers de motivering om hun centrale rol bij het toekennen van krediet correct te vervullen: het selecteren van de beste risico's en het uitvoeren van controle op de schuldenaars. In de andere landen van de OESO was het aandeel van de geëffectiseerde hypothecaire kredieten beperkter, met daarbij aanzienlijke verschillen tussen de landen. In Europa deed de effectisering, als gevolg van het strenger prudentieel toezicht, het incitatief kader van de banken minder ontsporen.

In combinatie met de zeer lage rentetarieven, heeft een versoepeling van de voorwaarden inzake kredietverlening vaak geleid tot een significante stijging van de woningprijzen en van de schuldenlast van de huishoudens op lange termijn. Deze schuldenlast (waarvan de hypothecaire schuld het grootste gedeelte vertegenwoordigt) is de afgelopen jaren in de meeste landen van de OESO sterk verzwaaard. Eind 2010 beliep de langetermijnschuld van de huishoudens meer dan 80 % bbp in Spanje, Portugal, Ierland en Nederland, en tussen 2002 en 2010 nam ze er vaak aanzienlijk toe. Hierdoor werden de huishoudens met schulden ook kwetsbaarder in geval van schokken op het beschikbaar inkomen of op de rentetarieven, afhankelijk van het type hypothecaire lening en van de kenmerken van de huishoudens. Door de vlottere toegang

tot krediet kon in sommige landen een groter percentage huishoudens eigenaar worden van een woning, omdat bevolkingslagen met lagere inkomens de kans kregen een lening aan te gaan.

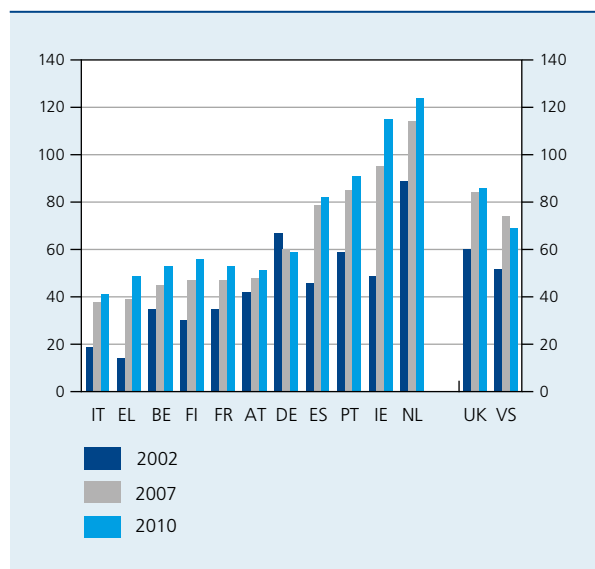
2.2.3 Beschikbaar inkomen

Tussen het midden van de jaren negentig en 2007 maakten de meeste ontwikkelde landen een periode van zogeheten *great moderation* door. Het reëel gemiddeld groeitempo van het bbp trok aan en het werd minder volatiel vergeleken met de periode 1980-1995. De huishoudens stelden hun inkomensverwachtingen opwaarts bij en hun perceptie van de economische onzekerheid werd neerwaarts aangepast, waardoor hun permanent inkomen steeg. Dat ondersteunde in de meeste landen de vraag naar woningen.

2.2.4 Demografie

In de meeste ontwikkelde landen was ook de demografie een gemeenschappelijke factor achter het verloop van de vastgoedprijzen. De groei van de bevolking als gevolg van, onder meer, immigratie, was in de landen van de OESO positief gecorreleerd met de stijging van de reële prijzen.

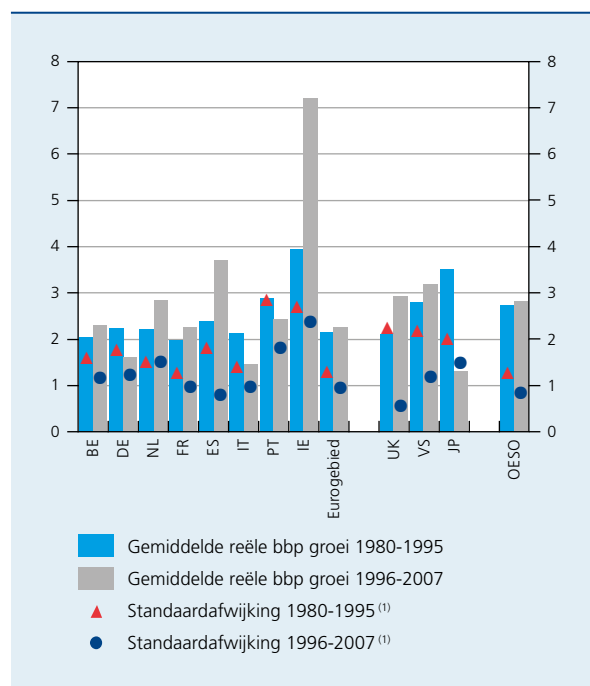
GRAFIEK 4 SCHULD OP LANGE TERMIJN⁽¹⁾ VAN DE HUISHOUDENS
(in % bbp)



Bronnen: EC, Federal Reserve, ECB.

(1) Uitstaande bedragen in het vierde kwartaal van elk jaar, behalve voor 2010 (waar het derde kwartaal betreft). Voor de Verenigde Staten: hypothecaire schuld in plaats van totale schuld op lange termijn.

GRAFIEK 5 GROEI EN VOLATILITEIT VAN DE ECONOMISCHE BEDRIJFVIGHEID
(jaarlijkse veranderingspercentages, tenzij anders vermeld)



Bron: OESO.

(1) In procentpunt.

Japan en Duitsland, daarentegen, waar de demografische groei uitermate zwak was, zagen hun reële vastgoedprijzen dalen. In Ierland ging de sterke demografische groei gepaard met een structureel effect van de leeftijds piramide, omdat het aandeel van de bevolking dat de leeftijd bereikte om een huishouden te stichten, aan het begin van de jaren 2000 fors toenam.

Daarnaast is in de OESO-landen, tijdens de beschouwde periode, ook het aantal huishoudens gestegen. Deze laatste zijn immers, gemiddeld beschouwd, kleiner geworden als gevolg van de daling van het aantal kinderen per gezin, de toename van het aantal eenoudergezinnen en de grotere zelfredzaamheid van ouderen.

In een aantal Europese landen, waaronder Frankrijk en Spanje, is ook de vraag naar woningen vanwege niet-ingezetenen een steeds grotere rol gaan spelen.

2.3 Landenspecifieke factoren

Wat de laatste opwaartse fase van de woningprijzen betreft, kan behalve op de hierboven vermelde gemeenschappelijke factoren, ook worden gewezen op een aantal landenspecifieke factoren. Bovendien hebben de gemeenschappelijke factoren niet in elk land in dezelfde mate een rol gespeeld. Hieronder worden voor een beperkt aantal landen de factoren toegelicht.

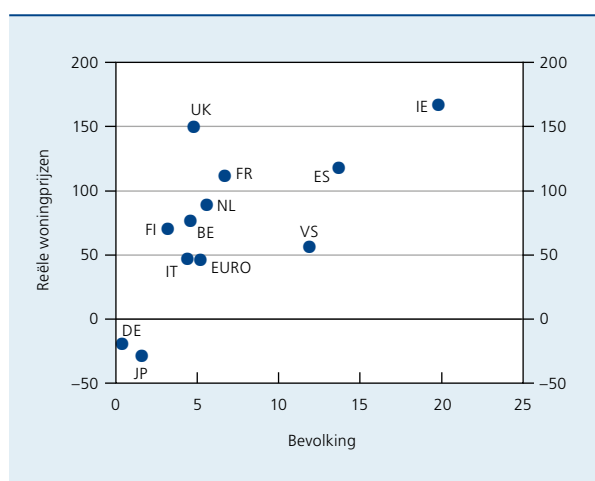
VERENIGDE STATEN

In de Verenigde Staten, droegen de volgende factoren bij tot de prijsverhoging:

- het reëel beschikbaar inkomen per hoofd en het bevolkingscijfer namen in de Verenigde Staten sterker toe dan in de meeste andere geavanceerde landen: gedurende de periode 1996-2007 bedroeg de gemiddelde jaar-op-jaar groei respectievelijk 2,3 % en 1,0 % (in het eurogebied respectievelijk minder dan 2 % en 0,4 %);
- er werden enkele extra maatregelen genomen om het woningbezit te stimuleren: vanaf 1997 werden de bij de verkoop van een woning gerealiseerde meerwaarden meestal fiscaal vrijgesteld en daarnaast werd de ontwikkeling van de zogenoemde *non-conforming* hypothecaire sector (Alt-A en *subprime* leningen) aangemoedigd;
- na het uiteenspatten, in 2000, van de dotcom-zeepbel op de beurs verlaagde de Federal Reserve op drastische wijze het streeftarief van de *federal funds rate*, meer bepaald van 6,5 % in december 2000 tot 1 % in juni 2003, een monetaire versoepeling die ingrijpender was dan die in de andere geavanceerde landen;
- de kredietvoorwaarden op de Amerikaanse hypothecaire markt werden vanaf 2003 en sterker dan in andere landen versoepeld. Dat was het gevolg van onder meer: de hierboven vermelde expansie van de *non-conforming* sector; minder strenge criteria inzake inkomen en waarborgen, vermits de kredietverstrekkers zich meer concentreerden op de toename van de onderliggende waarde van het gehypothekeerde goed; praktijken zoals *teaser* rentes (aanvankelijk lage rentetarieven die vervolgens fors stijgen) en *interest only* leningen (waarbij tijdens de initiële fase van de lening enkel rente wordt betaald) die leningen betaalbaar maakten; een groter aantal tweede hypotheekleningen en een sterke toename van de *loan-to-value ratio* voor nieuwe leningen;
- een stevige speculatieve vraag (voornamelijk in grootsteden en populaire vakantiebestemmingen). Het aandeel hiervan in de totale vraag naar woningen werd voor 2004 op 15 % van de totale aankopen geraamd, vergeleken met het langetermijngemiddelde van 5 %.

De stijging van de woningprijzen werd echter afgeremd door de sterke en snelle toename van de investeringen in woongebouwen (hoge prijselasticiteit), waardoor de hausse van de woningprijzen in de Verenigde Staten gedurende de periode 1996-2006 naar internationale maatstaven al met al matig bleef.

GRAFIEK 6 REËLE WONINGPRIJZEN EN BEVOLKING
(gecumuleerde veranderingen gedurende de periode 1996-2007, in %)



Bronnen: OESO, Wereldbank.

DUITSLAND

Duitsland is een atypisch geval. De vastgoedprijzen hadden er veeleer de neiging om te dalen tijdens de afgelopen 15 jaar, dit in scherp contrast met de elders vóór 2007 of 2008 opgetekende hausse. Parallel daarmee werd de Duitse bouwsector getroffen door een structurele crisis: sedert medio jaren negentig zijn de investeringen in de residentiële woningbouw onafgebroken teruggegaan en ze hebben zich pas recentelijk gestabiliseerd. Deze ontwikkelingen kunnen door verschillende factoren worden verklaard.

Aan de aanbodzijde zorgde de Duitse eenmaking aanvankelijk voor een versnelling van de investeringen in woongebouwen. Daardoor ontstond na het midden van de jaren negentig een overtollige capaciteit (vooral in de oostelijke Lander). Het gevolg was een langdurig aanpassingsproces, dat tot uiting kwam in de zwakte van de bouwsector.

Aan de vraagzijde bleven de innovaties op het gebied van hypothecaire producten beperkt in vergelijking met de andere Europese landen. De belangrijkste uitzondering was de verlenging, tot 30 jaar, van de terugbetalingstermijn voor leningen. Ook de schommelingen van het beschikbaar inkomen van de Duitse huishoudens verklaren voor een deel de lusteloosheid op de vastgoedmarkt. Tijdens het decennium vóór de crisis had de vertraging van de werkgelegenheids groei ervoor gezorgd dat het beschikbaar inkomen van de huishoudens trager toenam dan in de andere Europese economieën. Voorts ligt het percentage eigenaars in Duitsland bijzonder laag, terwijl de huurmarkt een belangrijk gedeelte van de vastgoedmarkt vertegenwoordigt. Daardoor wordt de huurmarkt aantrekkelijker, wat wellicht de vraag naar vastgoed mede heeft gematigd. Wat, tot slot, het fiscaal aspect betreft: de fiscale aftrekbaarheid die in 2004 werd ingevoerd voor eerste kopers (*Eigenheimzulage*), werd in 2006 afgeschaft. Bovendien werden de kosten voor nieuwbouw opgedreven door de algemene verhoging, in 2007, van het btw-tarief van 3% tot 19%. Ten slotte is ook de zwakke demografische groei een factor die de vraag naar woningen heeft afgeremd.

SPANJE

De Spaanse vastgoedmarkt was tot in 2007 een van de meest dynamische vastgoedmarkten in het eurogebied. Dat had onder meer te maken met het feit dat het beschikbaar inkomen van de huishoudens in Spanje zeer fors steeg als gevolg van de economische inhaalbeweging na de integratie van het land in de Europese Unie. De groei van de inkomens werd tevens

geschraagd door de krachtige toename van de werkgelegenheid, die werd gestimuleerd door hervormingen op de arbeidsmarkt. Wat de kredietvoorwaarden betreft, liepen de rentetarieven bovendien zeer scherp terug. Spanje trok immers in hoge mate profijt van de convergentie van zijn nominale rentetarieven in het vooruitzicht van zijn toetreding tot de Economische en Monetaire Unie en kon door zijn inflatieverschil ten opzichte van het gemiddelde van het eurogebied voordeel halen uit lagere reële rentetarieven, zelfs na de invoering van de euro. De daling van de rente speelde wellicht een niet te verwaarlozen rol in de toename van de schuldenlast van de huishoudens, waardoor de expansie van de vastgoedmarkt in de hand werd gewerkt. Bovendien bestaat de mogelijkheid dat de aankoop van woningen werd vergemakkelijkt en gestimuleerd door de wijziging in het hypothecair landschap als gevolg van de invoering van innoverende producten (bv. de mogelijkheid om de looptijd van een lening te verlengen tot 50 jaar), de deregulering van de banksector, alsook een accommoderende fiscaliteit bij de aankoop van onroerende goederen (bv. verschillende vormen van fiscale aftrekbaarheid voor de kopers, alsook een speciale btw-verlaging voor de aankoop van nieuwe woningen tot 7%). Ten slotte was in Spanje de demografische factor zeer belangrijk aangezien de uit Europa afkomstige niet-ingezetenen en de toestroom van immigranten er de vraag extra ondersteunden.

FRANKRIJK

Tot 2007 was de Franse vastgoedmarkt een van de meest florerende van het eurogebied. De vraag werd er ondersteund door met name de dynamiek van de inkomens en de werkgelegenheid, een gevolg van de tenuitvoerlegging van op de arbeidsmarkt gerichte beleidsmaatregelen. Bovendien nam het percentage woningeigenaars, dat relatief laag was, toe en ondersteunde het de vraag. Ook de vraag vanwege uit Europa afkomstige niet-ingezetenen oefende wellicht een opwaartse druk uit op de prijzen, zij het in mindere mate dan in Spanje. Net als in andere landen waren er ook hier een aantal innovaties op de hypothecaire markt, bijvoorbeeld de mogelijkheid om de looptijd van een lening te verlengen tot 50 jaar, alsook het toenemende beroep op kredieten met variabele rente, waardoor de kredietvoorwaarden konden worden versoepeld. Bovendien werd de vraag naar koopwoningen ondersteund door financieringsbronnen die door de Staat werden gesubsidieerd, bijvoorbeeld de reeds in 1995 ingevoerde *Prêt à Taux Zéro*, die in 2005 opnieuw werd geactiveerd en die eigendom voor eerste eigenaars met een bescheiden inkomen betaalbaarder maakte. In 2007, kort vóór het einde van de boom, werd een belastingkrediet op de rente van leningen geïntroduceerd.

IERLAND

Tijdens de opwaartse fase van de laatste vastgoedcyclus profileerde Ierland zich als outsider, met prijzen die sinds 1996 bijna verdrievoudigd waren ondanks aanzienlijke investeringen in woongebouwen. Deze prijsstijging was het resultaat van een levendiger vraag dan in de rest van het eurogebied, die deels haar oorsprong vond in demografische ontwikkelingen: een forse groei van een jonge bevolking, een netto-immigratie en een veranderde levenswijze (het uiteenvallen van de familiale kern). Daarnaast kwam vanaf de jaren negentig een dubbele inhaalbeweging op gang, niet alleen wat het beschikbaar inkomen van de huishoudens betreft, maar ook op het vlak van de woningprijzen, die zich op een relatief lager niveau bevonden dan die in de Europese buurlanden. Bovendien was het belastingstelsel voor de aankoop van vastgoed gunstig. De financieringsdruk van de huishoudens werd verlicht, wat de vraag naar hypothecair krediet stimuleerde. Enerzijds zorgde het convergentieproces in het vooruitzicht van de toetreding van Ierland tot de EMU voor een daling van de nominale en reële rentetarieven, waardoor het aangaan van een lening heel wat goedkoper werd. Anderzijds werd de markt voor hypothecair krediet in de loop van de jaren tachtig en negentig geliberaliseerd en gedereguleerd. Terwijl dergelijke innovaties ook op andere Europese markten plaatsvonden, veroorzaakte de agressieve verkoop van hypothecaire kredieten in Ierland een recordschuld van de particulieren. Het businessmodel van de Ierse banksector onderscheidt zich namelijk van andere Europese modellen door zijn overmatige blootstelling aan de vastgoedmarkt. Het feit dat de hoge openheidgraad van Ierland veel kapitaal aantrekt, alsook het beroep op de internationale wholesale financieringsmarkten (*international wholesale funding*), maakten dat de financiële sector er toegang had tot een overvloedige liquiditeitspool en aldus de uitgifte van kredieten makkelijk kon financieren. Zo is in de Ierse economie in haar geheel het gewicht van de financiële sector aanzienlijk toegenomen.

NEDERLAND

In Nederland trokken de vastgoedprijzen in eerste instantie vanaf de tweede helft van de jaren negentig snel aan; tijdens het decennium 2000 stegen ze vervolgens meer gematigd. De ontwikkelingen op de vastgoedmarkt gingen tijdens de eerste periode gepaard met een sterke werkgelegenheidscreatie en een forse toename van het beschikbaar inkomen van de huishoudens. Gedurende de hele periode werd de stijging van de vastgoedprijzen tevens in de hand gewerkt door de toenemende concurrentie tussen de aanbieders van hypothecaire kredieten en door de ontwikkelingen op de hypotheekmarkt

(waaronder het toenemende beroep op kredieten met variabele rente). Bovendien ligt de leenquoteit (*loan-to-value ratio*) in Nederland bijzonder hoog (in de buurt van 100 %) ten opzichte van de andere landen van het eurogebied, waar die ratio in 2007 gemiddeld 79 % beliep. Ook een accommoderend belastingstelsel, dankzij onder meer een belastingkrediet voor de rente op leningen, stimuleerde mogelijks de hypothecaire schuldvorming. Al deze factoren droegen er wellicht toe bij dat de hypothecaire schuldenlast van de huishoudens tot een recordniveau klom in vergelijking met die in het eurogebied. Net als in Frankrijk heeft het bijzonder lage percentage woningeigenaars ten opzichte van andere landen (waaronder België, Spanje of Ierland) er mogelijkwijs voor gezorgd dat de vastgoedprijzen sterker stegen dan de huurgelden.

VERENIGD KONINKRIJK

De specifieke kenmerken van de woningmarkt in het Verenigd Koninkrijk hebben zowel betrekking op het aanbod als de vraag. In de eerste plaats is het aanbod van woningen er vooral ten opzichte van de prijzen opvallend weinig elastisch, omdat het sterk wordt beperkt door de strikte reglementering inzake ruimtelijke ordening en door de stedenbouwkundige voorschriften. Die regelgeving wordt hoofdzakelijk op lokaal vlak vastgesteld, wat kan verklaren waarom ze zo streng is, aangezien de plaatselijke bevolking er belang bij kan hebben de woningdichtheid in haar buurt te begrenzen. In 2004 publiceerde een parlementaire onderzoekscmissie zelfs een rapport (het Barker Report) waarin aanbevelingen werden geformuleerd om, specifiek, het aanbod van nieuwe woningen te vergroten en, meer in het algemeen, de werking van de woningmarkt te versoepelen.

Terwijl het aanbod beperkt was, hebben verschillende specifieke factoren de vraag naar woningen mede geschraagd en prijsstijgingen in de hand gewerkt. Net als in de Verenigde Staten groeide het beschikbaar inkomen van de Britse huishoudens sneller dan in de meeste andere geavanceerde landen. Bovendien werd de toegang van de huishoudens tot de kredietverlening er sterk vergemakkelijkt door een zowel vroegtijdige als diepgaande financiële deregulering en door een scherpe concurrentie tussen kredietinstellingen, die resulteerde in zeer soepele kredietvoorwaarden.

Deze combinatie van een beperkt woningaanbod en een vraag die krachtig werd ondersteund door een agressief kredietaanbod maakt dat de situatie in het Verenigd Koninkrijk sterk overeenstemt met die in Nederland. In beide landen waren de schommelingen in de woningprijzen groter dan gemiddeld in de andere geavanceerde economieën.

BELGIË

Tijdens het decennium vóór de economische crisis, en meer bepaald tijdens de periode 2004-2007, droegen in België enkele specifieke factoren bij tot de stijging van de vastgoedprijzen.

Om te beginnen, is de vastgoedfiscaliteit in ons land dermate geëvolueerd dat ze het verwerven van eigendom heeft vergemakkelijkt en het aantal transacties ter zake heeft gestimuleerd. Zo werden de registratierechten in Vlaanderen en Brussel in 2002 en 2003 verlaagd⁽¹⁾; in Vlaanderen ging die verlaging van de registratierechten gepaard met de overdraagbaarheid ervan, waardoor (jonge) huishoudens worden aangemoedigd om relatief vroeg te investeren in een eerste onroerend goed, zelfs al besluiten ze later een duurder goed aan te kopen naar mate hun inkomen zulks mogelijk maakt. Dat het kadastraal inkomen op bestaande woningen nagenoeg niet mee evolueert met de markt, versterkt nog de voorkeur voor oude woningen boven nieuwe.

Ten tweede zette de in 2005 ingevoerde maatregel met betrekking tot de eenmalige bevrijdende aangifte (EBA) de Belgische huishoudens ertoe aan hun geld te repatriëren. Een gedeelte daarvan werd ongetwijfeld geherinvesteerd in vastgoed, wat ten grondslag ligt aan de sinds 2005 duidelijke stijging van de persoonlijke inbreng in het kader van de aankoop van een onroerend goed.

Ten derde hebben de federale staat en de gewesten fiscale stimulansen ingevoerd ter verbetering van de energie-efficiëntie van de woningen. Als gevolg daarvan investeerden de huishoudens hogere bedragen voor het renoveren van hun woning. In 2008 en 2009, toen de woningbouw een aanzienlijke achteruitgang liet optekenen die ook in 2010 aanhield, zij het in mindere mate, bleven de investeringen in renovatie gestaag toenemen. Renovatie leidt tot een betere kwaliteit van de woningen, wat hun wederverkoopwaarde verhoogt.

3. Maatstaven voor de evaluatie van de woningprijzen

3.1 Algemeen

De empirische literatuur vermeldt een aantal methoden om het verloop van de vastgoedprijzen te relateren aan die van fundamentele determinanten. Op basis van die methoden kan de waardering van de vastgoedmarkten worden beoordeeld.

Volgens een eerste benadering wordt het prijsverloop vergeleken met het verloop van het beschikbaar inkomen (*price-to-income*) om de betaalbaarheid van woningen (*affordability*) weer te geven. Deze maatstaf kan worden gecorrigeerd teneinde rekening te houden met het renteverloop (meer bepaald het verloop van de hypothecaire rente), omdat die rente de afbetalingslast en, derhalve, de leencapaciteit van de particulieren sterk beïnvloedt. Men spreekt dan van *interest-adjusted-affordability*. Daarnaast kan de invloed van demografische factoren – bij een constant aanbod oefent de bevolkingsaanwas een opwaartse druk uit op de woningprijzen – in een dergelijke maatstaf worden verwerkt, waardoor die de voornaamste macro-economische determinanten van de vraag naar woningen omvat.

In een tweede benadering worden de vastgoedprijzen vergeleken met de huurgelden (*price-to-rent*); het achterliggende idee is de keuze van de persoon die op zoek is naar een woning: aankoop of huur.

Op lange termijn keren die ratio's (*price-to-income*, *price-to-rent*, *interest-adjusted-affordability*) meestal terug naar hun evenwichtswaarde, terwijl ze er op korte (en middel-lange) termijn min of meer significant van kunnen afwijken. Aanzienlijke afwijkingen van die ratio's ten opzichte van hun evenwichtswaarde wijzen derhalve op een onder- of overwaardering van de vastgoedprijzen. Wanneer de prijs en/of de afbetalingslast van een woning stijgen in vergelijking met het beschikbaar inkomen van de huishoudens, wordt het voor deze laatste dus veel moeilijker om vastgoed te verwerven; hun vraag neemt af, wat de prijzen drukt en de ratio weer naar de evenwichtswaarde stuurt. Indien de aankoopprijs van onroerende goederen aanzienlijk sneller stijgt dan de huurgelden, wordt het voor de gegadigden ook interessanter een woning te huren, waardoor de huurgelden stijgen, terwijl de prijzen op de secundaire markt dalen.

Het grootste voordeel van deze methoden is de eenvoudige berekeningswijze ervan en het feit dat ze macro-economische gegevens hanteren die relatief snel worden gepubliceerd en die beschikbaar zijn voor tal van landen. De internationale instellingen (OESO, ECB, IMF) verwijzen in hun analyse van de woningmarkten trouwens vaak naar concepten zoals *price-to-income* en *price-to-rent*.

Deze instrumenten vertonen echter ook heel wat tekortkomingen, die maken dat de resultaten omzichtig moeten worden geïnterpreteerd. Om te beginnen, worden sommige belangrijke determinanten van de woningprijzen niet in aanmerking genomen en voor andere moeten vaak benaderende waarden worden gebruikt: dat is het geval

(1) In Wallonië werden de registratierechten pas in 2009 verlaagd.

voor de fiscaliteit (bv. de aftrekbaarheid van de rentelasten waardoor een woning betaalbaarder wordt), de kenmerken van de hypothecaire contracten (een langere looptijd van de lening of een hogere leenquotiteit verhoogt de betaalbaarheid), de huurgelden⁽¹⁾, enz.

Ten tweede valt het begrip evenwichtswaarde zelf, waar de omvang van de onder- of overwaardering aan wordt afgemeten, moeilijk te bepalen. Over het algemeen wordt daartoe een langetermijngemiddelde gebruikt. Die gemiddelde waarde hangt echter af van de gekozen periode, enerzijds, en het is niet zeker dat de evenwichtswaarde constant is in de tijd, anderzijds. Dat is met name het geval als er mettertijd veranderingen optreden in het fiscaal stelsel, de werking van de hypothecaire markten (quotiteit, looptijd, enz...), of nog, de voorkeuren van de actoren. Zoals reeds vermeld, gaven de ontwikkelingen op de hypothecaire markten tijdens het afgelopen decennium aanleiding tot onder meer een verlenging van de looptijd van de leningen en een stijging van de *loan-to-value*. Bij wijze van voorbeeld⁽²⁾, in België werd de gemiddelde looptijd van de kredieten traditioneel op 20 jaar geraamd, maar de gegevens van de Centrale voor kredieten aan particulieren, die alle nieuwe contracten voor hypothecaire kredieten registreren die aan ingezeten huishoudens zijn verleend (uitgesplitst naar looptijd en gemiddeld bedrag), wijzen op een verlenging. Zo werd de gemiddelde looptijd van de hypothecaire kredieten voor een bedrag tussen € 100.000 en € 150.000 in 2007 op 266 maanden geraamd, dat is 22,2 jaar of een verlenging van de gemiddelde looptijd in de periode vóór de crisis. De gemiddelde looptijd is sindsdien niet verder gestegen en in 2010 bedroeg hij iets minder dan 22 jaar.

Tot slot zij er op gewezen dat die methoden ex post indicatoren van de waardering verstrekken, maar niet aangeven of eventuele afwijkingen in de nabije toekomst aanleiding kunnen geven tot fundamentele correcties.

(1) Wat meer bepaald de maatstaf betreft die het prijsverloop relateert aan het verloop van de huurgelden, is er een groot conceptueel verschil, in die zin dat de woningprijzen (in de teller) berekend worden op basis van de nieuwe transacties op de secundaire markt en dus de marktvoorwaarden weerspiegelen, terwijl de huurgelden (in de noemer) die, bijvoorbeeld in België, overeenstemmen met de component huurgelden van de HICP, meestal het verloop van de huurgelden in de bestaande huurovereenkomsten weergeven, veeleer dan de huurgelden in de nieuwe huurovereenkomsten. De bestaande huurgelden worden over het algemeen geïndexeerd aan de hand van het gezondheidsindexcijfer en ze vallen onder verschillende wettelijke voorschriften die de aanpassingen van het huurgeld in de loop van een meerjarig contract beperken.

(2) Inzake leenquotiteit heeft België blijkbaar een ander verloop laten optekenen dan de andere landen, namelijk een daling van de leenquotiteit tijdens de afgelopen 15 jaar. Tervijl de leenquotiteit van 1996 tot 2004 rond 80 % schommelde, begon deze ratio vanaf 2005 fors te dalen; in de eerste helft van 2010 bedroeg ze 65 %. Met andere woorden, de eigen bijdrage bij de aankoop van een vastgoed steeg van ongeveer 20 % medio jaren 2000 tot 35 % in de recente periode. Een van de vaak aangevoerde redenen hiervoor is de repatriëring van middelen in het kader van de in 2005 uitgevoerde fiscale regulariseringsoperatie (EBA) waarvan een gedeelte geherinvesteerd werd in vastgoed. Bovendien zij aangestipt dat de hierboven toegelichte ontwikkelingen als gemiddelde worden opgetekend. De stijging van de gemiddelde eigen bijdrage in de loop van de afgelopen 15 jaar sluit niet uit dat voor een toenemend aantal huishoudens een eigen woning moeilijker realiseerbaar is geworden.

(3) Voor deze ramingen is uitgegaan van een lening met een gemiddelde looptijd van 20 jaar en een leenquotiteit van 80%. De resultaten worden uitgedrukt in afwijkingen ten opzichte van de periode 1995-2010.

Gelet op wat voorafgaat, kan uit die methoden beter lering worden getrokken om het verloop, veeleer dan het niveau, van de betaalbaarheid van een woning te beoordelen. Het is ook vanuit dat oogpunt dat de landen met elkaar moeten worden vergeleken.

3.2 Internationale vergelijking

Zowel de OESO als de ECB heeft recentelijk de vastgoedmarkten in verschillende landen beoordeeld aan de hand van de betaalbaarheidsindicatoren. De Bank heeft soortgelijke berekeningen gemaakt op basis van een *interest-adjusted-affordability* model⁽³⁾. Zoals blijkt uit tabel 1, kunnen de resultaten aanzienlijk verschillen afhankelijk van die indicatoren. Naargelang de gevolgde benadering wijzen de maatstaven voor België, voor het derde en vierde kwartaal van 2010, op een gemiddelde overwaardering tussen 15 en 66 % ten opzichte van hun langetermijnwaarde. Dit geeft de mate van onzekerheid aan waarmee die maatstaven omgeven zijn. Volgens de benaderingen prijs/beschikbaar inkomen of prijs/huurgelden, waarbij geen rekening wordt gehouden met de rentetarieven, blijkt uit een internationale vergelijking dat België tot de meest overgewaardeerde landen behoort (van 48 tot 66 %). De prijzen zijn blijkbaar ook flink overgewaardeerd in Frankrijk (tussen 36 en 48 %), Spanje (tussen 22 en 35 %) en Nederland (tussen 21 en 41 %). In Duitsland, Japan en, volgens één maatstaf, de Verenigde Staten zouden ze daarentegen onder hun evenwichtsniveau liggen. De invoering van de rentetarieven vermindert de overwaardering van de prijzen met gemiddeld ongeveer tien procentpunt in de landen die een overwaardering vertonen. In België zou de overwaardering van het residentieel vastgoed hierdoor gereduceerd worden tot circa 15 %.

De betaalbaarheid zou in België van 2004 tot het derde kwartaal van 2008 sterk zijn verslechterd als gevolg van, in hoofdzaak, de forse prijsstijging; in september 2008 waren de vastgoedprijzen ten belope van nagenoeg 25 % overgewaardeerd. Tussen eind 2008 en het tweede kwartaal van 2009 werden woningen vervolgens snel meer betaalbaar; dat kwam doordat de prijsstijging op de secundaire markt eerst vertraagde en vervolgens de prijzen daalden en doordat de rentetarieven flink zakten, en ondanks de vertraging in de groei van het beschikbaar inkomen van de huishoudens. Iets minder dan de helft van de sinds 2004 geaccumuleerde overwaardering zou aldus zijn weggewerkt. Sinds de tweede helft van 2009 is de betaalbaarheid van woningen min of meer stabiel gebleven, aangezien de stijging van de prijzen gecompenseerd werd door de aanhoudende rentedaling. Sinds het derde kwartaal van 2010 werden woningen opnieuw minder betaalbaar; dat

TABEL 1 MAATSTAVEN VAN DE WAARDERING VAN DE VASTGOEDPRIJZEN: INTERNATIONALE VERGELIJKING

 (afwijking in % ten opzichte van het langetermijngemiddelde⁽¹⁾; gemiddelde van het 3^e en 4^e kwartaal van 2010)

	ECB				OESO		NBB
	Ratio woningprijs / beschikbaar inkomen	Ratio gecorrigeerd voor de rente en de bevolkingsgroei	Ratio woningprijs / huurprijs	Ratio gecorrigeerd voor de rente	Ratio woningprijs / beschikbaar inkomen	Ratio woningprijs / huurprijs	Ratio woningprijs / beschikbaar inkomen gecorrigeerd voor de rente en de bevolkingsgroei
Verenigd Koninkrijk	20	22	-17	-8	29	42	-2
Frankrijk	47	1	48	13	36	42	13
België	-	-	-	-	48	66	15
Spanje	28	1	22	14	25	35	-12
Ierland	-	-	-	-	7	22	-30
Nederland	21	7	25	6	41	38	6
Finland	4	6	22	10	3	39	-15
Italië	20	13	10	9	18	7	-9
Verenigde Staten	-	-	-	-	-8	7	-25
Duitsland	-28	-1	-13	-2	-24	-21	-
Japan	-	-	-	-	-36	-36	-

Bronnen: ECB (2011), OESO, NBB (eigen berekeningen).

(1) Gemiddelde voor de periode 1980-2010 voor de indicatoren van de ECB en de OESO; gemiddelde voor de periode 1995-2010 voor de indicator van de NBB.

kwam doordat de prijzen opnieuw opliepen, terwijl de rentetarieven lichtjes begonnen te stijgen.

4. Risico's

4.1 Algemene risicofactoren

Ondanks de reeds verrichte prijscorrectie en de geleidelijke consolidatie van de economische groei in tal van landen, zijn er op mondiaal niveau verschillende factoren die op korte tot middellange termijn zouden kunnen wegen op het verloop van de woningmarkten.

Ten eerste is er de normalisering van de rentetarieven. Zoals reeds vermeld, waren tijdens het afgelopen decennium de rentetarieven zeer laag als gevolg van verschillende factoren, bijvoorbeeld een zeer accommoderend monetair beleid en het spaaroverschot afkomstig uit de opkomende landen in Azië en uit de olie-exporterende landen. Die beweging ging gepaard met een toename van de schuldenlast van de niet-financiële private sector, met name de huishoudens, en een accumulatie van macro-economische evenwichtsverstoringen in tal van

economieën. De financiële crisis gaf aanleiding tot een nieuwe versoepeling van de monetaire voorwaarden wereldwijd. Om op mondiaal niveau een nieuw en meer evenwichtig groeimodel te bewerkstelligen, is er een normalisatie nodig van het monetair beleid en de reële rentetarieven, zowel op korte als op lange termijn. Dit zal uiteraard het beroep op hypothecair krediet neerwaarts beïnvloeden – de vraag ernaar zal wellicht slinken – en de terugbetalingslasten van de leningen tegen variabele rente doen toenemen, wat betekent dat in de landen waar vaak een beroep wordt gedaan op dat type van lening het percentage wanbetalingen zou kunnen stijgen.

De tweede risicofactor heeft betrekking op de potentiële groei van het bbp die lager zou kunnen uitvallen dan tijdens het voorgaande decennium. Een vertraging van de potentiële groei zal op haar beurt aanleiding geven tot een minder snelle stijging van het beschikbaar inkomen van de huishoudens en de vraag naar woningen drukken. Twee belangrijke redenen voor een vermindering van de potentiële groei zijn:

1. de hierboven vermelde normalisering van de reële rentetarieven zou, vergeleken met de periode vóór de crisis, een rem kunnen zetten op de investeringen; dat effect zou nog worden versterkt door het

noodzakelijke proces van *deleveraging* (schuldafbouw) wat in geval van de financiële instellingen hun kredietaanbod zou kunnen beperken;

2. de als gevolg van de crisis gestegen werkloosheidsgraad kan, indien die zich bestendigt (hysteresis), een vernietiging van menselijk kapitaal teweegbrengen. Een grote en persistente onzekerheid op de arbeidsmarkt remt ook rechtstreeks de vraag naar woningen af.

De financiële crisis heeft ten slotte geleid tot een snelle stijging van de publieke schuldenlast in de meeste geavanceerde economieën. De houdbaarheid van de overheidsfinanciën vergt een snelle correctie van de begrotingstekorten. Deze kan leiden tot een economische vertraging op korte termijn en kan wellicht het beschikbaar inkomen van de huishoudens drukken. Dit risico moet echter niet worden overdreven: de begrotingssanering kan ook het vertrouwen van de huishoudens en de ondernemingen verbeteren en hun consumptie en investeringen ondersteunen. Op middellange termijn zou dat positieve effect op de geaggregeerde vraag (*crowding-in*) de recessieve effecten van de sanering kunnen overtreffen.

4.2 Specifieke risico's

In dit hoofdstuk worden de specifieke risicofactoren voor de woningmarkten in de Verenigde Staten en in België behandeld.

4.2.1 Verenigde Staten

De analyse van de waardering toont aan dat de woningprijzen in de Verenigde Staten zich momenteel, op basis van een aantal fundamentele factoren zoals het beschikbaar inkomen of de huurprijzen, plusminus op een evenwichtsniveau bevinden. Rekening houdend met het rentepeil bevinden de woningprijzen zich zelfs aanzienlijk onder dat niveau. In dergelijke omstandigheden zou een opleving van de woningsector mogen worden

verwacht. Tussen het voorjaar van 2009 en dat van 2010 trad er weliswaar een beleidsgestuurd herstel op, maar na het aflopen van de meeste ondersteuningsmaatregelen liepen zowel de bedrijvigheid als de prijzen terug. Aangezien de financiële en economische crisis van 2007-2009 haar oorsprong had op de Amerikaanse woningmarkt en daar ook hard toesloeg, nam de overheid in die periode tal van maatregelen ter ondersteuning van deze sector⁽¹⁾.

De Amerikaanse woningsector vertoont tot dusver geen tekenen die wijzen op een duurzaam herstel. Hij is derhalve een van de weinige sectoren die niet tot de huidige economische opleving bijdragen. Dit staat in schril contrast met het verleden toen de woningsector steeds een van de stuwende krachten achter de opleving was. Enkele belangrijke factoren blijven tot op vandaag een domper zetten op het herstel.

Om te beginnen, is er op dit ogenblik een ruime voorraad niet-verkochte woningen. Dat heeft voor een deel te maken met de grote prijselasticiteit van het aanbod in de Verenigde Staten, waardoor het aanbod (te) sterk reageert op de wijziging in de onderliggende vraag. Uit een simulatie van de BIB blijkt dat, op basis van de veranderingen in een aantal *fundamentals* (reëel beschikbaar inkomen per hoofd en bevolkingsaantal), het overaanbod in de periode 2000-2006 op 1,1% bbp kon worden geraamd⁽²⁾. Hierdoor nam de voorraad niet-verkochte woningen toe van circa 2 miljoen in 2000 tot meer dan 4 miljoen gedurende het grootste deel van de afgelopen jaren. Uitgedrukt in aantal maanden verkopen, was er een toename van ongeveer vier tot meer dan acht maanden. Naast deze voorraad kan er ook een zogeheten schaduwvoorraad worden berekend (woningen die normaliter binnen afzienbare tijd op de markt komen). Die berekening gebeurt op basis van het totaal van de hypothecaire leningen die een aanzienlijke betalingsachterstand (90 dagen of meer) vertonen en van de *foreclosures* (inbeslagnames van gehypothekeerde goederen). Deze schaduwvoorraad wordt momenteel op meer dan 2 miljoen woningen geraamd. Tot slot zijn er heel wat eigenaars die een hypothecaire lening hebben met *negative equity* (dit betekent dat het uitstaande saldo van de hypothecaire lening groter is dan de marktwaarde van het onderliggend onroerend goed) als gevolg van de prijsdalingen tijdens de afgelopen jaren. Door de zogeheten *non-recourse* regeling⁽³⁾ die in enkele staten van kracht is, zouden sommige huishoudens het aantrekkelijker kunnen vinden hun hypotheeklening stop te zetten en hun woning over te laten aan hun hypotheekmaatschappij. Uit cijfers voor het derde kwartaal van 2010 blijkt dat het percentage dergelijke leningen bijna 25% van het totaal uitmaakt.

(1) Naast initiatieven zoals een verlaging van de beleidsrente en een overvloedige en soepele liquiditeitsverschaffing aan financiële instellingen en markten, initiatieven die ook ten goede kwamen aan de woningsector, nam de Federal Reserve een aantal gerichte maatregelen om specifiek de hypotheekrente te doen dalen en de werking van de kredietmarkten te verbeteren (overname van een deel van de schuld van de door de overheid gesponsorde Amerikaanse hypothecaire herfinancieringsmaatschappijen, onder meer Fannie Mae en Freddie Mac, en aankoop van een aanzienlijk bedrag aan door hypothecaire kredieten gedekte effecten van deze instellingen). Ook de federale overheid nam enkele belangrijke maatregelen. Via het Making Home Affordable programma werd de terugbetaling van hypothecaire leningen vergemakkelijkt door onder meer een herschikking van de leningslast. Voorts werd in 2009 bij aankoop van een woning een belastingkrediet ingevoerd dat in de lente van 2010 afliep.

(2) Ellis L. (2008) stelt dat de investeringen in woongebouwen in de Verenigde Staten gedurende deze periode gemiddeld 4,9% bbp beliepen, vergeleken met een geschatte ratio van 3,8% op basis van de *fundamentals*.

(3) Dit betekent dat in een situatie van *negative equity* de kredietverstrekker geen recht heeft op terugbetaling van het volledig bedrag van de lening, maar enkel op de waarde van het onderliggend onroerend goed.

Een tweede risicofactor voor de woningmarkt heeft betrekking op de huidige onzekerheid omtrent de hervorming van deze sector. De crisis heeft immers aangetoond dat de manier waarop deze markt functioneert, structureel moet worden gewijzigd. De Federal Reserve heeft de afgelopen jaren dan ook herhaaldelijk aangedrongen op een ingrijpende hervorming van de Amerikaanse hypothecaire markten⁽¹⁾. Ook enkele internationale instellingen zoals het IMF en de OESO hebben verschillende voorstellen geformuleerd voor een hervorming van het woningbeleid⁽²⁾. De afgelopen jaren is immers duidelijk geworden dat het huidige systeem van overheidssteun, vergeleken met dat in andere landen, complex en duur is, en bovendien slecht georiënteerd als het de bedoeling is het bezit van een eigen woning te stimuleren en betaalbaar te houden. Internationaal beschouwd, is het woningbezit in de Verenigde Staten immers niet uitzonderlijk groot. Medio februari 2011 stelde de Amerikaanse minister van Financiën een overheidsplan voor om de hypotheekmarkt te hervormen⁽³⁾. Dat plan is voornamelijk bedoeld om de overheidsinmenging af te bouwen via de geleidelijke ontmanteling van Fannie Mae en Freddie Mac⁽⁴⁾. Het plan bevat ook voorstellen voor een vlottere werking van de hypotheekmarkt en voor een nieuwe invulling van de overheidsrol in de woningsector. Het Congres moet over deze voorstellen nog uitspraak doen.

GRAFIEK 7 BESTAANDE VOORRAAD NIET-VERKOCHTE WONINGEN IN DE VS



Bron: Thomson Reuters Datastream.

4.2.2 België

Net zoals in een aantal andere Europese landen, zoals Frankrijk of Finland, onderscheidde de vastgoedmarkt in België zich door de beperkte prijscorrectie tijdens de financiële crisis en door de mate van overwaardering zoals die uit meerdere indicatoren naar voren komt. In dat verband rijst de vraag of de factoren die tot dusver de prijzen mee hebben ondersteund, in de toekomst een dergelijk effect zullen blijven uitoefenen. Sommige van deze factoren die tot medio jaren 2000 de prijzen mee ondersteunden, zouden kunnen omslaan. Naast de eerder genoemde algemene risico's, en vooral dan het risico verbonden aan de stijging van de rente, kan worden vermeld:

- dat de belastingen op onroerend vermogen, via een hervorming van het kadastraal inkomen of door een verlaging van de fiscale aftrekbaarheid van leningen, zouden kunnen worden verhoogd, vooral tegen de achtergrond van de begrotingssanering op lange termijn. De aanbevelingen van bepaalde internationale instellingen (in het bijzonder de OESO) gaan in die richting;
- dat bepaalde steunmaatregelen voor renovatie en bouw reeds afgebouwd of zelfs afgeschaft zijn. Dit proces zou kunnen worden geïntensifieerd, wat zou wegen op de investeringen in woongebouwen, vooral op die met betrekking tot renovatie.

Andere factoren kunnen daarentegen de prijzen op middellange termijn blijven schragen:

- de algemene economische vooruitzichten en dus ook die ten aanzien van de werkloosheid en van het beschikbaar inkomen van de huishoudens lijken op dit ogenblik in België vrij positief, en iets beter dan gemiddeld beschouwd in het eurogebied;
- hoewel de schuldenlast van de huishoudens in België de afgelopen twee jaar is blijven oplopen – in tegenstelling tot die in het eurogebied, waar hij zich sedert begin 2009 stabiliseert – blijft het niveau ervan laag (55 % bbp eind 2010) in vergelijking met dat in het eurogebied (65 % bbp);
- de wanbetalingsgraad op hypothecaire kredieten is tot dusver relatief laag gebleven. Na in 2007 en tot medio 2008 te zijn teruggelopen tot een minimum van 1,65 %, ging de wanbetalingsgraad in de tweede helft van 2008, in 2009 en tot in april 2010 opnieuw stijgen, toen hij 1,72 % beliep. Sedertdien is de wanbetalingsgraad lichtjes gedaald, en bedroeg hij 1,67 % in april 2011.

(1) Zie onder andere Hoenig T. (2010).

(2) IMF (2010c), OECD (2010b).

(3) Department of the Treasury, Department of Housing and Urban Development (2011).

(4) Fannie Mae en Freddie Mac zijn door de overheid gesponsorde hypothecaire herfinancieringsmaatschappijen die een belangrijk deel van de Amerikaanse hypotheekmarkt in handen hebben.

GRAFIEK 8 WANBETALINGSGRAAD OP HYPOTHECAIRE KREDIETEN IN BELGIË

(in % van de uitstaande contracten⁽¹⁾)



Bron: NBB (Centrale voor kredieten aan particulieren).

(1) Op basis van het aantal contracten.

Tot slot blijft het effect van een aantal factoren op het toekomstig verloop van de vastgoedprijzen onzeker:

- bovenop de vermoedelijke stijging van de rentetarieven, zouden de banken er kunnen toe besluiten hun (andere) kredietvoorwaarden (looptijd van de lening, leenquotiteit, gevraagde waarborgen, enz.) te verstrengen. Zoals eerder vermeld, blijkt uit de door de banken aan de Centrale voor kredieten aan particulieren meegeedeelde gegevens onder meer dat de gemiddelde looptijd van de nieuwe hypothecaire kredieten sedert 2008 niet meer stijgt en blijkbaar zelfs verkort is. De meest recente enquêtes bij de Belgische banken naar de kredietvoorwaarden (Bank Lending Survey) wijzen echter niet op een tendens tot verscherping van de voorwaarden voor hypothecaire kredieten. De heroriëntering van de banken naar hun corebusiness ondersteunt ongetwijfeld mee de hypothecaire activiteit;
- volgens de demografische vooruitzichten van het Federaal Planbureau zou de totale bevolking tijdens het volgende decennium jaar-op-jaar sterker blijven groeien (met 0,64 % per jaar) dan tijdens de afgelopen vijftien jaar (0,45 % per jaar). De tijdens de afgelopen tien jaar negatieve groei van de voor potentiële vastgoedkopers meer representatieve bevolkingsgroep van 25 tot 44 jaar, zou vanaf 2013 positief worden. Tot slot zou het aantal huishoudens sneller kunnen blijven aantrekken dan de algemene demografische ontwikkelingen, aangezien de grootte van de huishoudens structureel afneemt;
- het woningaanbod zou overigens in 2011 en 2012 tijdelijk kunnen toenemen, naarmate de in 2010

aangevraagde bouwvergunningen worden uitgereikt, voor een deel onder invloed van de – inmiddels afgeschafte – btw-verlaging op de eerste schijf van € 50.000. Mocht de vraag naar woningen tegelijkertijd vertragen (bv. als gevolg van een rentestijging), dan zou het deflator effect op de prijzen kunnen worden versterkt.

Conclusie

De laatste hausseperiode van de woningprijzen, die in de meeste geavanceerde landen omstreeks medio jaren negentig aanving, onderscheidt zich van vroegere opwaartse fases door haar uitzonderlijke duur, omvang en mate van synchronisatie. Lage rentes, financiële innovaties, soepele kredietvoorwaarden en demografische factoren voedden de vraag naar woningen en leidden tot een forse toename van de woningprijzen en van de investeringen in woongebouwen. De woningprijzen namen het sterkst toe in het Verenigd Koninkrijk, Spanje, Ierland en Frankrijk. Ze stegen ook aanzienlijk, zij het in mindere mate, in België, Finland, de Verenigde Staten en Nederland. In Spanje en Ierland gaf dit verloop bovendien een krachtige impuls aan de vraag naar nieuwe woningen en aan de bedrijvigheid in de bouwsector, waarvan het aandeel in de totale toegevoegde waarde buitengewone proporties aannam. Tegelijkertijd steeg echter ook de schuldgraad van de huishoudens tot ongekende hoogten, wat hen uiterst kwetsbaar maakte voor negatieve schokken.

De woningmarkten raakten omstreeks het midden van het afgelopen decennium steeds meer oververhit en uiteindelijk lagen problemen in het *subprime* segment van de Amerikaanse woningmarkt vanaf 2006 mee ten grondslag aan de financiële en economische crisis die de mondiale economie in de diepste recessie sinds het einde van de Tweede Wereldoorlog stortte. Ook elders spatten de zeepbellen op de woningmarkten uiteen.

In vergelijking met de opwaartse fase van de cyclus, verzwakte de synchronisatie van het prijsverloop. In enkele landen (België, Finland en Frankrijk) werd de bodem inmiddels bereikt en trokken de prijzen aan sinds de tweede jaarhelft van 2009. In andere landen (Ierland, Nederland en Spanje), daarentegen, blijven de prijzen dalen. De tijdens de expansieperiode opgebouwde excessen hebben tot op vandaag een duidelijke impact op de economische groei. Zo wordt de dynamiek van de binnenlandse vraag nog steeds afgeremd door de afbouw van de hoge schuldpositie van de huishoudens en door de daling van de woningprijzen in verschillende landen. Landen zoals Spanje en Ierland zien zich bovendien voor

de moeilijke opgave geplaatst hun economie te herstructureren als gevolg van de malaise in de bouwsector.

Op basis van enkele eenvoudige maatstaven werd in dit artikel nagegaan in welke mate de woningprijzen onder- of overgewaardeerd zijn. Wordt rekening gehouden met fundamentele determinanten zoals het beschikbaar inkomen, de bevolkingsgroei en met het op dit ogenblik uiterst lage rentepeil (*interest-adjusted-affordability*), dan lijkt in de meeste landen het huidige niveau van de woningprijzen niet al te sterk af te wijken van het evenwichtsniveau. Onder meer in België zou er nog een zekere overwaarding zijn. Deze simpele methoden hebben echter hun beperkingen en de resultaten ervan dienen dus omzichtig te worden geïnterpreteerd. Bovendien is het niet denkbeeldig dat het lage rentepeil, waardoor een hogere *affordability* zou kunnen worden verklaard, niet langer een goede proxy blijkt voor de algemene kredietvoorwaarden, die sedert de crisis in de meeste landen toch aanzienlijk zijn verstrengd. Naast de onzekerheid over een mogelijk blijvend negatieve impact van de crisis op de potentiële groei en over het effect van de sanering van de overheidsfinanciën, is een normalisatie van dat rentepeil een van de voornaamste risicofactoren voor de woningmarkt.

Hoewel uit voorgaande analyse blijkt dat de woningprijzen in de Verenigde Staten voldoende zijn gedaald om het verstoorde evenwicht uit het verleden te corrigeren, zullen een aantal factoren op korte tot middellange termijn het herstel van de woningmarkt wellicht blijven hinderen. Zo is er momenteel nog een grote effectieve en schaduwvoorraad van niet-verkochte woningen, bestaat er onzekerheid over de hervorming van de Amerikaanse hypothecaire markten en blijft de hoge werkloosheid het vertrouwen van de Amerikaanse huishoudens aantasten. Wat België betreft, zullen de factoren, vooral van fiscale aard, die de prijzen tijdens het laatste decennium ondersteunden, in de toekomst wellicht niet meer hetzelfde effect sorteren. Aangaande het inkomen en de schuld van de huishoudens blijft de algemene economische situatie

evenwel gezond. Tegen een dergelijke onzekere achtergrond zullen de ontwikkelingen op de vastgoedmarkt verder nauwgezet moeten worden gevolgd.

De crisis heeft, ten slotte, onmiskenbaar aangetoond dat de financiële sector behoefte heeft aan een efficiënter toezicht en strengere regels. Op internationaal en Europees niveau werden in dat opzicht reeds een aantal initiatieven genomen. Internationale instellingen zoals het IMF en de OESO hebben voor verschillende landen ook aanbevelingen geformuleerd die gericht zijn op het hervormen van het woningbeleid en op de werking van de woning- en hypothecaire markten.

Voorts heeft de overheidsschuldencrisis die het eurogebied vanaf 2010 trof, de aanzet gegeven tot een krachtiger economische *governance* binnen de Europese Unie. Het was immers duidelijk geworden dat, om excessen te voorkomen en de stabiliteit van de EMU te verzekeren, de Europese Unie nood had aan een steviger budgettaire, structurele en macro-economische *governance*. Naast de strengere begrotingsdiscipline, via een versterkt stabiliteits- en groeipact, wordt ook een nieuw toezichtsmechanisme inzake macro-economische evenwichtsverstoringen en concurrentievermogen een essentiële pijler in deze nieuwe economische *governance*. In de preventieve fase van dit nieuwe mechanisme zullen de risico's jaarlijks worden beoordeeld aan de hand van een waarschuwingssignaal dat werkt op basis van een scorebord met een beperkt aantal indicatoren. In het licht van de ontwikkelingen die zich sedert de millenniumwissel in het eurogebied hebben voorgedaan, kunnen de vastgoedmarkten worden beschouwd als een belangrijke oorzaak van onevenwicht en divergentie; het vroegtijdig opsporen van eventuele zeepbellen op deze markten is derhalve cruciaal. Om die reden wordt het verloop van de reële huizenprijzen een mogelijke indicator op het scorebord. De kwetsbaarheid van de private sector zou blijken uit de verhouding van de schuld van de private sector tot het bbp, of nog, door de toename van de kredietverlening aan de private sector.

Bibliografie

André C. (2010), *A bird's eye view of OECD housing markets*, OECD Economics Department, Working Paper 746, January.

Andrews D. (2010), *Real house prices in OECD Countries: The role of demand shocks and structural and policy factors*, OECD Economics Department, Working Paper 831, December.

Bernanke B. (2011), *The economic outlook and macroeconomic policy*, Lecture at the National Press Club, Washington D.C., 3 februari.

BIS (2004), « What drives housing price dynamics: Cross-country evidence », *BIS Quarterly Review*, March.

BNP Paribas (2010), *Banques irlandaises: retour sur le mirage celte*, Conjoncture, décembre.

Caldera Sanchez A. en A. Johansson (2011), *The price responsiveness of housing supply in OECD countries*, OECD Economics Department, Working Paper 837, January.

CoreLogic (2010a), *Shadow inventory jumps more than 10 percent in one year*, November 22.

CoreLogic (2010b), *US housing and mortgage trends*, November.

De Bandt O., L. Ferrara en O. Vigna (2010), « Les marchés immobiliers après la crise : quelles leçons pour la macroéconomie ? », Banque de France, *Bulletin* 179, 1^{er} trimestre.

Department of the Treasury, Department of Housing and Urban Development (2011), *Reforming America's housing finance market, A report to Congress*, February.

Deutsche Bank (2010a), *German residential property: Back in fashion with good reason?*, Deutsche Bank Research, September 3.

Deutsche Bank (2010b), *Residential property in Germany: Investment opportunities despite demographic risks*, Deutsche Bank Research, December 21.

ECB (2009), *Housing Finance in the euro area*, Occasional Paper 101, March.

ECB (2010), « De invloed van overheidssteun op de recente ontwikkelingen in de Amerikaanse huizenmarkt », *ECB Maandbericht*, Kader 1, 12-15, September.

ECB (2011), *Financial Stability Review*, June.

Ellis L. (2008), *The housing meltdown: Why did it happen in the United States*, BIS, Working Paper 259, September.

ERA (2010), *Market trends 2009 vs 2008 & outlook*, June.

Girouard N. et al. (2006), *Recent house price developments: The role of fundamentals*, OECD Economics Department, Working Paper 475, January.

Gobierno de España, *Ministro de vivienda (2010), Informe sobre la situación del sector de la vivienda en España*, April.

Goldman Sachs (2010), *L is (still) for housing*, US Economics Analyst, October 29.

Hoening T. (2010), *Reforming US housing finance*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Igan D. en P. Loungani (2010), « Bouncing between floors? Prospects for house prices in major economies », *IMF Survey Magazine*, October.

IMF (2010), « Dismal prospects for the real estate sector », *IMF World Economic Outlook*, Box 1.2, October.

IMF (2010a), *United States Staff Report for the 2010 Article IV Consultation*, July.

IMF (2010b), « The US government's role in reaching the American dream », in *IMF Selected Issues Article IV Consultation of the United States*, July.

IMF (2010c), *Global Financial Stability Report*, Box 1.4, October.

IMF (2010d), *Global Financial Stability Report*, Box 1.3, April.

ING (2009), *De vastgoedmarkt in 2009: correctie in zicht*, ING Focus – Belgian Real Estate, februari.

ING (2010), *Wat komt er na het herstel?*, ING Focus – Belgian Real Estate, november.

ING (2011), *Bestendigheid in een roerende omgeving*, ING Focus – Belgian Real Estate, januari.

Klyuev K. (2008), *What goes up must come down? House price dynamics in the US*, IMF, Working Paper 187, July.

Lane R. P. (2011), *The Irish crisis*, CEPR, Working Paper 8287, March.

Loungani P. (2010), « Housing Prices: More room to fall? », *IMF Finance & Development*, March.

Malzubris, J. (2008), *Ireland's housing market: Bubble trouble*, ECFIN Country Focus, Volume 5, Issue 9, September.

Ministère de l'écologie, du développement durable, des transports et du logement (2009), *Les aides financières au logement*, octobre.

Moëc G. (2006), « La soutenabilité des prix de l'immobilier aux États-Unis et en Europe », Banque de France, *Bulletin* 148, avril.

OCDE (2008), *Étude économique de l'Irlande 2008*, avril.

OCDE (2009), *Étude économique de l'Irlande 2009*, novembre.

OCDE (2010), *Étude économique de l'Espagne 2010*, décembre.

OCDE (2010a), « Housing Market Developments », *OECD Economic Outlook*, Box 1.2, November.

OCDE (2010b), « Rebalancing the economy away from overinvestment in housing and increasing the resilience of the mortgage market », in *OECD Economic Surveys United States*, September.

OCDE (2011), *Étude économique de la France 2011*, avril.

OCDE (2011), « Housing and the economy: Policies for renovation », in *Economic Policy Reforms 2011: Going for Growth*, January.

Présidence de la République Française, Elysée (2010), *Présentation de la réforme des aides à l'accession à la propriété*, Dossier de presse, 14 septembre.

Rae D. en P. van den Noord (2006), *Ireland's housing boom: What has driven it and have prices overshot?*, OECD Economics Department, Working Paper 492, June.

Royal Institution of Chartered Surveyors (2010), *2010 European housing review*, RICS Research, January.

Gedrag van de Belgische bedrijven tegen de achtergrond van de mondialisering: lessen uit het colloquium « International Trade: Threats and Opportunities in a Globalised World »

E. Dhyne
L. Dresse
C. Fuss
Ch. Piette

Inleiding

De buitenlandse handel en de investeringen in het buitenland zijn reeds geruime tijd een belangrijk onderzoeksveld voor economen. De voorbije twintig jaar is de aandacht voor die thema's zelfs aanzienlijk toegenomen, in het kielzog van een ongekennde expansie van het internationaal handelsverkeer en de buitenlandse directe investeringen (BDI), en van het toenemend belang van een aantal opkomende economieën.

Een en ander heeft belangrijke gevolgen voor de industrielanden. De bedrijven kunnen er profijt trekken van nieuwe afzetmarkten, maar ze hebben op dit ogenblik ook te kampen met de concurrentie van producten die worden vervaardigd in landen met aanzienlijk lagere arbeidskosten. Vaak noopt die concurrentie hen ertoe de structuur van hun activiteiten te herbekijken, door geleidelijk af te stappen van de productie van arbeidsintensieve gestandaardiseerde goederen en zich toe te spitsen op producten die meer geavanceerde technologieën bevatten en dus minder onderhevig zijn aan de concurrentie van de lagekostenlanden. Bij wijze van alternatief delen ze hun productieprocessen internationaal op om de kosten van de intermediaire productie te reduceren door gebruik te maken van de voordelen van verschillende

vestigingsplaatsen. Dergelijke strategieën leiden uiteraard tot niet te verwaarlozen verschuivingen in de structuur van de arbeidsmarkt; die verschuivingen kunnen nadelig blijken, vooral voor laaggeschoolde werknemers. Deze wijzigingen in de wereldeconomie en het feit dat de industrielanden zich eraan moeten aanpassen, vergen derhalve afdoende reacties, zowel vanwege bedrijven als vanwege werknemers en beleidsmakers.

Deze problematiek komt zeer sterk tot uiting in België, een land met een zeer hoge openheidsgraad. België's economische ontwikkeling hangt hierdoor nauw samen met de concurrentiekracht van de op zijn grondgebied gevestigde bedrijven en met hun vermogen om zich aan het verloop van de mondiale vraag en concurrentie aan te passen.

Deze verschillende aspecten worden meestal geanalyseerd aan de hand van macro-economische of sectorgegevens. Het concurrentievermogen van de economie wordt bijvoorbeeld vaak beoordeeld op basis van indicatoren voor de prestaties op de uitvoermarkten of van statistische reeksen betreffende het verloop van de loonkosten en de producentenprijzen. Zoals is gebleken uit een in juni 2010 in dit Tijdschrift verschenen artikel over de positie van België in de wereldeconomie, wordt het verloop van

de marktaandeelen niet enkel verklaard door factoren die verband houden met de productiekosten, bijvoorbeeld de relatieve loonkosten⁽¹⁾. Aan de uitvoerresultaten wordt met andere woorden ook bijgedragen door elementen van het niet-prijsconcurrentievermogen. Nog steeds volgens een geaggregeerde benadering worden het innovatiepotentieel en de investeringen in menselijk kapitaal – twee elementen die essentieel zijn voor een aanpassing aan gewijzigde comparatieve voordelen – dan weer gemeten aan de hand van de uitgaven voor R&D of via het aantal werknemers die een permanente opleiding volgen.

Een geaggregeerde analyse verschaft echter een onvolledig beeld van de factoren die bepalend zijn voor het concurrentievermogen van een economie. Aangezien structurele elementen vaak verankerd zijn in bedrijfsspecifieke kenmerken van de bedrijven, tracht de wetenschappelijke literatuur in dit domein vooral inzicht te verwerven in de verschillen tussen bedrijven op het vlak van internationaliseringsstrategieën en resultaten op de buitenlandse markten. Theoretisch onderzoek heeft duidelijk gemaakt dat het gedrag van bedrijven bij de keuze voor internationalisering onder meer afhankelijk is van hun productiviteitsniveau. De in dat kader ontworpen modellen kunnen bijvoorbeeld verklaren waarom binnen eenzelfde bedrijfstak sommige bedrijven exporteren, terwijl andere hun producten enkel op de binnenlandse markt verkopen. Om de geldigheid en de voorspellingen van die theoretische modellen te beoordelen, zijn onderzoekers micro-economische databanken beginnen te gebruiken, die gedetailleerde gegevens op bedrijfsniveau bevatten, maar ook informatie over de landen waarmee deze bedrijven handel drijven en zelfs over de producten die ze op de internationale markten verhandelen.

Aangezien een micro-economische benadering nuttig is om een beter inzicht te verwerven in de oorzaken en de gevolgen van de mondialisering, heeft de Bank het onderzoek ter zake willen bevorderen door er de editie 2010 van haar tweejaarlijks colloquium aan te wijden. Dit colloquium werd op 14 en 15 oktober 2010 in Brussel gehouden onder de titel «International Trade: Threats and Opportunities in a Globalised World».

Dit artikel heeft tot doel de voornaamste empirische bevindingen toe te lichten, en aanbevelingen over de economischbeleidskoers te formuleren die uit de werkzaamheden in dat kader kunnen worden afgeleid. In eerste instantie wordt in het hieronder volgende deel teruggeblikt op de gestileerde feiten die uit eerder empirisch onderzoek naar voren komen.

1. Internationalisering van de bedrijven: enkele gestileerde feiten

De afgelopen vijftien jaar hebben tal van studies het gedrag en de kenmerken van de exportbedrijven in kaart gebracht (bv. voor de Verenigde Staten Bernard en Jensen, 1995, 1999, 2004, Aw en Hwang, 1995, Bernard, Eaton, Jensen en Kortum, 2003, Bernard, Jensen en Schott, 2005; voor Frankrijk Eaton, Kortum en Kramarz, 2004; voor België Muûls en Pisu, 2007, en op Europees niveau Mayer en Ottaviano, 2007). Deze studies berusten op theoretische modellen waarin rekening wordt gehouden met de heterogeniteit binnen de ondernemingspopulatie en waarin wordt afgestapt van de doorgaans in de macro-economische benaderingen gehanteerde, vereenvoudigende hypothese van het bestaan van een typeonderneming waarvan het gedrag representatief wordt geacht voor de hele sector of voor de hele economie. Op basis van empirisch onderzoek naar de internationalisering van bedrijven kunnen een aantal gestileerde feiten worden onderscheiden. Daarvan worden er drie

TABEL 1 KENMERKEN VAN DE INTERNATIONAAL ACTIEVE BEDRIJVEN

(verschillen in % t.o.v. bedrijven die enkel op de binnenlandse markt actief zijn⁽¹⁾)

Internationaliseringsgraad	Werkgelegenheid	Toegevoegde waarde	Arbeidsproductiviteit ⁽²⁾
Bedrijven die enkel actief zijn in de internationale handel			
Exportierend	20	32	13
Importerend	44	57	17
Zowel exporterend als importerend	96	111	25
Belgische multinationals			
Zonder internationale handelsactiviteit	128	149	33
Exportierend	148	181	46
Importerend	172	206	50
Zowel exporterend als importerend	224	260	58
Dochterondernemingen van buitenlandse multinationals			
Zonder internationale handelsactiviteit	133	172	49
Exportierend	153	204	62
Importerend	177	229	66
Zowel exporterend als importerend	229	283	74

Bron: NBB.

(1) Resultaten van regressies over de periode 1995-2005.

(2) Na controle voor verschillen qua grootte.

(1) Zie Baugnet et al. 2010.

toegelicht, voornamelijk aan de hand van gegevens voor België. Deze resultaten stemmen overeen met die voor andere geavanceerde economieën.

Ten eerste wijken de kenmerken van de op de internationale markten actieve bedrijven aanzienlijk af van die van de bedrijven die enkel op de binnenlandse markt opereren. Op grond van een analyse van de micro-economische informatie over de Belgische bedrijven uit de verwerkende nijverheid die hun jaarrekening volgens het volledige schema neerleggen, kunnen bedrijven worden gerangschikt volgens hun graad van internationalisering. Het blijkt meer bepaald dat hoe actiever een onderneming is op de internationale markten, hetzij via het handelsverkeer, hetzij via BDI, hoe groter en productiever ze is. Vergeleken met het gemiddelde personeelsbestand van een uitsluitend op de binnenlandse markt gericht bedrijf, namelijk 35 personen in het onderzochte staal, ligt het aantal werknemers in bedrijven die zowel actief zijn in de export als in de import en in bedrijven die deel uitmaken van een buitenlandse multinational respectievelijk 96 en 133 % hoger. In de veronderstelling dat een multinationale onderneming eveneens in uitvoer en invoer actief is, ligt het personeelsbestand er gemiddeld 229 % hoger dan in binnenlandse bedrijven. Inzake arbeidsproductiviteit belopen de verschillen respectievelijk 25 en 49 %, of 74 % voor een buitenlandse multinational die zowel uitvoert als invoert. Behalve wat

omvang en productiviteit betreft, verschillen de op de internationale markten actieve bedrijven ook nog van de louter binnenlands georiënteerde bedrijven op het vlak van kapitaalintensiteit, loonpeil en inspanningen inzake onderzoek en ontwikkeling.

Ten tweede neemt een beperkt aantal exportbedrijven een aanzienlijk gedeelte van de uitvoer voor zijn rekening. De zogenoemde «superstars» zijn heel groot, erg productief en voeren heel wat verschillende producten uit naar tal van bestemmingen. Dat is gebleken uit onder meer het onderzoek van Bernard, Van Beveren en Vandenbussche (2010). Deze studie telde, voor het jaar 2005, 25 248 exportbedrijven op 710 252 btw-plichtige bedrijven. De exportactiviteiten zijn dus voor rekening van 3,6 % van de bedrijven. Een meer verfijnde analyse wijst op een zeer sterke concentratie van die activiteiten binnen de exportbedrijven zelf. Een uitsplitsing van deze laatste volgens het aantal uitgevoerde producten toont immers aan dat 1 094 bedrijven die ruim 50 verschillende producten uitvoeren naar meer dan 23 verschillende bestemmingen, goed zijn voor 33,2 % van de totale uitvoer. Bij de firma's die meer dan 20 producten exporteren, vertegenwoordigt 12,1 % van de exporteurs 61 % van de uitvoer. Omgekeerd dragen de firma's die slechts één product uitvoeren, en dit naar gemiddeld 1,6 bestemming, slechts voor 2 % bij tot de totale uitvoer, hoewel ze 34 % van het aantal exporterende bedrijven uitmaken.

TABEL 2 CONCENTRATIE VAN HET AANTAL EXPORTEURS EN HET BEDRAG VAN DE UITVOER
 (gegevens voor 2005)

Aantal uitgevoerde producten ⁽¹⁾	Exportbedrijven		Waarde van de uitvoer		Gemiddeld aantal bestemmingen
	Aantal	In % van het totale aantal exporteurs	Waarde in € miljoen	In % van de totale uitvoer	
1	8 596	34,1	4 487	2,08	1,6
2	3 401	13,5	4 157	1,93	3,1
3	2 026	8,0	3 952	1,83	4,4
4	1 392	5,5	4 032	1,87	5,4
5	1 102	4,4	6 764	3,13	6,7
6-10	3 187	12,6	21 947	10,17	9,6
11-20	2 483	9,8	38 655	17,92	12,9
21-30	1 068	4,2	31 483	14,59	15,9
31-50	899	3,6	28 693	13,30	18,7
> 50	1 094	4,3	71 591	33,18	23,6
Totaal	25 248	3,6 ⁽²⁾	215 761	100,0	6,7

Bron: Bernard, Van Beveren, Vandenbussche (2010).

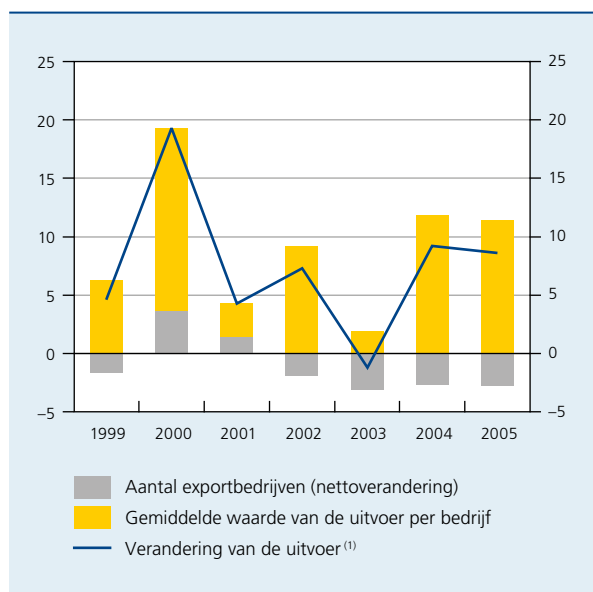
(1) Op grond van de gecombineerde nomenclatuur met acht cijfers. Deze telt ongeveer 10 000 posities.

(2) In % van het aantal btw-plichtige bedrijven in 2005.

Het derde gestileerde feit heeft betrekking op de bronnen van de uitvoergroei. Aangezien het totale uitvoervolume kan worden gedefinieerd als de waarde van de uitvoer van het geheel van de exportbedrijven, kan de stijging van de totale uitvoer worden uitgesplitst in de extensieve marge, dat is de uitvoergroei die toe te schrijven is aan de toename van het aantal exportbedrijven, en de intensieve marge, of de uitvoergroei die het gevolg is van de stijging van de gemiddelde waarde van de uitvoer per onderneming. De respectieve rollen van de extensieve en de intensieve marge verschillen naargelang van de beschouwde periode. Over de periode 1998-2005⁽¹⁾ was de jaar-op-jaar groei van het totale uitvoerbedrag immers in hoofdzaak toe te schrijven aan de stijging van het gemiddelde bedrag van de uitvoer door de exportbedrijven. De veranderingen in het aantal exportbedrijven hadden dan weer weinig invloed op de groei van de uitvoer op jaarbasis. De extensieve marge verklaart evenwel in hoge mate de langetermijndynamiek van de uitvoer, aangezien de populatie van exportbedrijven tussen 1998 en 2005 aanzienlijk veranderde. Van de bedrijven die in 1998 exporteerden, waren er in 2005 immers 55 % die dat niet langer deden, terwijl 51 % van de bedrijven die in 2005 uitvoerden, in 1998 nog geen exporteur was.

(1) Er werd gekozen voor deze periode, waarin de aangiftedrempels met betrekking tot de gegevens over de internationale handel constant bleven.

GRAFIEK 1 UITSPLITSING VAN HET UITVOERVERLOOP VAN BELGIË
(bijdrage tot de verandering van de uitvoer naar waarde; in procentpunt, tenzij anders vermeld)

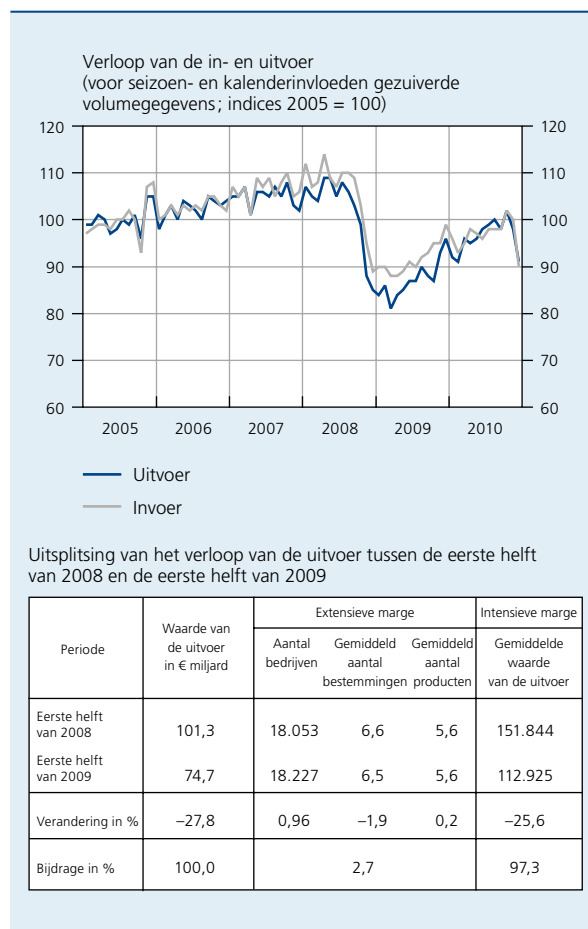


Bronnen : INR, NBB.

(1) Veranderingspercentages.

De crisis van de internationale handel in 2008-2009 is een treffende illustratie van het belang van de intensieve marge als verklarende factor voor de kortetermijnveranderingen in de Belgische uitvoer. Samen met het abrupt stilvallen van een gedeelte van de wereldhandel eind 2008 en begin 2009, liep België's uitvoer tijdens de eerste helft van 2009 naar volume met 21 % terug ten opzichte van de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar. In nominale termen slook de uitvoer met zowat 27 %. Aan de hand van gegevens per onderneming voor België hebben Behrens, Corcos en Mion (2010) aangetoond dat deze daling vrijwel uitsluitend toe te schrijven was aan de intensieve marge. Tussen 2008 en 2009 leek het aantal exportbedrijven zelfs licht toe te nemen, en ze bleven actief op dezelfde markten en exporteerden hetzelfde aantal producten als vóór de crisis het geval was. Doordat de bedrijven nog steeds op deze markten aanwezig waren, konden ze dus gemakkelijker profijt trekken van het herstel van de buitenlandse vraag.

GRAFIEK 2 BUITENLANDSE GOEDERENHANDEL VAN BELGIË TIJDENS DE CRISIS



Bronnen : Behrens, Corcos, Mion (2010), INR, NBB.

De resultaten van een onderzoek van Eaton, Kortum, Neiman en Romalis (2010) met betrekking tot de meeste industrielanden bevestigen de resultaten voor België. Deze onderzoekers stelden vast dat de crisis in de internationale handel in alle industrielanden gepaard ging met een scherpe daling van de verhouding « internationale handel/bbp » en ze vroegen zich af of deze vermindering al dan niet fricties of belemmeringen weergaf die specifiek waren voor de internationale handel. Ze maakten daarbij gebruik van een multisectoraal algemeen evenwichtsmodel dat gekalibreerd is aan de hand van de gegevens van 22 landen die 75 % van de wereldhandel voor hun rekening nemen. Ze kwamen tot de conclusie dat de inkrimping van de handel te wijten was aan een aanzienlijke daling van de mondiale vraag, met name naar fabricaten en vooral naar duurzame consumptiegoederen (onder meer auto's). Ze stelden daarentegen geen significante effecten vast van weer opduikende protectionistische maatregelen, noch van algemene problemen in verband met de beperking van exportkrediet.

2. Resultaten van de tijdens het colloquium 2010 van de Bank toegelichte onderzoeken

Voor het colloquium 2010, dat gewijd was aan de analyse van het internationaliseringsgedrag van de bedrijven, stemde de Bank in met het gebruik van de gegevens per onderneming die ze zelf verzamelt – namelijk de jaarrekeningen, de resultaten van de enquête over de directe investeringen en de gegevens inzake het buitenlandse goederen- en dienstenverkeer – of waarover ze beschikt in het kader van haar opdracht om statistieken op te maken, zoals de gegevens uit de Kruispuntbank van Ondernemingen en de antwoorden op de enquête van de FOD Economie naar de industriële productie. Daarbij zij evenwel beklemtoond dat, teneinde geen afbreuk te doen aan de wetgeving inzake de vertrouwelijkheid van de individuele statistische gegevens, al deze gegevens in de Bank zelf werden verwerkt door haar eigen personeel, en dat aan de hand van eventueel door externe onderzoekers verstrekte instructies en computerprogramma's.

Zes externe onderzoeksprojecten en twee projecten van de Bank werden geselecteerd voor een presentatie tijdens het colloquium. De Bank inviteerde tevens vier internationaal erkende pioniers op het gebied van de theoretische ontwikkeling en de empirische toepassing van modellen van internationale economie op micro-economische schaal, namelijk Andrew Bernard, Jonathan Eaton, Marc Melitz en Gianmarco Ottaviano. Dankzij hun toelichtingen konden de voor België verkregen resultaten in een bredere context worden geplaatst. De verschillende

bijdragen hadden betrekking op zeer diverse aspecten. De belangrijkste resultaten worden hieronder samengevat. De lessen, die nuttig zijn voor analysedoeleinden en voor het economisch beleid, werden duidelijkheidshalve in vijf aparte thematische categorieën ingedeeld.

2.1 Determinanten van en strategieën voor de toetreding tot de internationale markten

Een eerste onderzoeksthema dat in sommige bijdragen aan de orde kwam, was de analyse van de factoren die bepalend waren voor de beslissing om tot de internationale markten toe te treden, hetzij via de uitvoer, hetzij via de directe investeringen in het buitenland, alsook de identificatie van de door de Belgische bedrijven gevolgde strategieën om op duurzame wijze op buitenlandse markten door te dringen.

In de economische literatuur is de beslissing om tot een buitenlandse markt toe te treden, gebaseerd op de vergelijking tussen, enerzijds, de door de onderneming op die markt verwachte rentabiliteit, die vaak empirisch gemeten wordt aan de productiviteit van die onderneming en, anderzijds, de kosten voor toetreding tot die markt.

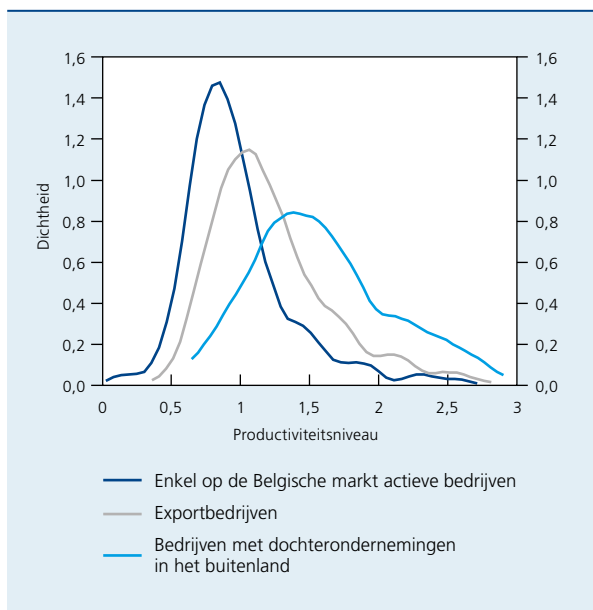
Een onderneming wordt geconfronteerd met toetredingskosten van verschillende aard, naargelang ze op een buitenlandse markt wil doordringen via de uitvoer of via directe investeringen. Indien ze ervoor kiest haar producten uit te voeren, zal ze vaste toetredingskosten moeten dragen, alsook variabele kosten gerelateerd aan het volume producten dat ze zal uitvoeren. Tot de vaste kosten behoren onder meer de kosten die verband houden met het zoeken naar een plaatselijke partner, met de op de buitenlandse markt geldende regelgeving en met het bestaan van niet-tarifaire belemmeringen. Tot de variabele kosten worden traditioneel de kosten voor het transport en de tarifaire belemmeringen gerekend.

Indien de Belgische onderneming er daarentegen voor kiest een productie-eenheid in de buitenlandse markt te vestigen, zal ze enkel vaste toetredingskosten moeten dragen, die onder meer verband houden met het verwerven of de bouw van een productie-eenheid. Die kosten liggen over het algemeen hoger dan de vaste kosten verbonden aan de uitvoer.

Die verschillende kosten segmenteren de ondernemingspopulatie van een land in drie groepen.

De minst productieve bedrijven, die noch de toetredingskosten van de uitvoer noch de kosten van directe investeringen in het buitenland kunnen dragen, blijven louter

GRAFIEK 3 TOTALE FACTORPRODUCTIVITEIT VOLGENS DE GRAAD VAN BETROKKENHEID OP DE BUITENLANDSE MARKTEN
(gegevens voor 2005)



Bron: NBB.

Toelichting: De in deze grafiek weergegeven productiviteitsniveaus zijn berekend aan de hand van de zogeheten indexmethode. Voor meer informatie over de berekeningswijze, zie Dumont et al. (2010).

binnenlandse bedrijven of zullen uiteindelijk verdwijnen indien hun productiviteit dermate gering is dat ze op de binnenlandse markt niet-rendabel worden. De meest productieve bedrijven, van hun kant, zijn in staat de kosten van directe investeringen in het buitenland te dragen en zullen multinationals worden.

De bedrijven die de kosten voor toetreding via de uitvoer kunnen dragen maar waarvan de verwachte rentabiliteit (de productiviteit) het niet mogelijk maakt de kosten van directe investeringen te dragen, zullen exportbedrijven worden.

Die rangschikking is ex post zichtbaar in de populatie van de Belgische bedrijven omdat de verdeling van de productiviteitsniveaus van de bij directe-investeringsrelaties met het buitenland betrokken bedrijven die van de exporterende actieve bedrijven domineert. Evenzo overheerst deze laatste de verdeling van de uitsluitend op de Belgische markt gerichte bedrijven.

Hoewel een model van de internationaliseringsbeslissing van bedrijven een vorm van heterogeniteit in het gedrag van de bedrijven kan introduceren, zoals die in de praktijk wordt opgetekend, blijft deze aanpak een vereenvoudiging van de realiteit. Door ervan uit te gaan dat de

kosten en winsten in verband met de aanwezigheid op buitenlandse markten, hetzij via uitvoer, hetzij via investeringen, a priori bekend zijn, veronderstelt deze aanpak immers dat, vanwege het bestaan van vaste kosten, de betrokkenheid op buitenlandse markten aanzienlijk en duurzaam zal zijn wanneer ze winstgevend is. Een onderneming die ervoor kiest naar een markt uit te voeren, zou er immers niet voor een klein bedrag mogen naar exporteren en moet vooral, zodra ze de vaste toetredingskosten heeft gedragen, op die markt actief blijven. Uit micro-economische gegevens blijkt evenwel dat sommige bedrijven aanvankelijk voor zeer kleine bedragen naar een buitenlandse markt exporteren, voordat ze op die markt aanzienlijk groeien of eruit stappen.

Dat type van gedrag is dus in de recente theoretische literatuur opgenomen. Die dynamiek kan worden verklaard door met name de onzekerheid over de winstgevendheid van de onderneming op de buitenlandse markt. Conconi, Sapir en Zanardi (2010) hebben die onzekerheidsfactor in aanmerking genomen in een model dat de beslissingen om te exporteren of directe investeringen te verrichten, op geïntegreerde wijze verklaart. In dat kader kan een onderneming de uitvoer gebruiken als een middel om haar rentabiliteit op de internationale markten in te schatten. Ze zou dus een specifieke markt uittesten via de uitvoer en vervolgens besluiten ofwel uit die markt te stappen ofwel erop door te groeien via uitvoer of directe investeringen.

Dit schema van sequentiële toetreding tot de internationale markten lijkt vrij goed te stroken met de feiten. Op basis van gegevens inzake uitvoer en buitenlandse directe investeringen van Belgische bedrijven naar land van bestemming tijdens de periode 1997-2008, merken de auteurs immers op dat directe investeringen in het buitenland vrijwel systematisch worden voorafgegaan door een periode van uitvoer naar dat land.

Op basis van dit model kunnen ook de gevolgen worden bestudeerd van een verandering van de aan de uitvoer en de directe investeringen verbonden kosten. Conconi, Sapir en Zanardi (2010) stellen dat minder uitvoerbelemmeringen in een onzekere omgeving niet enkel een positief effect sorteren op het aandeel van de exportbedrijven (aanvankelijk op de binnenlandse markt gerichte bedrijven die beginnen te exporteren), maar ook op bedrijven die multinationals worden via het leerproces van de uitvoer.

Hoewel de vermindering van de uitvoerkosten voornamelijk het resultaat is van multilaterale akkoorden, lijken bedrijven zelf strategieën te volgen om de kosten voor toetreding tot de internationale markten te reduceren. In dat opzicht lijken twee tijdens het colloquium van de Bank

toegelichte bijdragen erop te wijzen dat bedrijven waarvan het productiviteitsniveau te laag is om hun producten rechtstreeks uit te voeren, indirect op de internationale markten kunnen doordringen via twee kanalen.

Het eerste kanaal bestaat erin een beroep te doen op tussenpersonen (groot- en detailhandel) die, door hun kennis van de buitenlandse markten of door schaalvoordelen in het goederenverkeer, tegen geringere kosten tot de buitenlandse markten kunnen toetreden. In de Verenigde Staten verloopt 10 % van de uitvoer en 23 % van de invoer via commerciële tussenpersonen. Voor Italië gelden vergelijkbare percentages.

Het tweede kanaal is wat Bernard, Van Beveren en Vandenbussche (2010) *carry-along trade* noemen. Op basis van uitvoer- en productiegegevens per product van de bedrijven uit de Belgische verwerkende nijverheid in 2005, stelden die auteurs immers vast dat een aanzienlijk deel van de uitvoer van een onderneming betrekking had op producten die ze niet zelf produceerde. In 2005 voerde 90 % van de exportbedrijven ten minste één niet zelf vervaardigd product uit en was 30 % van het uitvoervolume gerelateerd aan die producten.

Hoe kan het bestaan van de *carry-along trade* worden verklaard? Bernard, Van Beveren en Vandenbussche (2010) wijzen onder meer op het feit dat een onderneming producten van andere bedrijven zou kunnen uitvoeren indien die producten noodzakelijk zijn voor de consumptie of voor het gebruik van haar eigen producten (complementaire producten). Via de *carry-along trade* of tussenhandelaars, kunnen de producten van een binnenlandse onderneming dus toegang krijgen tot de buitenlandse markten zonder dat de bewuste onderneming rechtstreeks de toetredingskosten draagt.

Naast de typering van de verschillende wijzen van toetreding tot de buitenlandse markten, werd in een bijdrage

een poging ondernomen om de voornaamste strategieën of ontwikkelingslijnen voor toetreding tot de buitenlandse markten van kmo's te verduidelijken.

Zelfs indien uitvoeractiviteiten geconcentreerd zijn in een beperkt aantal grote bedrijven, blijkt immers uit de analyse van micro-economische gegevens dat de extensieve marge (met andere woorden de toetreding van nieuwe exporteurs) op lange termijn een belangrijk element is van de groei van onze uitvoer. Volgens Onkelinx en Sleuwaegen (2010) bestaat bijna 70 % van die nieuwe exporteurs evenwel uit kmo's. Het is dus belangrijk te bepalen wat hun strategieën zijn inzake toetreding tot de internationale markten.

Onkelinx en Sleuwaegen (2010) stellen twee belangrijke toetredingsmethoden vast: de zogeheten «getrapte» toetreding, dat wil zeggen de toetreding tot één markt tegelijk, en de gelijktijdige toetreding tot verschillende markten. Door deze twee toetredingsmethoden en de leeftijd van de betrokken kmo's met elkaar te combineren, onderscheiden de auteurs vier types van exporterende kmo's:

- nagenoeg de helft (48 %) bestaat uit kmo's die de auteurs *traditional internationalizers* noemen, dat zijn bedrijven die na een groeiperiode van ruim vijf jaar op basis van slechts één op de binnenlandse markt gerichte activiteit besluiten door te dringen op een beperkt aantal (minder dan vijf) buitenlandse markten;
- 31 % van de exporterende kmo's wordt *born international* genoemd. Het betreft jonge bedrijven (minder dan vijf jaar oud) die actief zijn op een gering aantal buitenlandse markten;
- 21 % van de exporterende kmo's maakt deel uit van de groep *born global*. Het gaat om jonge bedrijven die snel actief worden op tal van markten;
- de laatste groep, ten slotte, die marginaler is omdat ze minder dan 1 % van de exporterende kmo's vertegenwoordigt, is de groep van de *born-again global*,

TABEL 3 DE VOORNAAMSTE STRATEGIEËN VAN DE KMO'S INZAKE INTERNATIONALISERING

Aantal internationale markten	Leeftijd van het bedrijf wanneer het een aanvang maakt met zijn internationale ontwikkeling	
	5 jaar en minder	Meer dan 5 jaar
Ten minste 5 markten	<i>Born global</i> (21 % van de bedrijven)	<i>Born-again global</i> (minder dan 1 % van de bedrijven)
Minder dan 5 markten	<i>Born international</i> (31 % van de bedrijven)	<i>Traditional internationalizers</i> (48 % van de bedrijven)

Bron: Onkelinx en Sleuwaegen (2010).

dat wil zeggen bedrijven die na een lange periode van binnenlandse groei een internationalisering naar meer dan vijf buitenlandse markten hebben laten optekenen.

De *born global* zijn zeer belangrijk voor de ontwikkeling van de exportactiviteiten op lange termijn; ze vertonen immers de kenmerken van toekomstige *superstars*, wat betekent dat ze productiever zijn en sneller groeien dan de overige kmo's. De resultaten van Onkelinx en Sleuwaegen (2010) duiden er evenwel op dat die strategie meer risico's inhoudt dan de twee andere: hoewel ze hogere rendementen oplevert, mislukt ze ook vaker. Gezien hun belang voor het economisch potentieel, vergen die bedrijven dan ook een specifieke begeleiding door de overheid.

2.2 De handel in diensten

Gewoonlijk komt de handel in diensten slechts weinig aan de orde bij het bestuderen van de mondialisering en van de prestaties in het buitenland. De diensten nemen evenwel een doorslaggevende 70 % van de bedrijvigheid in de geavanceerde economieën voor hun rekening. Bovendien werd hun graad van verhandelbaarheid versterkt door de ontwikkeling van nieuwe informatietechnologieën. Naast traditionele diensten zoals vervoer en reisverkeer, verloopt ook de grensoverschrijdende verlening van sommige andere diensten thans vlotter.

Door de Belgische gegevens betreffende het dienstenverkeer gedurende de periode van 1995-2005 te combineren met Duitse gegevens over het type van taken die voor de productie van verschillende diensten worden verricht, besluiten Ariu en Mion (2010) het volgende.

TABEL 4 VERLOOP VAN HET AANTAL DIENSTENEXPORTERENDE BEDRIJVEN TUSSEN 1995 EN 2005

Aantal exporterende bedrijven in 1995	5 346
Verloop 1995-2005	
Nieuwe exportbedrijven	6 360
Bestaande bedrijven die beginnen te exporteren	4 808
Bestaande bedrijven die stoppen met exporteren	-1 852
Verdwijning van exportbedrijven	-1 633
Aantal exportbedrijven in 2005	13 029

Bron: Ariu en Mion (2010).

Allereerst begon een groot aantal bedrijven tussen 1995 en 2005 diensten te exporteren. Het aantal bedrijven die grensoverschrijdende diensten leveren, steeg van 5 346 tot 13 029, dat is een nettostijging met meer dan 140 %. Die inbreng van de extensieve marge (het aantal exporteurs) heeft in aanzienlijke mate bijgedragen tot de toename van de ontvangsten uit de export van diensten.

Over het algemeen lijkt het intensief gebruik van informatietechnologieën het internationaal dienstenverkeer te hebben bevorderd. Het resultaat is echter niet homogeen, maar varieert volgens de aard van de verstrekte diensten. Op grond van gedetailleerde gegevens over het type van de in de verschillende bedrijfstakken verrichte taken, lijkt de intensivering van het informaticagebruik immers tot de toename van zowel de onderzoekstaken als de interactieve taken te hebben geleid, ten koste van de manuele of cognitieve routinematige werkzaamheden (bv. eenvoudige administratieve taken).

Hoewel de analysetaken op afstand kunnen worden uitgevoerd en dus internationaal dienstenverkeer mogelijk maken, vereisen de interactieve taken vaker dat de dienstverlener en de afnemer van de dienst op dezelfde plaats aanwezig zijn. De empirische analyse bevestigt dat het eerste type van taak het verloop van het grensoverschrijdend dienstenverkeer positief beïnvloedt, terwijl het tweede type dit verkeer afremt. Deze verschillen verklaren dat er onder de nieuwe Belgische dienstenexporteurs een

TABEL 5 VERLOOP VAN DE UITVOER VAN DIENSTEN, PER BEDRIJFSTAK

(verandering van het aantal exportbedrijven tussen 1995 en 2005)

Bedrijfstak	Verandering van het aantal bedrijven
Professionele, technische en wetenschappelijke activiteiten	3 539
Informatie, kunst en communicatie	766
Bouwnijverheid	660
Transportdiensten	639
Groot- en kleinhandel	620
Overige diensten	572
Hotels en restaurants	257
Verzekeringen, herverzekering en pensioenfondsen	158
Gezondheidszorg	144

Bron: Ariu en Mion (2010).

Toelichting: Een bedrijf kan in verschillende bedrijfstakken actief zijn.

groot aantal bedrijven zijn die opereren in de sector van de professionele diensten of de adviserende diensten, alsook bedrijven op het terrein van informatica en communicatie. De bedrijfstakken horeca en gezondheidszorg, daarentegen, blijven achterop. Voor deze laatste activiteiten zou de internationalisering veeleer neerkomen op het vestigen van dochterondernemingen in het buitenland, of op de verplaatsing van de dienstverlener, wat hogere transactiekosten impliceert. Deze ontwikkelingen worden gestaafd door de geaggregeerde resultaten voor de economie in haar geheel. Zo steeg, volgens de betalingsbalansgegevens voor België, het belang van de uitvoer van diensten van 10,4 % bbp in 1995 tot 14,9 % in 2005. Die toename was niet enkel toe te schrijven aan de ontvangsten uit reizen, maar ook aan de professionele diensten (consultancy, marketing, R&D) en communicatie.

2.3 Strategieën tegen de toegenomen concurrentie van de opkomende landen

Wanneer bedrijven besluiten geïnternationaliseerde activiteiten op te starten, hetzij via goederenverkeer hetzij via buitenlandse directe investeringen, moeten ze rekening houden met de omvang van de buitenlandse concurrentie. Deze laatste, die zowel op de binnenlandse als op de buitenlandse markten speelt, beïnvloedt immers hun rentabiliteit. Een van de resultaten van de micro-economische analyse is dat de openstelling voor buitenlandse concurrentie de gemiddelde productiviteit van een bedrijfstak via verschillende kanalen beïnvloedt.

Om te beginnen, oefent ze op de minst productieve bedrijven een verdringingseffect uit. De meest productieve bedrijven verruimen hun marktaandeel, zowel op de binnenlandse markt als op de buitenlandse markten, terwijl de minst productieve bedrijven sluiten. Een en ander verhoogt de gemiddelde productiviteit van de sector.

Ten tweede wordt de productiviteit van de bedrijven die actief blijven, door de buitenlandse concurrentie meestal gestimuleerd. Teneinde het hoofd te bieden aan nieuwe concurrenten, kunnen die bedrijven immers strategieën ontwikkelen om de kwaliteit van hun producten te verbeteren of om zich toe te spitsen op niches van producten waarvoor ze concurrerender zijn.

Dit blijkt uit verschillende studies. Zo leert de analyse van Pavcnik (2002) inzake de liberalisering van de handel in Chili dat ongeveer een derde van de productiestijging in de verwerkende nijverheid kan worden verklaard door de verbeterde productiviteit van de actief gebleven bedrijven en dat de resterende twee derde het gevolg is van de

stopzetting van de activiteiten van de minst renderende bedrijven en de verruiming van de marktaandelen van de meest productieve bedrijven. Wat de Verenigde Staten betreft, stellen Bernard, Jensen en Schott (2006) vast dat de kans dat bedrijven uit de verwerkende nijverheid verdwijnen, stijgt als gevolg van een verlaging van de douanerechten, zij het in mindere mate voor de bedrijven met een relatief hoge productiviteit ten opzichte van het gemiddelde van de sector. Bloom, Draca en Van Reenen (2011) concluderen uit een steekproef van bedrijven uit twaalf Europese landen dat de verscherpte concurrentie van de uit China afkomstige producten gepaard is gegaan met stopzettingen van activiteiten, met name voor relatief laagtechnologische bedrijven, terwijl de actief gebleven bedrijven productiever en innoverender zijn geworden.

Uit de in het colloquium voorgestelde studie van Mayer, Melitz en Ottaviano (2010) blijkt dat de bedrijven het gamma en de kwaliteit van hun producten aanpassen aan de voor iedere markt specifieke omstandigheden⁽¹⁾. Voor de uitvoer naar verre markten en naar markten waar de concurrentie scherper is, spitsen ze zich doorgaans toe op hun hoofdproducten. Een verscherping van de concurrentie verhoogt gewoonlijk de productiviteit van de bedrijven omdat deze laatste zich toeleggen op de producten waarvoor ze productiever zijn en die ze in grotere hoeveelheden uitvoeren.

Wat België betreft, tonen Abraham en Van Hove (2010) voor de producten van de verwerkende nijverheid aan dat de concurrentie van de Aziatische landen zich doet gevoelen op de voornaamste uitvoermarkten van de Belgische bedrijven. Over het algemeen is de uitvoer van de Belgische bedrijven gericht op de grotere en dichterbij gelegen landen en op de buurlanden. Bovendien exporteren de Belgische bedrijven een ruimer gamma van producten naar naburige landen, zoals de buurlanden en de landen van de Europese Unie, en naar de rijke landen, de landen dus met een hoger bbp per inwoner. Er zijn echter enkele verschillen tussen de Aziatische landen naargelang van de markten van bestemming. Naast die van de Chinese producten, is de concurrentie van Korea op de Europese en Aziatische markten vrij scherp; Singapore concurreert met de Belgische uitvoer in Europa en Noord-Amerika, terwijl de concurrentie van Taiwan slechts op sommige specifieke markten significant is.

(1) Als ze exporteren naar andere markten en naar markten waar de concurrentie scherper is (doorgaans grotere landen die meer openstaan voor het internationaal handelsverkeer), herpositioneren de ondernemingen zich op hun hoofdproducten, waarvoor ze in principe het meest productief zijn. Die resultaten werden gecontroleerd voor de Franse verwerkende nijverheid. De uitvoer van het voornaamste product van een bedrijf in vergelijking met de uitvoer van zijn tweede product, is des te hoger naarmate het land van bestemming groter is en de handel er meer geliberaliseerd is.

TABEL 6 EFFECT VAN DE AANWEZIGHEID VAN DE AZIATISCHE LANDEN OP DE UITVOERMARKTEN VAN BELGIË

(invloed van de verruiming, met 1 procentpunt, van het marktaandeel van de Aziatische landen per product en per markt van bestemming)

	Waarde op jaarbasis van de uitvoer per Belgische exporteur, per product en per land van bestemming	Aantal jaarlijks uitgevoerde producten per Belgische exporteur naar land van bestemming
China	-0,69 (***)	-0,20 (***)
Zuid-Korea	0,52	-0,42
Taiwan	-1,07 (***)	0,29 (***)
Singapore	0,32	0,15
Hongkong	-1,00 (***)	-0,34 (***)

Bron: Abraham en Van Hove (2010).

De resultaten houden rekening met de kenmerken van het land van bestemming (bbp, bbp per inwoner, afstand, bestaan van een gemeenschappelijke grens, lidmaatschap van de EU15 en van de EU27) en de kenmerken van de bedrijven (aantal werknemers, gemiddelde bezoldiging, toegevoegde waarde per persoon, kapitaalvoorraad per persoon, immateriële vaste activa per persoon). De producten worden gedefinieerd op basis van de gecombineerde nomenclatuur met acht cijfers. (***) : geeft een significantieniveau aan van 1 %.

De groeiende concurrentie van de – met name Aziatische – opkomende landen, die aanvankelijk beperkt bleef tot producten met een hoge intensiteit aan laaggeschoolde arbeid, heeft inmiddels betrekking op een ruimer gamma producten en sectoren, met inbegrip van die met een hogere toegevoegde waarde. Sommige sectoren, zoals de chemische nijverheid en de kunststofnijverheid, de lederindustrie en de voedingsnijverheid, lijken echter de concurrentie van de Aziatische landen al met al goed te hebben doorstaan.

Die aanwezigheid blijft niet zonder gevolgen voor de resultaten en bijgevolg voor de strategieën van de Belgische bedrijven. De omvang van de concurrentie van de Aziatische landen, gemeten in termen van aandelen op de markten van bestemming, weegt op de waarde van de uitvoer en op het productengamma van de Belgische bedrijven. Dat is met name het geval voor de concurrentie van China, eventueel via Hongkong, en van Taiwan. Bovendien krimpen de Belgische bedrijven hun productengamma in waar de concurrentie van China en Zuid-Korea scherper is. Een verruiming van het marktaandeel van Hongkong met 1 procentpunt in een bepaald land vermindert de waarde van de Belgische uitvoer in dat land met 1 % en het aantal naar die markt uitgevoerde producten met 0,34 %.

Dankzij de strategieën die bedoeld waren om de kwaliteit en/of de verscheidenheid van de uitgevoerde producten te intensiveren, konden voorts de verliezen in

termen van uitvoer als gevolg van de concurrentie van de Aziatische landen op z'n minst deels worden gecompenseerd. Worden enkel de bedrijven beschouwd die de kwaliteit van hun producten hebben verbeterd, dan blijkt immers dat de groei van de uitvoer tussen 1998-2001 en 2002-2006 des te krachtiger is naarmate de bedrijven de kwaliteit en/of de verscheidenheid van de uitgevoerde producten fors hebben verhoogd.

2.4 Gevolgen van de internationalisering voor de binnenlandse bedrijven

Tot dusver ging dit artikel vooral over internationaal actieve bedrijven. De openstelling voor de buitenlandse markten heeft evenwel niet alleen een impact op die bedrijven, maar kan ook een positieve invloed hebben op de rest van de economie.

Die invloed omvat onder meer de meesleepeffecten (*spillover effects*) die de op de uitvoermarkten reeds aanwezige bedrijven uitoefenen op de productiviteit en op de ontwikkeling van de internationale activiteiten van andere bedrijven. In hun bijdrage trachten Dumont, Merlevede, Piette en Rayp (2010) te achterhalen of dergelijke effecten zich ook in de Belgische bedrijven hebben voorgedaan. Ze gingen daartoe allereerst na of de geografische of economische nabijheid – via relaties tussen leveranciers en klanten of via concurrentie-effecten – de productiviteit van de andere bedrijven beïnvloedt. Vervolgens onderzochten zij het mogelijke effect op de perceptie van de kosten voor toetreding tot de buitenlandse markten.

Uit de in deze studie gemaakte econometrische analyse blijkt dat dergelijke meesleepeffecten inderdaad op verschillende niveaus in de Belgische bedrijven voorkomen. Wat de productiviteit betreft, stellen de auteurs vast dat:

- de levering van intermediaire inputs aan multinationale ondernemingen positieve meesleepeffecten heeft op de productiviteit. Het kan bijvoorbeeld gaan over de knowhow die een ondernemer verwerft door zijn productieprocessen aan te passen, omdat multinationals de neiging hebben een hogere kwaliteit van hun leveranciers te eisen;
- de geografische nabijheid van internationaal actieve bedrijven gunstige effecten kan hebben op de productiviteit. Uit de analyse blijkt immers dat het aantal exporteurs in een arrondissement een positieve invloed heeft op de productiviteit van de andere bedrijven uit hetzelfde arrondissement. Dit kan te maken hebben met onder meer de positieve weerslag van de mobiliteit van de werknemers, dankzij welke de bedrijven profijt kunnen trekken van de knowhow die sommige

werknemers bij hun vorige werkgevers hebben verworven. Deze geografische dimensie kan ook tot op zekere hoogte de relaties tussen klanten en leveranciers weerspiegelen, indien ze zich dicht bij elkaar bevinden; – bepaalde resultaten er daarentegen op wijzen dat de multinationale ondernemingen die in dezelfde bedrijfstak actief zijn, een belangrijke concurrentiedruk uitoefenen op de niet-exporterende bedrijven. Deze druk heeft een negatieve invloed op de productiviteit van deze laatste bedrijven. Dit kan onder meer worden toegeschreven aan het feit dat de internationale bedrijven beslag leggen op de beste productie-inputs, ten nadele van de concurrenten.

De nabijheid van internationaal actieve bedrijven heeft niet alleen een rechtstreekse invloed op de productiviteit van de op de binnenlandse markt gerichte bedrijven; ze sorteert tevens afgeleide effecten op de openstelling van die bedrijven voor de buitenlandse markten. Positieve effecten op het productiviteitsniveau van de lokale bedrijven verhogen voor deze laatste de kans om de vaste kosten die verbonden zijn aan de toetreding tot de exportmarkten op een winstgevende manier te dragen. Daarnaast heeft de nabijheid van exporterende bedrijven ook tot gevolg dat die kosten rechtstreeks worden verlaagd. Een onderneming die zich bij een exporterend bedrijf bevoorraadt, kan bijvoorbeeld nuttige informatie verkrijgen over de afzetmarkten van dat bedrijf. Voorts kunnen de kosten voor toetreding tot diezelfde markten worden verlaagd als de in eenzelfde regio actieve bedrijfsleiders gegevens zouden uitwisselen over de buitenlandse markten, bijvoorbeeld via bedrijfsfederaties.

2.5 Gevolgen van de mondialisering voor de arbeidsmarkt

Doordat bedrijven hun strategie aanpassen teneinde hun productiviteit te verhogen, heeft de mondialisering tevens niet te verwaarlozen gevolgen voor de werkgelegenheid in de ontwikkelde economieën. In deze paragraaf wordt het effect besproken van de concurrentie uit de lageloonlanden en van offshoring op de vraag naar geschoolde en niet-geschoolde arbeid, alsook de rol die multinationale ondernemingen spelen in de aanpassing van de werkgelegenheid in België.

Volgens tal van macro-economische studies bestaat er een negatief verband tussen de concurrentie uit de lageloonlanden en de vraag naar laaggeschoolde arbeid in de industrielanden; de effecten verschillen daarbij naar gelang van de technologische graad van de verschillende bedrijfstakken. Ter aanvulling kan aan de hand van de micro-economische analyse worden nagegaan of deze herschikkingen van de arbeidskrachten ten gunste van de geschoolde werkgelegenheid ook binnen de bedrijven zelf worden vastgesteld.

Voor België hadden Mion en Zhu (2011) zich reeds eerder verdiept in de weerslag van de invoer uit de lage-inkomenslanden op de vraag naar arbeid en op de samenstelling van de arbeidskrachten. Uit die studie blijkt dat China in dit verband een specifieke rol speelt. De groei van de invoer uit dat land heeft immers een zware invloed, zowel op de groei van de werkgelegenheid in de Belgische bedrijven als op de samenstelling van hun arbeidskrachten, terwijl de groei van de invoer uit de andere lage-inkomenslanden deze twee variabelen niet noemenswaardig lijkt te beïnvloeden. Zo waren de Belgische bedrijven – als reactie op de toegenomen

TABEL 7 EFFECT VAN DE INTERNATIONALISERINGSSTRATEGIEËN VAN DE BEDRIJVEN OP HUN PERSONEELSBESTAND

(resultaten per type van partnerland, uitsluitend verwerkende nijverheid⁽¹⁾)

	Toename van het aandeel van de ingevoerde inputs		Toename van het aandeel van de uitvoer in de omzet		Toename van het aantal directe-investeringsrelaties met het buitenland	
	Geschoolde arbeid	Laaggeschoolde arbeid	Geschoolde arbeid	Laaggeschoolde arbeid	Geschoolde arbeid	Laaggeschoolde arbeid
Hoge-inkomenslanden	0,048	-0,032	-0,168 (**)	0,114 (**)	0,021 (**)	-0,014 (**)
Lage-inkomenslanden	0,546 (**)	-0,374 (**)	0,663 (**)	-0,448 (**)	-0,018	0,012

Bron: Cuyvers, Dhyne en Soeng (2011).

(1) Groeipercentage van de geschoolde of niet-geschoolde arbeid als gevolg van een verandering met één procentpunt in het aandeel van de ingevoerde inputs of in het aandeel van de uitvoer in de omzet, of als gevolg van de toename met één eenheid van het aantal directe-investeringsrelaties met het buitenland. Deze elasticiteiten worden gecorrigeerd voor de invloed van de loonschommelingen per werkgelegenheidstype, van de kapitaalvoorraad en van de toegevoegde waarde. (**): significant bij 5%, (***): significant bij 1%. De auteurs hebben de werkgelegenheid onderverdeeld in geschoolde en niet-geschoolde arbeid op basis van het onderscheid tussen bedienden en arbeiders.

invoer uit China – geneigd hun vraag naar arbeid terug te schroeven, een ontwikkeling die bijzonder ongunstig was voor laaggeschoolde werknemers. Volgens hun ramingen verklaarden de veranderingen als gevolg van de Chinese invoer een aanzienlijk aandeel van het verloop, tussen 1998 en 2007, van het aantal geschoolde arbeidskrachten in de totale werkgelegenheid.

Eerder dan uit te gaan van de rechtstreekse weerslag van de nieuwe concurrentie van de opkomende landen, hebben Cuyvers, Dhyne en Soeng (2011) in het kader van het colloquium de gevolgen trachten te onderzoeken van de internationaliseringsstrategieën van de Belgische bedrijven voor de vraag naar arbeid. Zij maakten daarbij een onderscheid tussen hun drie belangrijkste werkwijzen: de invoer van intermediaire inputs, de uitvoer van productie of het aanknopen van directe-investeringsrelaties met het buitenland.

Uit deze analyse blijkt dat de invoer van inputs uit landen met lagere inkomens en lage productiekosten, net als de uitvoer naar die landen, in België gunstiger is voor de geschoolde werkgelegenheid dan voor de niet-geschoolde werkgelegenheid, wat de hierboven besproken resultaten bevestigt.

Daarentegen lijkt de groei van de uitvoer naar de hoge-inkomenslanden de relatieve vraag naar laaggeschoolde arbeid positief te beïnvloeden, terwijl een toename van de invoer van intermediaire inputs uit de hoge-inkomenslanden slechts lijkt te leiden tot een substitutie van binnenlandse door buitenlandse inputs, zonder de vraag naar arbeid van het importerend bedrijf te beïnvloeden. Deze substitutie van binnenlandse door buitenlandse inputs is voor de werkgelegenheid in België echter niet neutraal, aangezien ze bij de bedrijven die deze binnenlandse inputs produceren, een vermindering van de vraag naar arbeid teweegbrengt.

Inzake het aanknopen van nieuwe directe-investeringsrelaties met het buitenland door dochterondernemingen of wat andere vormen van participatieneming betreft, zou, volgens de studie, de uitbreiding in een lagekostenland geen significante weerslag hebben op de vraag naar arbeid van de bedrijven. Daarentegen lijken nieuwe investeringen in hoge-inkomenslanden de vraag naar geschoolde arbeid te stimuleren, wellicht als gevolg van het grotere aantal controle- en coördinatiefuncties, ten nadele van de laaggeschoolde arbeid.

Zoals blijkt uit de twee bovenvermelde studies, heeft de invoer van halffabricaten uit de lageloonlanden, of offshoring, een rechtstreeks negatief effect op de werkgelegenheid. Dit is het geval ongeacht of de offshoring een substituut is voor lokaal door een leverancier

geproduceerde intermediaire inputs of betrekking heeft op een gedeelte van de productie dat aanvankelijk binnen de betrokken onderneming plaatshad. Dit rechtstreeks negatief effect kan echter worden gecompenseerd door een verlaging van de productiekosten, die een winst aan marktaandeelen en derhalve ook een verhoging van de productie en van de werkgelegenheid genereert.

Uit een studie van Ottaviano, Peri en Wright (2010) over de verwerkende nijverheid in de Verenigde Staten blijkt immers dat offshoring een positief effect heeft op de werkgelegenheid voor laag- en hooggeschoolden, maar leidt tot banenverlies voor zeer laaggeschoolden. De auteurs stellen vast dat, tussen de meer manuele en routinematige taken die doorgaans aan de zeer laaggeschoolde werknemers worden toevertrouwd en de meer cognitieve en niet-routinematige taken die gewoonlijk door geschoolde werknemers worden uitgevoerd, meestal de middelmatig complexe taken door offshoring worden getroffen. Uit hun resultaten blijkt dat offshoring niet ten koste gaat van de werkgelegenheid van geschoolde werknemers. Daarentegen drijft het toegenomen beroep op offshoring de laaggeschoolde werknemers naar meer manuele en routinematige taken, waaruit ze de zeer laaggeschoolde werknemers verdringen. Omgekeerd is de overgang naar complexere taken beperkt. Al met al vindt de toename van de offshoreproductie dus plaats ten nadele van de werkgelegenheid van zeer laaggeschoolde werknemers.

Offshoring hangt samen met delocalisatie van een deel van de productie en wordt dus per definitie uitgevoerd door de multinationals. De weerslag van multinationals op de werkgelegenheid is echter ruimer. Uit de analyse van Dhyne, Fuss en Mathieu (2011) blijkt dat de buitenlandse multinationals in België tijdens de periode 1998-2005 een niet te verwaarlozen rol hebben gespeeld in de werkgelegenheidscreatie. In de beschouwde steekproef hebben de louter binnenlandse bedrijven netto weliswaar het grootste aantal banen gecreëerd, namelijk ongeveer 57 600, maar dat resultaat weerspiegelt het ruime aandeel van deze bedrijven. De bedrijven zonder directe-investeringsrelaties met het buitenland hebben gemiddeld 0,74 banen gecreëerd.

De dochterondernemingen van buitenlandse multinationals – dat wil zeggen ondernemingen die voor ten minste 50 % in handen zijn van een buitenlandse investeerder – hebben zeker niet op de werkgelegenheid gewogen, maar creëerden ongeveer 5 900 banen. De Belgische multinationals daarentegen (ten belope van minder dan 50 % in handen van een buitenlandse investeerder, maar met participaties in het buitenland) hebben hun werkgelegenheid over de beschouwde periode met circa 16 500 eenheden teruggeschoefd.

TABEL 8 VERGELIJKING VAN HET WERKGELEGENHEIDSVERLOOP IN BELGIË VOLGENS HET STATUUT VAN DE BEDRIJVEN
INZAKE DIRECTE INVESTERINGEN IN HET BUITENLAND

(steekproef van bedrijven die een volledige jaarrekening hebben neergelegd)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Totaal	Gemiddelde
Niet-multinationale Belgische ondernemingen										
Totale nettocreatie (in duizenden)	16,7	15,4	19,7	3,1	0,4	-1,0	6,1	-2,8	57,6	
Bestaande bedrijven	20,0	22,3	25,0	8,5	4,2	5,6	8,6	5,5	99,7	
Uittredende bedrijven	-6,8	-10,2	-8,5	-8,6	-8,0	-7,3	-4,0	-8,6	-62,0	
Gemiddelde nettocreatie (eenheden) . . .	1,7	1,6	2,0	0,3	0,0	-0,1	0,7	-0,3		0,74
Belgische multinationals										
Totale nettocreatie (in duizenden)	0,3	-2,3	-7,6	-2,9	-4,1	3,7	-2,4	-1,2	-16,5	
Bestaande bedrijven	0,6	-2,1	2,2	-1,3	-4,0	3,7	-1,7	-0,7	-3,3	
Uittredende bedrijven	-0,3	-0,2	-9,8	-1,6	-0,1	0,0	-0,7	-0,5	-13,2	
Gemiddelde nettocreatie (eenheden) . . .	0,9	-6,6	-22,3	-6,7	-9,5	8,9	-5,9	-3,5		-5,59
Dochterondernemingen van buitenlandse multinationals										
Totale nettocreatie (in duizenden)	6,1	0,7	9,3	0,7	-9,9	-3,8	4,0	-1,2	5,9	
Bestaande bedrijven	7,1	1,6	10,0	1,8	-9,4	-0,2	5,5	0,7	17,1	
Uittredende bedrijven	-1,1	-0,9	-0,7	-1,1	-0,5	-4,0	-1,5	-2,1	-11,9	
Gemiddelde nettocreatie (eenheden) . . .	6,2	0,8	8,8	0,5	-7,1	-2,6	2,9	-0,9		1,08

Bron: Dhyne, Fuss en Mathieu (2011).

Splitst men deze veranderingen in de werkgelegenheid uit naar, enerzijds, het effect van stopzettingen van bedrijfsactiviteiten, via sluitingen of overnames van bedrijven en, anderzijds, het effect van personeelsmutaties binnen de bestaande bedrijven, dan stelt men vast dat in het geval van multinationals dit tweede kanaal over het algemeen overheerst, ongeacht of ze Belgisch of buitenlands zijn. Slechts twee gebeurtenissen deden als gevolg van het verdwijnen van bedrijven de werkgelegenheid fors inkrimpen. In 2003 verdwenen verschillende buitenlandse multinationals, maar sommige ervan werden overgenomen door andere buitenlandse multinationals, wat verklaart waarom het effect op de werkgelegenheid beperkt bleef. In 2000, daarentegen, droeg het faillissement van een belangrijk bedrijf bij tot het verlies van ongeveer 9 800 banen bij de Belgische multinationals.

Behalve op deze bedrijfssluitingen of -overnames, wijzen Dhyne, Fuss en Mathieu (2011) in hun studie ook op het feit dat de actieve multinationals een soepeler personeelsbeleid voeren dan de louter binnenlandse bedrijven. De ramingen van de aanpassingskosten, opgesteld op basis van de op ondernemingsniveau opgetekende

nettowerkgelegenheidsstromen, wijzen, wat de bedienden betreft, op een zeer groot verschil tussen de multinationale ondernemingen en de louter binnenlandse bedrijven. De aanpassingskosten van de werkgelegenheid voor arbeiders liggen in de multinationale ondernemingen circa 30 % lager dan in de binnenlandse bedrijven. Voor de bedienden maken de aanpassingskosten van de multinationale ondernemingen minder dan 45 % uit van die van de binnenlandse bedrijven.

Om deze verschillen te verklaren, werden aanvullende econometrische analyses verricht. Daaruit is gebleken dat de Belgische multinationals inzake aanpassingskosten niet aanmerkelijk verschillen van de buitenlandse multinationals. Daarentegen kunnen de aanpassingskosten van de werkgelegenheid voor arbeiders worden verlaagd door een beroep te doen op arbeidsovereenkomsten voor bepaalde duur en op vervroegd pensioen. Dit verklaart de verschillen in aanpassingskosten tussen multinationals en binnenlandse bedrijven voor de arbeiders. Worden bedrijven met een personeelsverloop inzake banen van bepaalde duur gelijk aan het gemiddelde beschouwd, dan bedraagt het verschil tussen de aanpassingskosten van de multinationals en die van de binnenlandse bedrijven

immers nog slechts 3% voor de arbeiders. Het verschil voor de bedienden blijft daarentegen van dezelfde orde van grootte als wanneer er geen gebruik wordt gemaakt van dergelijke arbeidsovereenkomsten. Een soortgelijke conclusie kan worden afgeleid uit een vergelijking van de bedrijven die tijdens de analyseperiode een beroep deden op het brugpensioen.

Verschillen in productieschaal zouden de uiteenlopende aanpassingskosten voor de bedienden in de multinationals en in de louter binnenlandse bedrijven deels kunnen verklaren. Beschouwt men echter de bedrijven met 200 werknemers, dan maken de aanpassingskosten voor de bedienden van de multinationale ondernemingen nog slechts 55% uit van die van de binnenlandse bedrijven.

Conclusie

Of een economie zich positief kan aanpassen aan de mondialiseringstendens en aan het ontstaan van nieuwe groeien concurrentiepolen hangt tegelijkertijd af van macro-economische omstandigheden en van micro-economische kenmerken van de bedrijven. Op macro-economisch vlak worden de prijzen beïnvloed door het verloop van de productiekosten, met name die van arbeid of energie, en door het wisselkoersverloop. Op micro-economisch vlak zijn de algemene efficiëntie van de bedrijven of het type van producten dat ze aanbieden, bepalend voor hun kansen op succes en voor hun resultaten op de buitenlandse markten. De twee soorten analyses vullen elkaar dus grotendeels aan en moeten samen worden verricht om de verschillende facetten van het concurrentievermogen van de economie te begrijpen.

De voornaamste inbreng van de micro-economische benadering is dat de gegevens per bedrijf zaken aan het licht kunnen brengen die in de geaggregeerde statistieken niet tot uiting komen. Het in aanmerking nemen van de heterogeniteit van de bedrijven levert een zeer reële toegevoegde waarde op voor het inzicht in de dynamiek van de buitenlandse handel en, ruimer beschouwd, voor het begrijpen van de werking van de economie.

Een van de duidelijkste voorbeelden is dat in iedere bedrijfstak bedrijven met een uiteenlopende omvang en prestatieniveau naast elkaar functioneren. Op basis van een analyse van de specifieke kenmerken van ieder bedrijf kunnen de factoren worden geïsoleerd die maken dat sommige bedrijven beter dan andere in staat zijn een plaats te veroveren op de buitenlandse markten. Voorts kunnen nuttige lessen worden getrokken over de strategieën die op diezelfde markten succes kunnen

waarborgen, door de strategieën te onderzoeken van de bedrijven die er vaste voet aan de grond hebben gekregen, en deze te toetsen aan die van de exporteurs die daar hebben van afgezien.

Een andere les die enkel uit een analyse op bedrijfsniveau kan worden getrokken, is dat de internationalisering van een gedeelte van de bedrijven uit een gebied of een sector een weerslag kan hebben op de overige bedrijven uit diezelfde regio of sector. Lokale leveranciers moeten hun productiviteit verhogen wanneer de klanten hogere eisen stellen om een antwoord te bieden op de concurrentie die op de internationale markten heerst. De nabijheid (technologisch of geografisch) van de bedrijven kan ook bevorderlijk zijn voor de uitwisseling van technologische kennis en informatie over de buitenlandse markten.

De micro-economische analyse geeft bovendien de omvang aan van de verschuivingen van de productiefactoren van de minst renderende bedrijven naar die waarvan de activiteiten sneller groeien. Dat levert onder meer een beter inzicht op in de gevolgen van de mondialisering op de arbeidsmarkt.

Hoewel die vaststellingen soms vanzelfsprekend lijken, boden de werkzaamheden in het kader van het colloquium van de Bank de kans om na te gaan welke effecten significant bleken voor de Belgische bedrijven. Door een kwantitatieve beoordeling op basis van statistische methoden kunnen immers af en toe tegenstrijdige indrukken worden geobjectiveerd die in een of andere casestudy zouden worden gewekt, en kunnen de belangrijkste elementen van het structureel concurrentievermogen van de economie, ongerekend kosten, worden aangetoond.

Op basis van het inzicht in en de kwantificering van de determinanten en van de weerslag van de internationalisering kunnen een aantal aanbevelingen voor het economisch beleid worden geformuleerd en kunnen, gelet op de beperkte overheidsmiddelen, prioriteiten worden gesteld.

Er kan op verschillende niveaus worden ingegrepen. Ten eerste werd steun bij het verkennen van buitenlandse markten erkend als een van de elementen die de internationalisering van de bedrijven in de hand werkt. Die bijstand kan bijzonder nuttig blijken voor de kleinere bedrijven die hun eerste stappen zetten in internationale activiteiten. Het bestaan van *superstars* mag immers niet verhullen hoe belangrijk kmo's zijn voor de mondialisering en voor de werkgelegenheidscreatie. Hoewel de intensieve marge bepalend is voor de veranderingen in de internationale handel op korte termijn, is de extensieve

marge doorslaggevend op langere termijn. De eerder besproken analyses bewijzen tevens dat er behoefte is aan een gericht beleid. De strategieën moeten worden aangepast aan de sector en aan de markt.

De productiviteit is een bepalende factor voor de toetreding tot de internationale markten. Maatregelen om deze laatste te versterken, zijn dus van essentieel belang. Dat geldt voor beleidsmaatregelen die de ontwikkeling bevorderen van producten die aangepast zijn aan elk markttype en die van voldoende hoge kwaliteit zijn om het hoofd te bieden aan de toenemende concurrentie van de opkomende landen. Aangezien de concurrentie

van de lageloonlanden bovendien hoofdzakelijk de banen voor laaggeschoolden beïnvloedt, is het voor de vrijwaring van de werkgelegenheid cruciaal dat het scholingsniveau wordt ontwikkeld door voor de arbeidskrachten een opleidingsbeleid uit te werken.

Ook de overheid moet een rol spelen door ons land aantrekkelijker te maken voor buitenlandse investeerders. Voorts tonen de bovengenoemde resultaten ten slotte aan dat hoewel de multinationals hun werkgelegenheidspeil gemakkelijker aanpassen dan de binnenlandse bedrijven, de buitenlandse multinationals toch aanzienlijk hebben bijgedragen tot de nettowerkgelegenheidscreatie in België.

Bibliografie

Studies die werden toegelicht op het colloquium van de Bank « International Trade: Threats and Opportunities in a Globalised World »

Abraham F. en J. Van Hove (2010), *Can Belgian firms cope with the Chinese dragon and the Asian tigers? The export performance of multi-product firms on foreign markets*, NBB, Working Paper 204.

Ariu A. en G. Mion (2010), *Trade in services : IT and task content*, NBB, Working Paper 200.

Bernard A., M. Grazzi en C. Tomasi (2010), *Intermediaries in international trade: Direct versus indirect modes of export*, NBB, Working Paper 199.

Bernard A., I. Van Beveren en H. Vandenbussche (2010), *Multi-product exporters, carry-along trade and the margins of trade*, NBB, Working Paper 203.

Conconi P., A. Sapir en M. Zanardi (2010), *The internationalization process of firms: From exports to FDI?*, NBB, Working Paper 198.

Cuyvers L., E. Dhyne en R. Soeng (2011), *The effects of internationalization on domestic labour demand by skills: Firm-level evidence for Belgium*, Mineo.

Dhyne, E., C. Fuss en C. Mathieu (2011), *Labour demand adjustment: Does foreign ownership matter?*, Micro-Dyn, Working Paper 40/10.

Dumont M., B. Merlevede, C. Piette en G. Rayp (2010), *The productivity and export spillovers of the internationalization behaviour of Belgian firms*, NBB, Working Paper 201.

Eaton J., S. Kortum, B. Neiman en J. Romalis (2010), *Trade and the global recession*, NBB, Working Paper 196.

Mayer T., M. Melitz en G. Ottaviano (2010), *Market size, competition and the product mix of exporters*, NBB, Working Paper 202.

Onkelinx J. en L. Sleuwaegen (2010), *Internationalization strategy and performance of small and medium sized enterprises*, NBB, Working Paper 197.

Ottaviano G., G. Peri en C. Wright (2010), *Immigration, offshoring and American jobs*, NBB, Working Paper 205.

Andere studies van de Bank

Baugnet V., K. Burggraeve, L. Dresse, C. Piette en B. Vuidar (2010), « Positie van België in de wereldhandel », NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 29–56.

Behrens K., G. Corcos en G. Mion (2010), *Trade crisis? What trade crisis?*, NBB, Working Paper 195.

Mion G. en L. Zhu (2011), *Import competition from and outsourcing to China: A curse or blessing for firms?*, CEPR, Discussion Paper 8188.

Muûls M. en M. Pisu (2007), *Imports and exports at the level of the firm: Evidence from Belgium*, NBB, Working Paper 114.

Andere referenties

Aw, B. en A. R. Hwang (1995), « Productivity and the export market: A firm-level analysis », *Journal of Development Economics*, 47(2), 313–332.

Bernard A., J. Eaton, J. B. Jensen en S. Kortum (2003), « Plants and productivity in international trade », *American Economic Review*, 93(4), 1268–1290.

Bernard A. en J. B. Jensen (1995), « Exporters, jobs and wages in U.S. manufacturing: 1976–1987 », *Brookings Papers on Economic Activity*, 67–112.

Bernard A. en J. B. Jensen (1999), « Exceptional export performance: Cause, effect or both? », *Journal of International Economics*, 47(1), 1–25.

Bernard A. en J. B. Jensen (2004), « Exporting and productivity in the USA », *Oxford Review of Economic Policy*, 20(3), 343–357.

Bernard A., J. B. Jensen en P. Schott (2005), *Importers, exporters and multinationals: A portrait of firms in the U.S. that trade goods*, NBER, Working Paper 11404.

Bernard A., J. B. Jensen en P. Schott (2006), « Trade costs, firms and productivity », *Journal of Monetary Economics*, 53, 917–937.

Bloom, N., M. Draca en J. Van Reenen (2011), *Trade induced technical change? The impact of Chinese imports on innovation, IT and productivity*, NBER Working Paper 16717.

Eaton J., S. Kortum en F. Kramarz (2004), « Dissecting trade: Firms, industries, and export destinations », *American Economic Review*, 94(2), 150–154.

Mayer T. en G. Ottaviano (2007), *The happy few: New facts about the internationalization of European firms*, Bruegel/CEPR EFIM2007 Report, Bruegel Blueprint Series.

Pavcnik, N. (2002), « Trade liberalisation, exit and productivity improvements: Evidence from Chilean plants », *Review of Economic Studies*, 69, 246–276.

De Belgische arbeidsmarkt tijdens en na de crisis

J. De Mulder
M. Druant

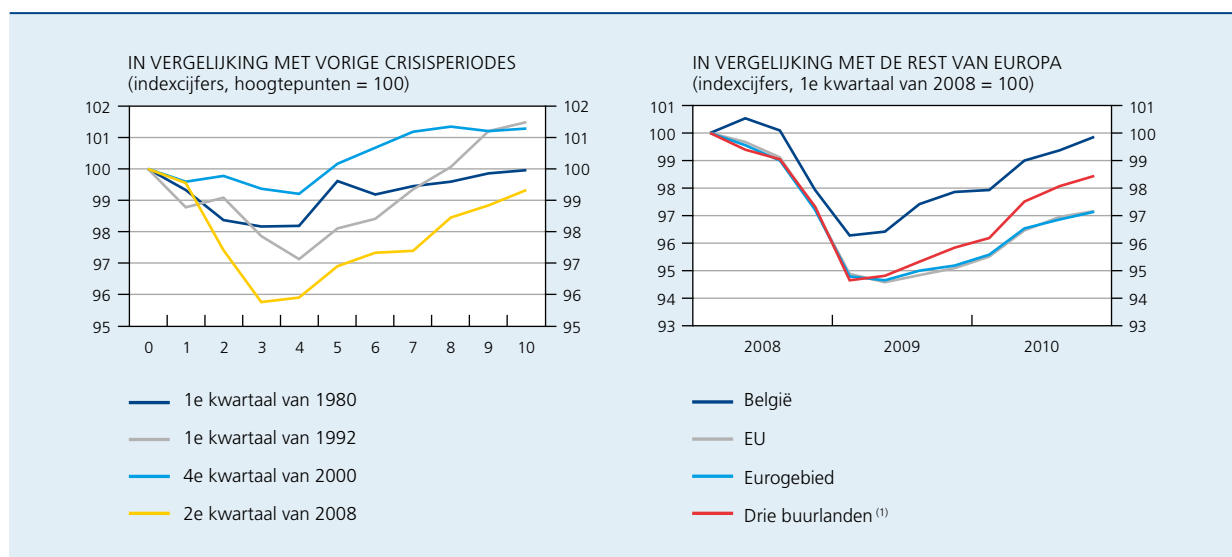
Inleiding

De mondiale economische en financiële crisis die begin 2008 uitbrak, bleef niet zonder gevolgen voor de Belgische arbeidsmarkt. Het zou immers de meest ernstige crisis blijken sinds de Tweede Wereldoorlog. Terwijl tijdens de drie vorige crisissen, die respectievelijk aanvingen in 1980, 1992 en 2000, het bbp naar volume maximaal ongeveer 2, 3 en 1 % kromp ten opzichte van het eraan voorafgaande hoogtepunt, kwam de bedrijvigheid begin

2009 iets meer dan 4 % lager uit dan tijdens het tweede kwartaal van 2008. Vervolgens zette een geleidelijk herstel in, maar in het vierde kwartaal van 2010, dat was tien kwartalen na het uitbreken van de crisis, lag het bbp naar volume nog steeds zowat 1 % onder het peil van net vóór de crisis.

Toch werd ons land in feite iets minder zwaar door de crisis getroffen dan andere Europese landen. In de EU, het eurogebied en de drie voornaamste buurlanden – Duitsland,

GRAFIEK 1 DE CRISIS IN BELGIË VANUIT EEN HISTORISCH EN INTERNATIONAAL PERSPECTIEF: VERLOOP VAN HET BBP NAAR VOLUME



Bronnen: EC, INR.

(1) Gewogen gemiddelde van Duitsland, Frankrijk en Nederland.

Frankrijk en Nederland – liep het bbp naar volume, gemiddeld beschouwd, sinds begin 2008⁽¹⁾ immers sterker terug dan in België, nl. met meer dan 5%. Vervolgens trok de bedrijvigheid er weer aan, maar ondanks de recente ietwat krachtiger groei in de drie buurlanden, bleef de bedrijvigheid in de Europese referentiezones zich ongunstiger ontwikkelen dan bij ons. In België slonk het bbp gedurende drie kwartalen, wat meteen ook een iets kortere periode was dan in de rest van Europa.

In dit artikel wordt nagegaan wat de impact was van de crisis op de Belgische arbeidsmarkt en of die impact sterk verschilde van die in andere landen⁽²⁾, dit met inachtneming van de uiteenlopende scherpte en duur van de economische teruggang. De negatieve vraagschok, kenmerkend voor deze crisis, noopte de bedrijven hun kosten te verlagen en, meer bepaald, te besparen op arbeidskosten omdat deze laatste vaak de belangrijkste kostenfactor uitmaken. Tevens wordt onderzocht op welke manier de arbeidskosten werden verlaagd: gebeurde dit via een aanpassing van de lonen of werd het arbeidsvolume verminderd? Wat waren de gevolgen van een eventuele aanpassing van het arbeidsvolume voor de productiviteit en de werkgelegenheid? In dit opzicht kan worden verwezen naar de resultaten van een recent onderzoek op basis van enquêtes bij de bedrijven in verschillende Europese landen. Uit de resultaten van die enquêtes, gehouden tijdens een periode van normale economische groei, blijkt dat Belgische bedrijven die geconfronteerd worden met een daling van de vraag, hun prijzen en/of hun kosten neerwaarts aanpassen. De kosten worden voornamelijk gereduceerd via een vermindering van het arbeidsvolume in aantal personen en/of aantal uren per persoon, terwijl de lonen amper reageren. Deze reactie is veel heviger dan in de andere onderzochte Europese landen (zie Dhyne en Druant, 2010). Het is de vraag of deze enquêteresultaten tijdens de recente crisis werden bevestigd.

De crisis trof niet alle bedrijfstakken en groepen werknemers in dezelfde mate. In dit artikel wordt nagegaan of de samenstelling van de werkgelegenheid hierdoor fundamenteel werd gewijzigd.

Tot slot zijn de arbeidskrachten, naast de effectief beschikbare kapitaalvoorraad en de totale factorproductiviteit, een van de drie kanalen waarlangs de crisis het groeipotentieel van de economie neerwaarts kan beïnvloeden. Het gevaar bestaat immers dat de conjunctuurgebonden

toename van de werkloosheid voor een deel overgaat in een structurele toename. Dit verschijnsel, het zogeheten hysteresiseffect, vloeit voort uit het feit dat personen die de arbeidsmarkt gedurende een relatief lange periode verlaten, hun menselijk kapitaal zien afnemen, minder aantrekkelijk worden voor potentiële werkgevers en minder actief een nieuwe baan zoeken. Het wordt dus moeilijker om dergelijke personen opnieuw op de arbeidsmarkt in te schakelen. Daarnaast kunnen potentiële nieuwe intreders, bijvoorbeeld jongeren en huisvrouwen, door de ongunstige economische omstandigheden worden ontmoedigd om tot de arbeidsmarkt toe te treden, waardoor de activiteitsgraad daalt. De ongunstige omstandigheden kunnen evenwel ook een toename van de activiteitsgraad in de hand werken, indien ze een aanvankelijk inactief tweede lid van een huishouden dat vanwege de crisis inkomensverlies lijdt, ertoe aanzetten tot de arbeidsmarkt toe te treden.

1. Impact van de crisis op de werkgelegenheid

1.1 België

De economische bedrijvigheid liep, op jaarbasis, het scherpst terug tijdens de eerste helft van 2009, toen het bbp naar volume 3,9% lager lag dan het jaar voordien. Ook het totale aantal in de economie gewerkte arbeidsuren ging er dat jaar fors op achteruit (met ongeveer 2% op jaarbasis). De werkgelegenheid, uitgedrukt in aantal personen, reageerde zoals gewoonlijk met enige vertraging: het dieptepunt werd bereikt in de tweede helft van 2009, toen er 0,8% minder werkenden waren dan een jaar eerder.

De op de arbeidsmarkt ingezette middelen liepen derhalve, zowel wat aantal werkuren als wat aantal personen betreft, duidelijk minder sterk terug dan het bbp. Daardoor werd, als gevolg van de crisis, ook de (arbeids)productiviteit, die weergeeft hoeveel activiteit gerealiseerd wordt per eenheid ingezette productiefactor arbeid, neerwaarts beïnvloed. Reeds in 2008, toen de bbp-groei gemiddeld beschouwd nog positief was, slonk de productiviteit per gewerkt uur, waardoor de groei van het totale arbeidsvolume beduidend minder sterk vertraagde dan de groei van het bbp. Begin 2009, toen de crisis volop woedde, bleef de productiviteit verder teruglopen, waardoor de impact van de crisis op het arbeidsvolume werd gematigd. Vanaf de tweede helft van dat jaar knoopte het productiviteitsverloop opnieuw aan met de structurele opwaartse trendmatige beweging en het liep daarbij vooruit op de andere activiteits- en arbeidsmarktvariabelen.

(1) Voor de internationale vergelijkingen werd het eerste kwartaal van 2008 als gemeenschappelijk referentiepunt beschouwd. In dat kwartaal bereikte het bbp naar volume zowel in de EU, het eurogebied als gemiddeld in de drie buurlanden een hoogtepunt.

(2) De keuze van de referentielanden – EU, eurogebied of de drie buurlanden (Duitsland, Nederland en Frankrijk) – is afhankelijk van het behandelde onderwerp.

TABEL 1 BEDRIJVIGHEID, ARBEIDSVOLUME EN WERKGELEGENHEID

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

	2008		2009		2010	
	1 ^e helft	2 ^e helft	1 ^e helft	2 ^e helft	1 ^e helft	2 ^e helft
Bbp naar volume	1,7	-0,1	-3,9	-1,4	2,2	2,0
Arbeidsvolume ⁽¹⁾	2,1	0,8	-1,7	-2,0	0,3	1,4
Werkgelegenheid	1,9	1,6	0,1	-0,8	0,2	1,2
Gewerkte uren per persoon	0,2	-0,8	-1,9	-1,1	0,1	0,2
Productiviteit per gewerkt uur	-0,4	-0,9	-2,2	0,6	1,9	0,7

Bronnen: INR, NBB.

(1) Totaal aantal gewerkte uren, dit is het door het INR gepubliceerde arbeidsvolume van de werknemers plus een raming van het arbeidsvolume van de zelfstandigen.

Tijdens de crisis verkortten de ondernemingen ook de arbeidsduur per werknemer, waardoor het aantal werkenden in 2008 en 2009 gunstiger evolueerde dan het arbeidsvolume. Wanneer de bedrijvigheid in een onderneming afneemt, kunnen de personeelsbezetting en, derhalve, de loonkosten daar immers op verschillende wijzen aan worden aangepast. Teneinde het toekomstig productiepotentieel niet in het gedrang te brengen, zal aan het begin van een periode waarin de bedrijvigheid verzwakt, op een ogenblik dus dat er nog veel onzekerheid bestaat over de omvang en de duur van de vertraging, veelal worden getracht het personeelsbestand op peil te houden (*labour hoarding*) en enkel werknemers te ontslaan ingeval de bedrijvigheid blijft verzwakken. Een van de redenen daarvan is dat met ontslagen, evenals met eventuele (her)indienstnemen wanneer de vraag opnieuw aantrekt, kosten gepaard gaan. Het heeft echter ook te maken met het feit dat het niet altijd evident is om voor bepaalde functies geschikte arbeidskrachten te vinden (knelpuntderoepen); dit probleem zal in de toekomst, in het kader van de vergrijzing, hoogstwaarschijnlijk nog verzwaren. Een dergelijk beleid is uiteraard relevant als de bedrijvigheid van de onderneming slechts tijdelijk wordt gedrukt, en als de onderneming over voldoende veerkracht beschikt om na afloop van de crisis opnieuw een economisch leefbare bedrijvigheid te ontplooiën.

De ondernemingen kunnen het totale arbeidsvolume in eerste instantie op een vrij natuurlijke manier verminderen door het regelmatig overwerk af te bouwen, opgespaarde vakantiedagen te laten opnemen, enz. Ingeval de bedrijvigheid blijft vertragen, kan (intensiever) gebruik worden gemaakt van de bestaande systemen van arbeidsduurvermindering, zoals deeltijdwerk en tijdskrediet. Ter vrijwaring van het vast personeelsbestand, dat de kern vormt van de eigenlijke bedrijvigheid, zal er bijvoorbeeld

ook veeleer toe worden besloten tijdelijke arbeidsovereenkomsten, onder andere uitzendcontracten, niet te verlengen.

Om te voorkomen dat personeel met een arbeidsovereenkomst voor onbepaalde duur zou worden ontslagen, voorziet de Belgische wetgeving sedert lang in de mogelijkheid van tijdelijke werkloosheid voor arbeiders. Bovendien werden vanaf begin 2009 enkele aanvullende anti-crisismaatregelen ingevoerd, die in verschillende fasen werden verlengd tot eind 2011. Het betreft meer bepaald de «tijdelijke collectieve regeling van volledige of gedeeltelijke schorsing van de uitvoering van de arbeidsovereenkomst» (een soort van tijdelijke werkloosheid voor bedienden), het «crisistijdskrediet» (waarbij de arbeidsprestaties gedurende een bepaalde periode individueel en tijdelijk worden verminderd) en de «tijdelijke crisisaanpassing van de arbeidsduur» (een werkduurvermindering voor alle werknemers – van een bepaalde categorie – van een bedrijf).

Dient de onderneming toch te besluiten tot een afslanking van het vast personeelsbestand, dan kunnen werknemers individueel of collectief worden ontslagen. Bij collectief ontslag kan voor de oudere werknemers onder bepaalde voorwaarden een beroep worden gedaan op het stelsel van het brugpensioen.

De Belgische ondernemingen hebben tijdens de crisis deze verschillende stelsels in uiteenlopende mate toegepast. Vooral het stelsel van tijdelijke werkloosheid om economische redenen werd op ruime schaal aangewend. Maximaal was het, in de eerste helft van 2009, op ongeveer 200 000 arbeiders van toepassing, meer dan dubbel zoveel als vóór de crisis. Van het nieuwe, vergelijkbare systeem voor bedienden werd veel minder gebruik gemaakt:

begin 2010 ging het ten hoogste om zo'n 8 000 personen. Het crisistijdskrediet en de crisisaanpassing van de arbeidsduur werden relatief weinig gebruikt: eind 2009 waren bij deze stelsels respectievelijk circa 2 500 en 2 000 personen betrokken. In de nasleep van de crisis werden al deze stelsels veel minder toegepast.

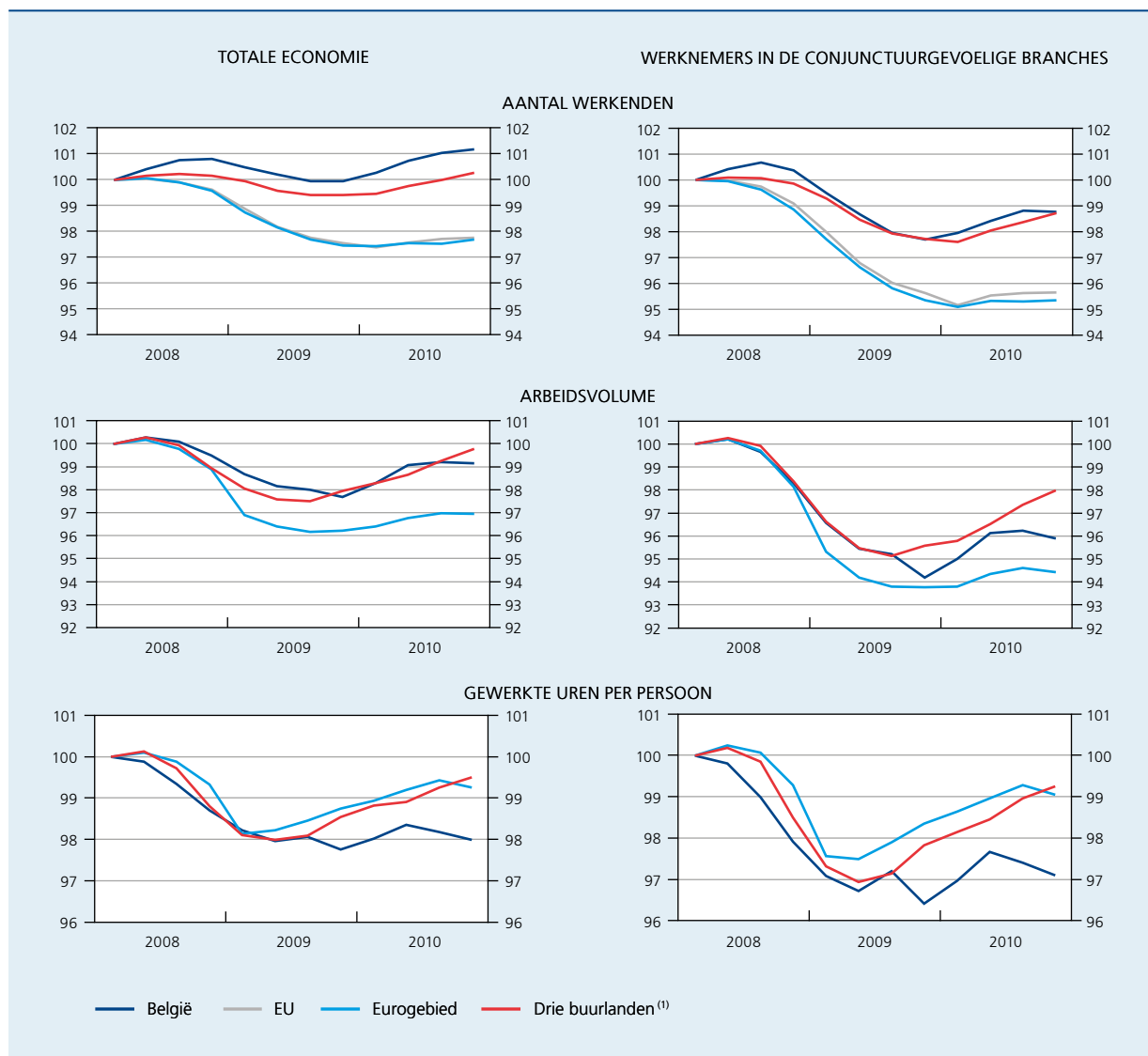
als werkzoekende in te schrijven; begin 2008 waren dat er nog minder dan 900. De verschillende stelsels en de mate waarin de Belgische ondernemingen er gebruik van hebben gemaakt, staan gedetailleerd beschreven in Kader 4 van het Jaarverslag 2010 van de Bank (Nationale Bank van België, 2011).

Het aantal voltijds bruggepensioneerden is sinds het begin van de crisis continu zeer licht toegenomen⁽¹⁾, van 115 000 begin 2008 tot 121 000 in het eerste kwartaal van 2011. Van die bruggepensioneerden waren zowat 3 700 personen niet vrijgesteld van de verplichting zich

(1) Deze toename was des te geringer daar de leeftijdsgroep in kwestie in het kader van de vergrijzing duidelijk toeneemt.

GRAFIEK 2 WERKGELEGENHEID IN BELGIË VANUIT EEN INTERNATIONAAL PERSPECTIEF

(indexcijfers, 1^e kwartaal van 2008 = 100)



Bronnen: EC, NBB.

(1) Gewogen gemiddelde van Duitsland, Frankrijk en Nederland.

1.2 Internationale vergelijking

Vanuit een Europees perspectief heeft de werkgelegenheid in België tijdens de crisis blijkbaar vrij goed standgehouden. Vanaf begin 2009 nam het aantal werkenden weliswaar af, maar op z'n minst, nl. tijdens de tweede helft van 2009, werd het peil van begin 2008 behouden en eind 2010 lag de werkgelegenheid opnieuw zowat 1 % hoger dan vóór de crisis.

Duitsland vertoonde een vergelijkbaar werkgelegenheidsverloop, mede omdat er in zeer hoge mate een beroep werd gedaan op maatregelen die de gemiddelde arbeidsduur drukken, bijvoorbeeld de Kurzarbeit. Vanwege de vermindering van het aantal banen in Nederland en, vooral, Frankrijk liep de werkgelegenheid, gemiddeld beschouwd, in de drie buurlanden echter iets sterker terug dan in België. Gemiddeld in de EU en in het eurogebied was de weerslag van de crisis echter nog groter, aangezien het aantal werkenden er met maximaal ongeveer 2,5 % daalde.

Ondanks de voor ons land vermelde minder sterke achteruitgang van de bedrijvigheid, was de vermindering van het totale arbeidsvolume er vergelijkbaar met het gemiddelde van de buurlanden. Dat de werkgelegenheid in België iets minder sterk daalde dan gemiddeld in de drie buurlanden, heeft dan ook te maken met de iets zwaardere correctie van de arbeidsduur per persoon. In het eurogebied⁽¹⁾ was de aanpassing van het aantal arbeidsuren per werknemer, gemiddeld beschouwd, vergelijkbaar met het gemiddelde van onze drie buurlanden.

In een aantal bedrijfstakken, bijvoorbeeld de overheid en de door de overheid gesubsidieerde gezondheidszorg, is de werkgelegenheid minder conjunctuurgevoelig; verschillen tussen de landen op het vlak van werkgelegenheidsstructuur kunnen derhalve een effect hebben op de totale vastgestelde impact van de crisis. Wordt enkel de gesalarieerde werkgelegenheid in de conjunctuurgevoelige branches⁽²⁾ beschouwd, dan blijkt de crisis zowel in België als in de rest van Europa een veel zwaardere impact te hebben gehad dan in het geheel van de economie. Het verschil tussen België en de andere Europese landen wat aanpassing van de individuele arbeidsduur betreft, was ook meer uitgesproken in de conjunctuurgevoelige

(1) Voor de EU zijn er geen gegevens voorhanden inzake arbeidsvolume en, derhalve, inzake arbeidsduur per persoon. Dat komt onder andere doordat er geen gegevens beschikbaar zijn voor het Verenigd Koninkrijk.

(2) Het gaat dan om de som van de branches « Landbouw en visvangst », Industrie, Bouwnijverheid, « Handel, horeca en vervoer » en « Financiële dienstverlening en vastgoed ».

(3) Voor de EAK zijn overigens geen seizoengezuiverde gegevens beschikbaar, zodat vergelijkingen in de tijd noodzakelijkerwijs betrekking moeten hebben op de overeenstemmende periode van een voorgaand jaar. Voor de hier verrichte analyse is er dus geen probleem: het is immers telkens de eerste helft van het jaar die wordt beschouwd.

branches; de neerwaartse correctie hield in België ook langer aan, wat betekent dat de stelsels van arbeidsduurvermindering op ruime schaal ten uitvoer werden gelegd.

1.3 Impact op de structuur van de werkgelegenheid in België

In deze paragraaf worden de gegevens betreffende de eerste helft van 2008, 2009 en 2010 met elkaar vergeleken; deze gegevens hebben respectievelijk betrekking op de situatie vlak vóór de crisis, tijdens de crisis en in de nasleep ervan. Om goed te kunnen inschatten wat de impact van de crisis op de werkgelegenheid is geweest, moet in principe worden gesteund op de exhaustieve cijfers van de nationale rekeningen. Deze gegevens zijn bijvoorbeeld beschikbaar voor de uitsplitsing naar bedrijfstak. Een aantal andere interessante uitsplitsingen, zoals die naar geslacht, leeftijd of scholingsniveau, zijn echter niet beschikbaar in de nationale rekeningen, en hiervoor dient gebruik te worden gemaakt van de gegevens van de enquête naar de arbeidskrachten (EAK)⁽³⁾.

Volgens de nationale rekeningen bevond de totale werkgelegenheid in België zich tijdens de eerste helft van

TABEL 2 WERKGELEGENHEID IN BELGIË:
UITSPLOITING NAAR BEDRIJFSTAK

(veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende helft van het voorgaande jaar en, tussen haakjes, veranderingspercentages van de toegevoegde waarde t.o.v. de overeenstemmende helft van het voorgaande jaar)

	1 ^e helft 2008	1 ^e helft 2009	1 ^e helft 2010
Totaal	1,9 (2,1)	0,1 (-3,8)	0,2 (2,0)
Conjunctuurgevoelige branches ⁽¹⁾	2,2 (2,2)	-0,7 (-5,3)	-0,6 (2,1)
waarvan:			
Industrie	0,0 (1,4)	-2,9 (-9,7)	-4,5 (3,8)
Bouwnijverheid	2,9 (-0,9)	0,0 (-4,1)	0,0 (-1,7)
Marktdiensten ⁽²⁾	3,0 (3,0)	-0,1 (-3,7)	0,5 (1,9)
Niet-marktdiensten ⁽³⁾	1,4 (1,6)	1,8 (1,2)	1,7 (1,5)

Bron: EC.

(1) Met name de branches « Landbouw en visvangst », Industrie, Bouwnijverheid, « Handel, horeca en vervoer » en « Financiële dienstverlening en vastgoed ».

(2) Met name de branches « Handel, horeca en vervoer » en « Financiële dienstverlening en vastgoed ».

(3) Met name de branches « Overheid en onderwijs » en de private niet-marktdiensten.

2009 en 2010 op gemiddeld ongeveer hetzelfde peil als vóór de crisis⁽¹⁾. Achter deze gemiddeld beschouwd quasi-stabilisatie gaan echter sterk uiteenlopende ontwikkelingen tussen de verschillende bedrijfstakken schuil. Terwijl de werkgelegenheid in de niet-marktdiensten ononderbroken bleef toenemen, liep het aantal banen in de conjunctuurgevoelige branches duidelijk terug, nl. met telkens 0,6 à 0,7 %, en dit voornamelijk als gevolg van een aanzienlijke daling in de industrie. Het verdient derhalve aanbeveling bij de analyse van de ontwikkelingen een onderscheid te maken tussen de conjunctuurgevoelige branches en de niet-marktdiensten.

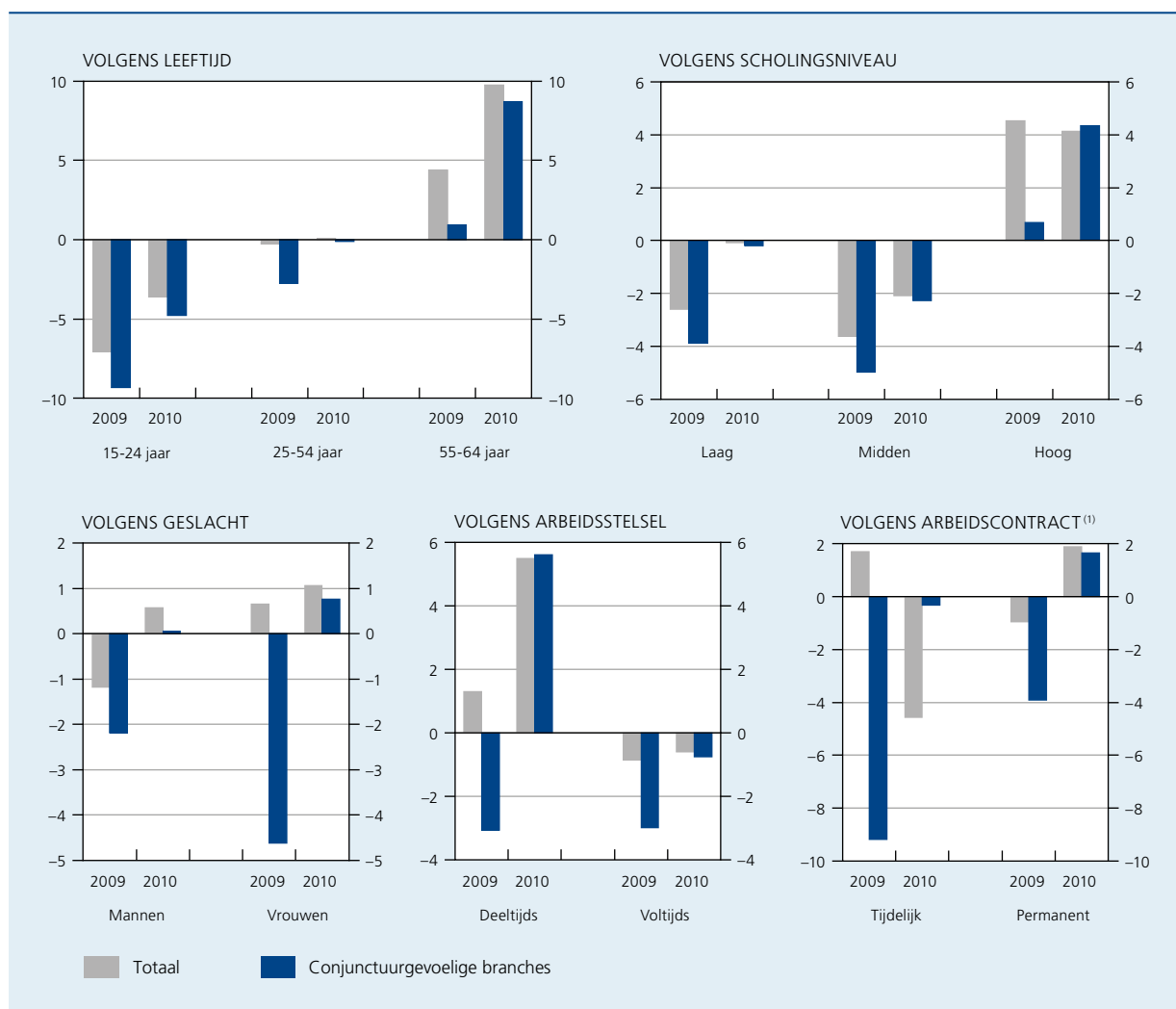
De uiteenlopende ontwikkeling van de werkgelegenheid in de verschillende bedrijfstakken hangt samen met het divergerende verloop van de bedrijvigheid. Zo is de toegevoegde waarde met maximaal 10 % teruggelopen in de industrie, en met ongeveer 4 % in de bouwnijverheid en in de marktdiensten. In de niet-marktdiensten, daarentegen, bleef de toegevoegde waarde constant toenemen. De gevolgen van de forse vertraging van de bedrijvigheid voor de werkgelegenheid werden vooral in de industrie en in de bouwnijverheid getemperd door een duidelijke vermindering van het aantal per persoon gewerkte uren.

Op basis van de in de EAK beschikbare gegevens met betrekking tot de werkgelegenheid volgens activiteitstak wordt, naast de algemene ontwikkeling, telkens

(1) Deze situatie van quasi-stabilisatie verhuult voor 2009 echter een duidelijke neerwaartse beweging en voor 2010 een even duidelijke opwaartse beweging.

GRAFIEK 3 WERKGELEGENHEID IN BELGIË: UITSPILSING VOLGENS VERSCHILLENDE CRITERIA

(gegevens m.b.t. de eerste helft van de beschouwde jaren; veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende helft van het voorgaande jaar)



Bron: EC.

(1) Enkel werknemers.

ook het verloop in de conjunctuurgevoelige branches weergegeven. Tijdens de crisis deden deze laatste het, zoals verwacht, veel minder goed dan het geheel van de economie; in de nasleep van de crisis vertoonden de conjunctuurgevoelige branches en de bedrijfstakken als geheel veelal een vergelijkbaar verloop.

De beschikbare gegevens wijzen op een duidelijk verschillend verloop volgens leeftijd. De werkgelegenheid van de jongeren liep tijdens de crisis onmiskenbaar terug, een ontwikkeling die na de crisis aanhield. Deze leeftijdsgroep is traditioneel inderdaad veel gevoeliger voor conjunctuurele schommelingen, aangezien jongeren vaak nog geen vaste baan en/of weinig ervaring hebben. Zelfs voor de hooggeschoolden onder hen ging de werkgelegenheid er zowel in 2009 als in 2010 aanzienlijk op achteruit. Voor de 55-64-jarigen, daarentegen, nam de werkgelegenheid tijdens de beide periodes duidelijk toe, wat betekent dat de structurele tendens van de afgelopen jaren aanhield. Deze tendens hangt samen met de verhoogde pensioenleeftijd voor vrouwen, de in het generatiepact genomen maatregelen en de uitbreiding van deeltijdwerk (onder andere krachtens het stelsel van het tijdskrediet) om langer aan het werk te blijven.

Het belang van scholing blijkt eens te meer. De werkgelegenheid van de laaggeschoolden was begin 2008 reeds duidelijk verminderd, waardoor de verdere daling tijdens de eerste helft van 2009 enigszins beperkt bleef. Op het hoogtepunt van de crisis werden de middengeschoolden getroffen; voor deze laatste groep liep de werkgelegenheid ook begin 2010 nog enigszins terug. Het aantal werkende hooggeschoolden, daarentegen, bleef zowel tijdens als na de crisis aanzienlijk toenemen. Tijdens de crisis deed zich derhalve een duidelijk omgekeerd verband voor tussen de conjunctuurgevoeligheid van de werkgelegenheid en het scholingsniveau: lagergeschoolden worden bij een teruggang van de bedrijvigheid als eersten ontslagen en ondervinden derhalve het snelst en het hardst de nadelige gevolgen. Hogergeschoolden, daarentegen, beschikken vaak over specifieke kennis en vaardigheden, waardoor ondernemingen bij een economische opleving moeilijker geschikte nieuwe kandidaten vinden. Derhalve worden zij vaak pas ontslagen als de bedrijvigheid langdurig afneemt zonder onmiddellijk perspectief op herstel.

In de conjunctuurgevoelige branches liep de werkgelegenheid van de vrouwen tijdens de crisis sterker terug dan die van de mannen. Aangezien in die branches echter voornamelijk mannen werkzaam zijn, had deze ontwikkeling slechts een beperkt effect op de totale werkgelegenheid van de vrouwen, waardoor deze laatste verder kon toenemen. Door de zware vertegenwoordiging van

mannen in de conjunctuurgevoelige branches, daarentegen, liep het totale aantal werkende mannen terug. Op die manier hield voor de vrouwen de structurele tendens uit het verleden aan: hun werkgelegenheidsgraad neemt immers geleidelijk toe door, onder meer, de opgetrokken wettelijke pensioenleeftijd, maar ook door een cohorteffect aangezien hogergeschoolde vrouwen in grotere mate actief zijn en langer aanwezig blijven op de arbeidsmarkt. Tijdens de eerste helft van 2010 nam zowel de werkgelegenheid van de vrouwen als die van de mannen opnieuw toe.

Tijdens de crisis slonk het aantal voltijdbanen, maar dat werd voor een deel gecompenseerd door een toename van de deeltijdarbeid. In de conjunctuurgevoelige branches gingen beide arbeidsstelsels er evenwel in dezelfde mate op achteruit. Tegen het eerste halfjaar van 2010 was het aantal deeltijdbanen, in tegenstelling tot de voltijdarbeid, opnieuw aanzienlijk toegenomen: de werkgelegenheid bleek zich dus volgens deze gegevens in eerste instantie te herstellen via deeltijdbanen.

De uitsplitsing volgens arbeidscontract, ten slotte, heeft uiteraard enkel betrekking op de gesalarieerde werkgelegenheid. Zoals te verwachten was, trof de crisis in de conjunctuurgevoelige branches vooral het tijdelijk personeel: de afname was er meer dan twee keer zo groot als bij de werknemers met een permanente arbeidsovereenkomst. Hoewel bij een opleving logischerwijze de meer flexibele tijdelijke arbeidsovereenkomsten, waaronder uitzendarbeid, als eerste zouden opveren, bleef, volgens de EAK-gegevens, het werkgelegenheidsverloop tot in de eerste helft van 2010 ongunstiger voor tijdelijke contracten.

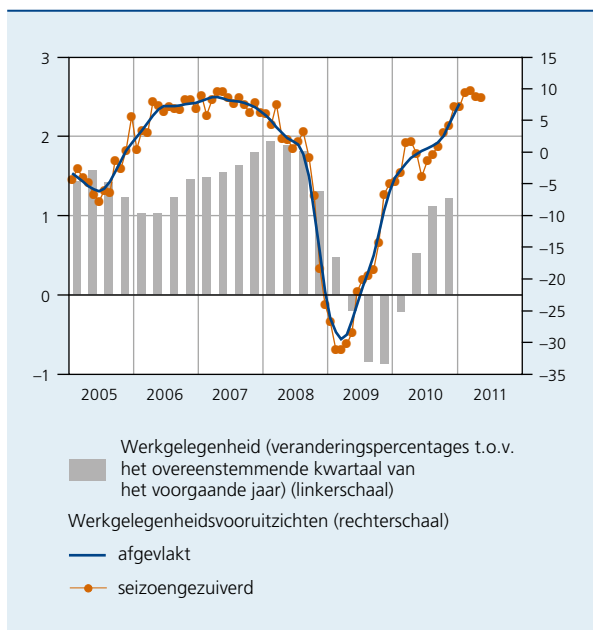
2. Impact van de crisis op de arbeidsvraag

De precieze omvang van de totale arbeidsvraag kan zeer moeilijk worden ingeschat. Werkgevers kunnen immers via verschillende – formele en informele – kanalen hun vacatures invullen (of proberen in te vullen) en de regionale diensten voor arbeidsbemiddeling registreren elk volgens een eigen methodologie de openstaande betrekkingen. Zodoende kan onmogelijk een volledig beeld worden verkregen van de totale arbeidsvraag in België.

Ook het verloop van de arbeidsvraag tijdens de crisis kan derhalve moeilijk worden ingeschat. De beschikbare indicatoren uit de conjunctuurenquêtes van de Bank en de vacaturestatistieken van de regionale diensten voor arbeidsbemiddeling kunnen immers, gezien de beperkingen van de bronnen, slechts als louter indicatief worden beschouwd.

GRAFIEK 4**WERKGELEGENHEIDSVOORUITZICHTEN IN BELGIË VOLGENS DE CONJUNCTUURENQUÊTES VAN DE BANK⁽¹⁾**

(seizoengezuiverde gegevens)



Bronnen: INR, NBB.

(1) Gewogen gemiddelde van de werkgelegenheidsvooruitzichten in de verwerkende nijverheid (65%), de bouwnijverheid (15%), de handel (5%) en de diensten aan ondernemingen (15%).

In de maandelijkse conjunctuurenquêtes van de Bank worden de verschillende ondervraagde bedrijfstakken – verwerkende nijverheid, ruwbouw, handel en dienstverlening aan bedrijven – gevraagd naar hun verwachtingen ten aanzien van het verloop van de werkgelegenheid. Vervolgens kunnen de desbetreffende resultaten – op precies dezelfde manier als waarop de synthetische curven per bedrijfstak worden gebundeld tot de algemene synthetische conjunctuurcurve van de Bank – samengebracht worden in een algemene curve met betrekking tot de werkgelegenheidsvooruitzichten.

Deze curve liet reeds vanaf medio 2007 een lichte daling optekenen, maar ze ging vooral in de tweede helft van 2008 fors naar beneden, tot een sedert begin 1995 ongekend dieptepunt (1995 is het jaar vanaf wanneer deze samengestelde curve kan worden berekend). Ze is in het verleden overigens een vrij goede indicator gebleken van het werkgelegenheidsverloop in de Belgische economie. Ook de daling van deze curve tijdens de crisis gaf, met een lead van ongeveer twee kwartalen, vrij accuraat aan in welke mate de werkgelegenheid zou afnemen. Sinds het dieptepunt begin 2009 is de afgevlakte curve, die de fundamentele tendens weergeeft, aanhoudend en krachtig

gestegen. Tot begin 2011 bleven de brutogegevens op een gunstig verloop van de arbeidsvraag wijzen.

Ook de kwartaalenquêtes van de Bank verschaffen informatie over de vraag naar arbeid. In de enquête naar de bezetting van het productievermogen wordt immers gepeild naar de mate waarin de bedrijvigheid wordt belemmerd door een tekort aan geschoolde arbeidskrachten. Dit vormt een indicatie van de spanningen die zich op de arbeidsmarkt voordoen doordat het arbeidsaanbod niet beantwoordt aan de arbeidsvraag. In alle ter zake ondervraagde bedrijfstakken zijn die mismatches reeds vanaf eind 2007 duidelijk afgenomen. In 2009 signaleerden de verschillende bedrijfstakken heel weinig arbeidsgerelateerde productiebelemmeringen, maar begin 2010 begonnen deze curven weer duidelijk te stijgen. Tijdens de periode van zwakke activiteit zetten een aantal werkgevers hun zoektocht naar geschikte arbeidskrachten immers op een laag pitje teneinde op het ogenblik dat de economie zich herstelde, hun vacatures opnieuw te lanceren. Toen werden zij opnieuw met dezelfde problemen geconfronteerd als vóór de crisis. Mede doordat op dat ogenblik nog steeds in ruime mate een beroep werd gedaan op het stelsel van tijdelijke werkloosheid, was er immers weinig extra arbeidsaanbod voorhanden om deze vraag te beantwoorden. Het stelsel van de tijdelijke werkloosheid voorkwam aldus dat de werkgelegenheid fors zou inkrimpen, maar sommige bedrijven schortten hierdoor noodzakelijke herstructureringen op of stelden ze af. Het belette tevens dat de werkgelegenheid geheroriënteerd werd naar toekomstgerichte activiteiten of naar activiteiten waarvoor een schaarste aan arbeidskrachten bestaat. Dit laatste blijkt uit het feit dat het structurele probleem van de knelpuntberoepen blijft bestaan.

Volgens een studie van de VDAB (VDAB, 2010) had de crisis immers zogoed als geen invloed op de lijst van knelpuntberoepen: in het crisisjaar 2009 telde de dienst 194 knelpuntberoepen, die goed zijn voor een kwart van alle beroepen waar de VDAB vacatures voor ontvangt en die de helft uitmaken van het totale aantal vacatures. De vacatures voor deze beroepen namen tijdens de crisis overigens minder sterk af dan voor de overige beroepen, wat bevestigt dat ze een persistent structureel probleem vormen.

3. Impact van de crisis op het arbeidsaanbod

Ook het effectieve arbeidsaanbod kan de weerslag onderkennen van een economische crisis. Wanneer werklozen minder kansen hebben om een baan te vinden, bestaat immers de mogelijkheid dat ze minder actief op zoek

gaan naar werk. Dit blijkt uit de gegevens van de enquête naar de arbeidskrachten, waarin volgens de criteria van het Internationaal Arbeidsbureau (IAB) dergelijke personen niet langer als werkzoekenden worden beschouwd⁽¹⁾. De crisis kan derhalve een impact hebben op de opgetekende activiteitsgraad, die aangeeft wat het aandeel is van de beroepsbevolking in de totale bevolking op arbeidsleeftijd⁽²⁾.

Aangezien de beroepsbevolking het geheel is van alle werkenden en werkzoekenden, kan de activiteitsgraad worden uitgesplitst in de som van de in procenten van de bevolking op arbeidsleeftijd uitgedrukte werkgelegenheid en werkloosheid. Aan de hand van de gegevens van de enquête naar de arbeidskrachten kan bovendien het verloop per bevolkingsgroep worden geanalyseerd. De gebruikte gegevens hebben opnieuw betrekking op de eerste helft van de jaren 2008, 2009 en 2010 en dus respectievelijk op de situatie net vóór de crisis, tijdens de crisis en in de nasleep ervan.

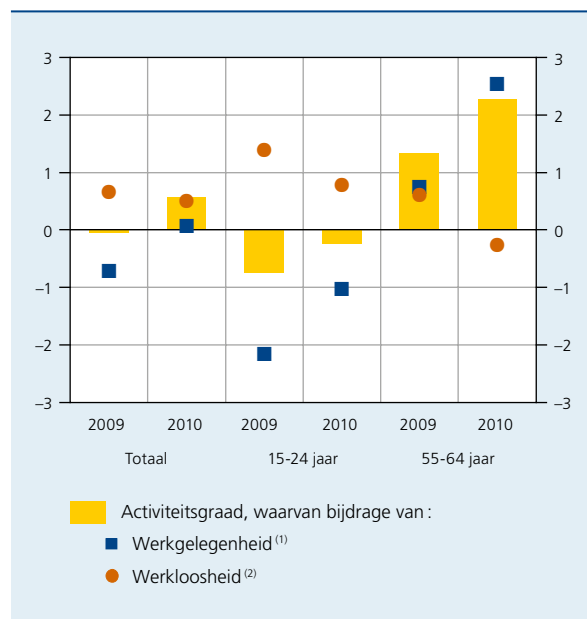
In 2009 bleef de activiteitsgraad vrij stabiel: de als gevolg van de crisis afnemende werkgelegenheid vertaalde zich dan ook vrijwel integraal in een stijging van de werkloosheid. In overeenstemming met de opleving van de economische bedrijvigheid nam de activiteitsgraad tijdens de eerste helft van 2010 opnieuw toe. Hierdoor bleef de werkloosheid, hoewel er een einde was gekomen aan de daling van het aantal banen, duidelijk verder toenemen.

Het staat vast dat de respectieve leeftijdsgroepen door de crisis in verschillende mate werden geraakt. De activiteitsgraad van de jongeren liep zowel tijdens als na de crisis terug, waardoor de hierboven vermelde daling van het aantal werkende jongeren niet tot uiting kwam in een evenredige stijging van het aantal werkzoekenden. Toch nam de werkloosheid in de beide periodes precies voor deze bevolkingsgroep het sterkst toe, wat eens te meer bewijst dat de arbeidsmarktsituatie van jongeren relatief conjunctuurgevoeliger is.

De 55-64-jarigen, daarentegen, zijn de enige groep waarvan de activiteits- en de werkgelegenheidsgraad tijdens de crisis toenam. Ook achteraf, toen de crisis over haar hoogtepunt heen was, hield die stijging gestaag aan. Bovendien was het de enige bevolkingsgroep waarvoor de werkloosheid in 2010 afnam. De economische crisis heeft de sinds enkele jaren opgetekende tendens van een structureel stijgende arbeidsmarktdeelneming van oudere

(1) Een persoon moet volgens de IAB-criteria aan drie voorwaarden voldoen om als werkzoekende te worden beschouwd: hij mag niet aan het werk zijn, moet beschikbaar zijn voor de arbeidsmarkt en moet actief werk zoeken.
(2) Het betreft de bevolking van 15 tot 64 jaar.

GRAFIEK 5 ACTIVITEITSGRAAD EN BIJDAGEN VAN DE WERKGELEGENHEID EN DE WERKLOOSHEID: TOTAAL EN UITSPLITSING VOLGENS LEEFTIJD
(bevolking op arbeidsleeftijd; veranderingen in procentpunt t.o.v. de overeenstemmende helft van het voorgaande jaar)



Bron: EC.

(1) Deze bijdrage is gelijk aan de verandering van de werkgelegenheidsgraad.

(2) Deze bijdrage verschilt van de verandering van de gebruikelijke werkloosheidsgraad, aangezien deze laatste uitgedrukt is in procenten van de overeenstemmende beroepsbevolking en niet, zoals hier het geval is, in procenten van de overeenstemmende bevolking.

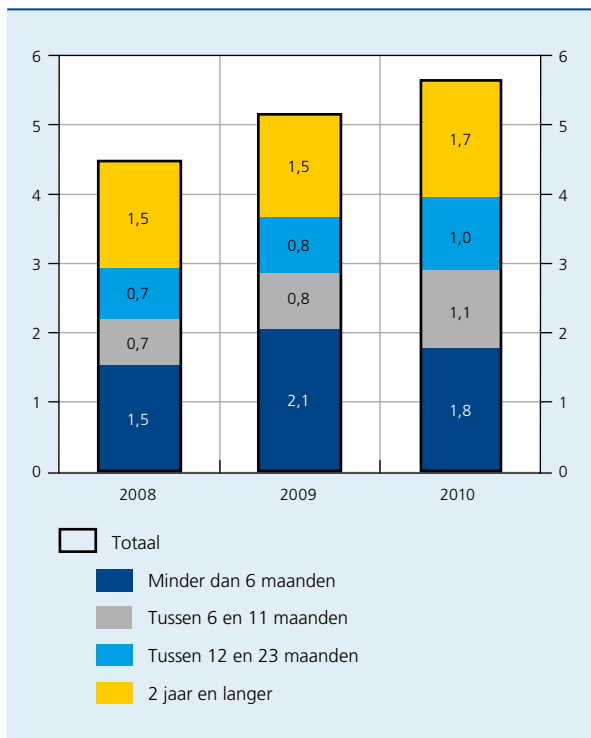
personen op arbeidsleeftijd dus niet onderbroken. Toch waren in België tijdens de eerste helft van 2010 nog steeds minder dan vier op tien 55-64-jarigen op de arbeidsmarkt actief.

De crisis had overigens niet alleen een weerslag op de omvang van de werkloosheid, maar ook op de samenstelling ervan volgens werkloosheidsduur. Om dit te illustreren, wordt een werkloosheidsratio gebruikt waarbij het aantal werkzoekenden wordt gerelateerd aan de totale bevolking op arbeidsleeftijd en niet, zoals gebruikelijk, aan de beroepsbevolking. Deze laatste wordt immers, zoals hierboven aangetoond, zelf beïnvloed door de economische conjunctuur, waardoor de conclusies kunnen worden vertekend. Tijdens de eerste helft van 2008, vóór de crisis uitbrak, was in België 4,5% van de bevolking op arbeidsleeftijd op zoek naar werk. Een jaar later was deze ratio opgelopen tot 5,2%. De crisis veroorzaakte immers een grotere instroom van nieuwe werklozen, dit als gevolg van ontslagen, het niet-verlengen van tijdelijke contracten en het feit dat afgestudeerde jongeren geen baan vonden. Het aandeel van de bevolking op arbeidsleeftijd dat kortstondig (maximaal zes maanden) werkloos

GRAFIEK 6

WERKLOOSHEID IN BELGIË VOLGENS WERKLOOSHEIDSDUUR

(gegevens m.b.t. de eerste helft van de beschouwde jaren; in % van de bevolking op arbeidsleeftijd)



Bron: EC.

is, liep derhalve fors op, van 1,5 tot 2,1 %. De impact op de overige volgens duur uitgesplitste werkloosheidsgroepen bleef in eerste instantie beperkt. Na verloop van tijd veranderde dit aangezien, vanwege de geringere kansen op werk, méér mensen werkloos bleven en dus geleidelijk « doorstroombden » naar de groepen met een langere werkloosheidsduur. Dit kwam tot uiting in een stijgend aandeel van alle groepen met een werkloosheidsduur van ten minste zes maanden. Ondanks de verminderde instroom van nieuwe werklozen, was de totale werkloosheidsratio hierdoor in de eerste helft van 2010 verder opgelopen tot 5,7 % van de bevolking op arbeidsleeftijd. De totale werkloosheidsstoe name in België bleef aldus evenwel nog vrij beperkt in vergelijking met de overige EU-lidstaten: de werkloosheid in België, uitgedrukt in procenten van de bevolking op arbeidsleeftijd, steeg tussen het eerste halfjaar van 2008 en de overeenstemmende periode van 2010 immers met 1,2 procentpunt, tegen gemiddeld 2,1 procentpunt in de EU.

De zeer langdurige werkloosheid (twee jaar en langer), die een indicatie vormt voor de structurele werkloosheid, trof in de EU in de eerste helft van 2010 1,2 % van de

bevolking op arbeidsleeftijd, wat duidelijk minder was dan in België (1,7 %). Zelfs wanneer de economie opnieuw aantrekt, ondervinden deze langdurig werklozen de grootste moeilijkheden om opnieuw op de arbeidsmarkt te worden ingeschakeld: niet alleen bestaat het risico dat zij bepaalde arbeidsmarkt- en sociale vaardigheden kwijtraken die van belang zijn om te kunnen voldoen aan de vereisten van de arbeidsvraag, het is ook mogelijk dat werkgevers, die ervan uitgaan dat dit inderdaad het geval zal zijn, een lange werkloosheidsduur als negatief selectie-criterium gebruiken en derhalve de voorkeur geven aan andere werkzoekenden. Ook hierdoor kunnen langdurig werklozen ontmoedigd raken en minder zoekinspanningen leveren.

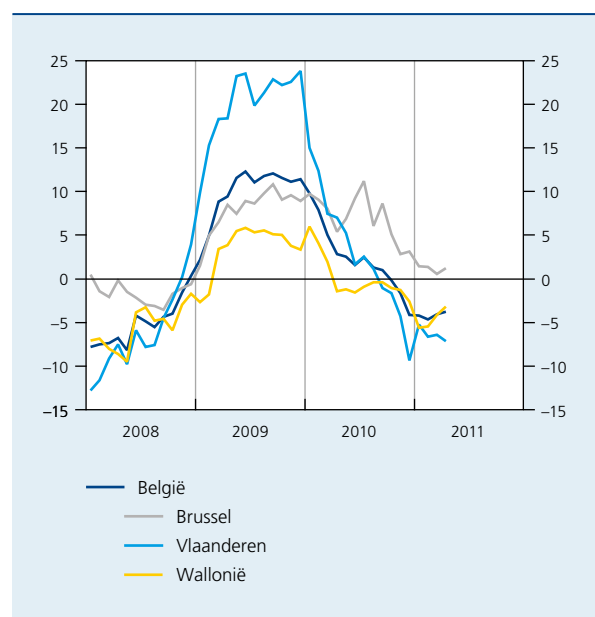
4. Impact van de crisis op regionaal vlak

Volgens de administratieve gegevens van de RVA nam het aantal niet-werkende werkzoekenden vanaf medio 2009 jaar-op-jaar niet langer toe; het zou echter nog tot begin 2010 duren vooraleer een duidelijke daling werd opgetekend en pas vanaf oktober 2010 lag het aantal werklozen lager dan een jaar eerder. De daling was het grootst in Vlaanderen, maar dit gewest was ook het zwaarst door de crisis getroffen aangezien het aantal werklozen er in 2009 gemiddeld beschouwd een vijfde hoger lag dan het

GRAFIEK 7

WERKLOOSHEID IN BELGIË EN IN DE GEWESTEN

(veranderingspercentages van het aantal niet-werkende werkzoekenden t.o.v. de overeenstemmende maand van het voorgaande jaar)



Bron: RVA.

jaar voordien; in Brussel en Wallonië bleef deze toename beperkt tot respectievelijk 8 en 3,5%. Vergeleken met de beide andere gewesten is het aandeel van de werkgelegenheid in de conjunctuurgevoelige bedrijfstakken in Vlaanderen immers groter, wat maakt dat de arbeidsmarkt er meer onderhevig is aan conjuncturele schokken. Het was niettemin in Wallonië dat het aantal werklozen op jaarbasis het eerst daalde: vanaf april 2010 lag de werkloosheid er lager dan een jaar eerder; in Vlaanderen was dat pas vanaf september het geval. In Brussel ging de stijging vanaf medio 2010 aanzienlijk vertragen, maar begin 2011 lag het aantal niet-werkende werkzoekenden er nog steeds iets hoger dan een jaar eerder.

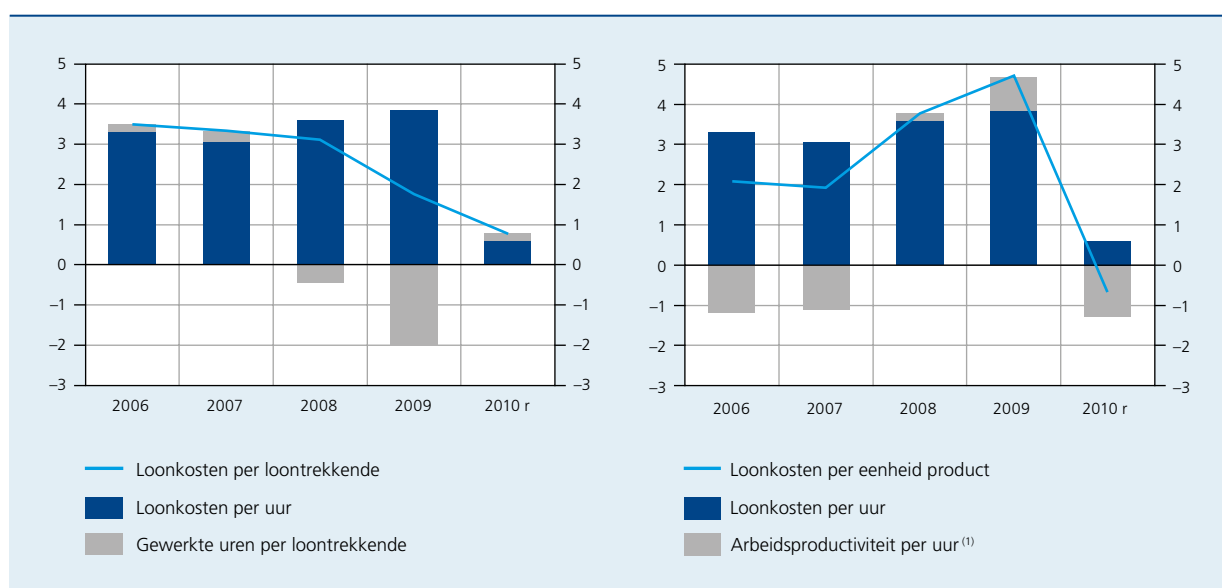
In april 2011 (meest recent cijfer) waren er in Vlaanderen ongeveer 188 000 niet-werkende werkzoekenden, dat is 35% van het Belgische totaal. Met 238 000 personen telde Wallonië het grootste aantal werklozen; in Brussel waren er op dat ogenblik 105 000 werkzoekenden. De geharmoniseerde werkloosheidsgraad van de 15-64-jarigen, uitgedrukt in procenten van de beroepsbevolking op arbeidsleeftijd en berekend op basis van de resultaten van de enquête naar de arbeidskrachten, bedroeg in Vlaanderen tijdens het vierde kwartaal van 2010 (meest recent cijfer) 4,2%. In Wallonië en vooral in Brussel lag deze ratio, met respectievelijk 11,7 en 17,4%, heel wat hoger.

5. Heeft de crisis een impact gehad op de loonkosten?

In dit deel van het artikel wordt nagegaan of de crisis, die de bedrijven ertoe heeft genoopt hun kosten en meer bepaald hun arbeidskosten te verlagen, ook een reactie van de lonen met zich heeft gebracht. De analyse wordt gefocust op de meest conjunctuurgevoelige sector, namelijk de private sector. Bij gebrek aan vergelijkbaar cijfermateriaal wordt voor de internationale vergelijking de bedrijvensector gebruikt; deze laatste omvat de verwerkende nijverheid, de bouwnijverheid en de marktdiensten en is zodoende een benadering van de private sector waar, naast de vermelde bedrijfstakken, ook de landbouw en visserij en de private niet-marktdiensten deel van uitmaken.

De met de crisis gepaard gaande inkrimping van het arbeidsvolume heeft automatisch geleid tot een tragere toename van de totale loonkosten voor de werkgevers. De loonsom heeft echter verhoudingsgewijs minder sterk gereageerd dan wat op basis van het verloop van het arbeidsvolume kon worden verwacht. Heel wat werkgevers betaalden het tijdelijk werkloze personeel, dat fors groeide, immers extra vergoedingen uit bovenop de werkloosheidsuitkeringen. Hoewel geen gegevens beschikbaar zijn over de algemene impact van deze vergoedingen op het verloop van de loonkosten, blijkt uit informatie van

GRAFIEK 8 LOONKOSTEN, ARBEIDSDUUR EN ARBEIDSPRODUCTIVITEIT IN DE PRIVATE SECTOR
(jaarlijkse veranderingspercentages)



Bronnen: INR, NBB.

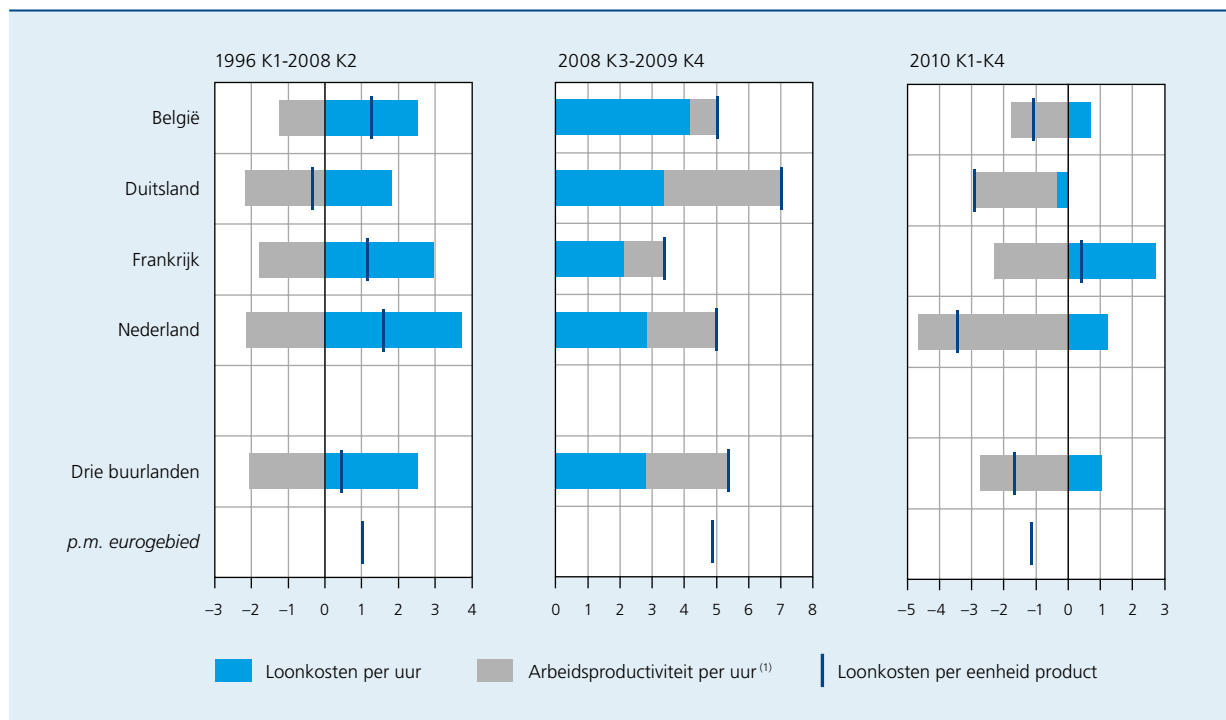
(1) Een negatief teken impliceert dat de arbeidsproductiviteit gestegen is en bijgevolg een temperend effect heeft uitgeoefend op de loonkosten per eenheid product.

de FOD Werkgelegenheid, Arbeid en Sociaal Overleg dat heel wat sectorale arbeidsovereenkomsten bepalingen bevatten omtrent toeslagen toegekend aan arbeiders die tijdelijk werkloos worden. De speciale maatregelen die tijdens de crisis werden genomen om het stelsel uit te breiden naar de bedienden, stipuleren dat aan de bedienden soortgelijke uitkeringen moeten worden betaald of, indien voor de arbeiders niet in extra vergoedingen is voorzien, een bedrag van € 5 per niet-gewerkte dag. De crisis heeft ook gevolgen gehad voor de sociale bijdragen die de werkgevers voor hun personeel betalen; zij leidde meer bepaald tot een sterke toename van de ontslagvergoedingen. Zoals in dit artikel reeds is vermeld, heeft de crisis vooral een daling van het arbeidsvolume in gewerkte uren tot gevolg gehad, terwijl het aantal tewerkgestelde loontrekkenden veel minder sterk terugliep. Dit impliceert, tussen 2008 en 2009, een vertraging in de toename van de loonkosten per persoon van 3,1% tot 1,8%, terwijl de stijging van de uurloonkosten versnelde van 3,6% tot 3,9%.

In 2010 namen de gewerkte uren per loontrekkende opnieuw toe. De stijging van de uurloonkosten vertraagde aanzienlijk en zou in 2010, gemiddeld beschouwd, 0,6% hebben bedragen, waardoor ze dus

onder die van de loonkosten per loontrekkende zou zijn uitgekomen. Het loonkostenverhogende effect van de hierboven genoemde crisisgebonden factoren werd immers gestopt. De ontslagvergoedingen waren minder omvangrijk (ondanks de sluiting van de Opel-fabriek in Antwerpen) en de scherpe daling van de tijdelijke werkloosheid had een vermindering van de uitbetaalde toeslagen tot gevolg. De vertraging in de toename van de uurloonkosten tussen 2009 en 2010 had evenwel hoofdzakelijk te maken met de automatische loonindexeringen. Deze laatste ondergingen pas in 2010 de weerslag van de forse inflatievertraging in 2009 en ze bedroegen gemiddeld een vijfde van het jaar voordien. De aanpassing van de lonen aan de koopkrachtontwikkeling, gemeten aan de hand van de gezondheidsindex, gebeurt immers met een zekere vertraging. De inflatievertraging heeft, gemiddeld beschouwd, evenwel niet tot negatieve indexeringen geleid. Het indexeringsmechanisme wordt immers niet volledig symmetrisch toegepast: sommige paritaire comités, die het indexeringsmechanisme op vaste tijdstippen en met een hoge frequentie toepassen, hebben immers negatieve indexeringen uitgesloten of beperkt. De loonkosten per uur namen, gecumuleerd over de beide jaren van het loonakkoord 2009-2010, met 4,5% toe.

GRAFIEK 9 LOONKOSTEN EN ARBEIDSPRODUCTIVITEIT IN DE BEDRIJVENSECTOR IN BELGIË EN IN DE DRIE BUURLANDEN
(gemiddelde veranderingspercentages t.o.v. het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar)



Bron: OESO.

(1) Een negatief teken impliceert dat de arbeidsproductiviteit gestegen is en bijgevolg een temperend effect heeft uitgeoefend op de loonkosten per eenheid product.

Ondanks de afname van het aantal gewerkte uren per persoon en, zij het in mindere mate, de inkrimping van het personeelsbestand, konden de bedrijven de vermindering van de productie niet volledig afwentelen op het arbeidsvolume. Bijgevolg liep de arbeidsproductiviteit per uur in 2009 met 0,8% terug. Daaruit resulteerde een aanzienlijke toename van de loonkosten per eenheid product, met 4,7%. De in 2010 opgetekende vertraging in de toename van de uurloonkosten leidde, in combinatie met de conjunctuurgebonden opleving van de arbeidsproductiviteit, tot een daling van de loonkosten per eenheid product.

Ook in de drie buurlanden, die volgens de wet van 1996 als referentie moeten worden beschouwd om het concurrentievermogen van de Belgische economie te monitoren, onderging het verloop van de loonkosten per uur, van de arbeidsproductiviteit en van de loonkosten per eenheid product de impact van de crisis, zij het niet steeds in dezelfde mate als in België.

Van het eerste kwartaal van 1996 tot het tweede kwartaal van 2008 namen de loonkosten per uur in de Belgische bedrijvensector met, gemiddeld beschouwd, 2,5% ongeveer even snel toe als die in de drie buurlanden. In combinatie met een tragere productiviteitsgroei – 1,2%, tegen 2,1% in de drie buurlanden – leidde dit tot een snellere stijging van de loonkosten per eenheid product ten belope van gemiddeld 0,8 procentpunt. Het concurrentienadeel inzake loonkosten per eenheid product kon hoofdzakelijk worden toegeschreven aan de ongunstige positie van België t.o.v. Duitsland, dat in die periode zijn loonkosten per eenheid product gemiddeld beschouwd zag teruglopen doordat de zeer gematigde toename van de uurloonkosten er meer dan gecompenseerd werd door de forse stijging van de arbeidsproductiviteit. Reeds vanaf de tweede helft van de jaren negentig werd in Duitsland een beleid van loonmatiging gevoerd. Bovendien hebben zich de afgelopen tien jaar op de arbeidsmarkt twee belangrijke ontwikkelingen voorgedaan. De zogenoemde Hartz I tot IV-wetten, die tussen 2002 en 2005 in werking traden, waren bedoeld om de arbeidsmarkt flexibeler te maken en meer mensen aan het werk te zetten. Tegelijkertijd deden zich ingrijpende wijzigingen voor in het loonvormingsproces. In de sectorale collectieve loonakkoorden werden steeds meer clausules opgenomen die ruimte boden voor afwijkende regelingen op het niveau van de ondernemingen. Bovendien steeg het aandeel van de ondernemingen waar op bedrijfsniveau onderhandelingen werden gevoerd. Dit alles leidde tot een zeer beperkte toename van de loonkosten. Ook in vergelijking met Frankrijk werd een snellere toename van de loonkosten per eenheid product opgetekend, hoewel

het verschil veel minder groot was dan ten opzichte van Duitsland. Ten aanzien van Nederland had België een concurrentievoordeel.

Tijdens de crisis – van het derde kwartaal van 2008 tot en met het vierde kwartaal van 2009 – werden de kaarten grondig dooreengeschud. Er was in de bedrijvensector niet langer sprake van een concurrentienadeel op het vlak van loonkosten per eenheid product. De minder nadelige ontwikkelingen in vergelijking met de drie buurlanden wat productiviteit betreft, compenseerden immers de groeiende uurloonkostenhandicap. Dat de productiviteit in België minder sterk daalde dan in de drie buurlanden, had grotendeels te maken met de ontwikkelingen in Duitsland. De aanpassing van het totale arbeidsvolume bleef er beduidend achter bij de bijzonder sterke daling van de bedrijvigheid, dit ondanks een sterke vermindering van het aantal gewerkte uren per persoon. In Duitsland werd de arbeidstijd immers ook op tal van manieren beperkt zonder banenverlies (onder meer via de Kurzarbeit).

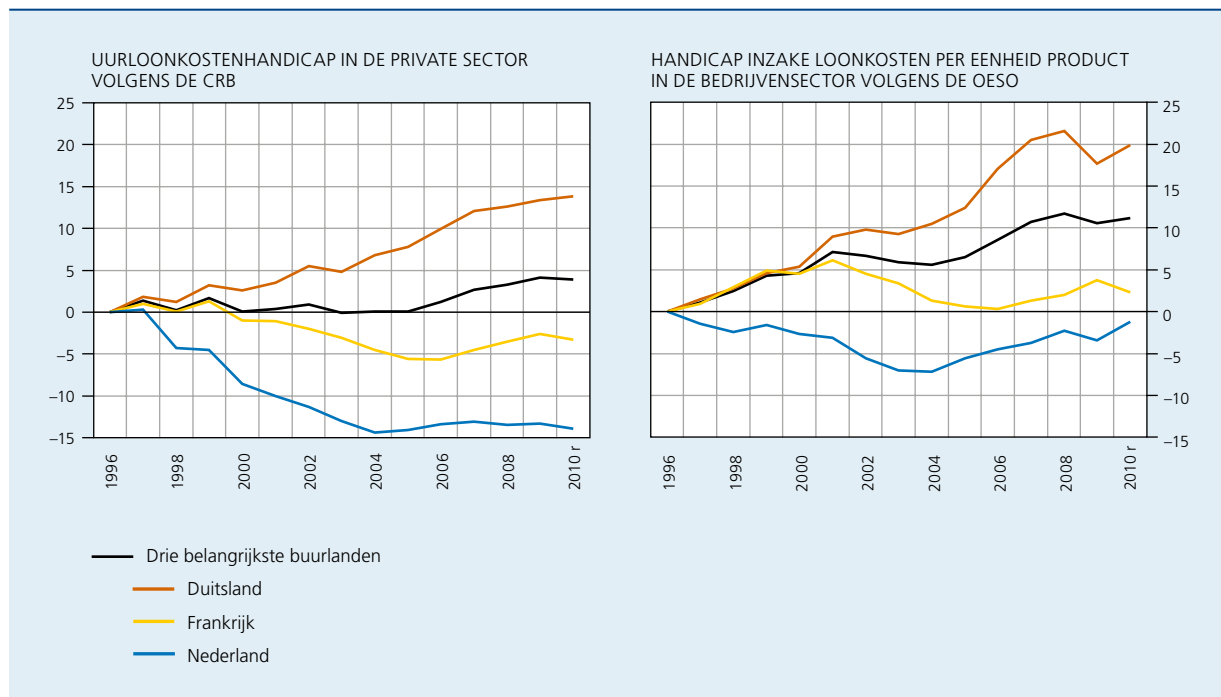
Het gunstiger verloop van de arbeidsproductiviteit was evenwel van cyclische en dus tijdelijke aard. In 2010 was het herstel in de drie buurlanden krachtiger dan in België en ook de loonkosten per eenheid product liepen er fors terug, ofschoon de uurloonkosten er relatief minder goed evolueerden. Dit laatste had te maken met de sterke vertraging in België die grotendeels te wijten was aan de beperkte indexering na de daling van de gezondheidsindex in 2009 en de dynamische groei van de uurloonkosten in Frankrijk en Nederland. In Duitsland, daarentegen, liepen de uurloonkosten terug.

Het hierboven vermelde verloop van de loonkosten per eenheid product leidde in 2010 in de bedrijvensector tot een sedert 1996 gecumuleerde loonkostenhandicap van 11,2%. Deze laatste was te wijten aan de ongunstige positie ten opzichte van Duitsland en, in mindere mate, Frankrijk. In vergelijking met Nederland werd een concurrentievoordeel opgetekend, dat in 2010 evenwel kromp tot 1%.

Wordt de loonkostenhandicap door de CRB berekend zoals bepaald in de wet van 1996, dit betekent in termen van uurloonkosten, zonder inachtneming dus van de uiteenlopende productiviteitsontwikkelingen, dan bedroeg hij in 2009 4,1%; in 2010 nam hij licht af tot 3,9% vanwege de minder sterke vertraging van de uurloonkosten in Frankrijk en Nederland. De concurrentiepositie van de Belgische ondernemingen ten opzichte van hun Duitse tegenhangers bleef daarentegen verslechteren: België's loonkostenhandicap liep op tot 13,8%.

GRAFIEK 10 LOONKOSTENHANDICAP VAN DE BELGISCHE ONDERNEMINGEN

(verschillen in % t.o.v. het indexcijfer met betrekking tot de drie belangrijkste buurlanden, gecumuleerd vanaf 1996)



Bronnen: CRB, OESO.

Conclusie

In dit artikel is onderzocht welk effect de crisis op de Belgische arbeidsmarkt heeft gehad inzake de aanpassing van het arbeidsvolume en de loonkosten, en inzake de samenstelling van de werkgelegenheid.

De neergang van de economische bedrijvigheid ging gepaard met een minder dan evenredige inkrimping van het arbeidsvolume, waardoor de arbeidsproductiviteit daalde. De vermindering van het arbeidsvolume kwam slechts gedeeltelijk tot uiting in het werkgelegenheidsverloop. De gebruikelijke *labour hoarding*, waarbij wordt afgezien van ontslagen omdat er wordt van uitgegaan dat de bedrijvigheid zich spoedig zal herstellen en omdat er een tekort is aan geschikt personeel, werd immers in de hand gewerkt door het stelsel van de tijdelijke werkloosheid en de speciale anticrisismaatregelen. Beide vormen van *labour hoarding* zorgden voor een aanmerkelijke daling van het aantal gewerkte uren per loontrekkende.

De verslechterde economische omstandigheden hadden niet in alle bedrijfstakken en op alle groepen van werknemers dezelfde impact. Algemeen beschouwd, heeft de crisis blijkbaar niet geleid tot een daling van de

activiteitsgraad. Bij sommige groepen van werknemers, namelijk bij de vrouwen en de ouderen, lijkt de structurele toename van de werkgelegenheid zich zowel tijdens als na de crisis te hebben voortgezet. Dit belette echter niet dat de participatie van ouderen op de arbeidsmarkt ondermaats bleef. De jongeren, daarentegen, werden door de crisis zwaar getroffen en ook in 2010 bleven hun werkgelegenheidsvooruitzichten weinig rooskleurig. De cijfergegevens bevestigen dat scholing van cruciaal belang is en dat hooggeschoolden relatief beter beschermd zijn gebleven. Het risico op ontmoediging is dan ook het grootst bij de laaggeschoolde jongeren. De toename van de langdurige werkloosheid wijst op haar beurt op het gevaar voor een stijging van de structurele werkloosheid, die het groeipotentieel van de economie kan aantasten.

Op regionaal vlak blijkt vooral de Vlaamse arbeidsmarkt conjunctuurgevoelig te zijn doordat er relatief meer werkgelegenheid is in de conjunctuurgevoelige bedrijfstakken. De vertraging, vanaf begin 2010, in de jaar-op-jaar stijging van het aantal niet-werkende werkzoekenden was dan ook het grootst in Vlaanderen. In april 2011 lag de werkloosheid in Vlaanderen en Wallonië duidelijk lager dan een jaar eerder, terwijl in Brussel nog een lichte stijging werd opgetekend.

De crisis had niet meteen een matigend effect op het verloop van de uurloonkosten. In 2009 werd zelfs een opwaartse impact genoteerd, meer bepaald als gevolg van de toeslagen die tal van werkgevers bovenop de tijdelijke werkloosheidsuitkeringen betaalden, en ook vanwege de oplopende ontslagvergoedingen. Wegens de in de indexeringsmechanismen ingebouwde vertragingen leidde de inflatievertraging, eveneens een gevolg van de crisis, pas begin 2010 tot een matiging van de loonkostentoeename; ze werd ook niet volledig doorberekend (negatieve indexeringen gebeurden immers slechts gedeeltelijk of helemaal niet). Volgens

CRB-berekeningen liep de loonkostenhandicap tegenover de drie buurlanden, uitgedrukt in uurloonkosten, in 2009 op tot 4,1%; vervolgens nam hij lichtjes af tot 3,9% in 2010. Rekening houdend met het productiviteitsverloop, liet de loonkostenhandicap, uitgedrukt in loonkosten per eenheid product, in 2009 een vernauwing optekenen. Dat was echter slechts een tijdelijk fenomeen dat te maken had met het feit dat in Duitsland een scherpere conjunctuurgebonden daling van de productiviteit werd opgetekend dan in België. In 2010 werd reeds opnieuw een vergroting van de handicap vastgesteld, namelijk tot 11,2%.

Bibliografie

Dhyne E. en M. Druant (2010), *Wages, labor or prices: How do firms react to shocks?*, NBB, Working Paper 193.

Nationale Bank van België (2011), *Jaarverslag 2010*, Brussel.

VDAB (2010), *Analyse Vacatures 2009, Knelpuntberoepen – Kansenberoepen*, Brussel.

Summaries of articles

Economic projections for Belgium – Spring 2011

At the beginning of 2011, the recovery phase seen in the global economy over the past two years reached a degree of maturity. Activity in the various economic regions should gradually progress from being export-led to become more broadly based. At the same time, the improvement in the economic situation, especially in the emerging countries, triggered a rapid rise in commodity prices.

However, serious factors of uncertainty still linger. The legacy of the 2008-2009 crisis, the seriously degraded public finances in most advanced economies on both sides of the Atlantic require consolidation measures. Similarly, financial institutions in general will have to continue their restructuring. These factors, which could hold back the economy, are compounded by the risks resulting from the natural disasters in Japan and political and social tensions in the Middle East and North Africa.

In the euro area, there are significant internal divergences, for instance the unexpected vigour of the recovery in Germany and, conversely, the decline in activity in the economies facing serious structural problems. The recovery is expected to continue, but less vigorously than at the beginning of 2011.

In Belgium, recent developments in economic activity have been better than previously predicted. The Belgian economy, in Germany's wake, has succeeded in taking advantage of the revival in global demand, while private consumption has rapidly picked up. Business and household investment should gradually recover too. Overall, growth came to 2.1 % in 2010; it is projected to reach 2.6 % in 2011 before subsiding to 2.2 % in 2012, thus outpacing growth in the euro area.

The continuing expansion of activity is likely to be supported by consolidation of the labour market. Job creation should be maintained as, in net terms, around 77 000 additional jobs will be generated between the end of 2010 and the end of 2011. The decline in unemployment which had begun in early 2010 is expected to continue steadily, reducing the average unemployment rate from 8.4 % in 2010 to 7.3 % in 2012.

In parallel with the clear recovery of activity and demand at global level, external inflationary pressures strengthened considerably in Belgium during 2010 and at the beginning of 2011. Overall, as an annual average, the rise in consumer prices is projected to increase from 2.3 % in 2010 to 3.4 % in 2011, before dropping back to 2.2 % in 2012, as energy price inflation is set to calm down. However, sustained wage growth could increasingly drive up underlying inflation.

According to the latest data, public finances ended the year 2010 with a deficit of 4.1 % of GDP. In the macroeconomic context described above, the deficit is projected at 3.5 % of GDP in 2011.

However, it is likely to increase again in 2012 to 4.1 % of GDP. The debt ratio is expected to fall from 96.6 % of GDP in 2010 to 95.4 % in 2012.

JEL Codes: E17, E25, E37, E66

Key words: Belgium, macroeconomic projections, Eurosystem

Central bank rates, market rates and retail bank rates in the euro area in the context of the recent economic and financial crisis

The article addresses recent trends in the financing costs of various public and private sectors in the euro area and Belgium. It pays particular attention to the monetary policy transmission process via the interest rate channel during the crisis and notably examines the extent to which the process was affected by tensions on sovereign debt markets.

Overall, it appears that the interest rate cuts orchestrated by the ECB and the adoption of numerous non-standard monetary policy measures made it possible to maintain an effective transmission of monetary policy in the euro area during the crisis. Public debt market tension has had some impact on market borrowing costs for non-financial corporations, but this impact was relatively limited at the aggregate level. Because of its direct involvement in public sector financing, the financial sector was significantly affected, and while a portion of the impact was passed on in the rates offered to households and the non-financial private sector, it appears that banks' transmission of monetary policy was not profoundly affected in the euro area overall. Similar conclusions apply to Belgium, where it does however appear that mortgage loan rates were somewhat influenced by the rise in sovereign debt yields. In the countries bearing the brunt of the crisis, companies and individuals nevertheless saw their borrowing costs rise more significantly. In general, it appears that at the national level, private sector financing costs were amply influenced by those of the public sector, although some decoupling was observed, basically at the level of the non-financial sector.

These results are reassuring in that they demonstrate the relative effectiveness of the monetary policy measures adopted during the crisis and the relatively limited repercussions of the sovereign debt crisis on the rest of the euro area economy. Still, in the countries most affected by the crisis, the private sector has been hit hard by higher public sector financing costs and fiscal consolidation measures in those countries should therefore remain a top priority.

JEL Codes: E40, E43, E44, E52, E58, G01

Key words: monetary policy, financial & economic crisis, sovereign debt crisis, financing costs, market interest rates, bank retail interest rates, vector error correction model, cointegration, short-term interest rates, long-term interest rates, Belgium, euro area

End of the crisis in the housing markets?

The article examines recent developments in international housing markets and makes an assessment of the current situation. The first section demonstrates that the last upward movement in house prices in advanced economies, that started during the mid-1990s, differed from previous upward phases because of its strength, duration and degree of synchronisation across countries. Low interest rates, financial innovation, relaxed credit conditions and demographic factors stimulated housing demand and led to higher prices and investment. The strongest increases were recorded in the UK, Spain, Ireland and France.

Starting around the mid-2000s, housing markets increasingly displayed signs of overheating and the American subprime crisis of 2006 triggered a downward correction in the US housing market. Housing markets elsewhere displayed a similar pattern around the same period. Nevertheless, developments were less synchronised during this downturn than during the upturn, as the fall in house prices seems to be over in some countries while the correction continues in other countries.

The degree of over- or undervaluation of recent house prices can be calculated on the basis of some frequently used measures. Taking into account fundamental factors like disposable income, population growth and the very low interest rate level, it appears that current prices in most countries are more or less in line with fundamentals. These simple measures have their limitations, and consequently one should be cautious when interpreting the results. Additionally, several common risk factors (normalisation of interest rates, lower potential growth after the economic crisis, fiscal consolidation) and some country-specific risk factors might hinder a further recovery of housing markets.

The recent crisis clearly demonstrated the need for stricter rules and control of the financial sector. Various initiatives have already been taken, and international institutions have also formulated recommendations for housing policy reform and the functioning of residential property and mortgage markets. Subsequently, the European government debt crisis that started in 2010 stimulated initiatives to strengthen economic governance in the European Union. In the new surveillance framework, macroeconomic risks will be monitored more closely and more broadly, and this will include the use of indicators related to the housing sector.

JEL Codes: E44, E60, N10, R21, R31

Key words: house prices, investment in housing, interest rates, financial innovation, demography, valuation, disposable income, United States, United Kingdom, euro area, Belgium

Behaviour of Belgian firms in the context of globalisation: Lessons from the conference on “International Trade: Threats and Opportunities in a Globalised World”

The article summarises the main lessons of the Bank's 2010 conference which focused on international trade and foreign direct investment. The research is based on a microeconomic approach to the behaviour of Belgian firms, with reference to developments in the scientific literature on the subject.

Firms active internationally have specific characteristics: they are larger and more productive than firms concentrating on the home market. The costs of entering international markets determine their globalisation strategies, be it in terms of timing, the number of markets canvassed, or the choice between exporting and foreign direct investment. Information technologies have a key role in the development of trade in services, especially for analytical work. It is also shown that, in the face of increased competition from Asian products, firms are tending to concentrate their exports on their leading products and to upgrade quality.

The international activities of some firms also have positive repercussions on the productivity and globalisation decisions of firms active solely on the home market. Finally, the impact of globalisation on employment is analysed from various angles. In general, trade with low-wage countries tends to increase demand for skilled labour in Belgium and to reduce demand for unskilled labour. The effects of offshoring are comparable. Finally, while multinationals manage their workforce more flexibly than domestic firms, they have nevertheless been the source of substantial job creation, particularly where the subsidiaries of foreign multinationals are concerned.

JEL codes: F10, F11, F12, F13, F14, F16, F20, F21, F23, D20, D22

Keywords: international trade, foreign direct investment, microeconomic analysis, firm heterogeneity, internationalisation, spillovers, multi-product firms, multinational firms, offshoring, employment, skills

The Belgian labour market during and after the crisis

The article looks at the impact that the 2008-2009 recession had on the Belgian labour market and, whilst taking account of the varying severity and duration of the economic downturn, draws a comparison with other European countries. More specifically, the consequences are investigated with regard to the adaptation of volume of labour and labour costs, and also the composition of employment. The analysis for Belgium shows that the crisis was accompanied by a less than proportional contraction in the volume of labour, resulting in a fall in labour productivity. The reduction in the volume of labour was only partly reflected in the trend in employment as the use of measures aimed at limiting working time, with a considerable fall in the number of hours worked per employee as a result, was accompanied by considerable labour hoarding. In general terms, the crisis did not result in a fall in the activity rate, but there is a major risk of discouragement among low-skilled young people. The increase in long-term unemployment points in turn to the threat of a rise in structural unemployment, which may adversely affect the potential for growth in the economy. The crisis did not have a moderating effect on the trend in hourly labour costs. After allowing for the productivity trend, the labour cost handicap, expressed in unit labour costs, narrowed temporarily with respect to the three neighbouring countries, but an increase in this handicap was once again posted in 2010.

JEL codes: J21, J23, J24, J30

Key words: labour hoarding, long-term unemployment, labour productivity, labour cost handicap, hysteresis

Abstracts from the Working Papers series

209. Wage and employment effects of a wage norm: The Polish transition experience, by A. de Crombrughe, G. de Walque, February 2011

Most transition countries used tax-supported wage norms in the early 1990s, as a part of their market liberalisation programmes. The paper analyses how a firm-level tax (or subsidy) on deviations from a pre-set wage norm may promote employment by rotating the labour demand curve perceived by the workers' union around the value of the norm. The authors derive the conditions so as to yield a positive employment effect. They test the effect of the norm on wages using a sample of Polish firms in 1990 and 1991. The data support the role of the wage norm on the position of the perceived labour demand and the role of the tax rate on its slope.

210. Estimating monetary policy reaction functions: A discrete choice approach, by J. Boeckx, February 2011

The author proposes a discrete choice method for estimating monetary policy reaction functions based on research by Hu and Phillips (2004). This method distinguishes between determining the underlying desired rate which drives policy rate changes and actually implementing interest rate changes. The method is applied to ECB rate-setting between 1999 and 2010 by estimating a forward-looking Taylor rule on a monthly basis using real-time data drawn from the Survey of Professional Forecasters. All parameters are estimated significantly and with the expected sign. Including the period of financial turmoil in the sample delivers a less aggressive policy rule as the ECB was constrained by the lower bound on nominal interest rates. The ECB's non-standard measures helped to circumvent that constraint on monetary policy, however. For the pre-turmoil sample, the discrete choice model's estimated desired policy rate is more aggressive and less gradual than least squares estimates of the same rule specification. This is explained by the fact that the discrete choice model takes account of the fact that central banks change interest rates by discrete amounts. An advantage of using discrete choice models is that probabilities are attached to the different outcomes of every interest rate-setting meeting. These probabilities correlate fairly well with the probabilities derived from surveys among commercial bank economists.

211. Firm entry, inflation and the monetary transmission mechanism, by V. Lewis, C. Poilly, February 2011

The paper estimates a business cycle model with endogenous firm entry by matching impulse responses to a monetary policy shock in US data. The estimated VAR includes net business formation,

profits and markups. The authors evaluate two channels through which entry may influence the monetary transmission process. Through the competition effect, the arrival of new entrants makes the demand for existing goods more elastic, and thus lowers desired markups and prices. Through the variety effect, increased firm and product entry raises consumption utility and thereby lowers the cost of living. This implies higher markups and, through the New Keynesian Phillips Curve, lower inflation. While the proposed model does a good job at matching the observed dynamics, it generates insufficient volatility of markups and profits. Estimates of standard parameters are largely unaffected by the introduction of firm entry. The results lend support to the variety effect; however, no evidence for the competition effect is found.

212. [The link between mobile telephony arrears and credit arrears](#), by H. De Doncker, March 2011

At the request of the Minister for Climate and Energy, Paul Magnette, who is also responsible for Consumer Affairs, the NBB's Microeconomic Analysis Service conducted an investigation into the link between payment arrears for mobile telephony and arrears on loan repayments. In this inquiry, which was carried out using data drawn from the Preventel records and from the Central Individual Credit Register (CICR), the profile of people with arrears for both types of debt was also analysed.

The profile analysis shows that defaulters with a Preventel registration form a specific group among CICR defaulters. People with payment arrears for both types of debt tend to have a demographic and credit profile which to a large extent matches that of CICR defaulters with no mobile phone payment arrears, but a few differences were also found between both groups of defaulters.

A number of trends in borrowing and repayment behaviour turn out to be much more pronounced in the first of these two defaulter groups, but it is above all in regard to the age aspect that the differences are most striking. In cases where people have fallen behind in their payments for both types of debt, it actually turns out to be a younger group. Generally speaking, these borrowers take out their first loan at an earlier age, and they also tend to run up their first arrears when they are younger.

The inquiry further revealed that there is a statistically significant link between payment arrears for mobile telephony and credit arrears, and this applies for various definitions of payment arrears. Repayment problems generally tend to emerge sooner in payment arrears for mobile telephony bills than in arrears on loans.

A simple logistic regression model indicates that dummy variables for a Preventel registration, and for the duration of that registration, still have a definite predictive value with regard to credit arrears, after controlling for a number of demographic and credit variables in the model. As the assessment of the credit risk of private individuals is based on a set of socio-economic variables, payment arrears for mobile telephony could therefore be a useful complementary variable in that assessment.

213. [Development of a financial health indicator based on companies' annual accounts](#), by D. Vivet, April 2011

The paper describes the development of a financial health indicator based on companies' financial statements. This indicator is conceived as a weighted combination of variables, which is achieved through a model discriminating between failing firms and non-failing firms. The definition of failure is based on a legal criterion, namely that a company is considered to have failed if it has faced bankruptcy or judicial administration in the past. Based on the model results, companies are positioned in financial health classes, which are intended to be included in the "company files" designed by the Central Balance Sheet Office.

214. Wage structure effects of international trade: Evidence from a small open economy, by Ph. Du Caju, F. Rycx, I. Tojerow, April 2011

In the last few decades, international trade has expanded not only between industrialised countries, but also between high- and low-wage countries. This important change has raised questions on how international trade affects the labour market. In this spirit, the paper aims to investigate the impact of international trade on wage dispersion in a small open economy. It is one of the few to: i) use detailed matched employer-employee data to compute industry wage premia and disaggregated industry-level panel data to examine the impact of changes in exports and imports on changes in wage differentials, ii) analyse the impact of imports according to the country of origin. Looking at the export side, the authors find a positive effect of exports on the industry wage premium. The findings also show that import penetration from low-income countries has a significant and negative impact on inter-industry wage differentials, while imports from high-income countries seem to have a more ambiguous impact on the wage structure. The results suggest that trade with low-income and high-income countries has different effects on inter-industry wage differentials.

Conventionele tekens

–	het gegeven bestaat niet of heeft geen zin
bv.	bijvoorbeeld
ca.	circa
n.	niet beschikbaar
pct.	procent
p.m.	pro memorie
ppt.	procentpunt
r	raming van de Bank

Lijst van afkortingen

Landen

BE	België
DE	Duitsland
IE	Ierland
EL	Griekenland
ES	Spanje
FR	Frankrijk
IT	Italië
NL	Nederland
AT	Oostenrijk
PT	Portugal
FI	Finland
EA	Eurogebied
UK	Verenigd Koninkrijk
EU-15	Europese Unie, ongerekend de landen die na 2003 zijn toegetreden
JP	Japon
VS	Verenigde Staten

Andere

ADSEI	Algemene Directie Statistiek en Economische Informatie (Federale Overheidsdienst Economie, KMO, Middenstand en Energie)
Bbp	Bruto binnenlands product
BDI	Buitenlandse directe investeringen
BIB	Bank voor Internationale Betalingen
BIBOR	Brussels Interbank Offered Rate
BIS	Bank for International Settlements
BTW	Belasting over de toegevoegde waarde

CBPP	Covered Bond Purchase Programme
CEPR	Center for Economic Policy Research
CPB	Centraal Planbureau (Nederland)
CPI	Consumptieprijsindex
CRB	Centrale Raad voor het Bedrijfsleven
EAK	Enquête naar de arbeidskrachten
EBA	Enmalige bevrijdende aangifte
EBA	European Banking Authority
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
EDP	Excessive Deficit Procedure
EMU	Europese Monetaire Unie
Eonia	Euro Overnight Index Average
EU	Europese Unie
Euribor	Euro Interbank Offered Rate
FPB	Federaal Planbureau
FOD	Federale overheidsdienst
HICP	Geharmoniseerde consumptieprijsindex
HWWI	Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Institut
IAB	Internationaal Arbeidsbureau
IMF	Internationaal Monetair Fonds
INR	Instituut voor de Nationale Rekeningen
KMO	Kleine of middelgrote onderneming
MIR	Monetary Financial Institutions Interest Rates
NBB	Nationale Bank van België
NBER	National Bureau of Economic Research
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
OIS	Overnight Index Swap
OLO	Lineaire obligaties
R&D	Onderzoek en Ontwikkeling
RIR	Retail Interest Rates
RSZ	Rijksdienst voor sociale zekerheid
RVA	Rijksdienst voor Arbeidsvoorziening
SMP	Securities Market Programme
TPF	Totale factorproductiviteit
VDAB	Vlaamse Dienst voor Arbeidsbemiddeling en Beroepsopleiding
VECM	Vector Error Correction Model

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

Luc Dufresne

Secretaris-generaal

Tel. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91
luc.dufresne@nbb.be

© Illustraties: Nationale Bank van België
Omslag en opmaak: NBB AG – Prepress & Image
Gepubliceerd in juni 2011

