

Economisch Tijdschrift

Juni 2012



© 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 2012	7
WAT HET BEROEP OP DE DEPOSITOFACILITEIT ONS KAN VERTELLEN EN WAT NIET	31
MONETAIR BELEID IN DE VERENIGDE STATEN EN IN HET EUROGEBIED TIJDENS DE CRISIS	39
DE HERVORMING VAN DE WET BETREFFENDE DE FINANCIERING VAN DE GEMEENSCHAPPEN EN DE GEWESTEN	67
ACTIVAVORMING DOOR DE GEZINNEN TIJDENS DE FINANCIËLE CRISIS	91
NIEUWE ONTWIKKELINGEN IN DE ECONOMISCHE GOVERNANCE VAN DE EUROPESE UNIE	107
SUMMARIES OF ARTICLES	129
ABSTRACTS FROM THE WORKING PAPERS SERIES	135
CONVENTIONELE TEKENS	139
LIJST VAN AFKORTINGEN	141

Economische projecties voor België – Voorjaar 2012

Inleiding

Hoewel de economie zich in de belangrijkste economische zones van de wereld het afgelopen halfjaar enigszins heeft hersteld, is de situatie in het eurogebied voor grote vrees blijven zorgen. De maatregelen die de ECB sinds december 2011 heeft getroffen, vooral de liquiditeitsverstrekking voor langere looptijden, hebben het vertrouwen in de financiële instellingen weliswaar verstevigd en het risico van kredietverkrapping verkleind. Samen met beslissingen van de EU om de mechanismen voor noodfinanciering en financiële stabilisering te versterken, hebben de maatregelen van de monetaire autoriteiten en regeringen de financiële spanningen, die in november 2011 opnieuw zeer sterk oplaaide, in bedwang weten te houden.

Ook al kunnen deze maatregelen de besmettingseffecten inperken en enig soelaas bieden, toch zijn ze geen wondermiddel om de onderliggende structurele problemen in de economieën van het eurogebied op te lossen. Behalve een striktere economische en budgettaire *governance* in de EU en in het eurogebied, is het in dit opzicht van cruciaal belang dat de staten afdoende beleidsmaatregelen kunnen nemen ter ondersteuning van de vooruitzichten van de economische subjecten. Afhankelijk van het geval komt het erop aan de overheidsfinanciën te blijven consolideren, de financiële instellingen te herstructureren en/of het concurrentievermogen en groeipotentieel van de economieën te versterken.

Aangezien de vrijwaringsmaatregelen grotendeels gepreciseerd zijn en de implementatie ervan aan de gang is, richten de financiële markten sinds het voorjaar hun aandacht op de structurele problemen die, afhankelijk van het land, meer of minder groot zijn, soms in een klimaat van politieke instabiliteit. Zo zijn de spanningen

op bepaalde markten van de overheidsschuld weer opgelaaide. Voorts ging ook de wereldvraag bij de overgang van 2011 naar 2012 door een zwakteperiode en bleven de olieprijsen op een hoog niveau vanwege, onder meer, de geopolitieke onzekerheid rond de bevoorrading.

Een en ander drukte de economische vooruitzichten op het ogenblik dat het Eurosysteem zijn nieuwe projecties opstelde; de resultaten hiervan voor het eurogebied worden gepubliceerd in het ECB Maandbericht van juni 2012. In de veronderstelling dat de financiële spanningen niet verder oplopen, zou de economische situatie in de loop van 2012 langzaam moeten verbeteren en in 2013 enigszins aantrekken. Rekening houdend met de aanpassingen die in tal van landen noodzakelijk zijn, zou die verbetering in eerste instantie berusten op de vraag van de rest van de wereld, maar ook op Duitsland. Binnen het eurogebied bestaan er immers grote verschillen, ook al is er op het vlak van de correctie van de macro-economische evenwichtsverstoringen reeds vooruitgang geboekt, die zou worden voortgezet.

In België bleef de conjunctuurvertraging aan het einde van 2011 vrij beperkt, en volgens de initiële raming van het INR is het bbp er in het eerste kwartaal van 2012 met 0,3% gestegen, terwijl het in het eurogebied stagneerde. Meer fundamenteel nam, in vergelijking met de vorige oefeningen, de reeds enkele jaren heersende politieke onzekerheid af na de beëdiging, op 6 december 2011, van een regering met volle bevoegdheid. De door de nieuwe regering genomen maatregelen inzake begrotingssanering drukken weliswaar in lichte mate de inkomsten en de kortetermijnvraag, maar samen met de ingezette structurele werkloosheids- en pensioenhervorming zijn ze absoluut noodzakelijk om de fundamenten van de economie duurzaam te verstevigen. Ze hebben er

trouwens toe bijgedragen dat de positie van het Belgisch overheidspapier op de financiële markten de afgelopen maanden is verbeterd.

Die verschillende maatregelen werden pas na het afronden van de vorige oefening aangekondigd en het was bijgevolg niet meer mogelijk om er in de projecties voor 2012 van december 2011 rekening mee te houden. Om die reden werd er medio februari 2012 een beknopte update gepubliceerd, weliswaar zonder dat de vooruitzichten ten aanzien van de internationale omgeving of de technische hypothesen werden herzien. De nieuwe projecties die in dit artikel worden voorgesteld, hebben betrekking op 2012 en 2013. Ze zijn afgesloten op 24 mei 2012, op basis van hypothesen van het Eurosysteem die op 15 mei werden vastgelegd. Deze hypothesen worden beschreven in een Kader in deel 1, waarin dieper wordt ingegaan op de internationale omgeving en op de projecties voor het eurogebied. De drie daaropvolgende delen zijn gewijd aan de resultaten voor België. In deel 2 wordt aangetoond dat de groei van de bedrijvigheid in België in 2012 wellicht nog steeds zal worden afgeremd door de binnenlandse vraag; hetzelfde zou gelden voor 2013, zij het in mindere mate. Tegen deze achtergrond wordt een lichte toename van de werkloosheid verwacht. Het bbp zou er met 0,6% in 2012 en 1,4% in 2013 echter sneller blijven groeien dan in het eurogebied. De inflatie (deel 3), die in 2011 en begin 2012 op een hoog peil stond, zou geleidelijk vertragen naarmate de effecten van de olieprijsstijgingen zouden afvlakken. Op basis van de voor deze oefening gehanteerde hypothese van een zeer gematigd verloop in reële termen, zouden de loonkosten een parallel verloop laten optekenen. De overheidsfinanciën (deel 4) zouden in 2012 en in 2013 een tekort van respectievelijk 2,8% en 3,1% laten optekenen. Er zij in dat verband aan 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 wordt herinnerd aan de risicofactoren die de economische vooruitzichten kunnen beïnvloeden. In de huidige context zijn die risicofactoren uitermate belangrijk; ze hebben voornamelijk betrekking op het bepalen en implementeren van de essentiële maatregelen die in het eurogebied absoluut moeten worden genomen om de overheidsschuldencrisis in te dijken en te bedaren en te vermijden dat ze zou overslaan op de financiële instellingen. België staat rechtstreeks bloot aan de risico's van de Europese partners. Bovendien moet de inspanning om de overheidsschuld op lange termijn opnieuw houdbaar te maken, worden voortgezet, net als die met betrekking tot de herstructurering van de financiële instellingen en de versteviging van het groeipotentieel en van het concurrentievermogen van de economie.

1. Internationale omgeving

1.1 Wereldeconomie

Het matig economisch herstel na de grote recessie van 2008-2009 hield in 2011 aan, zij het in een trager tempo. De expansie van de bedrijvigheid werd afgeremd door, onder meer, het wegvallen van de positieve invloed die in 2010 was uitgegaan van de aanvulling van de voorraden en een begrotingsbeleid dat steeds meer gericht was op sanering. Enkele tijdelijke factoren zoals de forse verhoging van de grondstoffenprijzen tijdens de eerste vier maanden van het jaar – die de koopkracht van de huishoudens drukte en hun consumptie afremde – en de aardbeving en tsunami in Japan zorgden vanaf de lente ook voor een inkrimping van de economische bedrijvigheid en de internationale handel. De groei ging vanaf de zomer duidelijker vertragen als gevolg van oplopende spanningen op de financiële markten en de afbrokkeling van het vertrouwen. De toegenomen onrust was het resultaat van de twijfel die was ontstaan over het al dan niet in staat zijn van de politieke gezagsdragers om de problemen in verband met de houdbaarheid van de overheidsschuld op te lossen. De onzekerheid werd nog opgevoerd door het debat over de verhoging van het plafond van de federale overheidsschuld in de Verenigde Staten en door de discussies over de invoering van reddingsmechanismen voor de landen van het eurogebied die te kampen hebben met financieringsproblemen.

Op de financiële markten veroorzaakte deze overheidsschuldencrisis spanningen die voornamelijk voelbaar waren op de markten van de overheidsobligaties in de lidstaten van het eurogebied. De financiële instellingen, eveneens voornamelijk in het eurogebied, werden door deze ontwikkelingen zwaar getroffen aangezien ze omvangrijke portefeuilles overheidspapier aanhouden. De ongerustheid over de houdbaarheid van de overheidsfinanciën en de vrees ten aanzien van de soliditeit van de financiële instellingen raakten nauw met elkaar verweven en heel wat van deze instellingen ondervonden moeilijkheden om zich op de interbancaire markten te financieren. Er werd gevreesd voor de negatieve impact die deze problemen teweeg zouden kunnen brengen voor de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens en voor de economische bedrijvigheid. De spanningen op de financiële markten bereikten een hoogtepunt in november 2011 toen werd gevreesd voor het uiteenvallen van het eurogebied en voor het over de kop gaan van een systemische financiële instelling.

Als reactie op de oplopende spanningen namen een aantal centrale banken maatregelen om de liquiditeitsproblemen

in het eurogebied op te lossen en de kredietverlening aan ondernemingen en huishoudens te ondersteunen. Belangrijk in dit opzicht waren vooral de maatregelen die de Europese Centrale Bank na haar vergadering van 8 december aankondigde. Behalve de introductie van twee speciale herfinancieringstransacties met een looptijd van 36 maanden volgens de procedure van volledige toewijzing, kondigde ze de uitbreiding aan van de lijst van de door de centrale banken van het Eurosysteem als onderpand aanvaarde activa en de verlaging van het percentage inzake de reserveverplichtingen voor kredietinstellingen van 2 naar 1%⁽¹⁾. Kort tevoren hadden zes belangrijke centrale banken op een gecoördineerde wijze de kostprijs van swapovereenkomsten die liquiditeit in VS-dollar verstrekken met 50 basispunten verlaagd, en de periode waarover deze funding beschikbaar is, verlengd.

Naast de maatregelen van de centrale banken zorgden ook enkele beleidsinitiatieven ervoor dat de politieke onzekerheid afnam en dat het klimaat op de financiële markten verbeterde. Om te beginnen, bereikten de regeringsleiders en staatshoofden van de EU-lidstaten, met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk⁽²⁾, tijdens de Europese Raad van begin december een akkoord over een nieuw begrotingspact. Een belangrijk onderdeel van dit akkoord is de verplichting van een structureel begrotingsevenwicht⁽³⁾. Daarnaast bereikte de Griekse overheid in februari 2012 met haar privéschuldeisers een overeenkomst over de herstructurering van haar overheidsschuld (PSI) en keurde de Eurogroep voor Griekenland een tweede hulpprogramma goed ten belope van € 130 miljard. Voorts werd het plafond voor de gezamenlijke kredietverleningscapaciteit van de Europese faciliteit voor financiële stabiliteit (EFFS) en het Europees stabiliteitsmechanisme (ESM) opgetrokken tot € 700 miljard en werden er extra middelen gemobiliseerd voor het IMF. Ten slotte namen verschillende landen supplementaire begrotings- of structurele maatregelen. Deze beleidsmaatregelen zorgden voor een geleidelijk herstel van het vertrouwen en voor een afname van de risicoaversie. Hierdoor vertraagde de vlucht naar als veilig ervaren beleggingen en ging de situatie op de financiële markten vanaf eind 2011 geleidelijk verbeteren. De rendementsecants van de overheidsobligaties ten opzichte van de Duitse Bund verkleinden, de financieringsmarkten van de banken heropenden gedeeltelijk, de wisselkoers van de euro apprecieerde en de aandelenkoersen herstelden zich. Parallel met de opleving op de financiële markten

was er een lichte verbetering merkbaar in het economisch klimaat. Dit uitte zich in een herstel van de internationale handel en van een aantal vertrouwensindicatoren.

Ondanks deze verbetering functioneerden de meeste markten verre van normaal en bleef de economische en financiële toestand fragiel. De hiervoor beschreven maatregelen boden immers wel wat soelaas, maar ze waren geen structurele oplossing voor de problemen (zeepbel op de woningmarkten, verslechtering van het concurrentievermogen, schuldopbouw in de private en in de overheidssector) waar een aantal landen van het eurogebied mee worden geconfronteerd. Dit werd duidelijk toen in de loop van maart 2012 de toestand op de financiële markten opnieuw begon te verslechteren naar aanleiding van de opflakkerende onzekerheid over de economische vooruitzichten en de Spaanse overheidsfinanciën. Dit was de trigger die zorgde voor een verscherping van de overheidsschuldencrisis in het eurogebied en een nieuwe vlucht naar als veilig ervaren beleggingen. Politieke onzekerheid in Griekenland deed de spanning vanaf eind april verder oplopen. Deze ontwikkelingen zorgden voor een afbrokkeling van het vertrouwen en voor een verslechtering van de economische vooruitzichten tijdens het tweede kwartaal van 2012.

Het verloop van de grondstoffenprijzen sinds eind 2011 geeft grotendeels het verloop van de economische bedrijvigheid en dat van de vooruitzichten weer. Nadat die prijzen in de loop van 2011 waren gedaald, namen ze vanaf het einde van dat jaar opnieuw toe. Het was de prijs van aardolie die zich het sterkst herstelde. Specifieke factoren aan de aanbodzijde – bijvoorbeeld de geopolitieke onrust in een aantal landen van het Midden-Oosten en Noord-Afrika (Iran, Zuid-Soedan, Libië, Jemen, ...) en ook de productiekrimp in de Noordzee – speelden daarbij een belangrijke rol. Ook de andere grondstoffenprijzen liepen op. In maart begonnen deze prijzen evenwel weer te dalen als gevolg van minder gunstige economische cijfers en, wat aardolie betreft, een aantal initiatieven om het aanbod te verhogen.

De consumptieprijnsinflatie liet vanaf de tweede helft van 2011 wereldwijd een daling optekenen, grotendeels onder invloed van het verloop van de grondstoffenprijzen. Het monetair beleid kon dan ook meer accommoderend worden. Zo verlaagde de ECB de rente op basisherfinancieringstransacties in november en december met telkens 25 basispunten tot 1%. De centrale banken van de VS, het UK en Japan breidden hun niet-conventionele maatregelen uit ter ondersteuning van de economie. Ook in de opkomende landen versoepelden een aantal landen hun monetair beleid. Zo verlaagde de Chinese centrale bank vanaf eind 2011 in drie stappen de coëfficiënt van de

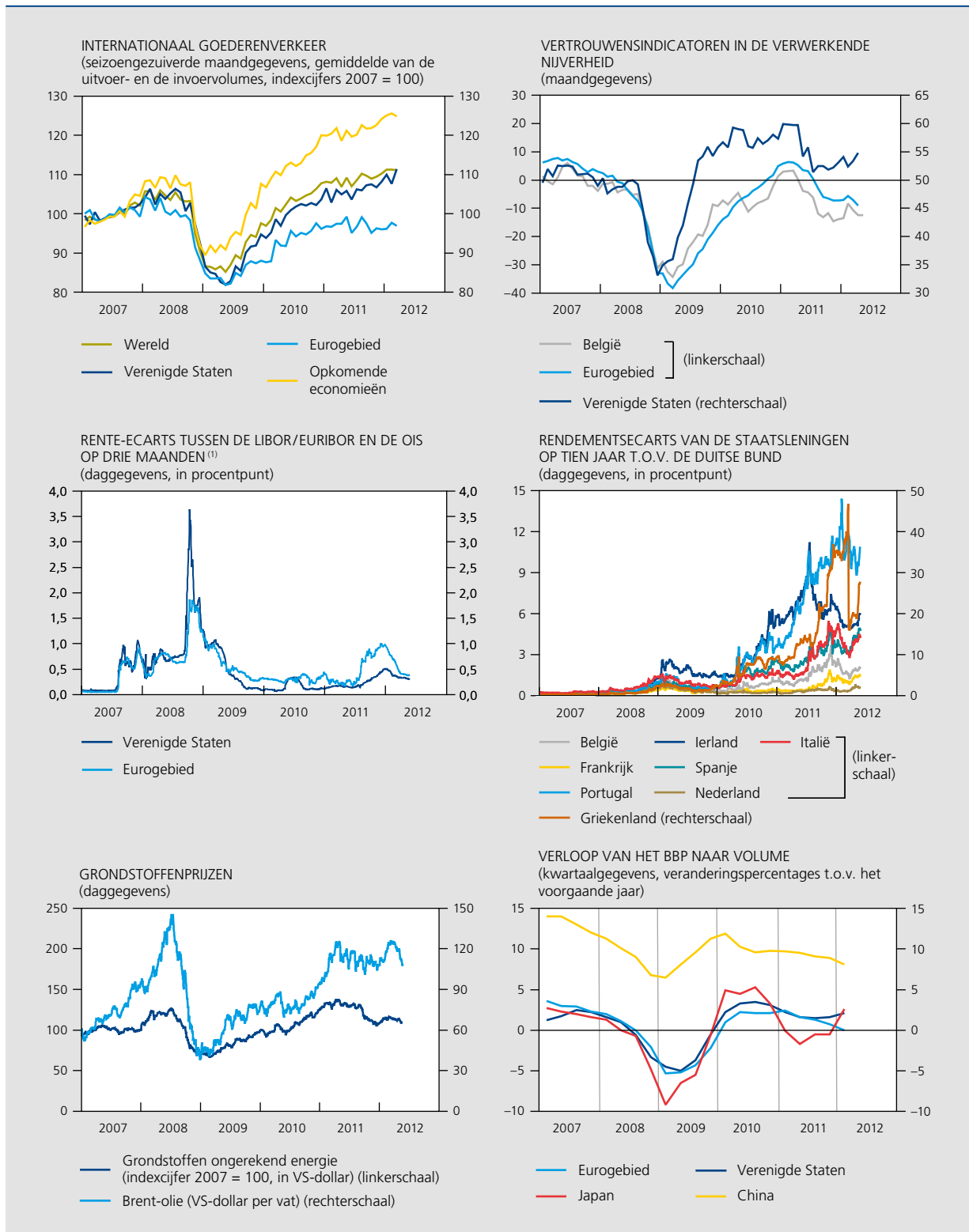
(1) De maatregelen van de ECB worden toegelicht in het artikel 'Monetair beleid in de Verenigde Staten en het eurogebied tijdens de crisis'.

(2) Uiteindelijk werd het nieuwe intergouvernementele verdrag slechts door 25 EU-landen ondertekend (niet door het Verenigd Koninkrijk en Tsjechië).

(3) Voor een overzicht van de initiatieven die op institutioneel vlak in de EU zijn genomen, zie het artikel 'Nieuwe ontwikkelingen in de economische governance van de Europese Unie'.

GRAFIEK 1

ONTWIKKELINGEN OP DE FINANCIËLE MARKTEN, ONDERNEMERSVERTROUWEN, INTERNATIONALE HANDEL EN CONJUNCTUURVERLOOP



Bron : Thomson Reuters Datastream.

(1) Ecarts tussen de Libor/Euribor op drie maanden en de vaste rente betaald door de tegenpartij van een renteswap die de daggeldrente ontvangt gedurende een periode van drie maanden.

reserveverplichtingen van de grote banken van 21,5% tot 20%. Ook in India en Brazilië werd het beleid versoepeld. Voor zover de inflatieverwachtingen verankerd blijven, zal het monetair beleid de komende maanden wellicht accommoderend blijven teneinde het broos economisch herstel verder te ondersteunen. Het terugdringen van het begrotingstekort, dat nodig is om de houdbaarheid van de overheidsschuld te garanderen, alsook de sanering van de balansen van de private sector in verschillende landen zullen tijdens de periode waar deze projecties betrekking op hebben, een rem blijven zetten op het verloop van de vraag.

De vooruitzichten voor de groei wijzen dan ook op een matige expansie van het mondiaal bbp met, volgens de EC, een verdere groeivertraging in 2012 tot 3,3% en een licht herstel in 2013 naar 3,7%. De groei in de Verenigde

Staten en Japan zou vooral in 2012 aanzienlijk sneller zijn dan die in de Europese Unie en het eurogebied, waar respectievelijk een nulgroei en een negatieve groei van 0,3% wordt voorspeld. Europa in het algemeen en het eurogebied in het bijzonder vormen de zwakke schakel in de vooruitzichten ten aanzien van de economische bedrijvigheid. In de loop van het jaar wordt er in het eurogebied een geleidelijk herstel verwacht onder impuls van de buitenlandse vraag, de lage rentevoeten en de beleidsmaatregelen die werden genomen ter ondersteuning van de economie. Deze voorspelling verhuult nog steeds aanzienlijke verschillen tussen de verschillende lidstaten. Enkele landen, waarvan Duitsland het belangrijkste is, zouden in 2012 en 2013 – weliswaar matig – groeien. In andere landen daarentegen, waaronder Griekenland en Spanje, zou het bbp tijdens die periode dalen. Deze verschillen zijn het resultaat van de ernstige onderliggende onevenwichten die in het eurogebied sinds de start ervan in 1999 werden opgebouwd en die pas na het uitbreken van de economische en financiële crisis de volle aandacht kregen. Sindsdien geven voornamelijk de perifere landen van het eurogebied blijk van minder dynamiek, aangezien de groei van de bedrijvigheid er wordt afgeremd door de ingrijpende correcties in de balansen van de private en de overheidssector. De vooruitgang die de afgelopen jaren is geboekt met betrekking tot de verbetering van het concurrentievermogen en de afbouw van onhoudbare schuld niveaus was ongelijk en moet nog worden voortgezet teneinde een evenwichtige en op lange termijn houdbare economische ontwikkeling mogelijk te maken. Deze aanpassingen zullen de bedrijvigheid in die economieën verder drukken, waardoor de resultaten tussen de landen sterk zullen blijven verschillen. Als gevolg daarvan zou de werkloosheid in de Europese Unie, in tegenstelling tot die in de VS en Japan, hoog blijven en zelfs nog toenemen.

TABEL 1 PROJECTIES VOOR DE VOORNAAMSTE ECONOMISCHE ZONES
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

	2011	2012	2013
	Realisaties	Projecties	
Bbp naar volume			
Wereld	3,7	3,3	3,7
waarvan:			
Verenigde Staten	1,7	2,0	2,1
Japan	-0,7	1,9	1,7
Europese Unie	1,5	0,0	1,3
China	9,2	8,4	8,2
India	6,9	6,8	7,5
Rusland	4,3	3,6	3,8
Brazilië	2,7	3,1	4,2
<i>p.m. Mondiale invoer</i>	6,8	4,1	5,7
Inflatie⁽¹⁾			
Verenigde Staten	3,2	2,5	2,0
Japan	-0,3	-0,3	0,8
Europese Unie	3,1	2,6	1,9
China	5,4	3,3	3,0
Werkloosheidsgraad⁽²⁾			
Verenigde Staten	9,0	8,2	8,0
Japan	4,9	4,8	4,7
Europese Unie	9,7	10,3	10,3

Bronnen: EC, IMF.

(1) Indexcijfer van de consumptieprijsen.

(2) In % van de beroepsbevolking.

1.2 Projecties van het Eurosysteem voor het eurogebied

Nadat de bedrijvigheid in het vierde kwartaal van 2011 was gedaald, werd in het eerste kwartaal van 2012 in het eurogebied als geheel een stagnatie opgetekend. Dit resultaat verhuult evenwel grote verschillen binnen het eurogebied aangezien de landen waar ingrijpende aanpassingen plaatshebben, een negatieve bbp-groei laten optekenen.

Volgens de projecties van het Eurosysteem zou de bedrijvigheid in de tweede helft van 2012 slechts in beperkte mate aantrekken, vooraleer in 2013 ietwat krachtiger te gaan groeien. Zo zou het bbp, na in 2011 met 1,5% te zijn toegenomen, in 2012 met tussen -0,5 en 0,3% groeien en in 2013 met tussen 0 en 2%.

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

	Eurogebied			p.m. België		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Inflatie (HICP)	2,7	2,3 / 2,5	1,0 / 2,2	3,5	2,6	1,5
Bbp naar volume	1,5	-0,5 / 0,3	0,0 / 2,0	2,0	0,6	1,4
waarvan:						
Particuliere consumptie	0,2	-0,7 / -0,1	-0,4 / 1,4	0,9	0,5	0,7
Overheidsconsumptie	-0,3	-0,7 / 0,3	-0,7 / 0,7	0,6	0,4	1,6
Investerings	1,6	-3,2 / -1,0	-0,8 / 3,8	5,2	0,8	1,4
Uitvoer	6,3	1,2 / 5,0	1,1 / 8,9	4,4	0,0	4,5
Invoer	4,1	-0,7 / 2,9	0,9 / 7,9	5,1	0,3	4,1

Bronnen: ECB, NBB.

De futloosheid van de bedrijvigheid in 2012 heeft te maken met de zwakke binnenlandse vraag in het eurogebied. Zoals reeds in 2011 het geval was, wordt de particuliere consumptie getroffen door zowel de hoge inflatie en de algemene onzekerheid als de rechtstreekse effecten van de begrotingsconsolidatie, die met name via de overheidsconsumptie doorwerkt. Tegen deze achtergrond zouden de investeringen in 2012 afnemen, zowel de woninginvesteringen als de bedrijfsinvesteringen en de overheidsinvesteringen. De zwakke binnenlandse vraag zet een forse rem op het verloop van de invoer, terwijl de netto-uitvoer de bbp-groei positief – doch ontoereikend – zou beïnvloeden. De uitvoer van goederen en diensten van zijn kant zou in de loop van het jaar opnieuw aantrekken, nadat hij eind 2011 en begin 2012 negatief werd beïnvloed door de tijdelijk zwakke buitenlandse vraag.

In 2013 zou er tussen de groeibronnen een begin van evenwichtsherstel optreden dankzij lage rentetarieven,

het gunstig effect van de verwachte inflatiedaling op de koopkracht, en de enigszins afnemende onzekerheid. De projecties berusten immers ook op de hypothese dat de financiële crisis niet verergert.

De inflatie bleef gedurende heel 2011 en ook tijdens de eerste vier maanden van 2012 boven 2,5 %. Dat kwam voornamelijk door de hoge noteringen voor aardolie op de internationale markten – een effect dat nog werd versterkt door de depreciatie van de euro ten opzichte van de dollar – maar ook door de verhoging van de indirecte belastingen die verschillende landen in hun plannen voor begrotingsconsolidatie opnamen. Deze effecten zullen wellicht gaandeweg afnemen, waardoor de inflatie zou vertragen. In totaal zou de inflatie in 2012 tussen 2,3 en 2,5 % uitkomen – wat in de buurt is van de 2,7 % die in 2011 werd opgetekend – en in 2013 tussen 1 en 2,2 %.

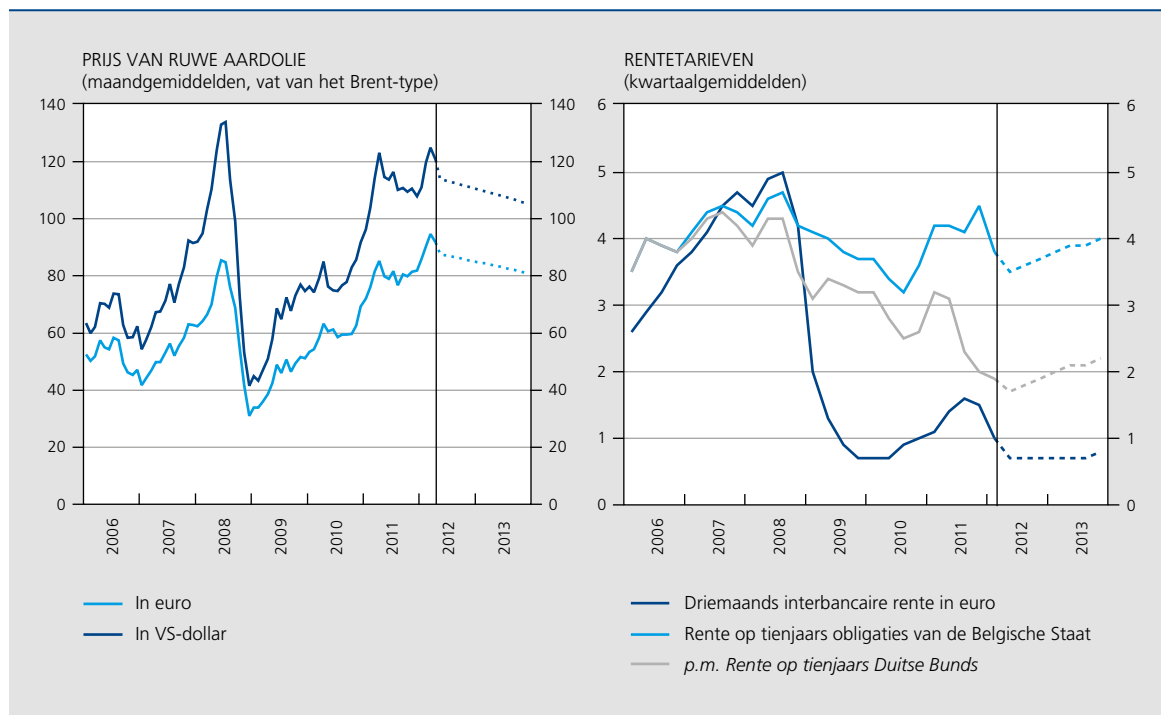
Kader 1 – Hypothesen voor de projecties

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.

In de projecties wordt ervan uitgegaan dat de wisselkoersen ongewijzigd zullen blijven op het peil dat gemiddeld werd opgetekend gedurende de laatste tien werkdagen vóór de afsluiting van de hypothesen, namelijk 15 mei 2012. In dat geval zou een euro \$ 1,30 waard zijn.



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



Bron: ECB.

Overeenkomstig het verloop van de impliciete prijzen van de termijncontracten op de internationale markten zouden de noteringen voor een vat Brent, die in maart 2012 een piek van gemiddeld \$ 124,9 haalden, over het hele jaar beschouwd teruglopen tot gemiddeld \$ 114,6; in 2013 zouden ze nog ietwat verder zakken tot \$ 107,9.

De hypothesen met betrekking tot de rentetarieven berusten eveneens op de medio mei 2012 opgetekende marktverwachtingen. De rente op driemaands interbancaire deposito's in euro zou laag blijven, met gemiddeld 0,8% in 2012 en 0,7% in 2013. De rente op tienjaars obligaties van de Belgische Staat zou teruglopen van 4,2% in 2011 tot 3,6% in 2012, voornamelijk als gevolg van de eind 2011 en begin 2012 afnemende ecarts ten opzichte van de Duitse Bunds. In 2013 zou de rente op de Belgische obligaties naar 3,9% klimmen. Het verschil ten opzichte van de Bunds wordt tot het einde van de projectieperiode constant gehouden op 180 basispunten.

De banken baseren de rente die ze voor hun leningen aan particuliere klanten aanrekenen, onder meer op dit verwachte verloop van de marktrentes. Die rente steeg lichtjes voor de hypothecaire leningen, die doorgaans een lange looptijd hebben, en ze zou stabiel blijven voor de kredieten aan niet-financiële ondernemingen, die meestal een kortere initiële looptijd hebben.

De buitenlandse afzetmarkten van België, die eind 2011 en begin 2012 zogoed als stagneerden als gevolg van, in de eerste plaats, de zwakke vraag binnen het eurogebied, zouden dit jaar gaandeweg moeten groeien. Als jaargemiddelde zouden de exportmarkten in 2012 met, naar volume, 2,3% groeien en in 2013 met 5,2%, wat opnieuw zou aansluiten bij de groei die in 2011 werd opgetekend (4,9%).



HYPOTHESEN BIJ DE PROJECTIES VAN HET EUROSISTEEM

	2011	2012	2013
	(jaargemiddelden)		
Driemaands interbancaire rente in euro	1,4	0,8	0,7
Rente op tienjaars obligaties van de Belgische Staat	4,2	3,6	3,9
Wisselkoers van de euro t.o.v. de VS-dollar	1,39	1,30	1,30
Aardolieprijs (VS-dollar per vat)	111,0	114,6	107,9
	(veranderingspercentages)		
Voor België relevante uitvoermarkten	4,9	2,3	5,2
Prijzen van de concurrenten bij de uitvoer	4,2	4,2	1,8

Bron: ECB.

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

2. Bedrijvigheid, werkgelegenheid en vraag

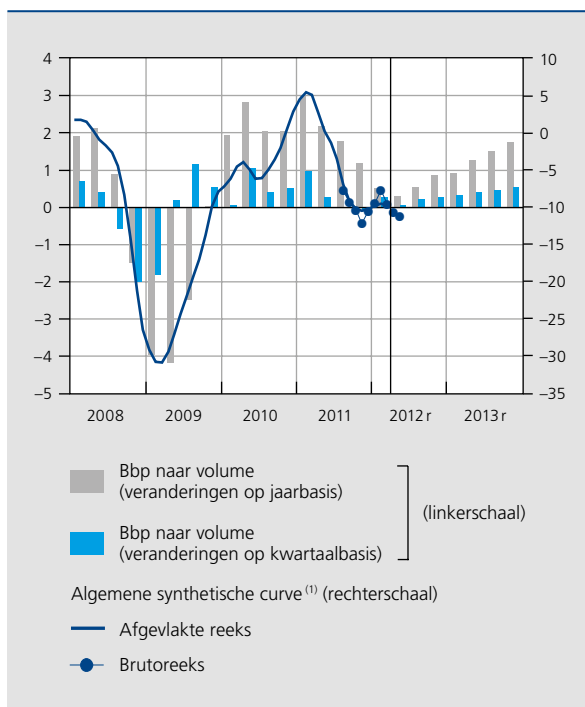
2.1 Bedrijvigheid en werkgelegenheid

De effecten van de oplopende financiële spanningen en de conjunctuurverslechtering in het eurogebied zijn sedert medio 2011 voelbaar in de Belgische economie. Zo bleef het bbp, na twee jaar van robuuste groei naar volume, in het derde kwartaal van 2011 stabiel vooraleer het in het vierde kwartaal zeer licht terugliep met 0,1 %. De flashraming van het INR maakt voor ons land gewag van een bbp-groei met 0,3 % in het eerste kwartaal van 2012, tegen 0 % voor het eurogebied als geheel. Dit resultaat dient de komende maanden te worden bevestigd, rekening gehouden met het feit dat het kwartaalverloop kan worden beïnvloed door onregelmatige factoren en, meer fundamenteel, vanwege de sedert maart opgetekende verslechtering van de economische situatie in het eurogebied. Het resultaat bevestigt evenwel dat de bedrijvigheid in België, Duitsland op de voet volgend, blijk geeft van een zeker weerstandsvermogen, zoals ook het geval was tijdens de recessie van 2008 en 2009.

Niettemin zou de groei in 2012 nog steeds sterk worden afgeremd door de algemene onzekerheid en door de

GRAFIEK 2 VERLOOP VAN HET BBP EN CONJUNCTUURINDICATOR

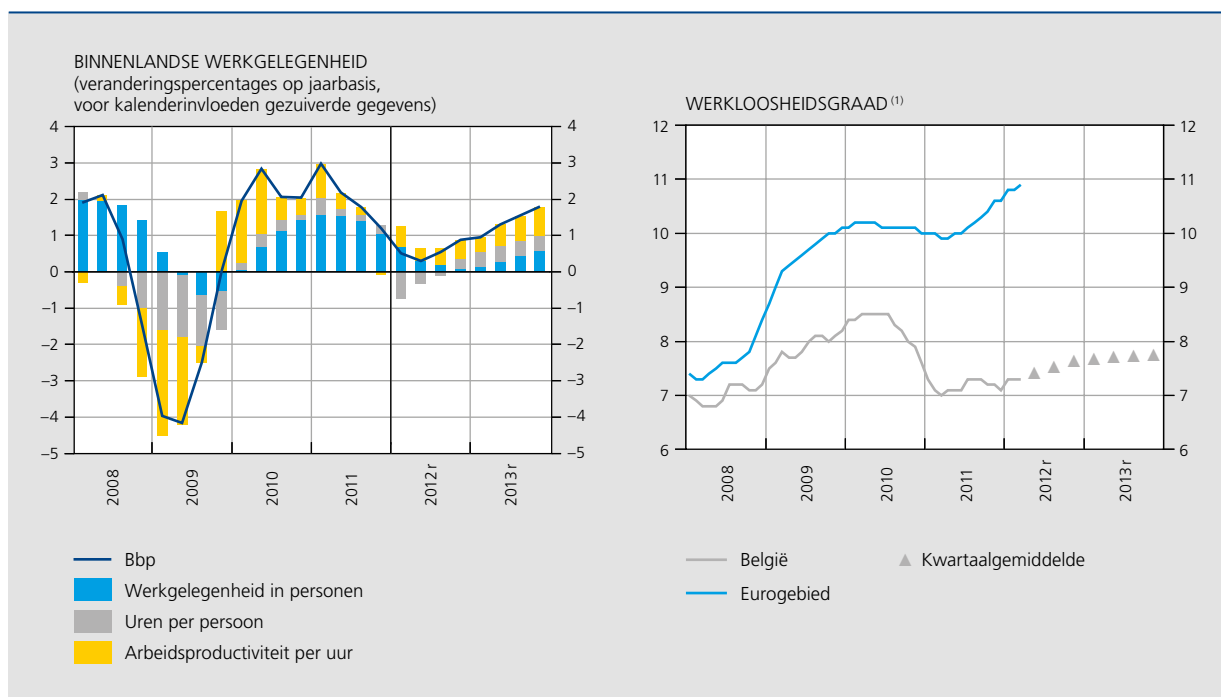
(voor seizoen- en kalenderinvloeden gezuiverde gegevens, tenzij anders vermeld)



Bronnen: INR, NBB.

(1) Seizoengezuiverde gegevens.

GRAFIEK 3 WERKGELEGENHEID EN WERKLOOSHEID



Bronnen: EC, INR, RVA, NBB.

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

zwakke vraag in het eurogebied. In 2013 zou hij aantrekken, wanneer deze belemmeringen naar verwachting geleidelijk zullen wegebben. Al met al zou de bbp-groei, volgens de nieuwe projecties van de Bank, in 2012 uitkomen op 0,6% en in 2013 op 1,4%. In 2011 beliep hij 2%. Deze resultaten liggen hoger dan die voor het eurogebied als geheel. Aangezien er in België geen zware macro-economische onevenwichtigheden zijn, ondergaat de binnenlandse vraag er immers niet de weerslag van bruuske aanpassingen, zoals die waartoe sommige Europese landen zijn genoopt.

De vertraging van de bedrijvigheid in 2012 en het daaropvolgende gematigde herstel in 2013 komen onmiddellijk tot uiting in het verloop van het arbeidsvolume. Nadat het totaal aantal gewerkte uren in de economie in 2011 met 1,7% was toegenomen, zou het in 2012 immers met slechts 0,1% stijgen; in 2013 zou de toename 0,8% belopen.

Zoals gebruikelijk worden deze conjunctuurontwikkelingen van de bedrijvigheid enigszins afgezwakt wat de in aantal personen uitgedrukte werkgelegenheid betreft, en dit via aanpassingen in de impliciete gemiddelde arbeidsduur per werknemer. Deze flexibiliteit in de arbeidsorganisatie is het gevolg van, met name, het

min of meer intensieve beroep dat wordt gedaan op het stelsel van tijdelijke werkloosheid, afhankelijk van de conjuncturele situatie. Zo zou het groeitempo van de werkgelegenheid tussen 2012 en 2013 nagenoeg stabiel blijven op respectievelijk 0,3 en 0,4%, aangezien het herstel van de bedrijvigheid in eerste instantie een einde zou maken aan de onderbenutting van de beschikbare arbeidskrachten en zich pas achteraf zou vertalen in een nettowerkgelegenheidscreatie.

Dat het in 2012 op jaarbasis gemiddeld aantal netto gecreëerde banen (14 300) vergelijkbaar is met dat voor 2013 (16 600), neemt niet weg dat de ontwikkelingen in de loop van het jaar meer uitgesproken zijn. De gemiddelde werkgelegenheidscreatie in 2012 is immers in hoge mate te danken aan de dynamiek van vorig jaar, aangezien in de loop van dit jaar slechts 3 300 extra banen zouden worden gecreëerd. In de loop van 2013 zouden daarentegen netto ruim 27 000 arbeidsplaatsen worden gecreëerd.

De daling van het aantal gecreëerde banen ten opzichte van de tijdens de voorgaande jaren opgetekende tendensen is het gevolg van de minder gunstige conjunctuur, maar tegelijkertijd ook van de voor 2012 en 2013 goedgekeurde budgettaire besparingsmaatregelen bij de

TABEL 3 ARBEIDSAANBOD EN -VRAAG

(voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens, gemiddelde jaar-op-jaar wijzigingen, tenzij anders vermeld)

	2009	2010	2011	2012 r	2013 r
Bbp ⁽¹⁾	-2,7	2,2	2,0	0,6	1,4
Totaal arbeidsvolume ⁽¹⁾	-1,6	1,1	1,7	0,1	0,8
Binnenlandse werkgelegenheid in personen ⁽¹⁾	-0,2	0,8	1,4	0,3	0,4
Binnenlandse werkgelegenheid	-7,6	37,0	62,2	14,3	16,6
<i>p.m. Verandering in de loop van het jaar⁽²⁾</i>	-23,2	63,4	46,7	3,3	27,1
Loontrekkenden	-12,1	31,0	52,0	8,1	12,1
waarvan conjunctuurgevoelige bedrijfstakken	-36,0	6,0	33,1	1,1	1,1
Zelfstandigen	4,5	6,0	10,2	6,2	4,5
Grensarbeiders	1,1	0,7	0,1	0,0	0,0
Nationale werkgelegenheid	-6,5	37,8	62,3	14,3	16,6
Niet-werkende werkzoekenden	50,6	13,7	-19,8	24,4	23,5
<i>p.m. Verandering in de loop van het jaar⁽²⁾</i>	59,8	-10,0	-10,8	37,5	12,8
Beroepsbevolking	44,1	51,5	42,5	38,7	40,1
<i>p.m. Geharmoniseerde activiteitsgraad⁽³⁾</i>	66,9	67,7	66,7	66,9	67,2
<i>Geharmoniseerde werkgelegenheidsgraad⁽⁴⁾</i>	67,1	67,6	67,3	67,1	67,0
<i>Geharmoniseerde werkloosheidsgraad⁽⁵⁾</i>	7,9	8,3	7,2	7,5	7,7

Bronnen: EC, INR, RVA, NBB.

(1) Jaarlijkse veranderingspercentages.

(2) Verschil tussen het vierde kwartaal van het beschouwde jaar en het vierde kwartaal van het voorgaande jaar.

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

(4) In % van de bevolking tussen 20 en 64 jaar, niet voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

(5) In % van de beroepsbevolking (15 jaar en ouder), niet voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

federale overheid en in de gezondheidszorg. De impact daarvan wordt geraamd op een vermindering met zowat 13 000 arbeidsplaatsen tegen eind 2013.

Door het gecombineerde effect van de vertraging in de nettowerkgelegenheidscreatie en de regelmatige stijging van het aantal intreders op de arbeidsmarkt, zou de in 2011 opgetekende stabilisering van de werkloosheidsgraad op ongeveer 7,2% van de beroepsbevolking, tijdens de twee projectiejaren veranderen in een lichte stijging tot 7,5% in 2012 en tot 7,7% in 2013.

2.2 Vraagcomponenten

Terwijl de verschillende vraagcomponenten samen – zij het in onderling uiteenlopende mate – de bbp-groei in 2010 nog hadden helpen stimuleren, keerde die situatie in de loop van 2011 om, ook al werden de gemiddelde resultaten voor dit laatste jaar positief beïnvloed door een gunstige uitgangspositie. Op het vlak van de buitenlandse handel verloor de uitvoer alle dynamiek tegen de

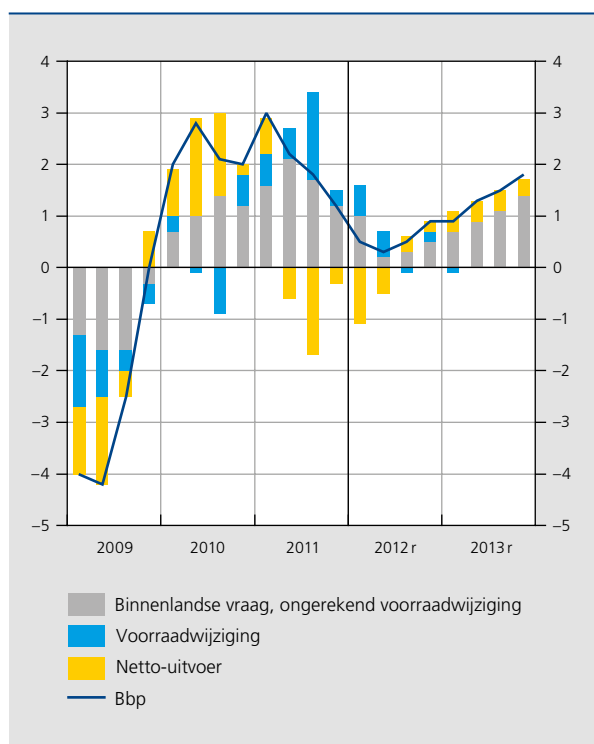
achtergrond van de forse verslechtering in het eurogebied en een vertraging op de markten buiten het eurogebied. Aangezien de invoer zich beter wist te handhaven omdat hij meer bepaald een belangrijke rol speelt in de verruiming van de voorraden, was het de netto-uitvoer die het bbp-verloop drukte.

Wat de overige componenten van de binnenlandse vraag betreft, ging de particuliere consumptie in 2011 snel stagneren, initieel als gevolg van de hoge inflatie en, meer algemeen, van een stijging van de spaarquote. Ook de in 2010 opgetekende opflakking van de investeringen in woningen bleek gauw uitgeblust. De bedrijfsinvesteringen veerden in het tweede kwartaal van 2011 bijzonder sterk op, maar die beweging kwam vervolgens volledig tot stilstand. Enkel de overheidsuitgaven zijn het hele jaar lang blijven toenemen.

Volgens de projecties zou deze veralgemeende zwakte van de vraag begin 2012 aanhouden en zou zelfs de overheidsconsumptie slinken. In de tweede helft van het jaar en in 2013 zou deze situatie gaandeweg verbeteren

GRAFIEK 4 VOORNAAMSTE VRAAGCOMPONENTEN

(bijdragen tot de jaarlijkse bbp-groei, in procentpunt; voor seizoen- en kalenderinvloeden gezuiverde gegevens).



Bronnen: INR, NBB.

onder impuls van de uitvoer en de bedrijfsinvesteringen. In vergelijking met de jaren vóór de crisis en ten opzichte van het groeipotentieel van de economie, zou de bijdrage van de binnenlandse vraag evenwel beperkt blijven vanwege de aanpassingen die de economische crisis van 2008-2009 zowel aan de overheid als aan de bedrijven en de particulieren blijft opleggen.

In 2010 en begin 2011 trok de buitenlandse vraag fors aan, maar in de tweede helft van 2011 ging die dynamiek grotendeels verloren als gevolg van de verslechtering van de economische situatie in de voornaamste economische zones. De vertraging deed zich zeer sterk gevoelen binnen het eurogebied, waar de afzetmarkten er in het vierde kwartaal op achteruitgingen. Verwacht wordt dat de Belgische uitvoermarkten, na dit dieptepunt, vanaf het eerste kwartaal van 2012 opnieuw zullen groeien, zij het trager dan vóór de mondiale recessie van 2008-2009. Volgens de hypothesen van het Eurosysteem zou de expansie van de uitvoermarkten vertragen van 4,9% in 2011 (in 2010 was dat 10,6%) tot 2,3% in 2012, vooraleer in 2013 opnieuw aan te trekken tot 5,2%. De Belgische uitvoer zou naar volume een ietwat trager verloop laten optekenen dan de markten, maar hij zou een vergelijkbaar profiel vertonen. Na een groei met 4,4% in 2011 zou de uitvoer van goederen en diensten in 2012 immers, gemiddeld over het jaar beschouwd, stagneren, vooraleer hij in 2013 met 4,5% zou aantrekken. De stagnatie in 2012 en de grotere marktaandeelverliezen voor dit jaar – om en nabij 2,3%, tegen 0,5% in 2011 – vloeien grotendeels

TABEL 4 BBP EN VOORNAAMSTE BESTEDINGSCATEGORIEËN

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

	2009	2010	2011	2012 r	2013 r
Consumptieve bestedingen van de particulieren	0,8	2,3	0,9	0,5	0,7
Consumptieve bestedingen van de overheid	0,7	0,3	0,6	0,4	1,6
Bruto-investeringen in vaste activa	-7,9	-1,0	5,2	0,8	1,4
Woningen	-9,2	1,6	-2,8	-2,1	0,4
Overheid	10,5	-3,1	6,1	6,9	-9,7
Ondernemingen	-9,3	-1,6	8,8	1,3	3,2
<i>p.m. Totaal van de finale binnenlandse bestedingen</i>	-1,2	1,1	1,7	0,3	1,1
Voorraadwijziging ⁽¹⁾	-0,8	0,0	0,8	0,3	0,0
Netto-uitvoer van goederen en diensten ⁽¹⁾	-0,7	1,2	-0,5	-0,3	0,4
Uitvoer van goederen en diensten	-11,3	9,9	4,4	0,0	4,5
Invoer van goederen en diensten	-10,6	8,7	5,1	0,3	4,1
Bbp	-2,7	2,2	2,0	0,6	1,4

Bronnen: INR, NBB.

(1) Bijdrage tot de verandering van het bbp.

voort uit de eind 2011 opgetekende resultaten. Volgens de meest recente indicatoren, afkomstig van de statistieken van de buitenlandse handel en van de conjunctuur-enquêtes, zou België's goederenuitvoer begin 2012 opleven, zij het in een nog steeds traag tempo.

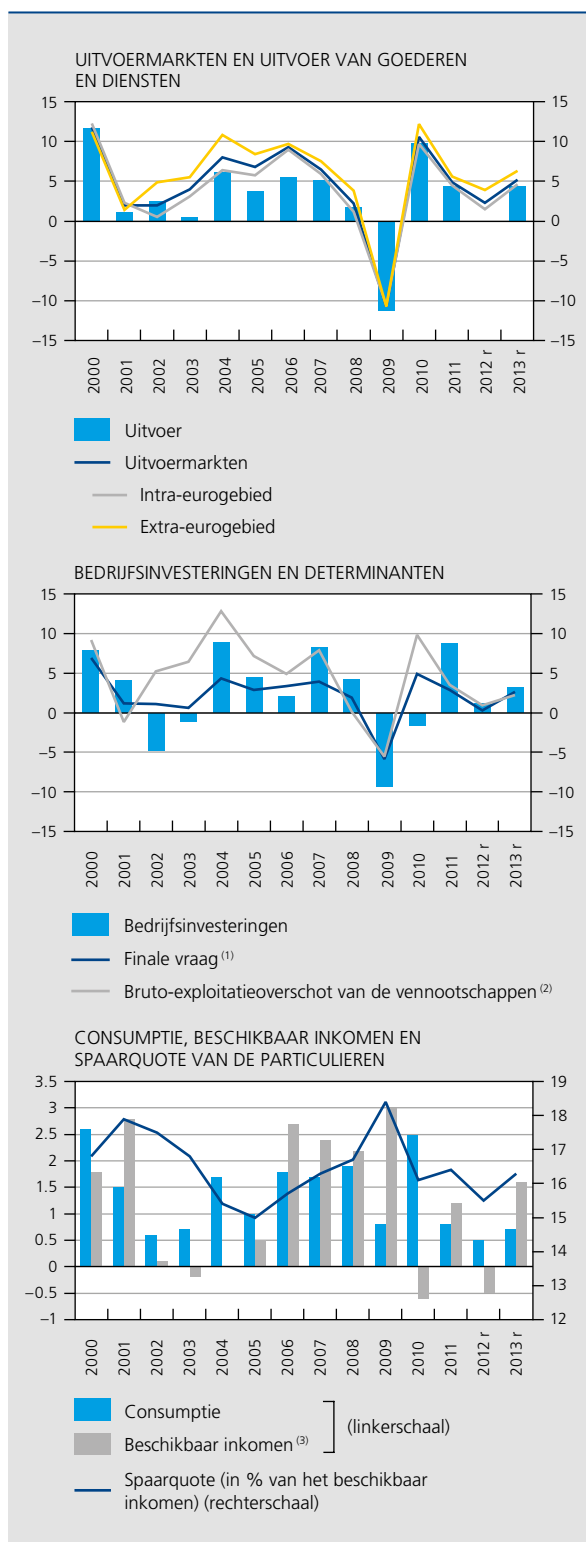
Na een forse opleving in 2010, die trouwens bijdroeg tot de hogere gemiddelde groei van vorig jaar, zou de futloosheid van de particuliere consumptie die in de loop van 2011 werd opgetekend, in 2012 aanhouden. De oorzaken hiervan zijn evenwel verschillend. In 2011 lag er een stijging van de spaarquote aan ten grondslag, tegen een achtergrond van zeer grote onzekerheid zowel op het vlak van de overheidsschuldencrisis in het eurogebied als op dat van de langdurige politieke impasse in België, terwijl dit jaar de zwakke particuliere consumptie het gevolg is van de verwachte vermindering, met 0,4% in reële termen, van het beschikbaar inkomen van de huishoudens. De spaarquote zou daarentegen dalen van 16,4% van het beschikbaar inkomen in 2011 tot 15,6% in 2012, zodat de particuliere consumptie met, naar volume, 0,5% zou stijgen. Behalve uit de nog steeds hoge inflatie vloeit de vermindering van de koopkracht voort uit, enerzijds, de gecombineerde effecten van de verslechterde economische situatie op de werkgelegenheid en, derhalve, op de looninkomens, de inkomens van de zelfstandigen en de inkomens uit vermogen – zowel de dividenden als de rente, rekening gehouden met de lage tarieven – en, anderzijds, de maatregelen waar in het kader van de begroting 2012 toe werd besloten.

In 2013 zouden die verschillende effecten flink afzwakken als gevolg van de verwachte vertraging van de inflatie, de opleving van de bedrijvigheid en het feit dat tot dusver geen belangrijke begrotingsmaatregelen zijn aangekondigd, ook al zijn die nochtans noodzakelijk om de doelstellingen inzake begrotingssaldo te kunnen bereiken. Het beschikbaar inkomen zou aldus met 1,7% stijgen. Tegen deze achtergrond zouden de huishoudens, precies zoals ze in hun consumptiegedrag voor een deel hun verminderd beschikbaar inkomen van het jaar voordien zouden uitvlakken, hun toegenomen inkomen aanwenden om hun spaargeld in 2013 meer te doen aangroeien. De spaarquote zou naar 16,4% klimmen en de particuliere consumptie zou met 0,7% toenemen.

In een nog steeds uitermate onzeker klimaat zouden de investeringen van de huishoudens in woningen in 2012 opnieuw afnemen, met ongeveer 2%, waardoor de in 2008 ingezette neerwaartse tendens zich zou voortzetten. In 2010 werd die tendens tijdelijk onderbroken als gevolg van de maatregelen ter bevordering van de bouwrijverheid, onder meer via een verlaging van het btw-tarief voor een eerste schijf van de werkzaamheden. Voor

GRAFIEK 5 VERLOOP VAN DE BESTEDINGS-CATEGORIEËN

(voor kalenderinvloeden gezuiverde volumegegevens ; veranderingpercentages ten opzichte van het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)



Bronnen: ECB, INR, NBB.

(1) Ongerekend voorraadwijziging.

(2) Niet voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens naar waarde.

(3) Gegevens gedeïflecteerd aan de hand van de deflator van de consumptieve bestedingen van de particulieren, niet gezuiverd voor kalenderinvloeden.

2013 wordt een zeer lichte opleving van de investeringen in woningen verwacht.

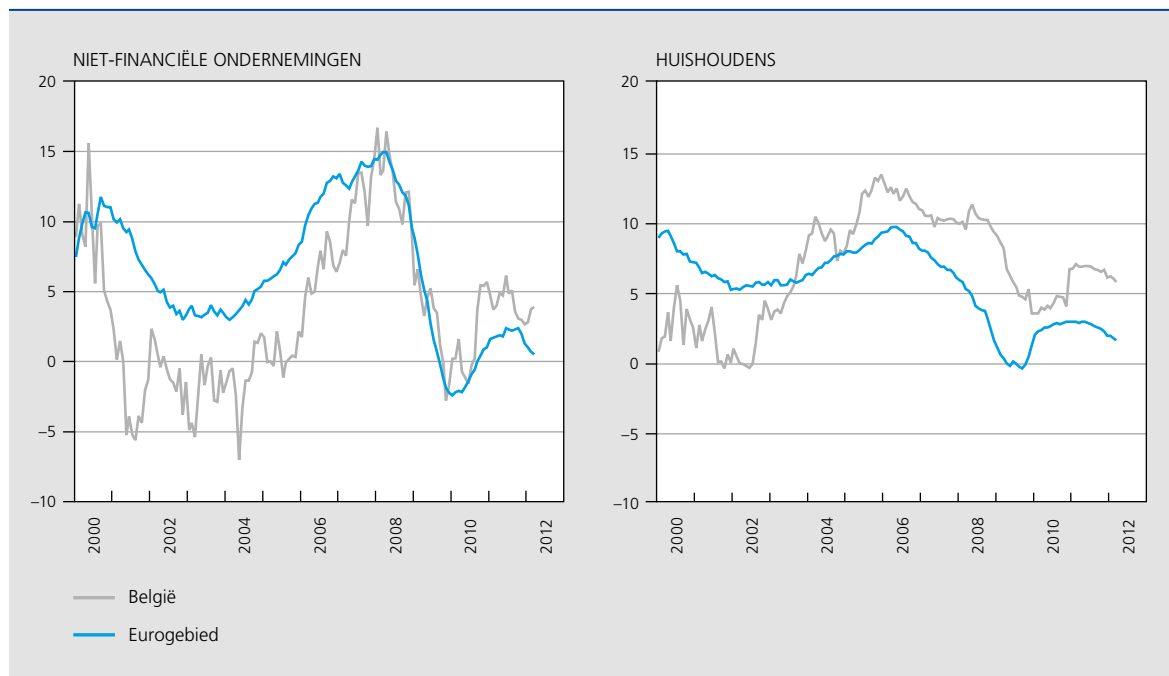
De opleving van de bedrijvigheid tot begin 2011, en vervolgens die van de bezettingsgraad van het productievermogen van de ondernemingen – die, volgens de enquête bij de ondernemingen van de verwerkende nijverheid, steeg van 70,1 % in april 2009 tot 81,2 % in april 2011, een niveau in de buurt van het gemiddelde van de afgelopen twee decennia – leidden in de eerste helft van 2011, samen met de versteviging van de finale vraag en het herstel van de rentabiliteit, tot een forse toename van de bedrijfsinvesteringen. Door de conjuncturomslag kwam er aan die stijging een einde. De vraagvooruitzichten gingen immers sterk vertragen, terwijl het bruto-exploitatietoetschot van de ondernemingen in 2012 met nog slechts 1 % zou toenemen en de bezettingsgraad van

het productievermogen in de verwerkende nijverheid in april 2012 gedaald is tot 78,1 %; alleen het lage rentepeil kan de investeringen ondersteunen. Nadat deze in 2011 met 8,8% zijn gestegen, zouden ze in 2012 in totaal met nog slechts 1,3% toenemen en vervolgens, in 2013, met 3,2%. Gelet op de recente ontwikkelingen, die in Kader 2 worden voorgesteld, is in deze projecties geen rekening gehouden met een eventueel effect van een kredietverkrapping.

Rekening gehouden met de maatregelen die in deel 4 zijn toegelicht, zouden de consumptieve bestedingen van de overheid in 2012 met slechts 0,4% stijgen. In 2013 zouden ze opnieuw met 1,6% toenemen. In 2012 zouden de overheidsinvesteringen in de aanloop naar de lokale verkiezingen, net als in 2011, fors opveren, met bijna 7% per jaar. Nadien zouden ze met bijna 10% afnemen.

Kader 2 – Recente ontwikkelingen en perspectieven voor de bancaire kredietverlening

DE BANCAIRE KREDIETVERLENING AAN NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN EN HUISHOUDENS IN BELGIË EN IN HET EUROGEBIED⁽¹⁾
(veranderingspercentages op jaarbasis)

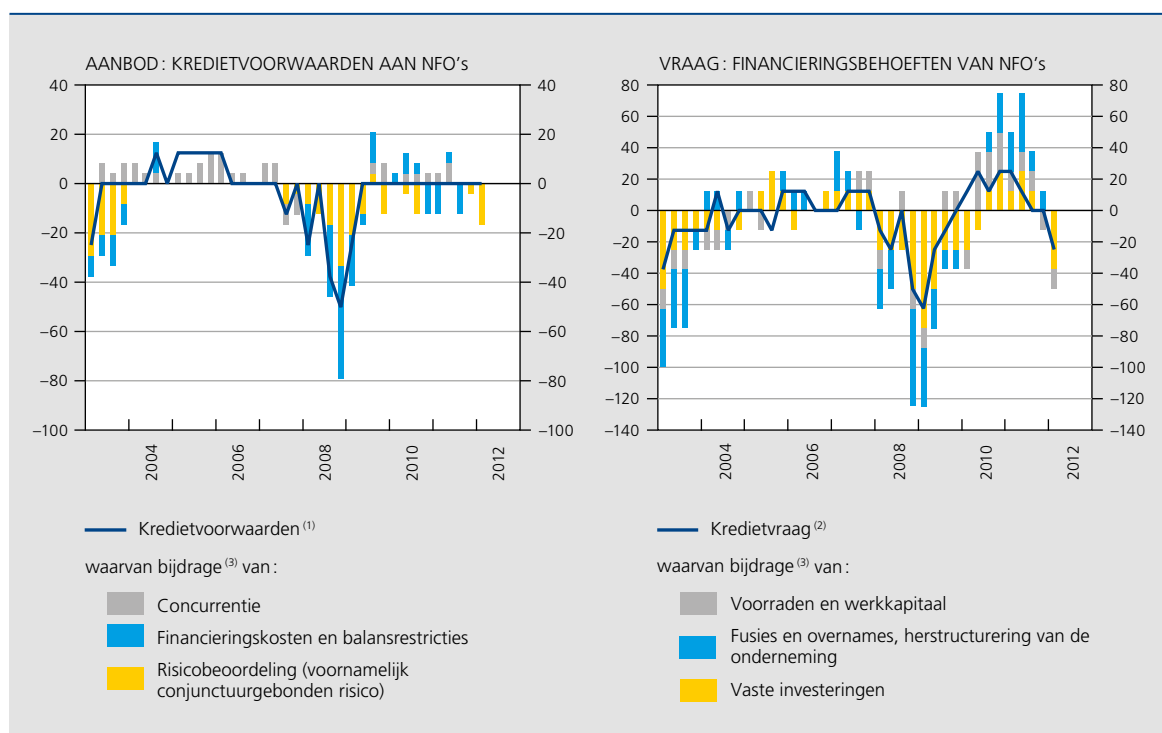


Bronnen: ECB, NBB.

(1) Kredietverlening door ingezetene banken aan ingezetene sectoren. Data inclusief geëfficiëerde kredieten: voor België over de hele periode, voor het eurogebied sedert januari 2010.

De bancaire kredietverlening aan de niet-financiële private sector – huishoudens en niet-financiële ondernemingen – wordt sinds de start van de financiële crisis nauwlettend gevolgd. Door de onrust en de noodzakelijke structurele aanpassingen binnen de financiële sector wordt er immers voor gevreesd dat de krediettoegang voor de private sector moeilijker zal worden en dat de financiële spanningen derhalve zullen overslaan op de reële economie. Ook de overheidsschuldencrisis heeft, via haar impact op de bankbalansen, tot die vrees bijgedragen. Tegen die achtergrond wordt in dit Kader een stand van zaken opgemaakt van de huidige kredietontwikkeling in België en van de determinanten ervan. Een vergelijking met het eurogebied leert dat de kredietverlening aan de niet-financiële private sector in België relatief gunstig verloopt. Sedert het dieptepunt van medio 2010 groeit de kredietverlening in België opnieuw beduidend sneller en dit zowel voor de kredietverlening aan de huishoudens als aan de niet-financiële ondernemingen. Bovendien blijkt uit die vergelijking dat het groeitempo van de Belgische kredietverlening flink boven het gemiddelde van het eurogebied ligt, vooral wat de kredietverlening aan de huishoudens betreft. De significante verschillen met het eurogebied hebben echter grotendeels te maken met de negatieve groei van de kredietverlening in een aantal perifere landen, die het gemiddelde voor het eurogebied duidelijk beïnvloedt. De kredietgroei in België sluit nauwer aan bij die in onze belangrijkste buurlanden. Sedert kort is de kredietgroei in het eurogebied overigens opnieuw neerwaarts gericht, terwijl in België de jaar-op-jaar groei eerder stabiliseert en – anders dan in het eurogebied – de maandelijkse nettostroom van nieuwe kredieten er positief blijft.

BANK LENDING SURVEY: KREDIETVOORWAARDEN EN VRAAG NAAR KREDIETEN AAN NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN (NFO'S)
(nettopercentages)



Bron: NBB.

(1) Gewogen nettopercentages van banken die aangeven of de criteria voor het verlenen van kredieten versoepeld (+) of aangescherpt (-) werden.

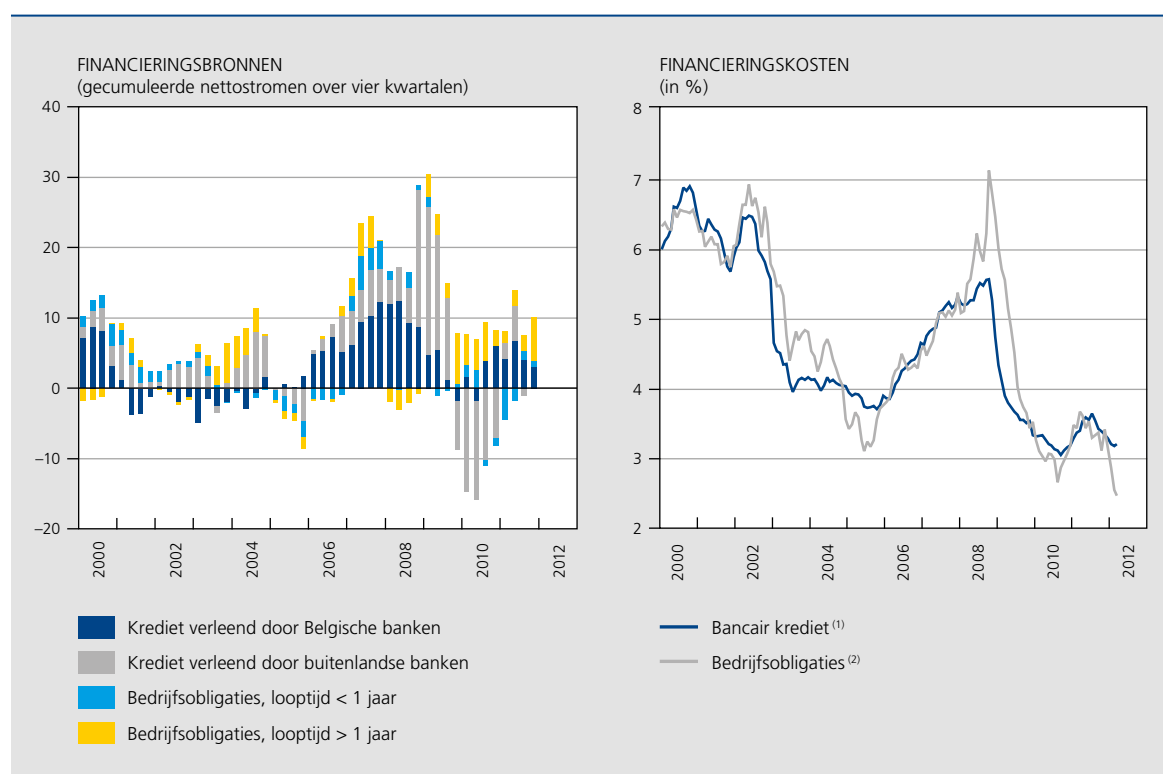
(2) Gewogen nettopercentages van de banken die aangeven of de kredietvraag toegenomen (+) of afgenomen (-) is.

(3) Gewogen nettopercentages van de banken die aangeven of deze factoren hebben bijgedragen tot het algemeen verloop van de kredietvoorwaarden of de kredietvraag.

Het is in de huidige context relevant na te gaan welke factoren bepalend zijn voor het verloop van de kredietverlening. De Bank Lending Survey, een driemaandelijke enquête bij de belangrijkste banken van het eurogebied, verschaft informatie over zowel de aanbodvoorwaarden (exclusief de rente) als het verloop van de kredietvraag. Uit deze enquête blijkt dat de kredietvoorwaarden in België sinds eind 2009 grotendeels ongewijzigd zijn gebleven. Dit geldt zowel voor leningen aan de huishoudens als voor de kredieten aan niet-financiële ondernemingen. Voor deze laatste categorie verwachten de banken evenwel een mogelijke aanscherping van de kredietvoorwaarden tijdens het tweede kwartaal van 2012. De enquête peilt tevens de determinanten van deze kredietvoorwaarden. Daaruit blijkt dat zuiver aanbodgerelateerde factoren zoals de balansstructuur van de banken (i.e. hun liquiditeits- en kapitaalpositie) recentelijk niet op de kredietvoorwaarden voor niet-financiële ondernemingen hebben gewogen. Mogelijkerwijs hebben de liquiditeitsondersteunende operaties van het Eurosysteem (onder meer de driejaars LTROs) hiertoe bijgedragen en is de balanspositie van de banken aldus minder bedreigend geworden voor de kredietverlening dan in het recente verleden het geval is geweest. Deze verbetering in de balansstructuur van de banken wordt in het hele eurogebied vastgesteld. Ondanks deze positieve ontwikkelingen bleven volgens de Bank Lending Survey de algemene kredietvoorwaarden voor de niet-financiële ondernemingen ongewijzigd. Dit status-quo wordt verklaard door een sedert het begin van 2012 toenemende bezorgdheid over het conjunctuurverloop.

Deze bezorgdheid wordt bevestigd door het verloop van de kredietvraag die uitgaat van de niet-financiële ondernemingen, zoals dat wordt gerapporteerd door de banken. Nadat deze laatsten die vraag sedert 2010 stelselmatig hadden zien toenemen, zou ze in het eerste kwartaal van 2012 afgenomen zijn doordat

NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN: FINANCIERINGSBRONNEN EN FINANCIERINGSKOSTEN



Bron: NBB.

(1) Door de Belgische banken op nieuwe bedrijfskredieten toegepaste gemiddelde rente.

(2) Rendement van een index van in euro luidende obligaties uitgegeven door niet-financiële vennootschappen van het eurogebied.



de niet-financiële ondernemingen minder geneigd waren te investeren. Ook de overige (kredietintensieve) investeringen, bijvoorbeeld het aangaan van fusies en overnames of voorraadinvesteringen, zouden minder positief tot de kredietvraag hebben bijgedragen dan in het recente verleden het geval is geweest. Uit deze analyse blijkt dus dat een eventuele verzwakking van de kredietverlening in de nabije toekomst eerder zal moeten worden toegeschreven aan (conjuncturele) vraagfactoren dan aan aanbodfactoren. Een vergelijkbaar beeld komt naar voren bij de leningen aan huishoudens.

Dit betekent evenwel niet dat het kredietbeleid van de banken op middellange of lange termijn niet op de kredietverlening kan gaan wegen. De banken worden immers geconfronteerd met een veranderende omgeving, waardoor zij verplicht zijn hun activiteiten te heroriënteren, onder meer om te voldoen aan de strengere liquiditeits- en kapitaalvereisten die worden opgelegd door de nieuwe regelgeving (nl. Basel III). Tot dusver heeft de aanloop naar deze nieuwe regelgeving – mede door de liquiditeitsoperaties van het Eurosysteem – er evenwel niet toe geleid dat de banken hun kredietverlening aan de private sector in België beduidend hebben beperkt. Banken houden bij hun kredietbeleid bovendien ook rekening met de financiële gezondheid van de kredietnemers. In de mate dat deze als risicovol wordt beoordeeld, zouden de aanbodvoorwaarden kunnen worden verscherpt. In dat verband zij opgemerkt dat, ofschoon de schuldgraad van de Belgische huishoudens stijgt, hun financiële positie, alsook die van de totale niet-financiële private sector, sterker blijft dan die van het eurogebied.

Tot slot heeft er een geleidelijke verschuiving plaats in de financieringsbronnen van de niet-financiële ondernemingen. Nadat de Belgische niet-financiële ondernemingen de afgelopen jaren een groter beroep hebben gedaan op financiering via aandelenkapitaal, tekenen zich sinds de financiële crisis twee tendensen af: een verschuiving van internationale naar nationale bancaire kredietverstrekking en een verschuiving van bancaire krediet naar andere financieringsbronnen. Zo beschikken de ondernemingen momenteel blijkbaar over voldoende liquide middelen om hun investeringen grotendeels zelf te financieren, wat mogelijk ook de vraag naar bancaire kredietverlening afremt. Tevens lijken de niet-financiële ondernemingen in België steeds meer een beroep te doen op de obligatiemarkt. Hoewel deze vorm van financiering in België beperkt blijft – vanwege vaak voorbehouden voor grote, financieel solide ondernemingen – is er de laatste kwartalen een verhoogd beroep op deze financieringsbron merkbaar, meer bepaald voor langetermijnfinanciering.

Dit laatste kan worden gerelateerd aan de toegenomen risicobereidheid op de markt voor bedrijfsobligaties, die de rentevergoeding voor het door niet-financiële ondernemingen opgehaalde kapitaal in het eurogebied inmiddels heeft doen slinken tot een historisch dieptepunt en meteen ook tot onder het niveau van de gewogen gemiddelde rente op bancaire krediet in België.

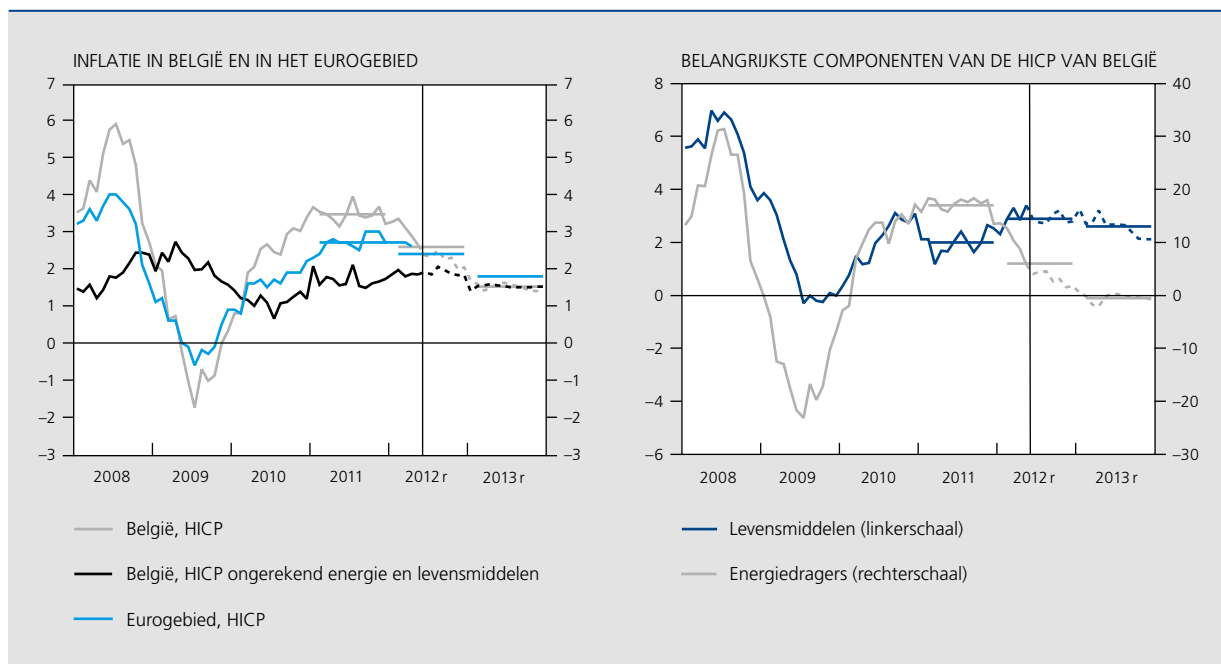
3. Prijzen en kosten

Met 2,9% in april 2012, de laatste notering die bij het afsluiten van de projecties beschikbaar was, is de HICP-inflatie voor het eerst in anderhalf jaar onder 3% gedaald. In juli 2011 bereikte ze een hoogtepunt van 4%. De inflatie zou in 2012 verder teruglopen – tot ongeveer 2% aan het einde van het jaar – en, hoewel in een trager tempo, ook in 2013. Gemiddeld over het jaar beschouwd, zou de inflatie afnemen van 3,5% in 2011 tot 2,6% in 2012 en tot 1,5% in 2013. Volgend jaar zou de inflatie derhalve 0,1 procentpunt lager uitkomen dan de voor het eurogebied verwachte inflatie, terwijl ze in 2010 en 2011 nog 0,7 en 0,8 procentpunt hoger had gelegen; in 2012 was dat nog 0,2 procentpunt.

De in België voorziene daling van de inflatie en de verkleining van het verschil ten opzichte van het eurogebied, vóór de omslag daarvan in 2013, hangen voornamelijk af van het verwachte verloop van de aardolienoteringen. Terwijl de prijzen op de internationale markten in 2011 met 40% waren gestegen ten opzichte van het voorgaande jaar en ze in maart 2012 een hoogtepunt van \$ 125 lieten optekenen, zijn ze de twee daaropvolgende maanden teruggelopen tot circa \$ 110 per vat. Volgens de gehanteerde hypothesen zou de neerwaartse tendens tijdens de projectieperiode aanhouden, zij het in een gematigd tempo. Het geleidelijk verdwijnen van de negatieve basiseffecten, dat weliswaar wordt gematigd door de depreciatie van de euro ten opzichte van de VS-dollar, zou de prijsstijging voor de in de HICP opgenomen energiedragers afremmen

GRAFIEK 6 INFLATIE

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



Bronnen: EC, NBB.

van 17 % in 2011 tot 6 % in 2012. In 2013 zouden de basiseffecten gunstig worden en zouden de prijzen van deze producten licht dalen, namelijk met 0,5 %.

De impact, op de energiecomponent van de inflatie, van de sterke stijging van de distributietarieven voor elektriciteit in een groot gedeelte van het Vlaams grondgebied, een gevolg van de zware kosten van de gewestelijke subsidies die worden verleend voor de installatie van zonnepanelen, wordt voor 2011 en 2012 op 1 procentpunt per jaar geraamd. Krachtens de tariefbeslissingen van de CREG, het federaal orgaan voor de controle op elektriciteit en gas, zouden de distributiekosten in 2013 amper toenemen. Het besluit van de regering om, van april tot december 2012⁽¹⁾, de prijsstijgingen voor gas en elektriciteit te bevriezen die het gevolg zouden zijn geweest van de tot op dat ogenblik toegepaste indexeringsformules, beïnvloedt de projecties overigens slechts in zeer geringe mate, gelet op de verwachte daling van de referentieprijzen voor ruwe aardolie. Dit besluit zou echter zwaardere gevolgen hebben, mochten de aardolieprijzen en de koers van de dollar ongunstig evolueren.

Terwijl er voor 2012 wordt van uitgegaan dat de component van de energiedragers geleidelijk zal vertragen, zou de onderliggende inflatie hoog blijven. Gemiddeld over het jaar zou ze 1,9 % belopen, tegen 1,7 % in 2011. Deze

stijging stemt grosso modo overeen met het effect van de in het kader van de begroting goedgekeurde specifieke verzwaren van de indirecte belastingen, onder meer op de notariskosten en op de abonnementen voor digitale televisie. In datzelfde kader zijn ook de accijnzen op tabak verhoogd, een product dat deel uitmaakt van de component 'levensmiddelen' in het geharmoniseerde indexcijfer van de consumptieprijzen.

Algemeen beschouwd, liggen voornamelijk de dienstenprijzen ten grondslag aan de onderliggende inflatie. Wat deze component betreft, zijn de prijsstijgingen het resultaat van de aanpassingen die rechtstreeks verband houden met de inflatie of met andere referentie-indexen voor een reeks diensten, alsook van de indirecte gevolgen van de prijsstijgingen voor brandstoffen, bijvoorbeeld voor reisverkeer. De onderliggende inflatie wordt tevens geschaagd door de forse stijging van de loonkosten. Deze effecten zouden in 2013 flink afzwakken, zodat de onderliggende inflatie – behoudens nieuwe verzwaren van de indirecte belastingen – in dat jaar zou teruglopen tot 1,5 % en zodoende ook zou bijdragen tot de algemene vertraging van de inflatie.

(1) De bevriezing zou vervroegd kunnen worden opgeheven op voorwaarde dat er nieuwe indexeringsformules voor de elektriciteits- en gasprijzen worden vastgesteld of in geval van overmacht, bijvoorbeeld als gevolg van uitzonderlijke marktomstandigheden.

TABEL 5 INDICATOREN VAN PRIJZEN EN KOSTEN

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

	2009	2010	2011	2012 r	2013 r
HICP	0,0	2,3	3,5	2,6	1,5
Gezondheidsindex	0,6	1,7	3,1	2,6	1,5
Onderliggende inflatietendens ⁽¹⁾	2,1	1,1	1,7	1,9	1,5
Bbp-deflator	1,2	1,8	1,9	2,2	1,5
Loonkosten in de private sector:					
Loonkosten per gewerkt uur	2,7	0,9	2,5	3,1	2,0
waarvan indexeringen	2,5	0,5	2,7	3,0	1,8
Arbeidsproductiviteit ⁽²⁾	-1,0	1,0	0,4	0,1	0,6
Loonkosten per eenheid product	3,8	-0,1	2,1	3,1	1,5

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.

De loonkosten per eenheid product in de private sector, die in 2011 reeds met 2,1 % waren gestegen, zouden in 2012 met 3,1 % oplopen. De over deze beide jaren gecumuleerde toename – in totaal meer dan 5 % – overschrijdt ruimschoots de stijging die wordt verwacht in België's drie belangrijkste buurlanden, namelijk Duitsland, Frankrijk en Nederland, wat weegt op het concurrentievermogen van de Belgische producenten. Volgens de in aanmerking genomen hypothesen en gelet op de verwachte verbetering van het conjunctuurklimaat, zou het stijgingstempo van de loonkosten per eenheid product in 2013 teruglopen tot 1,5 %.

De arbeidsproductiviteit zou zich in 2013 immers in een ietwat sneller tempo herstellen, nadat daar aan het einde van 2011 en in 2012 een rem op was gezet door de zwakte van de bedrijvigheid. Deze conjunctuurgebonden bewegingen zouden evenwel geen grote proporties aannemen. Dit verloop van de loonkosten per eenheid product wordt dus voornamelijk verklaard door dat van de uurloonkosten. In de private sector zou de stijging van de uurloonkosten versnellen van 2,5 % in 2011 tot 3,1 % en vervolgens opnieuw vertragen tot 2 % in 2013. Dit verloop weerspiegelt bijna exact dat van de effecten van de loonindexering. Volgens de projecties zou de gezondheidsindex, die dient als referentie voor de loonindexering, in 2012 met 2,6 % toenemen en in 2013 met 1,5 %, nadat hij in 2011 een stijging met 3,1 % had laten optekenen. Vanwege de vertraging die inherent is aan de indexeringsmechanismen in de verschillende paritaire comités, zouden de gevolgen van de automatische loonindexering in 2012 aanzienlijk blijven, hoewel de inflatie vanaf dit jaar zou beginnen te vertragen. In 2013 zouden de indexeringseffecten sterker

afnemen. De voor het verloop, in 2012, van de uurloonkosten in de private sector in aanmerking genomen hypothese berust, behalve op de indexering, op de maximale stijging, met 0,3 %, van de conventionele lonen zoals in het door de regering opgelegd ontwerp van centraal akkoord voor de periode 2011-2012, alsook, omgekeerd, op een negatief verloop van de andere factoren inzake loonvorming als gevolg van, onder meer, minder hoge bonussen. In afwachting van de resultaten van de toekomstige loononderhandelingen voor 2013, steunt de hypothese voor het verloop, in 2013, van de uurloonkosten in de private sector voornamelijk op het verwachte indexeringseffect. Gelet op de recentelijk opgetekende overschrijdingen ten opzichte van de buurlanden en de nog steeds futloze conjunctuur, wordt ervan uitgegaan dat de reële loonsverhogingen beperkt zullen blijven.

4. Overheidsfinanciën

4.1 Financieringssaldo

In 2011 bedroeg het begrotingstekort van de Belgische overheid 3,7 % bbp. Tegen de hierboven beschreven macro-economische achtergrond zou het in 2012 teruglopen tot 2,8 % bbp. Volgens de projecties – waarbij enkel rekening is gehouden met reeds aangekondigde en voldoende gepreciseerde begrotingsmaatregelen – zou het in 2013 evenwel opnieuw oplopen, tot 3,1 % bbp.

Het verloop van het financieringssaldo van de overheid is het resultaat van vier factoren, namelijk de conjunctuur,

TABEL 6 OVERHEIDSREKENINGEN⁽¹⁾
(in % bbp)

	2009	2010	2011	2012 r	2013 r
Ontvangsten	48,1	48,8	49,5	50,8	50,5
Fiscale en parafiscale ontvangsten	42,7	43,3	43,6	44,6	44,4
Overige	5,3	5,6	5,9	6,2	6,1
Primaire uitgaven	50,0	49,3	49,9	50,2	50,3
Primair saldo	-2,0	-0,4	-0,4	0,6	0,2
Rentelasten	3,6	3,4	3,3	3,4	3,2
Financieringssaldo	-5,6	-3,8	-3,7	-2,8	-3,1
<i>p.m. Veranderingen in het financieringssaldo⁽²⁾</i>		1,8	0,1	1,0	-0,3
<i>Verklaard door veranderingen in</i>					
<i>rentelasten</i>		0,3	0,0	-0,1	0,1
<i>conjuncturele component</i>		0,4	0,0	-0,4	0,0
<i>bbp-groei</i>		0,6	0,4	-0,3	0,0
<i>compositie-effecten</i>		-0,2	-0,4	-0,1	-0,0
<i>niet-recurrente factoren</i>		1,0	-0,2	0,4	-0,2
<i>structureel primair saldo</i>		0,1	0,3	1,0	-0,2

Bronnen: INR, NBB.

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

(2) Volgens de methode beschreven in Bouthevillain C., Ph. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano en M. Tujula (2001), *Cyclically adjusted balances: an alternative approach*, ECB Working Paper Series, nr. 77.

de wijzigingen in de rentelasten, de invloed van tijdelijke factoren en, tot slot, het verloop van het structureel primair saldo.

In 2012 zou de conjunctuur een negatieve invloed uitoefenen op het verloop van het financieringssaldo. In 2013 zou de impact ervan vrijwel neutraal zijn.

De rentelasten zullen in 2012 wellicht ietwat stijgen vanwege, enerzijds, de verminderde inkomsten uit swapovereenkomsten – die in 2011 bijzonder hoog waren – en, anderzijds, de massale staatsinterventies ten gunste van de in moeilijkheden verkerende landen van het eurogebied. Deze rentelasten zouden de schuldgraad tijdens de projectieperiode, en vooral in 2012, opdrijven. De ongunstige impact van de schuldgraad op de rentelasten zou echter deels worden geneutraliseerd door een verlaging van de impliciete rente op de overheidsschuld, zowel op korte als op lange termijn. In 2013 zouden de rentelasten opnieuw moeten kunnen afnemen dankzij de voortzetting van de continue daling van de rente op de overheidsschuld.

Voorts zouden de overheidsrekeningen in 2012 verbeteren onder invloed van de niet-recurrente factoren. In 2011 hadden deze laatste immers een negatieve invloed gehad

op het financieringssaldo van de overheid ten gevolge van, onder meer, de maatregelen die waren genomen naar aanleiding van de problemen bij de Gemeentelijke Holding, die als belangrijke aandeelhouder van Dexia ten volle werd getroffen door de koersval van het Dexia-aandeel. In 2012, daarentegen, zouden eenmalige maatregelen met betrekking tot de overheidsontvangsten voor een verbetering van het financieringssaldo zorgen. Dat deze factoren in 2013 zullen wegvallen, is dan ook een van de redenen waarom het tekort volgend jaar zal oplopen.

Ten slotte is er het verloop van het structureel primair saldo, dat in 2012 fors zou verbeteren, wat erop wijst dat dit jaar een restrictief begrotingsbeleid wordt gevoerd. De verbetering is het gevolg van de maatregelen die de federale overheid en de gemeenschappen en gewesten hebben genomen om hun begrotingsdoelstellingen te bereiken. Volgens de projecties zou het structureel primair saldo in 2013 licht verslechteren. De oorzaak hiervan is dat sommige sociale uitkeringen, bijvoorbeeld de pensioenen en de uitgaven voor gezondheidszorg, zouden toenemen in een tempo dat de trendmatige toename van het bbp ruimschoots overtreft.

In het stabiliteitsprogramma van april 2012 wordt voor dit jaar uitgegaan van een tekort van 2,8 % bbp, dat in 2013

zou verkleinen tot 2,15 % bbp en vervolgens systematisch zou worden gereduceerd tot wanneer in 2015 een begrotingsevenwicht zou worden bereikt. Volgens deze vooruitzichten zou de doelstelling voor 2012 worden gehaald. Het bereiken van de doelstellingen voor 2013 en voor de daaropvolgende jaren vereist evenwel nog een zeer zware consolidatie-inspanning.

4.2 Ontvangsten

De overheidsontvangsten zouden tijdens de beschouwde periode opnieuw aanzienlijk toenemen. De stijging met 1,2 procentpunt bbp in 2012 zou immers slechts in geringe mate worden gecompenseerd door de inkrimping met 0,2 procentpunt in 2013.

De krachtige opvering in 2012 is voor bijna twee derde toe te schrijven aan structurele fiscale en parafiscale maatregelen en voor ongeveer een vijfde aan tijdelijke factoren, terwijl het saldo te verklaren valt door niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten.

De talrijke structurele maatregelen die zijn genomen, kunnen worden onderverdeeld in enkele grote categorieën.

De belangrijkste zijn erop gericht inkomens uit kapitaal zwaarder te belasten. Zo zouden de harmonisering, op 21 %, van de belasting op roerende inkomsten (behalve uitzonderingen), de taks op beursttransacties en de belasting op de meerwaarden ruim een miljard aan extra ontvangsten opleveren. Voorts zullen de huishoudens aan de budgettaire inspanning deelnemen via een zwaardere belasting op voordelen in natura, ongeacht of het gaat om bedrijfswagens of om ter beschikking gestelde woningen, een stijging van de indirecte belastingen op betaaltelevisie en tabak, alsook via het afschaffen van de btw-vrijstelling voor notarissen en gerechtsdeurwaarders. Met betrekking tot de belastingen op de vennootschapswinsten wordt het stelsel van de zogenoemde notionele interest aan nieuwe beperkingen onderworpen in de vorm van een bovengrens op de referentierente en een inperking van de overdraagbaarheid van het voordeel dat het oplevert. Dit nieuwe stelsel zou, in vergelijking met een ongewijzigd mechanisme, ruim € 700 miljoen extra inkomsten opleveren. Vanaf 2012 wordt de nucleaire rente met € 300 miljoen verhoogd, bovenop de vorige € 250 miljoen. De late betaling van deze rente voor 2011 zorgt bovendien voor een tijdelijke verhoging van de ontvangsten in 2012. Tot slot wordt de strijd tegen de fiscale en sociale fraude voortgezet.

De toename van de ontvangsten in 2012 wordt tevens ondersteund door enkele belangrijke tijdelijke effecten. Enerzijds betreft het een vervroegde inning op de vóór 1993 aangelegde levensverzekeringsreserves, die normaaliter aan het einde van het contract verschuldigd is. Anderzijds zou de administratieve procedure in geval van successie met een maand worden ingekort, wat de gewesten extra inkomsten zou opleveren in het jaar van de versnelling. En, ten slotte, zou het effect van de in 2011 versnelde inkohieringen van de personenbelasting en de vennootschapsbelasting in 2012 algemeen beschouwd neutraal zijn.

Ook de niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten zouden – zeer tijdelijk – bijdragen tot de stijging van de ontvangsten in 2012. Zo zou de bijdrage van de financiële sector in ruil voor de steun en waarborgen die deze ontvangt, met bijna € 400 miljoen toenemen. De terugbetaling van de staatssteun die bpost tussen 2006 en 2010 ontving in strijd met de Europese concurrentieregels, zal in 2012 goed zijn voor een opbrengst van € 176 miljoen. Tevens worden uitzonderlijke dividenden verwacht, alsook opbrengsten ten gevolge van de grensoverschrijdende overeenkomsten met Frankrijk en Luxemburg.

De vermindering van de ontvangstenquote in 2013 zou voornamelijk toe te schrijven zijn aan het feit dat tijdelijke factoren die in 2012 wél speelden, zich niet langer

TABEL 7 STRUCTURELE MAATREGELEN EN FACTOREN INZAKE OVERHEIDSONTVANGSTEN

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

	2012 r	2013 r
Belastingen	3 534	290
waarvan:		
Inkomens uit kapitaal	1 078	44
Veranderingspercentage van de belastingaftrek voor risicokapitaal ..	715	0
Nucleaire rente	300	0
Voordelen in natura	370	0
Btw en accijnzen	298	79
Strijd tegen de fiscale fraude en betere inning	380	142
Verhoging van de belastingvrije som	0	-120
Aftrek voor energiebesparende investeringen	0	260
Socialezekerheidsbijdragen	47	-183
Niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten	456	-108
Totaal	4 037	-1
<i>p.m. In % bbp</i>	<i>1,1</i>	<i>0,0</i>

Bronnen: Begrotingsdocumenten, FOD Financiën, RSZ, NBB.

meer zouden voordoen. De beperking van de belastingaftrekken voor energiebesparende investeringen en de ontvangsten uit de verkoop van emissievergunningen, alsook andere minder ingrijpende elementen, zouden het verdwijnen van deze tijdelijke factoren echter enigszins compenseren.

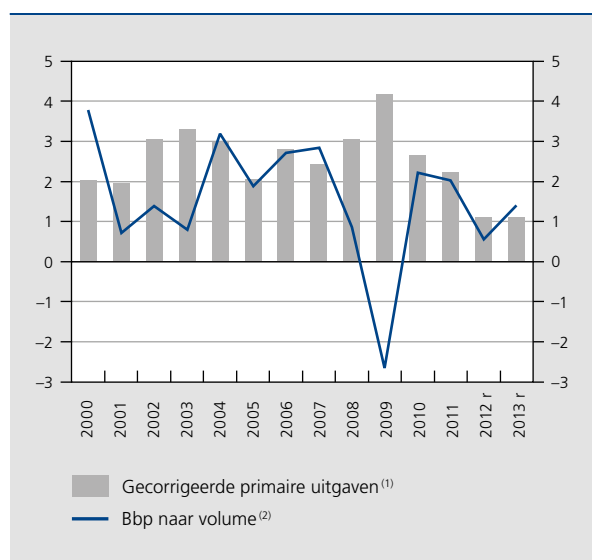
4.3 Primaire uitgaven

De primaire uitgaven, uitgedrukt in procenten bbp, zouden zowel in 2012 als in 2013 met 0,2 procentpunt toenemen, en aldus uitkomen op een peil dat naar historische normen als zeer hoog kan worden beschouwd. Naar volume zouden ze tijdens die twee jaar met respectievelijk 0,9% en 1,7% stijgen, wat telkens sneller is dan de bbp-groei naar volume. Gecorrigeerd voor de invloed van de niet-recurrente en conjuncturele factoren alsook voor de indexeringseffecten, zou de groei zowel in 2012 als in 2013 1,1% belopen. In 2012 wordt de reële uitgavengroei immers vooral gedrukt door eenmalige factoren, terwijl in 2013 de aan de indexering gerelateerde stijging van de lonen en sociale uitkeringen hoger zou uitvallen dan de toename van het indexcijfer van de consumptieprijzen.

De voor 2012 verwachte lichte stijging van de primaire uitgaven is het resultaat van uiteenlopende ontwikkelingen in de deelsectoren van de overheid. De uitgaven van de federale overheid zouden relatief sterk teruglopen vanwege allerhande, over verschillende uitgavencategorieën gespreide besparingsmaatregelen, waartoe werd besloten in het kader van de initiële begroting en de begrotingscontrole 2012. De uitgaven van de sociale zekerheid zouden minder snel toenemen dan de afgelopen jaren het geval is geweest. Dit komt vooral door besparingen in de gezondheidszorg en door structurele hervormingen op de arbeidsmarkt. Ook de uitgaven van de gemeenschappen en gewesten zouden matig stijgen. De uitgaven van de lokale overheid zouden daarentegen fors toenemen onder impuls van de traditioneel sterke groei van de investeringen in een verkiezingsjaar.

De primaire-uitgavengroei voor 2013 valt uiteraard moeilijker in te schatten, aangezien er voor dat jaar nog geen begrotingen beschikbaar zijn. In de ramingen voor 2013 wordt dan ook uitgegaan van een vrij neutraal uitgavenbeleid. Er wordt echter wel rekening gehouden met de impact van maatregelen die zijn genomen in het kader van het federaal regeerakkoord 2012-2014. Deze maatregelen zouden de reële groei van de uitgaven van de federale overheid en van de sociale zekerheid enigszins afremmen. Wat de sociale zekerheid betreft, zouden de uitgaven, ofschoon de toename ervan zou worden getemperd door de pensioenhervorming die zich vanaf 2013 zal doen gevoelen, echter nog steeds flink sneller groeien dan het bbp. De uitgaven van de lokale overheid zullen naar verwachting sterk teruglopen als gevolg van een forse daling van de investeringen na de verkiezingen.

GRAFIEK 7 **PRIMAIRE UITGAVEN VAN DE OVERHEID EN BBP**
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bronnen: INR, NBB.

(1) Primaire uitgaven gedeïndeerd aan de hand van de HICP en gecorrigeerd voor de invloed van conjuncturele, niet-recurrente of budgettaire neutrale factoren, alsook voor het indexeringseffect. Het indexeringseffect is het effect dat voortvloeit uit het verschil tussen, enerzijds, de effectieve indexering van de bezoldigingen van het overheidspersoneel en de sociale uitkeringen en, anderzijds, de stijging van de HICP.

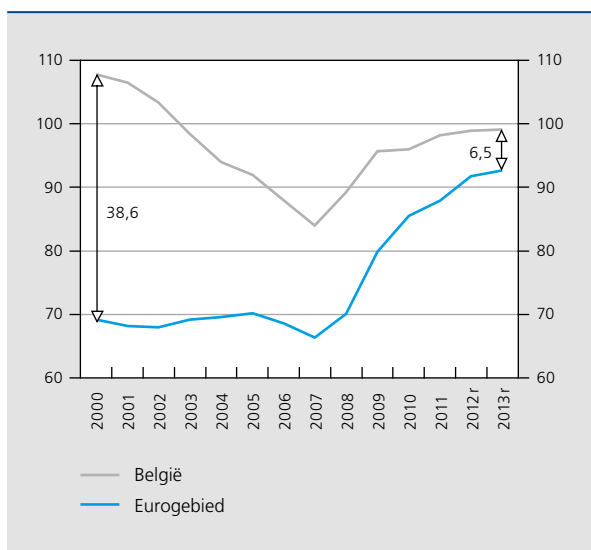
(2) Voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

4.4 Schuld

De schuldgraad van de overheid liep tussen 1993 en 2007 continu terug. In 2008 werd deze daling abrupt beëindigd omdat de overheid tijdens de financiële crisis kapitaal diende te injecteren in een aantal financiële instellingen. Sedertdien is de schuldgraad fors blijven stijgen. In 2011 nam de schuld met 2,4 procentpunt toe tot 98,2% bbp, voornamelijk als gevolg van de overname van Dexia Bank België (Belfius) voor rekening van de staat en het verstrekken van leningen aan Griekenland, Ierland en Portugal.

Volgens de projecties zou de overheidsschuld nog aanzienlijk toenemen tot 98,9% bbp aan het einde van 2012. De schuldenlast wordt opnieuw opgedreven door exogene factoren. Zo zouden de leningen die zijn toegekend in het kader van het tweede reddingsplan voor Griekenland en de verwachte kapitaalinjectie in het Europees stabiliteitsmechanisme beduidend hoger uitkomen dan het

GRAFIEK 8 GECONSOLIDEERDE BRUTOSCHULD VAN DE OVERHEID
(in % bbp)



Bronnen: EC, INR, NBB.

bedrag van de verwachte gedeeltelijke terugbetaling van de steun aan de financiële sector.

In 2013 zou de schuld nog verder toenemen, zij het in beperkte mate, en uitkomen op 99,2 % bbp.

5. Beoordeling van de risicofactoren

De economische ontwikkelingen die de afgelopen drie jaar, sinds het dieptepunt van de grote recessie medio 2009, in België en in het eurogebied zijn opgetekend, en de projecties voor 2012 en 2013 bevestigen de lessen van de vorige financiële crisissen: ze raken slechts traag opgelost, het herstel verloopt met vallen en opstaan en ze vertonen een ongelijke intensiteit naargelang van de situatie in de getroffen economieën.

Volgens de in dit artikel voorgestelde resultaten zou de zwakte van de vraag en van de bedrijvigheid, die in de tweede helft van 2011 en begin 2012 algemeen werd vastgesteld als gevolg van de sterk toegenomen onzekerheid, slechts tijdelijk van aard zijn. Deze zwakte zou plaats maken voor een, weliswaar beperkte, verbetering. Dit is het meest plausibele scenario, rekening houdend met de in aanmerking genomen hypothesen, waarvan de belangrijkste is dat er zich de komende maanden geen zware accidenten voordoen. Hierbij wordt duidelijk verondersteld dat de crisis in het eurogebied niet verergert en dat ze geen onherstelbare gevolgen met zich brengt voor

de systeemrelevante financiële instellingen. Het effect van de door de overheden en monetaire autoriteiten ter zake genomen maatregelen, daarentegen, zou eindelijk voelbaar worden.

Onder deze voorwaarde zijn de gehanteerde technische hypothesen – met name het lage rentepeil, de gematigde daling van de aardolieprijs en de geleidelijke versteviging van de buitenlandse vraag – van die aard dat een conjunctuurverbetering kan worden verwacht, zowel in het eurogebied als in België. Deze blijft evenwel beperkt vanwege de fundamentele aanpassingen die zijn aangevat en zouden moeten worden voortgezet op het vlak van de overheidsfinanciën, de positie van de financiële instellingen, de concurrentiekracht en de versteviging van het algemeen economisch potentieel. In dit opzicht zijn de geloofwaardigheid van de beleidslijnen waartoe is besloten alsook de vastberadenheid waarmee ze ten uitvoer worden gelegd, van doorslaggevend belang om de economische subjecten opnieuw vertrouwen in te boezemen. In een uitermate onzeker klimaat leidt elke twijfel hieromtrent tot hevige reacties, vooral op de financiële markten.

Meer in het bijzonder blijven de projecties voor België, wat de groei en de inflatie betreft, grotendeels afhankelijk van het internationaal klimaat. De risico's in dat opzicht lijken de vooruitzichten sterk te bezwaren. Buiten het eurogebied moeten de Verenigde Staten nog aanzienlijke problemen aanpakken op het vlak van de overheidsfinanciën, terwijl de moeilijkheden op het gebied van de werkgelegenheid en de vastgoedmarkt aanslepen. Er rijzen eveneens twijfels over het feit dat de opkomende economieën zich in een snel tempo zullen kunnen blijven ontwikkelen. Terwijl, tot slot, de bovenvermelde factoren de aardolieprijzen zouden drukken, kunnen de geopolitieke spanningen daarentegen maken dat de aardolieprijzen nog verder gaan stijgen, wat in de huidige context erg nefast zou zijn, vooral voor de inflatie en het loonkostenverloop in België. Binnen het eurogebied zou de verwachte versteviging van de binnenlandse vraag in Duitsland de bedrijvigheid in de naburige economieën kunnen ondersteunen en ervoor zorgen dat de onevenwichtigheden in de omringende economieën, die ten prooi zijn aan fundamentele aanpassingen, sneller worden gecorrigeerd. Dit proces blijft evenwel onderhevig aan obstakels.

Op binnenlands vlak heeft de begrotingsconsolidatie van de afgelopen zes maanden blijkbaar slechts een beperkte rechtstreekse invloed uitgeoefend op de bbp-groei, getuige het feit dat de projectie voor 2012 vergelijkbaar is met die van december 2011, ofwel werd die invloed op zijn minst gecompenseerd door een gunstiger verloop van de spaarquote van de huishoudens en van de marktrentes. Een geloofwaardige en houdbare sanering van de

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

	Bbp naar volume		Inflatie ⁽¹⁾		Begrotingsaldo ⁽²⁾		Publicatiedatum
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	
NBB – Voorjaar 2012	0,6	1,4	2,6	1,5	-2,8	-3,1	juni 2012
<i>p.m. Najaar 2011</i>	<i>0,5</i>	<i>n.</i>	<i>2,4</i>	<i>n.</i>	<i>n.</i>	<i>n.</i>	<i>december 2011</i>
Federaal Planbureau (FPB)	0,1	1,4	2,9	1,9	-2,6	-2,8	mei 2012
IMF	0,0	0,8	2,4	1,9	-2,9	-2,2	april 2012
EC	0,0	1,2	2,9	1,8	-3,0	-3,3	mei 2012
OESO	0,4	1,3	2,9	1,9	-2,8	-2,2	mei 2012
<i>p.m. Realisaties 2011</i>	<i>2,0</i>		<i>3,5</i>		<i>3,7</i>		

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

(2) In % bbp.

overheidsfinanciën, ook al kan die tijdelijk wegen op het inkomensverloop van de huishoudens en de vennootschappen, gaat immers ook onmiddellijk het vertrouwen van de economische en financiële subjecten verstevigen en, op termijn, de grondvesten van de economische groei verduurzamen. Om de werking van deze factoren te bestendigen en het verloop van de overheidsschuld weer naar een op lange termijn houdbaar pad te leiden, is het zaak dat deze begrotingsinspanningen worden voortgezet, zoals aangekondigd in het stabiliteitsprogramma. Op basis van de op dit ogenblik genomen maatregelen vertonen de projecties van de Bank inzake het begrotingsaldo voor 2012 een resultaat dat vergelijkbaar is met dat van de andere instellingen, in weerwil van een snellere groei. In 2013 zou het tekort enigszins toenemen en dus verder verwijderd raken van de begrotingsdoelstellingen, zoals dat ook blijkt uit de projecties van de EC, terwijl het IMF en de OESO voorzien dat extra maatregelen een vermindering mogelijk zouden maken.

Opdat de financiële instellingen hun sleutelrol in de financiering van de economie en de vrijwaring van het sparen zouden kunnen blijven spelen, moeten ze hun balans blijven versterken. Vanwege onder meer de wisselwerkingen met de overheidsschuldencrisis in het eurogebied, blijft de context op dit punt moeilijk, ondanks de steunverlening door de ECB in de vorm van liquiditeitsverstrekking.

Zoals eerder vermeld, wijzen de projecties van de Bank ten aanzien van de inflatie voor 2013 op een forse vertraging. Deze laatste, die meer uitgesproken is dan die in de vooruitzichten van de andere instellingen, wordt op gang gebracht door het verwachte verloop van de aardolieprijzen en versterkt door de transmissie ervan naar de loonkosten, in de veronderstelling dat deze laatste in reële termen zeer gematigd stijgen. Hierdoor kan de stevige toename van 2011 en 2012, die hoger lag dan die van de concurrenten uit de buurlanden, worden afgezwakt. Gebeurt dat niet, dan zouden de bedrijvigheid en de werkgelegenheid negatief worden beïnvloed via de uitvoer en de investeringen.

Over het algemeen moeten structurele maatregelen het mogelijk maken om de begrotingsconsolidatie en de versteviging van het groei- en concurrentievermogen van de economie op lange termijn te ondersteunen. De door de regering genomen maatregelen voor de arbeidsmarkt en de pensioenen vormen noodzakelijke stappen in de goede richting. Ze moeten worden versterkt en uitgebreid naar andere werkingsfactoren van de economie, zodat de vooruitzichten van de ondernemingen en de huishoudens op lange termijn stabiel worden en de veerkracht van de economie tegenover externe schokken toeneemt.

Bijlage

PROJECTIES VOOR DE BELGISCHE ECONOMIE: SYNTHESE VAN DE BELANGRIJKSTE RESULTATEN

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

	2009	2010	2011	2012 r	2013 r
Groei (voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens)					
Bbp naar volume	-2,7	2,2	2,0	0,6	1,4
Bijdragen tot de groei:					
Binnenlandse bestedingen, ongerekend de voorraadwijziging ..	-1,2	1,1	1,7	0,5	1,0
Netto-uitvoer van goederen en diensten	-0,7	1,2	-0,5	-0,3	0,4
Voorraadwijziging	-0,8	0,0	0,8	0,3	0,0
Prijzen en kosten					
Geharmoniseerde consumptieprijsindex	0,0	2,3	3,5	2,6	1,5
Gezondheidsindex	0,6	1,7	3,1	2,6	1,5
Bbp-deflator	3,4	1,8	1,9	2,2	1,5
Ruilvoet	2,7	-1,5	-1,2	0,1	-0,1
Loonkosten per eenheid product in de private sector	3,8	-0,1	2,1	3,0	1,5
Uurloonkosten in de private sector	2,7	0,9	2,5	3,1	2,0
Productiviteit per arbeidsuur in de private sector	-1,0	1,0	0,4	0,1	0,6
Arbeidsmarkt					
Binnenlandse werkgelegenheid (gemiddelde jaar-op-jaar verandering, in duizenden personen) ..	-7,6	37,0	62,2	14,3	16,6
<i>p.m. Verandering tijdens het jaar⁽¹⁾, in duizenden personen</i>	-23,2	63,4	46,7	3,3	21,1
Totaal arbeidsvolume ⁽²⁾	-1,6	1,1	1,7	0,1	0,8
Geharmoniseerde werkloosheidsgraad ⁽²⁾ (in % van de beroepsbevolking)	7,9	8,3	7,2	7,5	7,7
Inkomens					
Reëel beschikbaar inkomen van de particulieren	3,0	-0,6	1,1	-0,4	1,7
Spaarquote van de particulieren (in % van het beschikbaar inkomen)	18,5	16,2	16,4	15,6	16,4
Overheidsfinanciën⁽⁴⁾					
Financieringssaldo (in % bbp)	-5,6	-3,8	-3,7	-2,8	-3,1
Primair saldo (in % bbp)	-2,0	-0,4	-0,4	0,6	0,2
Overheidsschuld (in % bbp)	95,7	95,9	98,2	98,9	99,2
Lopende rekening					
(in % bbp, volgens de betalingsbalans)	-1,6	1,4	-0,8	-1,4	-1,0

Bronnen: EC, ADSEI, INR, NBB.

(1) Verschil tussen het vierde kwartaal van het desbetreffende jaar en het vierde kwartaal van het voorgaande jaar.

(2) Totaal aantal gewerkte uren in de economie.

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

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

Wat het beroep op de depositofaciliteit ons kan vertellen en wat niet

J. Boeckx,
S. Ide (*)

Inleiding

De twee omvangrijke liquiditeitsoperaties die het Eurosysteem op 22 december 2011 en op 1 maart 2012 uitvoerde, gingen niet onopgemerkt voorbij. Deze operaties, waarbij aan de banken respectievelijk € 489,2 miljard en € 529,5 miljard werd uitgeleend voor een looptijd van drie jaar, werden uitvoerig besproken in de media en door verschillende marktdeelnemers. Ze gaven banken de kans op een comfortabele manier hun huidige en toekomstige financieringsbehoeften te dekken. Tegen de achtergrond van de opnieuw oplaaierende financiële crisis werden sommige banken immers geconfronteerd met financieringsproblemen, bijvoorbeeld door een uitstroom van retaildeposito's of door moeilijkheden om schuldbewijzen geplaatst te krijgen. Vooral de aanzienlijke toename van de op de depositofaciliteit geplaatste bedragen – dat is een rekening bij de centrale bank waarop banken hun liquiditeitsoverschotten aan het einde van de dag tegen een penaliserende rente kunnen plaatsen – werden in de berichtgeving behandeld teneinde de ernst van de bankencrisis en het toegenomen wantrouwen tussen de banken te illustreren.

In dit artikel wordt getracht twee interpretaties die worden gegeven aan het beroep op de depositofaciliteit, enigszins te nuanceren. Een eerste interpretatie betreft de lezing van de dagelijkse schommelingen in het op de depositofaciliteit geplaatste bedrag als dagelijkse veranderingen van de spanningen op de interbancaire markt. Omdat de banken gedurende een reserveaanhoudingsperiode op een gemiddelde basis een reserveverplichting moeten nakomen en ze aan die verplichting vroeg in de aanhoudingsperiode willen voldoen, vertoont het verloop

van het beroep op de depositofaciliteit een seizoengebonden patroon. Dit patroon is niet kenmerkend voor het liquiditeitsoverschot op de geldmarkt: dit overschot is gelijk aan de som van het op de depositofaciliteit geplaatste bedrag en de tegoeden die de banken op hun rekening-courant bij het Eurosysteem aanhouden bovenop de reserveverplichting. Het lijkt dan ook een betere basis te zijn voor het meten van de spanningen in het bancaire systeem – of de mate waarin de centrale bank zich als intermediair tussen de banken opstelt.

Een tweede foute interpretatie betreft de bewering dat het ruime beroep op de depositofaciliteit betekent dat banken niet uitlenen aan de reële economie, maar de hun verstrekte liquiditeiten enkel oppotten bij het Eurosysteem. Omdat de relatie tussen het Eurosysteem en haar tegenpartijen een gesloten circuit is, leert het ruime beroep op de depositofaciliteit zogoed als niets over de kredietverlening van individuele banken aan de niet-financiële sector of over de aanwending van de verkregen centralebankliquiditeiten.

Dit artikel is als volgt ingedeeld. Om te beginnen, worden enkele basisbegrippen rond het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem verduidelijkt met aandacht voor de centralebankbalans, de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte van het bankwezen, het naar aanleiding van de spanningen op de interbancaire markt ontstane liquiditeitsoverschot en de wijze waarop dit laatste tot uiting komt in de balans van het Eurosysteem. Vervolgens wordt aangetoond waarom de grootte van het liquiditeitsoverschot, eerder dan alleen maar de op de depositofaciliteit geplaatste

(*) De auteurs bedanken L. Aucremanne, A. Bruggeman en E. De Koker voor opmerkingen en suggesties over dit artikel.

bedragen, een indicator is van de moeilijkheden die banken ondervinden om zich te financieren. Tot slot wordt aan de hand van enkele voorbeelden verduidelijkt dat de grootte van dat liquiditeitsoverschot geen indicatie is van het gedrag van de commerciële banken op het vlak van hun kredietverlening aan de reële economie.

1. Het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem: enkele basisbegrippen

Na de twee liquiditeitsoperaties met een looptijd van drie jaar is het liquiditeitsoverschot in het eurogebied sterk toegenomen. Het liquiditeitsoverschot is het verschil tussen de door het Eurosysteem in het kader van het monetair beleid verstrekte liquiditeiten en de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte van de kredietinstellingen. Sinds juli 2011 was dat overschot al gestaag opgelopen parallel met de toenemende financiële beroering. Op 25 mei 2012 bedroeg de netto liquiditeitsverschaffing – in hoofdzaak herfinancieringstransacties met kredietinstellingen – € 1 170 miljard, terwijl de liquiditeitsbehoefte op € 426 miljard uitkwam.

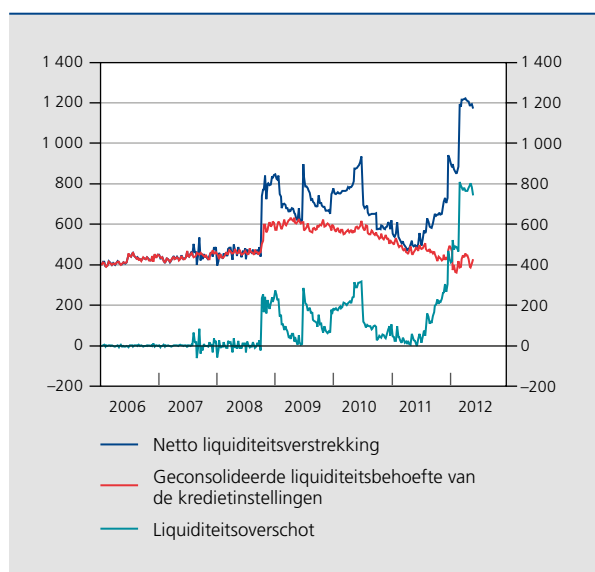
De geconsolideerde balans van het Eurosysteem maakt het mogelijk te begrijpen hoe de liquiditeitsbehoefte en het liquiditeitsoverschot tot stand komen. Op de actiefzijde van deze balans staan de posten waarvan de toename een positieve impact heeft op de liquiditeiten waarover

het bankwezen kan beschikken, terwijl de passiefzijde de posten bevat die voor het bankwezen een verkrapping van de liquiditeit impliceren. De banksector heeft een liquiditeitsbehoefte omdat de liquiditeitsverkrappende autonome factoren (bv. bankbiljetten in omloop of deposito's die overheden bij de nationale centrale banken aanhouden) zwaarder wegen dan de liquiditeitsverruimende autonome factoren (bv. portefeuillebeleggingen door het Eurosysteem buiten het monetair beleid). De liquiditeitsbehoefte wordt nog vergroot door de opgelegde reserveverplichting.

Om die geconsolideerde liquiditeitsbehoefte (de rode lijn en de rode kaders in, respectievelijk, de grafieken 1 en 2) te herfinancieren (de blauwe lijn en de blauwe kaders in, respectievelijk, de grafieken 1 en 2), is het bancaire systeem aangewezen op het Eurosysteem. Dat gebeurt hoofdzakelijk via de herfinancieringstransacties van het Eurosysteem, maar ook door het beroep op de marginale beleningsfaciliteit. Dit laatste blijft doorgaans beperkt omdat er een penaliserende rente op moet worden betaald⁽¹⁾. Daarnaast zuiveren ook de aankopen van effecten in het kader van het monetair beleid de liquiditeitsbehoefte aan. Bij liquiditeitsverschaffende operaties ontstaat op de passiefzijde van de centralebankbalans in eerste instantie een groter tegoed op de rekening-courant die wordt aangehouden door de tegenpartij van die operatie bij het Eurosysteem. Omgekeerd, onttrekken zowel finetuningstransacties als termijndeposito's liquiditeiten aan de markt – beide impliceren ze een vermindering van de rekening-courant die de tegenpartij bij het Eurosysteem aanhoudt – zodat de liquiditeitsverschaffing door het Eurosysteem per saldo geringer uitvalt.

Op een goed functionerende interbancaire markt lenen banken hun liquiditeitsoverschotten vlot uit aan banken met een tekort. Dit betekent dan ook dat de banksector als geheel in principe slechts herfinanciering bij het Eurosysteem vraagt ten belope van de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte. Bovendien stuurde het Eurosysteem vóór de verscherping van de crisis in september 2008 zijn aanbod in die richting, dit teneinde vraag en aanbod in overeenstemming te brengen en de daggeldrente dicht bij de centrale beleidsrente te stabiliseren. Het liquiditeitsoverschot – gedefinieerd als het beroep op de depositofaciliteit en de tegoeden die banken aanhouden op hun rekening-courant bovenop de verplichte reserves – is in dat geval zeer beperkt (de groene lijn en de groene kaders in, respectievelijk, de grafieken 1 en 2). Indien er op de markt onrust heerst, daarentegen, stoppen banken met het verhandelen van hun overschotten en tekorten

GRAFIEK 1 LIQUIDITEIT IN HET EUROSYSTEEM
(weekgegevens, in € miljard)



Bron : Thomson Reuters Datastream.

(1) Voor nadere toelichting, zie Aucremanne, Boeckx en Vergote (2007).

GRAFIEK 2 VEREENVOUDIGDE EN GECONSOLIDEERDE BALANS VAN HET EUROSISTEEM

(in € miljard)

Activa			Passiva		
	2007 ⁽¹⁾	25 mei 2012		2007 ⁽¹⁾	25 mei 2012
Autonome liquiditeitsfactoren			Autonome liquiditeitsfactoren		
Netto externe activa	323,7	675,6	Bankbiljetten in omloop	629,6	879,8
Andere autonome factoren (netto)	106,5	26,9	Overheidsdeposito's	52,5	143,0
Monetairbeleidsinstrumenten			Rekening-courant		
Basisherfinancieringstransacties	263,6	37,9	Verplichte reserves	187,4	106,6
Langerlopende herfinancieringstransacties	183,3	1061,8	Tegoeden aangehouden op de rekening-courant bovenop de verplichte reserves	1,9	-16,6
Aankoopprogramma's voor gedekte obligaties en programma voor de effectenmarkten	0,0	280,6	Monetairbeleidsinstrumenten		
Marginale beleningsfaciliteit	0,2	2,1	Termijndeposito's	0,0	212,0
Totaal	877,3	2084,9	Finetuningtransacties (netto)	5,4	0,0
			Depositofaciliteit	0,5	760,1
			Totaal	877,3	2084,9

Bron : ECB.

(1) Gemiddelde van 2007.

en kan de banksector niet langer als homogeen worden beschouwd. De banksector heeft op dat ogenblik meer centralebankherfinanciering nodig dan wat op basis van de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte strikt noodzakelijk lijkt, zodat het liquiditeitsoverschot stijgt.

Momenteel hebben sommige banken inderdaad een overschot aan liquiditeiten, bijvoorbeeld door een instroom van spaardeposito's, maar ze zijn niet langer bereid dat overschot uit te lenen aan andere banken die bijvoorbeeld een uitstroom van deposito's hebben laten optekenen. Banken met een overschot geven er de voorkeur aan dat surplus aan het einde van de dag veilig bij de centrale bank te plaatsen, terwijl banken met een tekort hun financiering vrijwaren door, tegen afgifte van onderpand, bij de centrale bank meer deel te nemen aan de herfinancieringstransacties. Dit werd vergemakkelijkt door vanaf oktober 2008 alle herfinancieringstransacties volledig toe te wijzen tegen een vaste rente. Zodoende wordt de liquiditeitsverstrekking uitsluitend gedreven door de vraag, wat een duidelijk verschil impliceert ten opzichte van de periode vóór oktober 2008. Toen werden de liquiditeiten toegewezen via een veiling waarbij een vooraf vastgesteld bedrag – dat werd bepaald overeenkomstig

de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte – werd toegewezen in verhouding tot de door tegenpartijen geboden rente (NBB, 2009).

Doordat banken niet langer bereid zijn overschotten vlot te verhandelen, beschikt de banksector in zijn geheel over meer centralebankgeld dan wat noodzakelijk zou zijn indien de interbancaire markt wél vlot zou werken, zoals dat wordt gemeten door de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte. Op die manier geeft de omvang van het liquiditeitsoverschot inderdaad de mate aan waarin de centrale bank de rol van tussenpersoon moet spelen en derhalve ook de mate waarin de banken elkaar wantrouwen. De vereenvoudigde balans van het Eurosysteem illustreert dit doordat ze einde mei 2012 op de actiefzijde een grotere nettoliquiditeitsverstrekking aan de banksector liet optekenen, met als tegenpost eveneens omvangrijker tegoeden van de banksector op de passiefzijde (tegoeden op rekening-courant en beroep op de depositofaciliteit). Het is dus een feit dat het wantrouwen tussen de banken van het eurogebied momenteel groot is, een vaststelling die ook wordt bevestigd door de nog steeds aanzienlijke risicopremie die vervat is in de Euribor-rentetarieven.

2. Het liquiditeitsoverschot, eerder dan het beroep op de depositofaciliteit, als indicator van spanningen in de banksector

Er bestaat een nauw verband tussen de grootte van het liquiditeitsoverschot en de op de depositofaciliteit geplaatste bedragen. Beide variabelen stemmen evenwel niet perfect overeen omdat banken er de voorkeur aan geven hun gemiddelde reserveverplichting reeds vroeg in de – ongeveer één maand durende – reserveaanhoudingsperiode na te komen. Het stelsel van verplichte reserves impliceert immers dat banken, gemiddeld beschouwd over de reserveaanhoudingsperiode, op hun rekening-courant bij het Eurosysteem een bepaald bedrag moeten aanhouden. Dit bedrag wordt berekend op grond van de reservebasis waarin de meeste kortlopende passiva op de balansen van de kredietinstellingen – dus ook deposito's – zijn vervat. De balans aan het einde van een bepaalde kalendermaand wordt gebruikt om de reserveverplichting te bepalen voor de aanhoudingsperiode die aanvangt in de kalendermaand twee maanden later. Zo worden balansgegevens van eind april gebruikt om de reserveverplichting te bepalen voor de reserveaanhoudingsperiode die aanvangt in juni. Banken worden voor die tegoeden op hun rekening-courant vergoed tegen de rente op basisherfinancieringstransacties – die bij het afsluiten van dit artikel eind mei 2012 1% bedroeg –, maar slechts voor zover die tegoeden de reserveverplichting dekken: overreserves worden niet vergoed. Doordat de verplichte reserves worden vergoed tegen de rente op basisherfinancieringstransacties, is de reserveverplichting voor de banken kostenneutraal. Dat ze slechts gemiddeld over een reserveaanhoudingsperiode moet worden nagekomen, creëert voor de daggeldrente een automatisch stabiliseringsmechanisme omdat aldus een buffer ontstaat voor liquiditeitsschokken waardoor individuele banken eventueel worden getroffen.

Banken willen doorgaans vroeg in de aanhoudingsperiode deze verplichting nakomen en ze zullen dus eerst het liquiditeitsoverschot op hun rekening-courant plaatsen, het zogenoemde fenomeen van frontloading⁽¹⁾, waarna ze – zodra aan de reserveverplichting is voldaan – hun overschotten op de depositofaciliteit van het Eurosysteem plaatsen. Dat levert hen uiteindelijk nog een beperkt rendement op: bij het afsluiten van dit artikel eind mei 2012 bedroeg het 25 basispunten. Het is dus – voor een bepaald liquiditeitsoverschot – normaal dat de depositofaciliteit een oplopend bedrag te zien geeft naarmate het einde van de reserveaanhoudingsperiode nadert, zonder dat dit noodzakelijkerwijs neerkomt op een toenemend wantrouwen tussen de banken onderling.

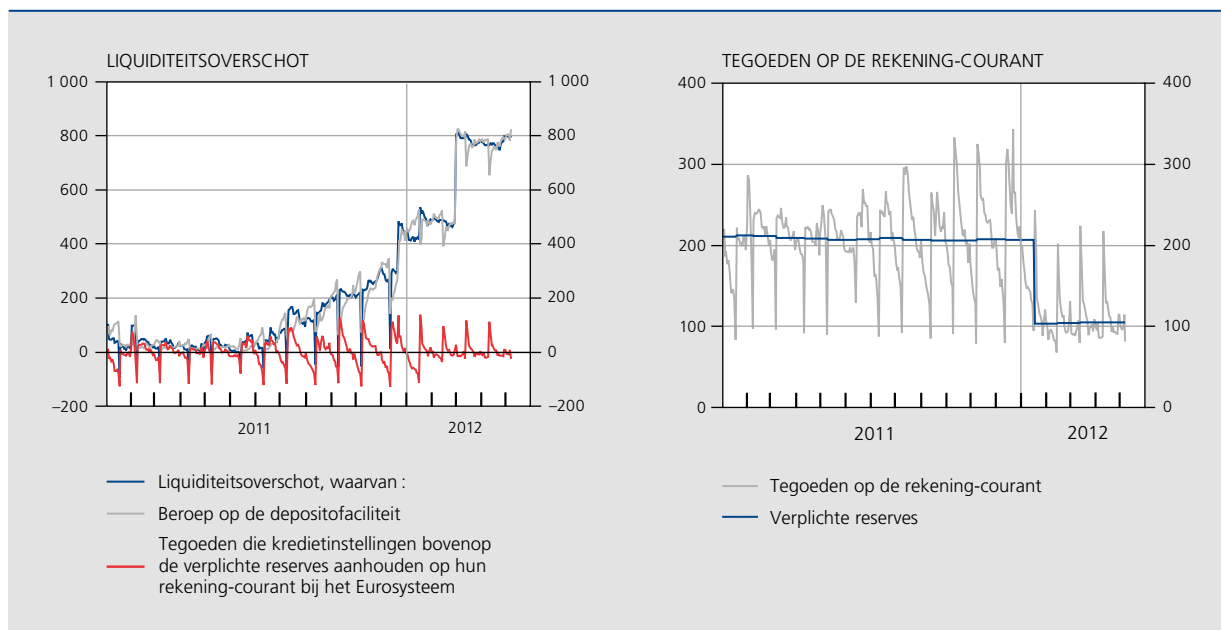
Behalve de twee driejaars operaties, plande de Raad van Bestuur op 8 december 2011 twee andere maatregelen die een impact zouden hebben op het gebruik van de depositofaciliteit, de overreserves en het liquiditeitsoverschot. Om te beginnen, werd beslist dat, met ingang van de reserveaanhoudingsperiode die op 14 december inzette, er op de laatste dag van de reserveaanhoudingsperiode niet langer een liquiditeitsabsorberende finetuningtransactie zou worden verricht. Dergelijke operaties zijn nuttig bij een beleid dat evenwichtige liquiditeitsvoorwaarden nastreeft, zoals dat vóór oktober 2008 het geval was. Er wordt dan getracht de neerwaartse druk op de daggeldrente tegen te gaan door het aan het einde van de reserveaanhoudingsperiode telkens tot stand gekomen liquiditeitsoverschot af te romen. Dit gebeurde door tegenpartijen de mogelijkheid te bieden voor één dag liquiditeiten bij het Eurosysteem te beleggen tegen een rente die in een veiling werd bepaald en die hoger ligt dan de rente op de depositofaciliteit. Tegen de achtergrond van een aanzienlijk liquiditeitsoverschot en van door de vraag bepaalde liquiditeitsvoorwaarden werden deze operaties evenwel niet langer als noodzakelijk beschouwd. Zodoende kwam er vanaf januari 2012 een einde aan de zeer uitgesproken daling – telkens aan het einde van de reserveaanhoudingsperiodes – van het liquiditeitsoverschot en van het daarmee overeenstemmende beroep op de depositofaciliteit. Op de eerste dag van een nieuwe reserveaanhoudingsperiode loopt het beroep op de depositofaciliteit evenwel nog steeds duidelijk terug vanwege de eerder vermelde voorkeur van tegenpartijen om vroeg in die periode hun gemiddelde reserveverplichting na te komen.

Ten tweede besloot de Raad van Bestuur, met ingang van de op 18 januari 2012 aanvangende reserveaanhoudingsperiode, de reserveratio te halveren van 2 tot 1%. De verplichte reserves spelen bij een beleid van volledige toewijzing in de herfinancieringstransacties immers niet langer een belangrijke rol in het sturen van de liquiditeitsvoorwaarden. De bufferrol die de gemiddelde reserveverplichting speelt voor de schommelingen in de daggeldrente lijkt immers niet langer relevant bij de geldende ruime liquiditeitsvoorwaarden aangezien de daggeldrente zich reeds geruime tijd in de buurt van de rente op de depositofaciliteit bevindt. Bovendien vermindert de halvering van de reserveratio op mechanische wijze de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte. Ceteris paribus, moeten banken dan minder beroep op herfinanciering bij het Eurosysteem doen. Op die manier komt dan ook onderpand vrij dat voorheen diende te worden afgegeven bij die herfinanciering. Het halveren van de reserveratio heeft er bovendien toe geleid dat het typisch seizoenpatroon

(1) Voor meer informatie, zie NBB (2008) en NBB (2009).

GRAFIEK 3 LIQUIDITEITSOverschOT EN TEGOEDEN OP DE REKENING-COURANT

(daggegevens, in € miljard)



Bron : Thomson Reuters Datastream.

van de tegoeden op rekening-courant minder uitgesproken is geworden omdat tegenpartijen niet langer geneigd lijken te zijn de tegoeden op hun rekening-courant al te sterk af te bouwen. Zodoende is ook het seizoenpatroon dat tot uiting kwam in het beroep op de depositofaciliteit, minder scherp geworden.

Tot slot zij ook aangestipt dat, bij de toewijzing van de twee langerlopende herfinancieringstransacties met een looptijd van drie jaar, een totaal bedrag van ongeveer € 1 019 miljard ter beschikking werd gesteld. Dit bedrag zal nog tot ten minste 30 januari 2013 in omloop blijven: de transacties voorzien immers in de optie tot terugbetaling na één jaar. Dit betekent dat – in de veronderstelling dat de liquiditeitsbehoefte ongewijzigd blijft om en nabij € 426 miljard zoals dat op 25 mei het geval was – er hoe dan ook een liquiditeitsoverschot zal blijven bestaan, zelfs indien de banken opnieuw beroep zouden kunnen doen op hun traditionele financieringsbronnen en dientengevolge geen herfinanciering meer vragen via de andere openmarktoperaties. In dat opzicht dient dus zelfs het liquiditeitsoverschot als indicator van spanningen in het bancaire systeem enigszins omzichtig te worden geïnterpreteerd. In de huidige context ziet het er dan ook naar uit dat eerder de verandering – en niet zozeer het absolute peil – van het liquiditeitsoverschot relevant is om het verloop van die spanningen in te schatten. Dat was ook het geval na de toewijzing, in juni 2009, van een transactie

met een looptijd van één jaar waarbij een bedrag van € 442 miljard werd gevraagd én toegewezen.

3. Het liquiditeitsoverschot en de balansen van individuele kredietinstellingen

Nog pertinenter lijkt de vraag of die omvangrijke tegoeden bij het Eurosysteem betekenen dat de banken de hun door de centrale bank verstrekte leningen niet gebruiken, doch de liquiditeiten slechts oppotten bij diezelfde centrale bank. Het antwoord hierop is negatief, ook al kan niet worden ontkend dat de kredietverlening en de geldcreatie door de banken van het eurogebied momenteel ondermaats is. Dit kan summier worden aangetoond door twee voorbeelden, terwijl Keister en McAndrews (2009) meer gedetailleerde voorbeelden geven. Beide voorbeelden geven ook aanleiding tot het fenomeen dat de President van de ECB tijdens de persconferentie na de Raad van Bestuur van 12 januari 2012 (ECB, 2012a) als volgt beschreef: '...it is actually quite interesting to see that, by and large, the banks that have borrowed the money from the ECB are not the same as those that are depositing the money with the deposit facility of the ECB.'

Veronderstel dat bank A via een lening bij de centrale bank extra liquiditeiten verkrijgt (een stijging van de

tegoeden op haar rekening-courant bij het Eurosysteem) en een hypothecaire lening aan een huishouden verstrekt (of intekent op de uitgifte van een overheidsobligatie). Op de balans van bank A komt dit aan de actiefzijde tot uiting als een lening aan het huishouden (of als een aangehouden overheidsobligatie), terwijl op de passiefzijde voor eenzelfde bedrag deposito's worden gecreëerd. De tegoeden die de bank op haar rekening-courant bij de centrale bank aanhoudt, veranderen niet bij het toekennen van die lening (het kopen van die obligatie). Pas wanneer het huishouden (de overheid) op zijn (haar) beurt de verkregen middelen aanwendt om zijn aannemer (of haar ambtenaar) te betalen, zal de rekening-courant van bank A afnemen. De aannemer (of ambtenaar) zal de middelen dan echter weer bij een andere bank B plaatsen, die zodoende op haar rekening-courant bij de centrale bank een instroom van liquide middelen laat optekenen. Uit dit eenvoudig voorbeeld blijkt dat de kredietverlening aan de niet-financiële sector kan toenemen, terwijl de bij het Eurosysteem aangehouden tegoeden voor de banksector in zijn geheel ongewijzigd blijven. Er zij wel aangestipt dat het toekennen van deze lening (of het aankopen van de obligatie), die als tegenpost immers de creatie van een bankdeposito inhoudt, de reservebasis zal vergroten. Hierdoor nemen op hun beurt de verplichte reserves toe, zodat de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte stijgt en, ceteris paribus, het liquiditeitsoverschot slinkt. De door de centrale bank verstrekte liquiditeiten komen dan gaandeweg tot uiting in de verplichte reserves, en niet langer als overreserves of als een beroep op de depositofaciliteit⁽¹⁾. Dit fenomeen werkt evenwel met vertraging aangezien, zoals reeds vermeld, de reservebasis voor een bepaalde aanhoudingsperiode bepaald wordt op basis van de balansen van de kredietinstellingen van twee maanden eerder. Met andere woorden, zelfs indien de commerciële banken de door de centrale bank verstrekte liquiditeit onmiddellijk aanwenden voor kredietverlening, komen in eerste instantie onvermijdelijk overreserves of een groter beroep op de depositofaciliteit tot stand. Bovendien is het zo dat de reserveratio van 1% impliceert dat dit fenomeen zeer beperkt in omvang is, gezien een toename van de kredietverlening ten belope van € 100 miljard de verplichte reserves slechts doet toenemen met € 1 miljard.

Gegevens tot en met april 2012 tonen aan dat het verloop van de kredietverlening aan de niet-financiële sector en de ruime geldhoeveelheid zeer gematigd blijven. Dit impliceert evenwel niet dat de door het Eurosysteem verstrekte liquiditeiten niet worden aangewend. Een tweede voorbeeld kan dit verduidelijken. Zoals blijkt uit Kader 4 in ECB (2012b), lijken de voor de komende jaren in het vooruitzicht gestelde omvangrijke financieringsbehoeften van de banken in hoge mate bepalend te zijn geweest voor de interesse in langerlopende transacties. Indien

bank A de extra herfinanciering van het Eurosysteem bijvoorbeeld gebruikt om op vervaldag gekomen interbancaire schulden af te lossen, dan zal ze haar rekening-courant bij het Eurosysteem zien dalen (nadat die eerst was toegenomen ten belope van de vraag van die bank in de langerlopende transactie), terwijl de rekening-courant van bank B – die de lening aan bank A had verstrekt, maar ze op vervaldag niet wenst te hernieuwen vanwege wantrouwen jegens bank A – zal toenemen. Hieruit blijkt nogmaals dat voor de banksector in zijn geheel de aangehouden tegoeden bij het Eurosysteem gelijk blijven, ook al werden ze voor interbancaire transacties aangewend. In dergelijke omstandigheden is het bovendien precies omdat het Eurosysteem zich tussen de individuele banken plaatst, dat banken met een liquiditeitstekort zich niet verplicht zien activa overhaast te verkopen of hun kredietverlening aan de reële economie al te snel af te bouwen. Een scenario waarin kredietinstellingen bij gebrek aan alternatieve financiering verplicht zouden worden hun balans abrupt af te bouwen, zou op zijn beurt negatieve gevolgen hebben voor de economische bedrijvigheid en aldus neerwaartse risico's voor de prijsstabiliteit met zich brengen. De grotere hoeveelheid centralebankgeld die door het Eurosysteem ter beschikking wordt gesteld van de kredietinstellingen, kan – vanuit het oogpunt van een mechanisch model van de geldmultiplicator – dan ook worden beschouwd als een compensatie voor de met de financiële crisis gepaard gaande scherpe daling van de geldmultiplicator en helpt op die manier de normale geld- en kredietcreatie te ondersteunen.

Conclusie

Sommige banken van het eurogebied ondervinden moeilijkheden om zich via de markt te financieren. Zij dienen beroep te doen op herfinanciering bij het Eurosysteem dat een belangrijke rol ter vervanging van de interbancaire markt moet spelen als tussenpersoon. De boekhoudkundige tegenpost hiervan is dat banken ook een aanzienlijk bedrag aan centralebanktegoeden aanhouden, hetzij op hun rekening-courant als overreserves, hetzij op de depositofaciliteit.

Die boekhoudkundige identiteit leert ons evenwel niets over de staat van de kredietverlening aan de reële economie: de centralebankbalans geeft immers enkel een beeld van de wisselwerking tussen de centrale bank en haar tegenpartijen en zegt niets over de interactie tussen

(1) Bij een reserveratio van 1% kan, in principe en volgens de theorie van de geldmultiplicator, met één euro centralebankgeld extra voor € 100 aan supplementaire leningen worden toegekend. Die leningen leiden immers tot extra bankdeposito's ten belope van € 100 die op hun beurt de reserveverplichting met één euro doen toenemen. Voor meer informatie, zie Aucremanne, Boeckx en Vergote (2007).

banken en de niet-financiële sector. Om deze laatste wisselwerking te monitoren, bestaan er betere statistieken zoals de maandelijkse gegevens over de kredietverlening en de geldcreatie door banken in het eurogebied. Tot slot gaan Cordemans en Ide (2012) elders in dit tijdschrift dieper in op de mogelijke uitdagingen die een omvangrijk liquiditeitsoverschot voor de monetairbeleidsvoering impliceren.

Bibliografie

Aucremanne L., J. Boeckx en O. Vergote (2007), 'Het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem tijdens de periode van financiële beroering', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 29-44, december.

Cordemans N. en S. Ide (2012), 'Monetair beleid in de VS en in het eurogebied tijdens de crisis', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni.

ECB (2012a), *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*, 12 januari.

ECB (2012b), *Economic and Monetary Developments, Monthly Bulletin*, January.

Keister, T. en J. J. McAndrews (2009), *Why are banks holding so many excess reserves?*, Federal Reserve Bank of New York, *Current issues in economics and finance*, vol. 15, Number 8, December.

NBB (2008), *Jaarverslag 2007*.

NBB (2009), *Jaarverslag 2008*.

Monetair beleid in de Verenigde Staten en in het eurogebied tijdens de crisis

N. Cordemans
S. Ide

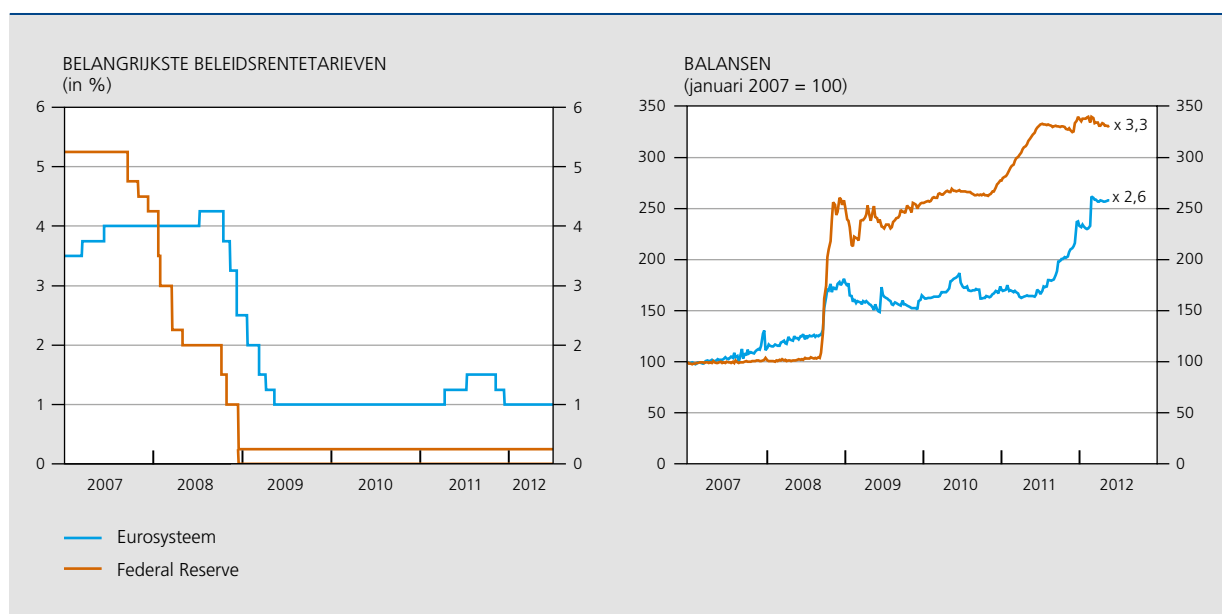
Inleiding

Aan beide zijden van de Atlantische Oceaan kwamen de eerste schokken van de financiële crisis tot uiting in spanningen op de geldmarkt. Die spanningen werkten vervolgens snel door in andere segmenten van de financiële markten en daarna in de reële economie. Door de faillietverklaring van de bank Lehman Brothers, op 15 september 2008, sloeg de reeds vergevorderde financiële crisis om in een algemene financiële paniek en een

zware wereldwijde economische crisis. Die gebeurtenissen plaatsten de belangrijkste centrale banken ter wereld voor een ongekende uitdaging. Hun reactie was krachtig.

Tegen de achtergrond van de crisis hebben de Federal Reserve en het Eurosysteem hun monetair beleid grondig gewijzigd. Om te voorkómen dat het financieel systeem zou ineenstorten en teneinde de economie weer op gang te brengen, besloten ze hun beleidsrentetarieven snel en aanzienlijk te verlagen, waardoor deze een historisch

GRAFIEK 1 CENTRALE BELEIDSRENTETARIEVEN EN BALANS VAN DE FEDERAL RESERVE EN VAN HET EUROSISTEEM



Bronnen: Federal Reserve, Thomson Reuters Datastream, ECB.

laagtepunt bereikten. Bovendien namen ze tal van uitzonderlijke maatregelen op het vlak van liquiditeitsverstrekking en aanzienlijke aankopen van effecten, waardoor hun intermediatierol belangrijker werd en de omvang van hun balans fors toenam.

In dit artikel wordt precies getracht de reacties van de Federal Reserve en het Eurosysteem tijdens de verschillende fasen van de crisis toe te lichten en te analyseren. In het eerste deel wordt aangetoond dat beide centrale banken, hoewel ze zeer uiteenlopende acties ondernamen, tijdens de periode van de zomer van 2007 tot de herfst van 2009 met overwegend soortgelijke problemen te kampen hadden. In het tweede deel, daarentegen, wordt de uiteenlopende ontwikkeling van de problemen tijdens de daaropvolgende periode geschetst, alsook de specifieke maatregelen die beide centrale banken hebben genomen om die problemen op te vangen. In dit deel wordt ook de relatie behandeld tussen het monetair beleid en het begrotingsbeleid en de effecten die de crisis daar heeft kunnen op uitoefenen. In het derde deel, ten slotte, wordt getracht de huidige uitdagingen van de monetairbeleidsvoering te belichten. Er wordt onder meer ingegaan op de mogelijke secundaire effecten van de tijdens de crisis genomen niet-conventionele beleidsmaatregelen, op de huidige heterogeniteit in het eurogebied en op de risico's die verbonden zijn aan het voeren van een accommoderend monetair beleid gedurende een lange periode.

1. Soortgelijke uitdagingen tot het najaar van 2009

In de eerste stadia van de financiële crisis streefden de Federal Reserve en het Eurosysteem grotendeels dezelfde doelstelling na, te weten het behoud van de financiële stabiliteit en van de goede transmissie van het monetair beleid. Ondanks aanzienlijke verschillen tussen de acties die ze ondernamen, hebben ze elk hun operationeel kader aangepast om de verstoorde werking van de geldmarkt te corrigeren en hebben ze ten aanzien van de financiële sector de rol van *lender of last resort* vervuld. Tijdens de periode vóór de ondergang van Lehman Brothers wijzigden de twee centrale banken vooral de samenstelling van hun balans. De cruciale intermediatierol die ze daarna op zich namen, kwam daarentegen tot uiting in een ongekennde toename van de omvang van die balans.

(1) Overnight Index Swap: vaste rente betaald door de tegenpartij van een renteswapcontract, die voor drie maanden de daggeldrente (Eonia) ontvangt.

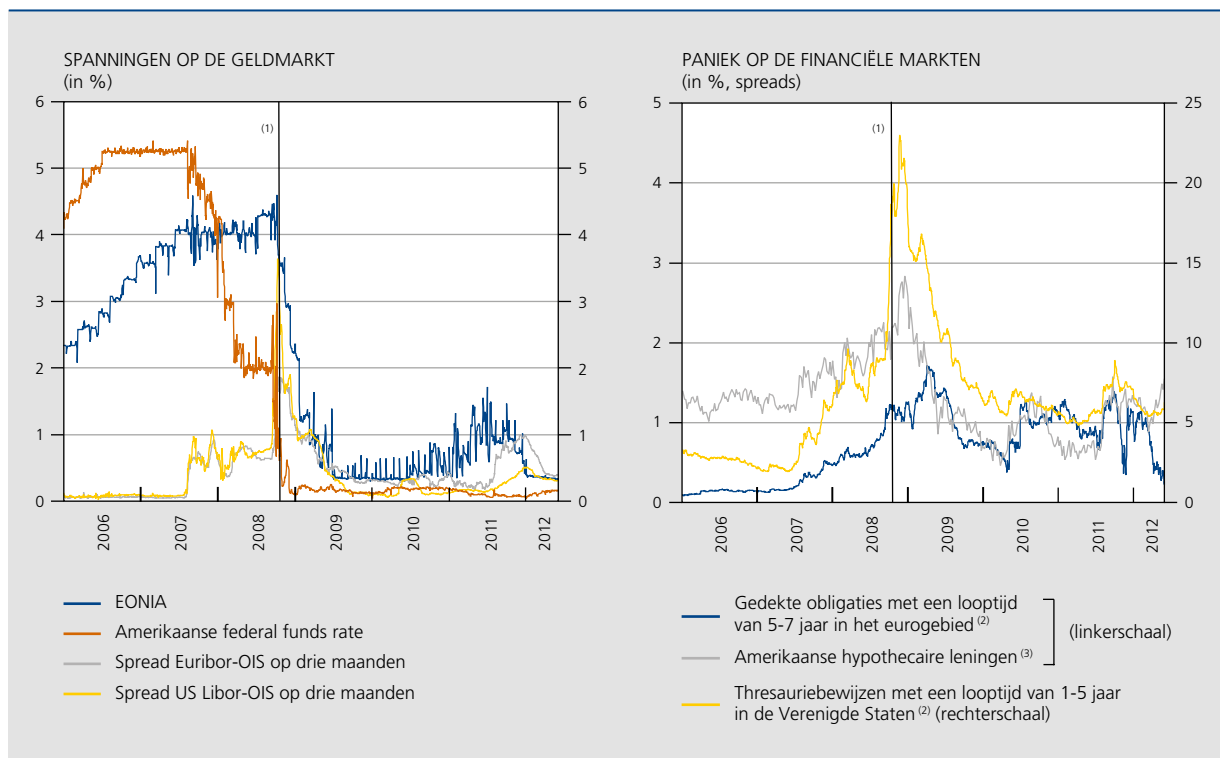
1.1 Van het ontstaan van spanningen op de geldmarkt tot het faillissement van Lehman Brothers: augustus 2007-september 2008

1.1.1 Spanningen op de geldmarkt en financiële onrust

Als gevolg van de bruuske omslag op de Amerikaanse vastgoedmarkt en de stijging van de rentetarieven namen de wanbetalingen op hypothecaire kredieten aan weinig solvabele Amerikaanse huishoudens met een bescheiden inkomen (subprimes) vanaf de eerste helft van 2006 fors toe. De koersen van de door die hypothecaire vorderingen gedekte effecten liepen daarop terug, wat leidde tot toenemende verliezen voor de financiële instellingen die dergelijke effecten bezaten, vooral in de Verenigde Staten, Europa en Azië.

Op 9 augustus 2007 kondigde de Franse bank BNP-Paribas aan dat ze in de onmogelijkheid verkeerde de net-towaarde te bepalen van drie van haar fondsen bestaande uit effecten die worden gewaarborgd door – meer bepaald hypothecaire – vorderingen (*Asset-Backed Securities* of *ABS*). Ze voerde aan dat de door de fondsen aangehouden activa illiquide waren als gevolg van de ineensorting van de effectiseringsmarkt in de Verenigde Staten, wat de bestaande vrees voor een verscherping van de subprimecrisis bevestigde en zodoende de geldmarkten ontregelde. Plots maakten de banken zich zorgen over de solvabiliteit van hun tegenpartijen en werden ze minder geneigd elkaar krediet te verlenen. Bovendien vreesden ze dat ze hun investeringsvehikels die door onroerende activa gedekte effecten aanhielden, financieel zouden moeten ondersteunen. Die situatie leidde tot het inhouden van liquiditeiten door de financiële instellingen en tot een snelle verslechtering van de financieringsvoorwaarden op de interbancaire markten. De Eonia en de federal funds rente, dat zijn de daggeldmarktrentes van respectievelijk het eurogebied en de Verenigde Staten, werden onmiddellijk sterk volatiel, terwijl op de driemaands geldmarkt de verschillen tussen de rente op kredieten zonder onderpand en de risicovrije rente omhoogschoten. Terwijl ze gewoonlijk minder dan 10 basispunten bedroegen, stegen de renteversillen tussen de Euribor en de Libor in dollar op drie maanden, enerzijds, en de driemaands OIS-rente⁽¹⁾, anderzijds, aldus snel tot 50 basispunten. Hoewel ze zeer volatiel bleven, klommen ze vervolgens nog veel hoger, waardoor werd gevreesd voor de goede transmissie van het monetair beleid via het rentekanaal.

Parallel met die spanningen op de geldmarkt lieten de risicopremies op de andere segmenten van de financiële markten een overwegend opwaartse tendens optekenen, die reeds eind juli 2007 had ingezet. Die bewegingen weerspiegelden een correctie van de risicoperceptie



Bronnen: Freddie Mac, Thomson Reuters Datastream.

(1) 15 september 2008: datum waarop Lehman Brothers failliet wordt verklaard.

(2) Renteverval ten opzichte van de overeenkomstige overheidsobligaties met dezelfde looptijd.

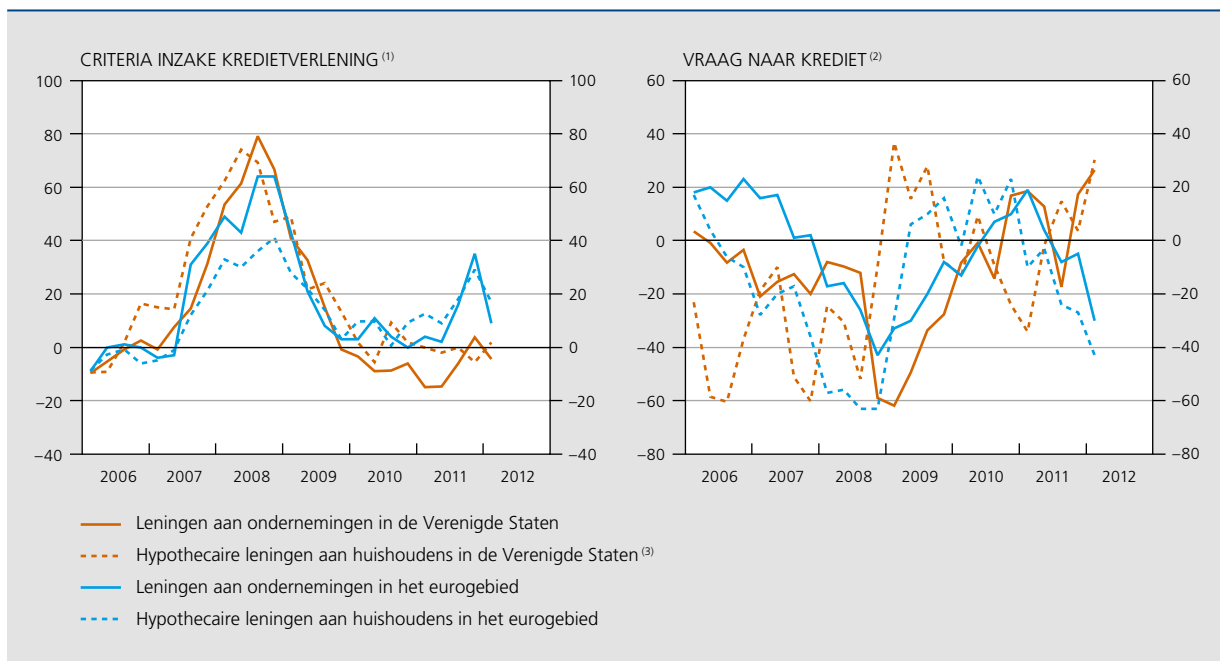
(3) Verschil tussen de vaste 15-jaars rente op de hypothecaire *prime*-markt en de rente op tienjaars overheidspapier.

– voorheen waren de risico's onderschat – en voerden de financieringskosten van de economische subjecten uit de private sector op. Voor de ondernemingen en de huishoudens in de Verenigde Staten uitte dit zich in, onder meer, de relatieve toename van de rendementen op thesauriebewijzen en van de rente op hypothecaire kredieten ten opzichte van de rendementen op overheidspapier. In het eurogebied wees de stijging van de rendementsverschillen tussen gedekte obligaties (*covered bonds*) en overheidsobligaties dan weer op de toename van de financieringskosten voor de kredietinstellingen.

In maart 2008 bereikten de risicopremies een eerste piek, nadat de zakenbank Bear Stearns bijna failliet was gegaan en, met de hulp van de Federal Reserve, overgenomen was door JP Morgan Chase. Ze vertoonden een nooit geziene stijging in de nasleep van de verkoop van Merrill Lynch aan Bank of America en van de ineenstorting van Lehman Brothers op 15 september 2008.

1.1.2 Verstoring van het monetairtransmissiemechanisme

De beroering op de geld- en financiële markten beïnvloedde rechtstreeks de winstgevendheid, de liquiditeitspositie en het financieringsvermogen van de banken. Dit was des te meer het geval daar de banken tijdens de jaren vóór de crisis hun beroep op kortetermijnmarktfinanciering aanzienlijk hadden verhoogd. Een en ander zette de kredietinstellingen er dan ook toe aan hun balans aan te passen en de kredietverlening aan de niet-financiële private sector, dat zijn de huishoudens en de ondernemingen, te beperken. De sinds 2007 opeenvolgende aanscherpingen van de criteria inzake kredietverlening wijzen in dat verband op de belangrijke rol die de banken spelen bij de transmissie van de schokken van de financiële sfeer naar de reële economie. In het eurogebied werd die rol versterkt door het overwicht van het bankwezen in de externe financiering van de niet-financiële private sector. Hoewel de verzwakking van de vraag in een verslechterd economisch klimaat sterk bijdroeg tot de vertraging van de kredietverlening, blijkt dat de balansrestricties die samenhangen met de verstoorde toegang tot de *wholesale* markt en met de



Bronnen : Federal Reserve Board, ECB.

(1) Nettoprocentages van de antwoorden van de geraadpleegde kredietinstellingen. Die percentages geven weer in welke mate de kredietverleningscriteria werden verstrengd of versoepeld (-).

(2) Nettoprocentages van de antwoorden van de geraadpleegde kredietinstellingen. Die percentages geven weer in welke mate de vraag naar krediet is gestegen of gedaald (-).

(3) Vanaf het eerste kwartaal van 2007 betreft het uitsluitend *prime*-leningen.

liquiditeitspositie van de banken, tijdens de periode 2007-2009 een belangrijke invloed hadden op het verloop van de leningen aan de private sector in het eurogebied⁽¹⁾. Blijkbaar waren de restricties op het gebied van kredietverleningscriteria over het geheel genomen echter meer toegespitst op de tariefvoorwaarden dan op de toegekende volumes. Het toenemende risico op een verstoring van het transmissieproces van het monetair beleid verklaart voor het overgrote deel de niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen die tussen augustus 2007 en medio 2009 door de Federal Reserve en het Eurosysteem werden genomen.

1.1.3 Specifieke beleidsreacties voor soortgelijke uitdagingen

In de eerste stadia van de crisis trachtten de Federal Reserve en het Eurosysteem de verstoorde werking van de geldmarkt snel te verhelpen. Om banken in staat te stellen zich te herfinancieren en de geldmarktrente te stabiliseren, probeerden beide centrale banken vooral te voldoen aan de meer volatiele vraag naar liquiditeit van de banken en aan hun voorkeur voor langerlopende financiering. De

ondernomen acties werden echter grotendeels gesteriliseerd, zodat de omvang van de balans van de centrale banken niet fundamenteel werd beïnvloed.

Ondanks hun gelijklopende uitdagingen namen de Federal Reserve en het Eurosysteem vanaf de eerste stadia van de crisis sterk uiteenlopende maatregelen. Die specifieke aanpak had grotendeels te maken met de verschillen tussen de normale monetairbeleidsvoering van de twee centrale banken. Zo handhaaft het Eurosysteem gewoonlijk een groot liquiditeitstekort, dat het aanzuivert via zijn basisherfinancieringstransacties – ongeveer € 300 miljard gedurende de eerste zeven maanden van 2007 – en zijn driemaands herfinancieringstransacties – ongeveer € 50 miljard tijdens diezelfde periode. Het Eurosysteem aanvaardt bovendien een ruim gamma van activa als onderpand voor zijn herfinancieringstransacties en handelt met een groot aantal tegenpartijen – meer dan 2 000 in totaal. In vergelijking hiermee intervenueert de Federal Reserve doorgaans weinig op de geldmarkt. Vóór augustus 2007 kwamen haar dagelijkse openmarkttransacties zelden boven \$ 10 miljard uit en ze handelt slechts met een twintigtal tegenpartijen – de *primary dealers*. Ze aanvaardt trouwens slechts drie soorten van activa als onderpand voor haar leningstransacties – overheidspapier,

(1) Voor meer informatie, zie Hempell en Kok Sørensen (2010).

schuldbewijzen van door de overheid gesubsidieerde instellingen (GSE's) en *Mortgage-Backed Securities* (MBS) van de GSE's – en enkel de commerciële banken (*depository institutions*) hebben toegang tot haar permanente beleningsfaciliteit (*discount window*).

De in normale tijden beperkte rol van de Federal Reserve bij de liquiditeitsverstrekking noopte deze instelling ertoe nieuwe instrumenten te ontwikkelen en haar monetair beleid vanaf augustus 2007 grondig te wijzigen. Het Eurosysteem, daarentegen, kon dankzij een uitgebreid en flexibel monetairbeleidskader, de eerste spanningen op de geldmarkt voornamelijk opvangen via een aanpassing van het bestaande kader.

De Federal Reserve

Toen de crisis begin augustus 2007 losbarstte, besloot de Federal Reserve bij haar openmarkttransacties hogere bedragen toe te wijzen. De centrale bank besloot bovendien al gauw de looptijd te verlengen en de rente op de *discount window* te verlagen, dit teneinde de toegang tot deze faciliteit aantrekkelijker te maken. Ondanks die renteverlaging bleven de voor deze beleningsfaciliteit in aanmerking komende banken echter terughoudend om er gebruik van te maken, wat te maken had met de stigmatisering die eraan verbonden was. Voorts beperkt het kleine aantal *primary dealers* het vermogen van de Federal Reserve om aan alle instellingen die liquiditeit te verstrekken die ze in een periode van onrust effectief nodig hebben.

Om die belemmeringen voor de herfinanciering van de financiële instellingen uit de weg te ruimen, ontwikkelde de Federal Reserve eind 2007 en begin 2008 nieuwe programma's. Deze zijn voornamelijk bedoeld om de beschikbaarheid van noodfinanciering en financiering op langere termijn voor de *primary dealers* en de *depository institutions* uit te breiden. Tot de voornaamste programma's behoort de *Term Auction Facility* (TAF), die in december 2007 van start ging en die verwant is aan de *discount window*. Ze is gericht op de commerciële banken en ze impliceert met name een vernieuwing omdat ze de anonimiteit waarborgt van de instellingen die er gebruik van maken en omdat ze liquiditeiten verschaft in de vorm van veilingen. In maart 2008 werden nog twee andere nieuwe faciliteiten opgezet. De eerste is de *Term Securities Lending Facility* (TSLF), die de lijst van als onderpand aanvaarde effecten uitbreidt, alsook de looptijd verlengt van het bestaande programma van leningen in de vorm van overheidspapier door de Federal Reserve. Die faciliteit heeft tot doel de spanningen op de gewaarborgde markt te bedaren door het mogelijk te maken weinig liquide geworden effecten tijdelijk om te wisselen tegen

overheidspapier. De tweede faciliteit werd aangenomen in de nasleep van de redding van de bank Bear Stearns. Omdat de *primary dealers* geen toegang hebben tot de *discount window*, besloot de Federal Reserve de *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) te creëren, die bedoeld is om de investeringsbanken een ruimere en directere toegang tot haar liquiditeiten te bieden.

Samen met andere centrale banken heeft de Federal Reserve tevens maatregelen genomen om de spanningen op de in Amerikaanse dollar luidende interbancaire markt wereldwijd te temperen. De meeste buitenlandse banken hebben immers geen toegang tot de faciliteiten van de Federal Reserve en hun geringe depositobasis in dollar maakt ze bijzonder afhankelijk van de interbancaire markt voor de financiering van hun in dollar luidende activa. Om die situatie te verhelpen, kondigde de Federal Reserve in december 2007 deviezenswaps met de ECB en met de Zwitserse centrale bank aan. Dankzij die swapovereenkomsten kunnen deze centrale banken rechtstreeks liquiditeiten in dollar verstrekken aan hun eigen kredietinstellingen.

Naast die operaties om de liquiditeitsverschaffing op te voeren, heeft de Federal Reserve ten slotte een bijzondere rol gespeeld bij de redding van Bear Stearns. Om de overname van deze bank door JP Morgan Chase te vergemakkelijken, heeft ze bijna \$ 30 miljard geleend voor een periode van 10 jaar voor de terugkoop van een effectenportefeuille door een fonds waarin deze effecten worden ondergebracht. De daartoe gecreëerde vennootschap werd Maiden Lane genoemd, naar de naam van de straat die in Manhattan langs de Federal Reserve van New York loopt.

Om de omvang van haar balans niet te beïnvloeden, heeft de Federal Reserve de nieuwe maatregelen grotendeels gefinancierd door overheidspapier te verkopen. Tot september 2008 kan haar beleid aldus worden bestempeld als *credit easing*, in die zin dat enkel de samenstelling van haar balans werd gewijzigd.

Het Eurosysteem

Teneinde de stijging van de geldmarktrente in te perken en de Eonia-rente in de buurt van het belangrijkste leidinggevende rentetarief te handhaven, heeft het Eurosysteem van zijn kant vanaf 9 augustus 2007 op de eerste spanningen gereageerd met een aantal finetuning transacties. Vervolgens heeft het de nieuwe voorkeuren van de banken inzake liquiditeitsverstrekking geaccomodeerd, zonder evenwel zijn monetairbeleidskoers te wijzigen, waarbij tussen de koers en de tenuitvoerlegging van zijn monetair beleid een *separation principle* werd toegepast.

Eenzijds is het Eurosysteem ruimschoots tegemoetgekomen aan de grotere voorkeur van de banken voor langere looptijden, en dit door het aantal en de volumes van zijn herfinancieringstransacties op langere termijn op te voeren. Anderzijds heeft het de maximale duur van zijn langetermijntransacties op zes maanden gebracht, tegen drie maanden voorheen. Teneinde de buitensporige volatiliteit van de daggeldrente Eonia tegen te gaan, heeft het Eurosysteem ten slotte voldaan aan de wens van de banken om hun reserveverplichtingen vervroegd te kunnen nakomen. Het heeft dat gedaan door aan het begin en aan het einde van de reserveaanhoudingsperiodes respectievelijk grotere en kleinere liquiditeitsvolumes te verstrekken (frontloading). Als gevolg van de met de Federal Reserve gesloten swapakkoorden, heeft het Eurosysteem aan de banken van het eurogebied tevens liquiditeiten in dollar verstrekt tegen afgifte van onderpand in euro. De bedragen en de voorwaarden voor die liquiditeitsverstrekking zijn in de loop van de crisis sterk gewijzigd.

Hoewel hieromtrent in de empirische literatuur verschillende opvattingen bestaan, hebben de tussen augustus 2007 en september 2008 door de centrale banken ondernomen acties blijkbaar een aantal gunstige effecten gesorteerd op de risicopremies en op de volatiliteit van de geldmarktrente. Het grote beroep op de verschillende maatregelen is overigens op zich al een bewijs van het belang ervan⁽¹⁾. Hoewel de genomen liquiditeitsmaatregelen de spanningen op de geldmarkt hebben weggenomen, konden ze de onderliggende problemen van de financiële sector, namelijk de blootstelling van tal van instellingen aan 'toxische' activa en de noodzaak om kapitaal op te halen teneinde de verliezen weg te werken, evenwel niet oplossen. Die tekortkomingen werden duidelijk bij de ineenstorting van Lehman Brothers in september 2008.

(1) Voor een overzicht van de empirische studies betreffende de efficiëntie van de door de Federal Reserve en het Eurosysteem genomen maatregelen, zie Cecioni et al. (2011).

Kader 1 – Conventionele monetairbeleidsbeslissingen

De financiële crisis en de daaruit voortvloeiende inzinking van de economische bedrijvigheid noopten de centrale banken ertoe hun leidinggevende rentetarieven sterker dan ooit tevoren te verlagen. Ondanks grotendeels vergelijkbare macro-economische situaties, namen de Federal Reserve en het Eurosysteem tijdens de eerste maanden van de onrust een verschillende houding aan. Door het faillissement van Lehman Brothers besloten beide instellingen evenwel hun rentetarieven snel tot historisch lage niveaus te reduceren.

De Federal Reserve verlaagde als eerste haar basisrentetarieven. Nadat ze de discontovoet in augustus 2007 met 50 basispunten had gereduceerd, zette ze vanaf september 2007 ook de verlaging van het streeftarief voor de fed funds rente in. Tegen de achtergrond van de verslechtering van de economische situatie en ondanks de hoge inflatie, zette de Federal Reserve die politiek voort. Daarbij werd in het voorjaar van 2008 een gecumuleerde vermindering van het streeftarief met 325 basispunten opgetekend. Het Eurosysteem, van zijn kant, liet zijn belangrijkste leidinggevend tarief tijdens diezelfde periode ongewijzigd op 4%, met als argument de stevige economische fundamentals van de economie van het eurogebied en de grote risico's voor de prijsstabiliteit. In het licht van de versnelling van de inflatie als gevolg van de gestage stijging van de energie- en andere grondstoffenprijzen die mogelijk in tweederonde-effecten zou kunnen resulteren – in het verleden sterker aanwezig in het eurogebied – heeft het Eurosysteem er in juli 2008 zelfs voor geopteerd zijn rentetarieven met 25 basispunten op te trekken, ondanks tekenen die wezen op een vertraging van de economische bedrijvigheid.

Die tegengestelde houdingen die de Federal Reserve en het Eurosysteem tijdens de eerste stadia van de crisis aannamen op het vlak van de leidinggevende rentetarieven, waren deels toe te schrijven aan een relatief gunstiger economische context in het eurogebied, maar ook aan verschillen wat hun respectieve doelstelling betrof. Terwijl het Eurosysteem enkel belast is met het handhaven van de prijsstabiliteit, heeft de Federal Reserve een dubbel mandaat en is ze verplicht zich zowel toe te leggen op prijsstabiliteit als op volledige werkgelegenheid. In tegenstelling tot de Federal Reserve, beschikt het Eurosysteem reeds lang over een duidelijke kwantitatieve doelstelling, krachtens welke de inflatie op middellange termijn op minder dan, maar in de buurt van 2% moet worden gehandhaafd. Ongeacht de opdracht van het Eurosysteem, moet worden aangestipt dat de grotere



vastberadenheid van dit laatste om de inflatie te bestrijden ook kan worden toegeschreven aan het feit dat het vrij recentelijk is opgericht en aan de noodzaak om geloofwaardigheid op te bouwen.

Onmiddellijk na de faillietverklaring van Lehman Brothers, veranderde de situatie snel doordat de economische bedrijvigheid ineens stortte en de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit omsloegen in neerwaartse risico's. Een en ander zorgde ervoor dat de beide centrale banken een duidelijk accommoderend monetair beleid gingen voeren. Op 8 oktober 2008 besloten de Federal Reserve, de Bank of Canada, de Bank of England, het Eurosysteem, de Zwitserse nationale bank en Sveriges Riksbank in onderling overleg hun belangrijkste leidinggevende rentetarief met 50 basispunten te verlagen. Voor het Eurosysteem was dit de eerste neerwaartse beweging in een lange reeks, waardoor het belangrijkste leidinggevende rentetarief in mei 2009 een historisch dieptepunt van 1% bereikte. In de Verenigde Staten continueerde de Federal Reserve haar beleid en in december 2008 stelde ze voor de fed funds rente een marge tussen 0 en 25 basispunten vast, wat voor het eerst in de geschiedenis neerkwam op een bijna-nulrentebeleid.

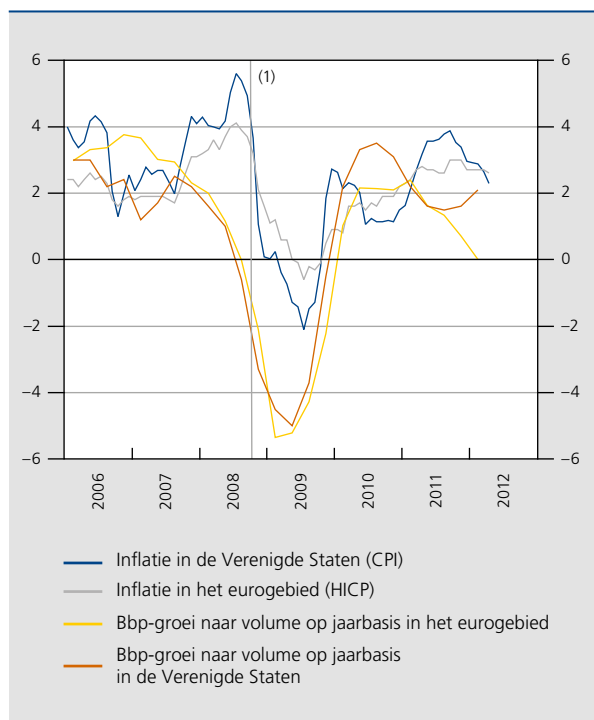
1.2 De periode van financiële paniek en recessie: najaar 2008 – najaar 2009

1.2.1 Financiële paniek en algemene economische crisis

De faillietverklaring van Lehman Brothers luidde zonder meer het begin in van een wereldwijde fase van paniek

en aanzienlijke krimp van de economische bedrijvigheid. Afgezien van het directe of indirecte verlies dat de tegenpartijen van Lehman Brothers leden, gaf het faillissement een duidelijk signaal af aan de financiële markten. Een en ander kwam tot uiting in een bruuske en zeer aanzienlijke herwaardering van de risico's, alsook in een veralgemening van het wantrouwen dat een opdrogende liquiditeit met zich bracht, de moderne versie van bankruns. De in de Verenigde Staten ontstane financiële crisis greep steeds sneller om zich heen door de effecten van de financiële innovatie die de identificatie van de risicodragers bemoeilijkt, alsook door de sterke onderlinge afhankelijkheid van de financiële instellingen wereldwijd. Tegen die achtergrond werd de reële economie volop getroffen: terwijl reeds in de loop van 2008 een aanzienlijke vertraging was opgetekend, stortte de economische bedrijvigheid in het vierde kwartaal van 2008 en begin 2009 in, zowel in de Verenigde Staten als in het eurogebied, dit in samenhang met de spectaculaire krimp van de wereldhandel. De inflatoire druk, die tot dan toe was toegenomen als gevolg van de herhaalde stijgingen van de energieprijzen en de prijzen van de andere grondstoffen, nam tegelijkertijd sterk af, waardoor de centrale banken meer manoeuvreerruimte kregen.

GRAFIEK 4 MACRO-ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN IN DE VERENIGDE STATEN EN HET EUROGEBIED



Bron: Thomson Reuters Datastream.

(1) 15 september 2008: datum waarop Lehman Brothers failliet werd verklaard.

1.2.2 Ommekeer in de monetairbeleidsvoering

Kort na het faillissement van Lehman Brothers, hebben de beide centrale banken hun monetairbeleidsvoering ingrijpend gewijzigd teneinde een actievere rol te spelen als tussenpersoon, marktmaker en *lender of last resort*. Anders dan in de voorgaande periode, werden de nieuw genomen maatregelen niet gesteriliseerd en kwamen ze tot uiting in een aanzienlijke vermeerdering van de omvang van de balansen, bovenop de radicale wijzigingen die in de samenstelling ervan werden aangebracht.

Hoewel de doelstelling om de financiële stabiliteit en de vlotte transmissie van het monetair beleid te vrijwaren nog steeds in hoge mate werd onderschreven, werden de verschillen inzake het soort van ondernomen acties enigszins groter en weerspiegelden ze zowel het eigen karakter van het operationeel monetairbeleidskader als de externe financieringsstructuren van de beide economieën. Aangezien de banksector goed was voor ruim 70 % van de externe financiering van huishoudens en ondernemingen in het eurogebied, spitste het Eurosysteem zijn optreden volledig toe op de banken. Aangezien in de Verenigde Staten 60 % van de externe financiering van de huishoudens en 80 % van die van de ondernemingen afkomstig was van andere financieringsbronnen, breidde de Fed daarentegen haar optreden uit tot andere actoren van de financiële sector. Zo zetten de instorting van de markt van de hypothecaire leningen en van de effectiseringsmarkt in de Verenigde Staten, alsook het ontbreken van manoeuvreerruimte zodra de basisrentetarieven een ondergrens bereikten, de Federal Reserve ertoe aan een beleid tot aankoop van langlopende effecten te voeren, de eerste etappe naar *quantitative easing*.

De Federal Reserve

Na het faillissement van Lehman Brothers constateerde de Federal Reserve snel dat de liquiditeitsverschaffing aan de *primary dealers* en aan de *depository institutions* niet voldoende zou zijn om de paniek die zich van de markten meester had gemaakt, een halt toe te roepen. Tot de financiële instellingen die het zwaarst door de ineerstorting van de activaprijzen en door de opdrogende liquiditeit werden getroffen, behoorden die van het *shadow banking system*, bijvoorbeeld de geldmarktfondsen, de investeringsvehikels en de hedgefondsen. Die instellingen zijn sinds het midden van de jaren tachtig een steeds grotere rol gaan spelen in de financiering van de economie, maar – in tegenstelling tot de *depository institutions* – nemen ze geen deposito's in ontvangst en hebben ze geen toegang tot de liquiditeiten van de centrale bank. Ze vielen echter ten prooi aan hetzelfde wantrouwen en aan dezelfde financiële moeilijkheden als de banken. Om de instorting van het Amerikaans financieel stelsel te voorkomen en de financiering van ondernemingen en huishoudens te ondersteunen, besloot de Federal Reserve derhalve de bestaande programma's uit te breiden en tevens nieuwe instrumenten te ontwikkelen voor andere categorieën financiële instellingen en specifieke marktsegmenten.

Drie programma's hebben een bijzondere rol gespeeld. Het eerste was de op 19 september 2008 aangekondigde *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility (AMLF)*. Krachtens dit programma verstrekke de Federal Reserve leningen aan de banken tegen

afgifte van bij de geldmarktfondsen verworven *Asset-Backed Commercial Paper (ABCP)* van hoge kwaliteit. Die fondsen kwamen na het faillissement van Lehman Brothers onder zware druk te staan en kregen af te rekenen met aanzienlijke opvragingen die hun werking in gevaar brachten. De *AMLF* werd opgezet om hun financiering te vrijwaren door de prijs van de thesauriebewijzen te ondersteunen en door gedwongen verkopen (*fire sales*) te beperken. Het tweede programma, dat een soortgelijk doel nastreefde, was de *Commercial Paper Funding Facility (CPFF)*. Het werd op 7 oktober door de Federal Reserve aangekondigd. Als gevolg van de instorting van de vraag naar thesauriebewijzen vanwege de geldmarktfondsen, verkeerden tal van emittenten in moeilijkheden. De *CPFF* beoogde derhalve deze laatste te ondersteunen door hun een tijdelijke kredietlijn te verstrekken. De *Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)* werd op 25 november opgezet en was bedoeld om de kredietverlening aan particulieren en kleine ondernemingen te bevorderen door langetermijnleningen te verstrekken tegen afgifte van nieuw uitgegeven *ABS*. De faciliteit werd vervolgens uitgebreid tot *Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)*. Net als bij de twee voorgaande programma's, werden de leningen hier toegekend op basis van *non-recourse repo's*. Dit soort van transacties zijn niet zonder risico's aangezien de kredietnemer de mogelijkheid werd geboden zijn waarborg op te geven, veeleer dan zijn lening terug te betalen indien de waarde van de waarborg ervan op de vervaldatum van de repo geringer zou zijn.

Naast de nieuwe faciliteiten en de voortzetting van het eind 2007 ingezette beleid van *credit easing*, spitste de Federal Reserve zich eind 2008 ook toe op de aankoop van langlopende effecten. In het licht van de verslechtering van de financieringskosten van de GSE's en de negatieve gevolgen voor de hypotheekmarkt in de Verenigde Staten, kondigde de Federal Reserve in november 2008 een speciaal voor de GSE's bestemd nieuw programma aan voor de aankoop van effecten. De Federal Reserve voorzag toen in de aankoop van schuldpapier van de GSE's ten belope van \$ 100 miljard en van door de GSE's gegarandeerde *MBS* ten belope van \$ 500 miljard. Als gevolg van een nieuwe verzwakking van de economische bedrijvigheid en wegens de povere vooruitzichten op de vastgoedmarkt, breidde de Federal Reserve in maart 2009 haar aankoopprogramma's uit tot respectievelijk \$ 200 miljard en \$ 1,25 biljoen voor de schuld van de GSE's en de door deze laatste gewaarborgde *MBS*. Teneinde de financieringsvoorwaarden van de private sector in het algemeen gunstig te beïnvloeden, kondigde de Federal Reserve in dezelfde periode haar voornemen aan om tijdens de volgende zes maanden ten belope van \$ 300 miljard langlopende Amerikaanse overheidsobligaties aan te kopen. Dit

zou de eerste fase zijn in de overgang naar een zogeheten beleid van *Quantitative Easing (QE1)* of *Large-Scale Asset Purchases (LSAP1)*, dat erin bestond de balansomvang te vergroten, zonder evenwel de kwaliteit ervan in termen van risico te beïnvloeden. Die beslissing werd genomen teneinde het economisch herstel te stimuleren, terwijl de basisrentetarieven de *zero lower bound* hadden bereikt.

Zoals in maart 2008 reeds het geval was geweest voor Bear Stearns, was de Federal Reserve bovendien betrokken bij een aantal reddingsoperaties, bijvoorbeeld die voor AIG in september 2008. Dit optreden leidde tot de oprichting van de fondsen Maiden Lane II en Maiden Lane III. In dezelfde periode werden de deviezenswaps met de ECB en met de Zwitserse centrale bank uitgebreid tot andere centrale banken en werden de bedragen opgetrokken.

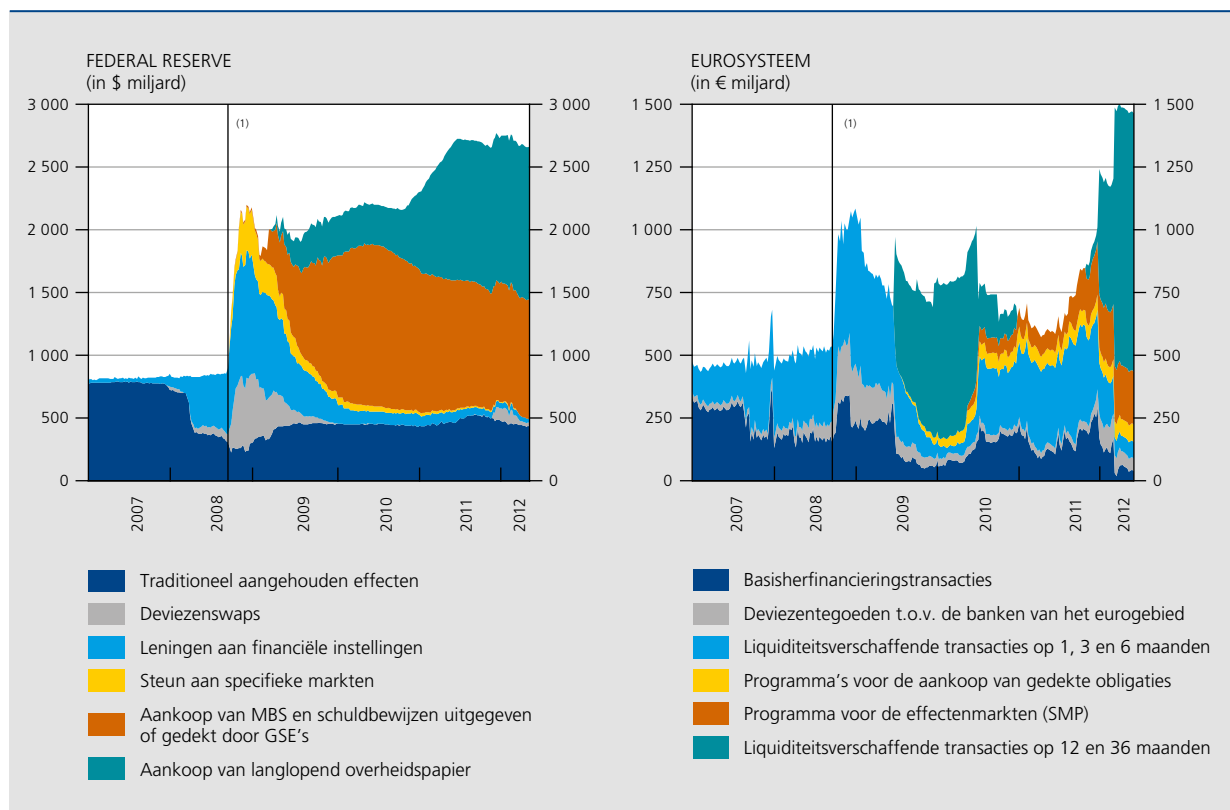
Vanwege de omvang van de ingezette bedragen, kon de Federal Reserve niet langer alle nieuwe transacties steriliseren door overheidspapier te verkopen; de maatregelen die vanaf september 2009 werden genomen, kwamen dan ook tot uiting in een aanzienlijke toename van de balansomvang.

De balans dikte aan van minder dan \$ 900 miljard in augustus 2008 tot \$ 2 100 miljard eind 2009, dat was een toename met 130 %. Hoewel de steunoperaties ten gunste van de financiële instellingen en specifieke markten eind 2008 en begin 2009 het hoofdbestanddeel uitmaakten van de actiefzijde van de balans, boetten ze echter snel aan belang in en werden ze vervangen door effectenaankoopprogramma's. Wat de passiefzijde betreft, vertaalde de sterke groei van de balans van de Federal Reserve zich in een vermeerdering van de deposito's van de Amerikaanse Schatkist, maar vooral in een sterke stijging van de door de banken aangehouden reserves.

Het Eurosysteem

Vanaf oktober 2008 nam het Eurosysteem ook een aantal nieuwe maatregelen die zorgden voor een grondige vernieuwing van zijn operationeel kader. Om te beginnen, hechtte het Eurosysteem zijn goedkeuring aan de onbeperkte liquiditeitsverschaffing, tegen een vast tarief, aan de banken van het eurogebied – nog steeds tegen afgifte van onderpand – en zulks voor alle

GRAFIEK 5 VOORNAAMSTE ACTIVA OP DE BALANS VAN DE FEDERAL RESERVE EN VAN HET EUROSYSTEEM
(daggegevens)



Bronnen: Federal Reserve Bank of Cleveland, ECB.

(1) 15 september 2008: datum waarop Lehman Brothers failliet werd verklaard.

herfinancieringstransacties. Dankzij die beslissing konden aan de banken alle gewenste liquiditeiten met zekerheid worden toegekend – zowel inzake rentetarief als inzake hoeveelheid –, wat bijdroeg tot het stabiliseren van de banksector. Voorts breidde het Eurosysteem de lijst van beleenbaar onderpand uit en verlengde het de maximale duur van zijn herfinancieringstransacties tot 12 maanden. Zoals aangekondigd in mei 2009, werden aldus drie transacties met een looptijd van 12 maanden verricht, respectievelijk in juli, september en december 2009. Hoewel dat steeds tegen een vast tarief gebeurde, werd overeengekomen dat het tarief van de transactie van december zou overeenstemmen met het gemiddelde tarief van de basisherfinancieringstransacties over de hele duur van de operatie. Het Eurosysteem voerde eveneens een programma tot aankoop van gedekte obligaties (*covered bonds*) uit ter ondersteuning van een markt die van essentieel belang is voor de financiering van de banken in het eurogebied. In dat kader kocht het tussen juni 2009 en juni 2010 voor in totaal € 60 miljard effecten aan. Tot slot heeft het zijn swaplijnen met de Federal Reserve heropend en met een aantal andere centrale banken swaplijnen opgezet, bijvoorbeeld met de Zwitserse nationale bank, de Bank of England en Danmarks Nationalbank. De akkoorden met de Federal Reserve hebben het Eurosysteem ertoe aangezet om, behalve de liquiditeitsverschaffing in dollar tegen afgifte van onderpand in euro, met de kredietinstellingen van het eurogebied deviezenswaps in euro/dollar af te sluiten. Vanwege het geringe succes van die transacties, werden ze in januari 2009 evenwel stopgezet.

Al deze niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen werden ‘verruimde kredietondersteuning’ genoemd, aangezien ze bedoeld waren om de beschikbaarheid van krediet voor de niet-financiële sector tegen aanvaardbare prijzen te vrijwaren. Vanwege het overwicht van de banken bij de externe financiering van de private sector in het eurogebied, werden de maatregelen voor hen voorbehouden. Ze hebben de intermediatierol van het Eurosysteem aanzienlijk vergroot tegen de achtergrond van ernstige verstoringen op de geldmarkt, wat, net als voor de Federal Reserve, resulteerde in een forse toename van zijn balans. Van augustus 2008 tot eind 2009 steeg deze laatste van ongeveer € 1 450 miljard tot nagenoeg € 1 900 miljard, wat neerkomt op een toename met 38%. Hoewel deze vermeerdering gering lijkt in vergelijking met de stijging van de balans van de Federal Reserve, was de balans van het Eurosysteem vóór de crisis duidelijk groter. De in euro luidende leningen aan de kredietinstellingen stegen gedurende de betreffende periode met ruim 60%, een toename die vooral het gevolg was van een massaler beroep op de transacties inzake liquiditeitsverschaffing op langere termijn. Wat de passiefzijde betreft, vertaalde de forse stijging van de balans zich in een nooit

geziene groei van het beroep op de depositofaciliteit van het Eurosysteem – in het eurogebied de tegenhanger van de bij de Federal Reserve aangehouden overreserves. Voor meer informatie ter zake, wordt verwezen naar het derde deel van dit artikel.

De nieuwe maatregelen die de beide centrale banken na het faillissement van Lehman Brothers namen, bemoeilijkten de interpretatie van de monetairbeleidskoers. Vooral in het eurogebied zorgden de nieuwe maatregelen er immers voor dat de rente op de depositofaciliteit een belangrijker rol ging spelen, voor zover een vergroting van het liquiditeitsoverschot de geldmarktrentes in de buurt van deze rente brengt. De versterkte intermediatierol van de Federal Reserve en het Eurosysteem vergrootte bovendien hun blootstelling aan risico's, hoewel deze laatste gecompenseerd werden door de goedkeuring van striktere maatregelen inzake risicobeheersing, zoals de toepassing van haircuts op waarborgen.

2. Federal Reserve en Eurosysteem zien hun uitdagingen vanaf 2010 steeds meer divergeren

Weliswaar rekening gehouden met de specifieke organisatie van hun respectieve financiële systemen, legden de Federal Reserve en het Eurosysteem tijdens de eerste stadia van de crisis een vrij gelijklopend monetair beleid ten uitvoer, maar daar kwam in de loop van 2010 verandering in. De Federal Reserve hield immers vast aan haar beleid van bijna-nulrente en ze zette steeds meer niet-conventionele beleidsinstrumenten in teneinde een accommodender beleid te kunnen voeren (deel 2.1). Ook het Eurosysteem zag zich genooddaakt, zij het als reactie op het uitbreken van de overheidsschuldencrisis in mei 2010, zijn monetairbeleidsinstrumentarium uit te breiden met een aankoopprogramma voor schuldbewijzen (deel 2.2). Dankzij de verbeterende macro-economische omgeving in het eurogebied werd in de eerste helft van 2011 een ietwat minder accommoderend rentebeleid mogelijk (deel 2.3). De verscherping van de overheidsschuldencrisis tijdens de zomer van 2011, met een voorlopig hoogtepunt in november 2011, vereiste evenwel opnieuw een uiterst accommoderend monetair beleid (deel 2.4).

2.1 Federal Reserve: voortzetting van expansief monetair beleid bij bijna-nulrente

In een macro-economische context van aanhoudend hoge werkloosheid en lage inflatieverwachtingen besloot het Amerikaanse FOMC in de zomer van 2010 de op expansie gerichte monetairbeleidsoriëntatie te continueren en vast

TABEL 1 OVERZICHT VAN DE BELANGRIJKSTE EFFECTENAANKOOPPROGRAMMA'S VAN DE FEDERAL RESERVE

		Financieel actief	Bedrag (in \$)
November 2008	LSAP1	Aankopen schuldbewijzen uitgegeven of gedekt door GSE's	600 miljard
Maart 2009	LSAP1	Aankopen overheidsobligaties Uitbreiden portefeuille schuldbewijzen uitgegeven of gedekt door GSE's	300 miljard tot 1 450 miljard
Augustus 2010		Herinvesteren van op vervaldag gekomen schuldbewijzen uitgegeven of gedekt door GSE's in overheidsobligaties	
November 2010	LSAP2	Aankopen overheidsobligaties	600 miljard
September 2011		Herinvesteren van op vervaldag gekomen schuldbewijzen uitgegeven of gedekt door GSE's in effecten van hetzelfde type	
	Maturity Extension Program	Gelijktijdige aan- en verkoop van respectievelijk langere- en kortetermijn overheidsobligaties voor éénzelfde bedrag	400 miljard

Bron: Federal Reserve.

te houden aan de bijna-nulrente, wat erop neerkwam dat de renteband voor het streeftarief van de federal funds rente tussen 0 en 0,25% gehandhaafd bleef. Voorts besloot het FOMC in augustus 2010 het volume aangehouden schuldbewijzen constant te houden door op vervaldag gekomen schuldbewijzen die waren uitgegeven of gedekt door GSE's, te herinvesteren in overheidspapier. Bovendien werd in november 2010 besloten om tegen het einde van het tweede kwartaal van 2011 voor \$ 600 miljard overheidsobligaties op langere termijn aan te kopen, de zogeheten LSAP2 of QE2.

Als in geval van een bijna-nulrente de monetaire stimulus moet worden versterkt, is er volgens de economische literatuur een uitgebreid gamma van instrumenten beschikbaar⁽¹⁾. Uit de beleidsopties van de Federal Reserve tijdens de afgelopen jaren blijkt een duidelijke voorkeur voor een aantal instrumenten die kunnen worden ingedeeld in drie grote categorieën of kanalen.

Het eerste kanaal is het communicatiekanaal waarlangs wordt getracht de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige beleidsrente te sturen teneinde deze in overeenstemming te brengen met die van de centrale bank. De belofte om de beleidsrente laag te houden, sorteert immers een neerwaarts effect op de rendementscurve van de meeste financiële activa, althans in het korte-termijn segment. Indien de centrale bank erin slaagt de renteverwachtingen van de economische subjecten neerwaarts te

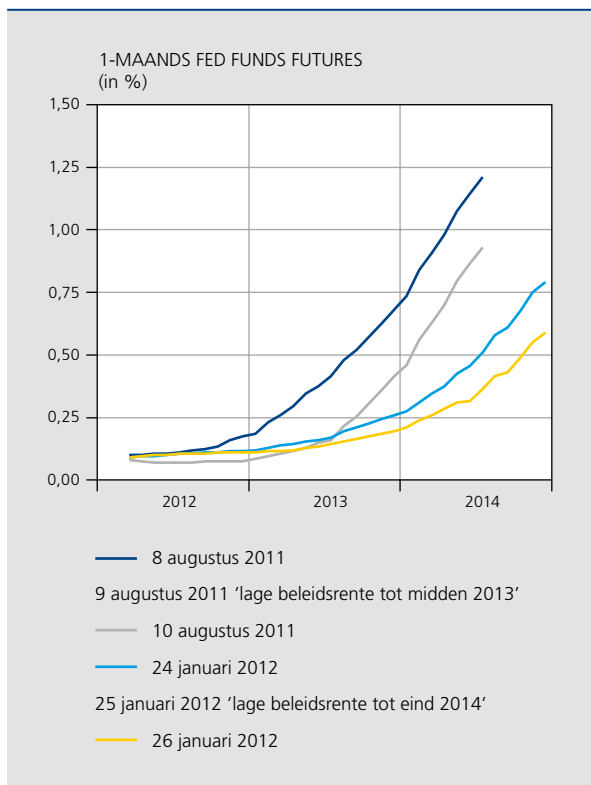
beïnvloeden, kan dit de economische bedrijvigheid eventueel ondersteunen. Het FOMC maakte van dit kanaal gebruik door te stellen dat de rente 'for some time' (december 2008) en 'for an extended period' (maart 2009) op haar uitzonderlijk laag peil zou blijven.

Deze zogenoemde *forward policy guidance* met betrekking tot het te verwachten beleidsrentepad, in casu de handhaving van de status-quo van de beleidsrente tussen 0 en 0,25%, werd vervolgens versterkt door termen zoals 'for some time' en 'for an extended period' te vervangen door een expliciete tijdsaanduiding. De aankondiging zowel in augustus 2011 ('at least through mid-2013') als in januari 2012 ('at least through late 2014') had een duidelijke neerwaartse impact op de verwachtingen ten aanzien van de beleidsrente. Hoewel het gebruik van een expliciete tijdsaanduiding ongetwijfeld bevorderlijk was voor de transparantie van het monetair beleid, geven sommigen er de voorkeur aan deze belofte aan een economische gebeurtenis te koppelen (zie met name Evans (2012)), bijvoorbeeld een daling van de werkloosheidsgraad of een stijging van de inflatie tot een op voorhand afgesproken niveau. Hierdoor zouden de economische subjecten de voorwaardelijkheid van de belofte beter moeten kunnen begrijpen.

In januari 2012 besloot het FOMC een kwantitatieve inflatiedoelstelling in te voeren en het door de FOMC-leden in het vooruitzicht gestelde rentepad te publiceren waarop hun macro-economische projecties zijn gebaseerd. Door een kwantitatieve inflatiedoelstelling in te voeren, sluit de Federal Reserve aan bij een reeds enkele decennia aan

(1) Zie bv. Ball (2012), Stone et al. (2011) en Bernanke en Reinhart (2004).

GRAFIEK 6 FEDERAL RESERVE: FORWARD POLICY GUIDANCE



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Federal Reserve.

de gang zijnde wereldwijde centralebanktrend inzake beleidsstrategie. Toch handhaaft de Federal Reserve een tweeledig mandaat. Een kwantitatieve doelstelling inzake het nastreven van maximale werkgelegenheid kan echter moeilijk worden verwezenlijkt omdat ze voornamelijk wordt bepaald door niet-monetaire en doorheen de tijd veranderende factoren⁽¹⁾. Door het langeretermijnkarakter van de inflatiedoelstelling en ondanks het behoud van het 'dual mandate' verschilt de Federal Reserve weinig van de andere centrale banken (die alleen maar een doelstelling in termen van inflatie hebben), omdat ook deze centrale banken een 'flexible inflation targeting strategy' hanteren. Het feit dat op prijsstabiliteit wordt gefocust, betekent immers niet noodzakelijkerwijs dat andere centrale banken volkomen ongevoelig zijn voor andere economische overwegingen. Bij zogeheten 'flexible inflation targeting', is er – naast de focus op de hoofddoelstelling (prijsstabiliteit) – op korte termijn ruimte voor andere overwegingen, bijvoorbeeld voor het verloop van de economische bedrijvigheid. Bedoeling daarbij is de eventueel met 'strict inflation targeting' gepaard gaande overdreven volatiliteit in de economische bedrijvigheid en in de nominale rente te voorkómen. Terwijl het nastreven van prijsstabiliteit, enerzijds, en duurzame economische

groei op lange termijn, anderzijds, niet tegenstrijdig zijn, maar integendeel zelfs complementair zijn, kan het monetair beleid op korte termijn immers wel voor dilemma's staan, bijvoorbeeld in geval van aanbodschokken, en is een geleidelijke reactie vaak aanbevolen⁽²⁾.

Voorts besloot het FOMC om bovenop de verwachtingen van de individuele FOMC-leden ten aanzien van de bedrijvigheid, de werkloosheid en de inflatie tevens hun respectievelijk voorziene beleidsrentepad te publiceren, wat bijdraagt tot een nog grotere transparantie en toerekenbaarheid van het monetair beleid. In deze vorm werden de projecties voor het eerst gepubliceerd na de vergadering van 25 januari II. Concreet bevat de publicatie de hypothese van elk FOMC-lid met betrekking tot het niveau van de federal funds rente aan het einde van de komende kalenderjaren en op lange termijn. Naast de diversiteit tussen de verschillende FOMC-leden wat het rentepad betreft, leek deze publicatie op het eerste gezicht in strijd te zijn met het resultaat van die bewuste FOMC-vergadering, namelijk de mededeling dat de beleidsrente tot een flink eind in 2014 laag zou worden gehouden. Deze discrepantie heeft deels te maken met het verschil tussen de renteprojecties van alle FOMC-leden en de renteprojecties van de FOMC-leden met stemrecht tijdens die bewuste vergadering. Bovendien weerspiegelen deze projecties de rentehypothesen van de FOMC-leden aan het begin van de vergadering; ze hoeven derhalve niet noodzakelijkerwijs overeen te komen met de uiteindelijke beslissing na beraadslaging⁽³⁾.

Meer algemeen kan de publicatie van het verwachte rentepad ervoor zorgen dat huishoudens en bedrijven minder onzeker worden inzake hun investeringsbeslissingen. Op basis van de publicatie kan worden uitgemaakt wanneer de FOMC-projecties bijvoorbeeld gewag maken van een inflatiedaling, dit al dan niet te maken heeft met een restrictief monetair beleid. Tegelijkertijd zij beklemtoond dat de gepubliceerde rentehypothesen geen belofte inhouden wat het toekomstig beleidsrentepad betreft. Het rentepad van de FOMC-leden zal immers evolueren naarmate de economische context verandert. Wil een centrale bank de effectiviteit van deze toegenomen transparantie ten volle benutten, dan is het van essentieel belang dat ook de economische subjecten zich van deze voorwaardelijkheid voldoende bewust zijn.

Het tweede kanaal is het wijzigen van de samenstelling van de centralebankbalans. Door het relatieve aanbod te veranderen van een bepaald financieel instrument,

(1) FOMC (2012).

(2) Svensson (1999).

(3) Evans (2012).

bijvoorbeeld overheidsobligaties, kan de centrale bank de prijs van dat instrument immers beïnvloeden. Het derde kanaal is het vergroten van de omvang van de centrale-bankbalans. In dat geval gaat de liquiditeitsverstrekking of de aankoop van financiële activa eveneens gepaard met een verruiming van het aanbod van de centralebankreserves, die in eerste instantie het liquiditeitsrisico in het financieel systeem verkleint. In de praktijk hebben de meeste centrale banken deze beide kanalen gecombineerd teneinde het zogeheten niet-conventioneel monetair beleid zo efficiënt als mogelijk aan te wenden⁽¹⁾.

Het tweede kanaal, namelijk het wijzigen van het relatief aanbod van twee verschillende financiële instrumenten, werd door de Federal Reserve in 2008 aangewend, vóór het uitbreken van de financiële crisis in september van dat jaar (zie deel 1). De centrale bank kon zich daarbij op specifieke financiële marktsegmenten richten teneinde er de rente en risicopremies te beïnvloeden opdat de bedrijvigheid er zich zou herstellen. Dankzij de verkoop, door de Federal Reserve, van overheidsobligaties aan tegenpartijen konden deze laatste op de interbancaire markt bovendien vlotter gedekte leningen aangaan. Gaat het enkel om een wijziging van de looptijd van door de Federal Reserve aangehouden overheidsobligaties, bijvoorbeeld het Maturity Extension Program van september 2011, dan is het voornamelijk de bedoeling de helling van de rendementscurve voor overheidsobligaties te wijzigen. Krachtens het Maturity Extension Program worden tot juni 2012 voor \$ 400 miljard overheidsobligaties met een looptijd tussen 6 en 30 jaar aangekocht; daarentegen wordt eenzelfde bedrag aan overheidsobligaties met een looptijd tussen 3 maanden en 3 jaar verkocht, zodat alleen de gemiddelde looptijd van de aangehouden portefeuille overheidsobligaties wordt verlengd. Dit programma kan dus worden vergeleken met de zogenoemde operatie Twist aan het begin van de jaren zestig, die bedoeld was om de rendementscurve te 'twisten' door de lange rente te verlagen en de korte rente ongeveer constant te houden. Meaning en Zhu (2012) schatten dat een verlenging, met één maand, van de gemiddelde looptijd van de portefeuille overheidsobligaties die wordt aangehouden door de Federal Reserve, de tienjaarsrente met 3,4 basispunten doet dalen. Nog volgens deze auteurs kan dankzij het Maturity Extension Program de tienjaarsrente met 85 basispunten worden verlaagd, op voorwaarde dat het volume en de looptijd van de totale uitstaande overheidsschuld ongewijzigd blijven. Het effect kan immers deels teniet worden gedaan, mocht de Amerikaanse Schatkist ertoe besluiten relatief meer schuld op langere termijn uit te geven teneinde profijt te trekken van de lagere rente⁽²⁾.

In de zogeheten effectenaankoopprogramma's van de Federal Reserve worden het tweede en, vooral, het derde

kanaal met elkaar gecombineerd. Deze programma's, beter bekend als het LSAP of het QE, zijn tijdens de recente crisis een belangrijk beleidsinstrument gebleken om de economie van de Verenigde Staten extra monetaire stimuli te verschaffen. Het eerste programma, namelijk LSAP1 (november 2008 en maart 2009), was hoofdzakelijk gericht op het ondersteunen van de hypotheekmarkt, maar voor een deel ook op het beïnvloeden van de rente op overheidsobligaties, een belangrijke benchmark voor de prijszetting van een breed scala aan financiële activa. Aan deze rentebeïnvloeding werd nog kracht bijgezet door een supplementaire aankoop van overheidsobligaties krachtens het LSAP2 (november 2010).

Een programma voor de aankoop van schuldbewijzen door de centrale bank kan, via tal van kanalen, de relevante financiële en macro-economische variabelen beïnvloeden. Uit verschillende studies blijkt een duidelijk aankondigingseffect⁽³⁾. De aankondiging van de aankoopprogramma's bevat immers, naast datgene wat de centrale bank tot dan toe had besloten en meege-deeld, informatie over het toekomstig rentepad. Uit de aankondiging kan bijvoorbeeld blijken dat de macro-economische vooruitzichten slechter zijn dan verwacht. Dit verlaagt op zijn beurt het voorziene beleidsrentepad en kan zelfs de onzekerheid daaromtrent verkleinen⁽⁴⁾. Het aankondigingseffect heeft aldus een neerwaarts effect op de langere rentes. Op basis van de zogeheten *event studies*-methodologie stellen verschillende auteurs vast dat deze aankoopprogramma's een aanzienlijk en significant effect sorteren op de relevante rentes⁽⁵⁾. Vooral het eerste aankoopprogramma LSAP1 had een zware impact op de rente op overheidsobligaties, terwijl het LSAP2 blijkbaar een geringer effect uitoefende.

Belangrijk voor de economische bedrijvigheid is uiteraard de mate waarin deze programma's, naast hun aankondigingseffect, de langere rentes duurzaam neerwaarts beïnvloeden. Dit laatste is mogelijk omdat niet alle financiële activa onderling perfect vervangbaar worden geacht. Door overheidsobligaties aan te kopen, krimpt immers het op de markt beschikbaar aanbod ervan. Omdat bepaalde investeerders een uitgesproken voorkeur tonen om (Amerikaanse) overheidsobligaties aan te houden, zijn ze bereid een hogere prijs te betalen voor de 'schaarse' obligaties, wat erop neerkomt dat ze een lagere rente aanvaarden. Deze theorie van het zogeheten 'portfolio rebalancing channel' vindt haar oorsprong

(1) Voor een bespreking van de omvang en de samenstelling van de centralebankbalans als monetairbeleidsinstrument, zie bijvoorbeeld Borio et al. (2009) of Shiratsuka (2010).

(2) Zie bv. McCauley en Ueda (2009).

(3) Voor een overzicht, zie bv. Cecioni et al. (2011) en BIS (2011).

(4) BIS (2011) en Williams (2011).

(5) Gagnon et al. (2010).

in Tobin's 'portfolio balance'-model of in de 'preferred habitat'-hypothese van Modigliani en Stutch. Volgens deze theorieën zijn er investeerders met een verschillende voorkeur voor verschillende financiële activa, wat de werking van het arbitragemechanisme tussen de verschillende financiële activa beperkt. Hierdoor kan een belangrijke marktdeelnemer, in casu de centrale bank, middels omvangrijke aan- of verkopen het marktaanbod zodanig beïnvloeden dat ook de prijs/rente wijzigt. Zo stellen Gagnon et al. (2010) vast dat een aanzienlijke aankoop van overheidspapier een permanent neerwaarts effect van 10 basispunten kan hebben op de tienjaars rente op Amerikaanse overheidsobligaties, terwijl D'Amico en King (2010) een effect van 67 basispunten optekenen. In sommige studies worden ook de effecten op de macro-economie beoordeeld. Zo noteren Chung et al. (2011) een aanzienlijk opwaarts effect op de bbp-groei, de werkgelegenheid en de inflatie.

2.2 Eurostelsel: eerste fase van de overheidsschuldencrisis

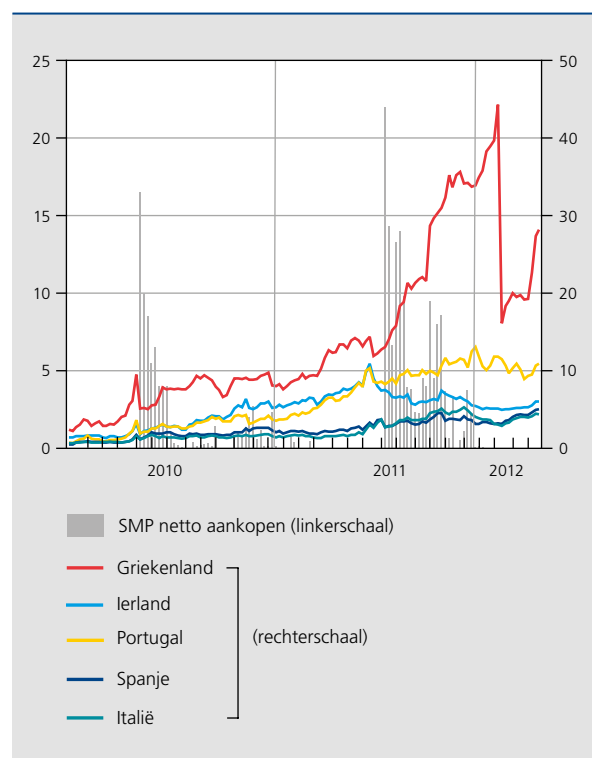
Toen in mei 2010 de markt voor overheidsobligaties in sommige landen van het eurogebied steeds meer ging disfunctioneren, en gelet op de cruciale rol die dit marktsegment in het financieel systeem van het eurogebied speelt, besloot de Raad van Bestuur van de ECB een nieuwe niet-conventionele maatregel te introduceren, te weten het Securities Markets Programme (SMP). Krachtens dit programma kunnen op de secundaire markt effecten worden aangekocht – die werden uitgegeven door zowel de overheid als de private sector –, en dit teneinde de activamarkten opnieuw vlot te laten werken en, derhalve, het mechanisme inzake monetaire transmissie te vrijwaren. De centrale bank kan immers enkel de zeer korte rente rechtstreeks beïnvloeden, terwijl de transmissie van de monetairbeleidsimpuls naar de reële economie via de financiële markten en de bancaire kredietverlening verloopt. In dit proces speelt de markt voor overheidsobligaties via drie kanalen een belangrijke rol, namelijk via het prijs-, het liquiditeits- en het balanskanaal.

De rente op overheidsobligaties beïnvloedt via het prijskanaal de financieringsvoorwaarden voor de economie. Ze fungeert immers meestal als referentierente bij het bepalen van de aan huishoudens en ondernemingen aangerekende rentetarieven. Wanneer de in de rente op overheidspapier vervatte risicopremies waarden bereiken die niet langer te rechtvaardigen zijn omdat de markten niet naar behoren werken, dreigen ze de monetairbeleidstransmissie te verstoren doordat ze opwaartse druk uitoefenen op de financieringskosten in de economie. Het liquiditeitskanaal treedt in werking doordat

overheidspapier de belangrijkste vorm van onderpand is wanneer banken zich op de markt financieren. Als de prijzen voor overheidspapier dalen, worden de banken blootgesteld aan een liquiditeitsrisico omdat ze die waardedaling moeten compenseren door extra onderpand te bieden of door minder te lenen. Droogt de liquiditeit van deze effecten op, dan kan, zoals dat begin mei 2010 het geval was, de interbancaire markt zelfs volledig verlamd raken. Hierdoor wordt de toegang tot marktfinanciering belemmerd en komt de kredietverlening aan de economie in het gedrang. Het balanskanaal, van zijn kant, treedt in werking omdat dalende prijzen voor overheidsobligaties verlies impliceren voor de houders ervan. Dit tast het eigen vermogen van de banken aan, wat deze laatste er kan toe aanzetten minder leningen toe te kennen. Door deze situatie wordt de twijfel over de solvabiliteit van sommige banken bovendien opnieuw groter, wat de financiering van deze banken via de markt verder bemoeilijkt.

Het SMP was voornamelijk bedoeld om het mechanisme inzake monetaire transmissie te handhaven. Er zij dan ook beklemtoond dat de liquiditeitsverschaffing, vanwege de aankopen in het kader van het SMP, op wekelijkse basis

GRAFIEK 7 AANKOPEN IN HET KADER VAN HET SECURITIES MARKETS PROGRAMME EN RENTESPREAD OP TIENJAARS OVERHEIDSOBLIGATIES⁽¹⁾
(in € miljard, in procentpunt)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ECB.
(1) Spread t.o.v. de Duitse Bund.

integraal wordt geabsorbeerd, dit in tegenstelling tot de meeste effectenaankoopprogramma's van de Federal Reserve krachtens welke ook extra centralebankliquiditeit wordt gecreëerd. De meeste aankopen in het kader van het SMP waren geconcentreerd in mei en juni 2010; het totaal uitstaand bedrag aan aankopen beliep eind juni 2010 € 55 miljard.

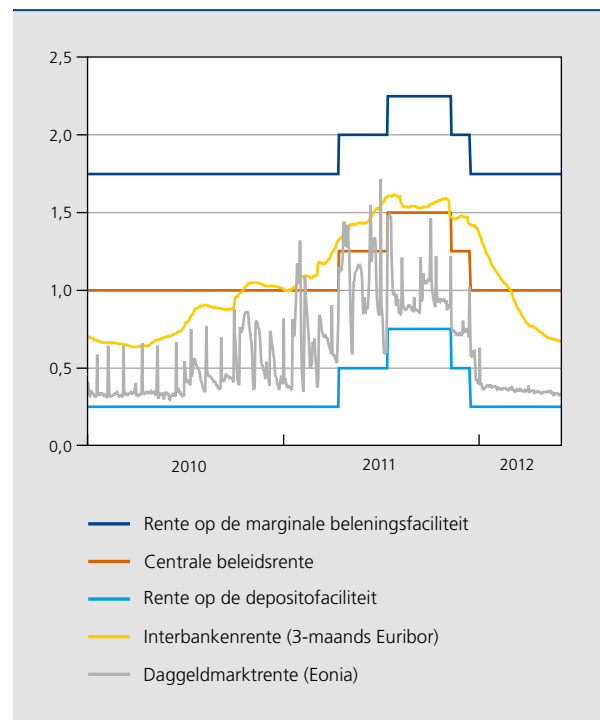
Het is vrij complex om de effectiviteit van het SMP te beoordelen aangezien, om te beginnen, een 'normale' werking van het mechanisme inzake monetaire transmissie nogal moeilijk kan worden samengevat in enkele duidelijke maatstaven of indicatoren en het, vervolgens, vrij problematisch, zo niet onmogelijk, is de exacte bijdrage van een individuele niet-conventionele maatregel te beoordelen tegen de achtergrond van teruglopende prijzen voor overheidsobligaties. Niettemin lijken de effectenaankopen krachtens het SMP een – zij het kortstondig – effect te hebben gesorteerd op het rendement van bijvoorbeeld tienjaars overheidsobligaties. In mei 2010 was dit het geval voor het rendement van de overheidsobligaties in de meeste landen, in het bijzonder Griekenland. Bovendien heeft het programma er mogelijk mee voor gezorgd dat de problemen in een afzonderlijk land niet onbeperkt oversloegen op de andere landen van het eurogebied⁽¹⁾.

2.3 Eurosysteem: licht economisch herstel aan het begin van 2011

In de eerste helft van 2011 herstelde de economische bedrijvigheid zich in het eurogebied, wat aanleiding gaf tot een zeker optimisme ten aanzien van de toekomstige groei. Tegelijkertijd namen de inflatoire spanningen geleidelijk aan toe onder impuls van de hogere prijzen voor energie en andere grondstoffen. Als reactie op de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit tegen de achtergrond van het herstel van de bedrijvigheid, besloot de Raad van Bestuur van de ECB tweemaal de beleidsrente te verhogen. Zo werd het belangrijkste leidinggevende rentetarief, dat bijna twee jaar lang op een historisch laag peil van 1% was gehouden, op 7 april opgetrokken tot 1,25% en op 7 juli tot 1,50%. Hoewel de financiële markten in het eurogebied, en vooral dan de geldmarkt, omstreeks eind 2010, begin 2011 algemeen vlotter gingen functioneren, werd door de Raad van Bestuur besloten de niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen die eind 2010 van toepassing waren, in stand te houden. Aanleiding daartoe waren de aanhoudende verstoringen in bepaalde segmenten van de financiële markten van het eurogebied als gevolg van de overheidsschuldencrisis.

(1) Zie bv. Boeckx en Dewachter (2012).

GRAFIEK 8 BELEIDS- EN GELDMARKTRENTES IN HET EUROGEBIED (in %)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ECB.

2.4 Eurosysteem: overheidsschuldencrisis en risico op kredietchaarste

Op verschillende markten van de overheidsschuld in het eurogebied nam de spanning in de zomer van 2011 weer toe naar aanleiding van nieuwe ongerustheid over het vermogen van Griekenland om zijn schuld terug te betalen. De rentever verschillen tegenover de Duitse Bund werden voor alle overheidsobligaties groter en Italië en Spanje werden zwaar getroffen, wat een volgende fase inluide in het besmettingsproces van de overheidsschuldencrisis. Deze ontwikkelingen gingen gepaard met een algemene toename van de risicoaversie en met een duidelijke verslechtering van de situatie op de interbancaire markt. Op de geldmarkt werd het rentever verschil tussen de driemaands Euribor en de driemaands OIS weer groter, terwijl in toenemende mate een beroep werd gedaan op de herfinancieringstransacties van het Eurosysteem.

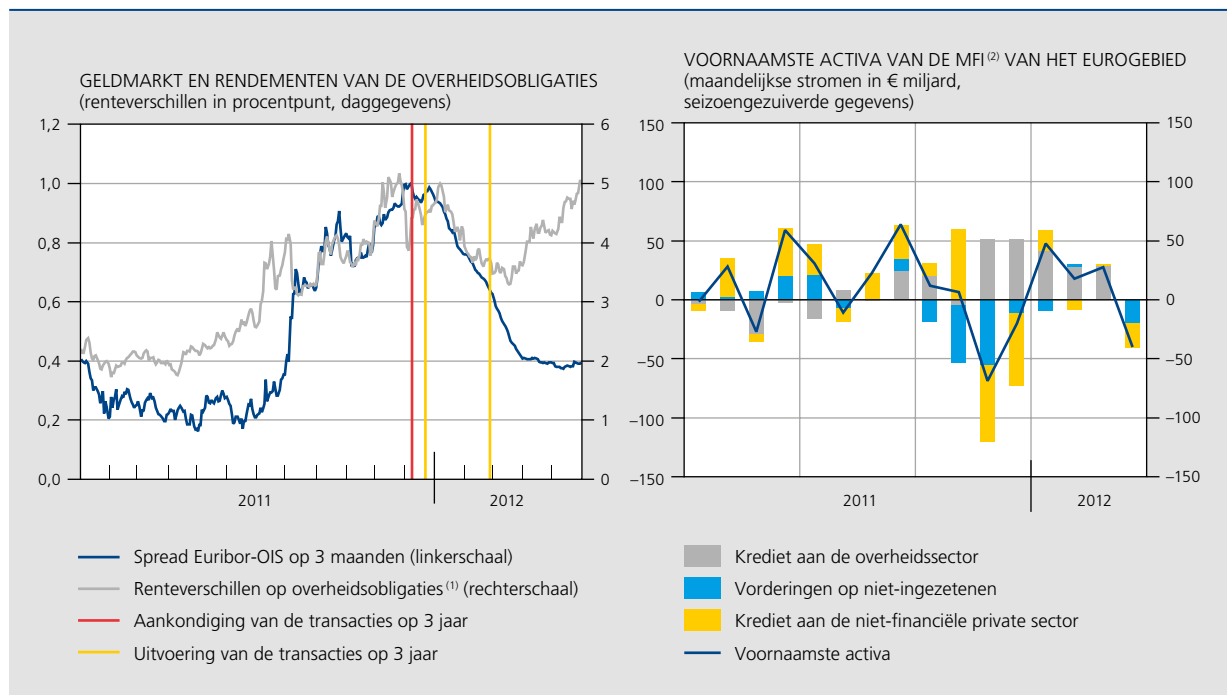
Deze nieuwe beroering, het gevolg van een verergering van de overheidsschuldencrisis, zette de banken ertoe aan hun criteria inzake kredietverlening aan te scherpen en bracht derhalve de goede transmissie van het monetair beleid in het gedrang. In deze context en teneinde de financieringsdruk voor de kredietinstellingen te verlagen,

keurde de Raad van Bestuur van de ECB geleidelijk nieuwe niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen goed. In eerste instantie besloot de Raad om vanaf augustus een nieuwe zesmaands liquiditeitsverstrekking uit te voeren en het SMP te reactiveren⁽¹⁾. Vervolgens kwam de Raad in september overeen drie additionele transacties tot liquiditeitsverstrekking op drie maanden in VS-dollar uit te voeren, dit ter aanvulling van de reeds op weekbasis uitgevoerde transacties op zeven dagen. In oktober werd een nieuw maatregelenpakket goedgekeurd: om de onzekerheid rond de herfinanciering voor de banken nog meer te doen afnemen, besloot de Raad van Bestuur twee transacties tot liquiditeitsverstrekking op langere termijn uit te voeren, de ene met een looptijd van twaalf maanden en de andere met een looptijd van dertien maanden. Bovendien kondigde de Raad aan dat alle herfinancieringstransacties tot medio 2012 zouden blijven verlopen volgens de procedure met volledige toewijzing van alle inschrijvingen en tegen een vaste rente die overeenstemt met het gemiddelde van de centrale beleidsrente voor de wekelijkse herfinancieringstransacties over de hele duur van de transactie. Tot slot werd besloten een tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties op te zetten. Naar verwachting zou voor in totaal € 40 miljard worden aangekocht gedurende een in november 2011 aanvangende periode van een jaar.

Wegens de verslechtering van de economische vooruitzichten en de verwachte vermindering van de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit, verlaagde de Raad van Bestuur van de ECB tijdens zijn vergaderingen van november en december zijn beleidsrentetarieven met telkens 25 basispunten. Door het toenemende risico op een inkringing van de kredietverlening aan de private sector (*credit crunch*), keurde de Raad in december een nieuwe reeks maatregelen goed ter ondersteuning van de liquiditeit van de banken en de kredietverlening aan de economie. Tot de voornaamste aangekondigde maatregelen behoorden de uitvoering van twee herfinancieringstransacties op zeer lange termijn met een looptijd van 36 maanden, de uitbreiding van de als onderpand beleenbare activa voor de leningen van het Eurosysteem en de verlaging, vanaf januari 2012, van het percentage van de reserveverplichting van 2 tot 1%. De transacties op 36 maanden (die op 22 december 2011 en 1 maart 2012 werden uitgevoerd), verstrekten respectievelijk € 489,2 en € 529,5 miljard, voor een totale netto liquiditeitsinjectie van ongeveer € 520 miljard.

(1) Eind mei 2012 beliep het totale bedrag van de door het Eurosysteem in het kader van het SMP aangehouden overheidsobligaties € 212 miljard, tegen € 74 miljard begin augustus 2011.

GRAFIEK 9 OVERHEIDSSCHULDENCRISIS EN RISICO OP RANTSOENERING VAN HET KREDIET IN HET EUROGEBIED



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, US Department of Agriculture, ECB.

(1) Rendementsverschillen van de tienjaars overheidsobligaties van België, Spanje, Ierland, Italië en Portugal tegenover de Duitse Bund, gewogen gemiddelde op basis van bbp.

(2) Monetaire financiële instellingen, met uitzondering van het Eurosysteem.

Zoals blijkt uit de resultaten van de enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied van april 2012, droegen deze transacties op lange termijn bij tot een vlottere toegang van de banken tot marktfinanciering en tot een verbetering van hun liquiditeitspositie. Daarnaast kwamen zij ten goede aan verschillende overheden, bijvoorbeeld die van Spanje of Italië, die hun financieringskosten gevoelig zagen dalen als gevolg van de aankoop van overheidsobligaties door de banken. Meer algemeen, ten slotte, leidden zij tijdens de daaropvolgende weken tot een duidelijk beter marktsentiment, in het bijzonder op de geldmarkt, zoals blijkt uit de forse verkleining van het renteverskil tussen de driemaands Euribor en de driemaands OIS. In een verslechterde en door een zwakke vraag naar krediet gekenmerkte economische

context vertaalden deze transacties op lange termijn zich echter niet in een merkbare toename van de groei van de leningen aan de private sector. Bovendien waren eind maart de gunstige effecten die ze op de banken hadden gesorteerd, enigszins weggeëbd en in verschillende landen werd de rentespread tegenover de Duitse Bund opnieuw groter. Uit dit alles blijkt dat de liquiditeitsmaatregelen van het Eurosysteem, hoewel zij de banken ademruimte bieden en het mogelijk maken tijd te winnen, niet de plaats kunnen innemen van een kapitaalversterking van de banksector en van een gezond begrotings- en structureel beleid dat de duurzame groei en de stabiliteit van de Europese economie bevordert⁽¹⁾.

(1) Draghi (2012).

Kader 2 – Monetair en begrotingsbeleid

Hoewel de politieke machthebbers aan weerszijden van de Atlantische Oceaan beperkt zijn in hun mogelijkheden om op het vlak van de monetairbeleidsvoering in te grijpen, nemen het Eurosysteem en de Federal Reserve een zeer uiteenlopende houding aan ten opzichte van de aankoop van overheidsobligaties. Dit heeft te maken met de verschillende mandaten van de beide centrale banken en met de voor elk van deze economische zones specifieke institutionele kenmerken. Bovendien heeft de financiële crisis ervoor gezorgd dat de grenzen tussen monetair en begrotingsbeleid enigszins zijn vervaagd.

Onafhankelijkheid en aankoop van overheidspapier

Economische theorieën en empirisch bewijsmateriaal hebben tot de consensus geleid dat de monetair beleidsvoering bij voorkeur aan onafhankelijke instellingen wordt toevertrouwd. Dankzij deze structuur kan de monetairbeleidsvoering immers ver weg worden gehouden van politieke druk om een al te expansief – en dus mogelijk inflatoir – beleid te voeren. Hierdoor ontstaat dan weer een stabielere omgeving, wat bevorderlijk is voor de economische groei en de werkgelegenheid. Vanaf eind jaren zeventig heeft dit onafhankelijkheidsprincipe de denkwijze in de geavanceerde landen geleidelijk bepaald en vond het logischerwijs ingang bij de Federal Reserve en bij de oprichting van het Eurosysteem. Dit ging gepaard met een bevestiging van de prijsstabiliteit als doelstelling en werd concreet omgezet in met name de afschaffing van de monetaire financiering van overheidstekorten en het verbod voor de centrale banken om op de primaire markt overheidsschuldtitels aan te kopen.

Op die manier beperkt de onafhankelijkheid van de centrale banken de mogelijkheid voor laatstgenoemde om overheidspapier aan te kopen, maar in principe verbiedt het dergelijke aankopen niet omdat het hier mogelijkwijs een krachtig macro-economisch instrument betreft. Zowel de Federal Reserve als het Eurosysteem kochten tijdens de crisis overheidsobligaties aan, maar de wijze waarop die aankopen gebeurden en ook de doelstellingen die er werden mee nagestreefd, waren verschillend. Dat had alles te maken met hun uiteenlopende mandaat en met hun specifieke institutionele kenmerken.

In het eurogebied is het de taak van het Eurosysteem de prijsstabiliteit te handhaven. Dat is zijn primaire doelstelling. Bovendien beschikt het Eurosysteem over een zeer sterke mate van onafhankelijkheid. In de eerste plaats heeft zijn onafhankelijkheid een nagenoeg grondwettelijk statuut, in die zin dat ze is opgenomen in het



EU-verdrag dat enkel bij unanimititeit van de lidstaten kan worden gewijzigd. Ten tweede is het Eurosysteem door de structuur eigen aan het eurogebied, aan geen enkele nationale uitvoerende of wetgevende overheid direct verantwoording verschuldigd en kan het geen instructies aanvaarden van welk politieke niveau dan ook. Deze factoren verklaren grotendeels waarom de tot nu toe uitgevoerde aankopen van overheidspapier beperkt werden tot deze binnen het kader van het SMP, met de bedoeling de transmissie van het monetair beleid te vrijwaren in de landen die zich in het middelpunt van overheidsschuldencrisis bevonden.

In de Verenigde Staten is de aan- en verkoop van overheidseffecten het sleutelinstrument van het traditioneel monetair beleid, dit in de vorm van zowel aankopen als transacties met wederinkoop. Het statuut van 'risicovrije' en zeer liquide activa van overheidspapier zorgt ervoor dat het vrijwel het enige actief is dat de Federal Reserve doorgaans in portefeuille heeft en dat zij in het kader van haar dagelijkse transacties inzake liquiditeitsverstrekking aanvaardt. Bovendien gelast het tweeledige mandaat van de Federal Reserve deze laatste veel duidelijker de economie aan te zwengelen wanneer de situatie dat vereist. De aanhoudend zwakke economische bedrijvigheid en het bodempeil van de beleidsrente verklaren dan ook waarom de Federal Reserve in de loop van de crisis massaal overheidspapier heeft aangekocht. Tot slot zij opgemerkt dat de Federal Reserve onafhankelijk is 'binnen de regering'. Dit blijkt uit het feit dat het Amerikaans Congres het beheer van het monetair beleid in de Verenigde Staten delegeert aan de Federal Reserve. Hoewel deze laatste financieel en inzake besluitvorming onafhankelijk is, dient ze derhalve officieel wel verantwoording af te leggen aan het Congres, dat bevoegd is om, desgewenst, de statuten en de omvang van de verantwoordelijkheden van de centrale bank via wetgeving te wijzigen. Er wordt bovendien van uitgegaan dat de Federal Reserve handelt in 'overeenstemming met de door de regering opgestelde algemene doelstellingen van het economisch en financieel beleid'. Deze institutionele kenmerken, in combinatie met de eenheid van het begrotingsbeleid in de Verenigde Staten, doen sommigen oordelen dat de Federal Reserve blootgesteld is aan een zekere mate van politieke druk, vooral als er nieuwe verkiezingen op til zijn.

Monetair beleid en begrotingsbeleid in de context van de financiële crisis

Zowel in de Verenigde Staten als in het eurogebied heeft het samengaan van een zware financiële crisis en grote budgettaire onevenwichtigheden enige verwarring gezaaid over de grenzen van het monetair beleid en over de rol van de centrale bank, meer bepaald wat de relatie van deze laatste met het begrotingsbeleid betreft.

Eenzijds hebben de centrale banken, vanwege de crisis, maatregelen genomen die het onderscheid tussen monetair beleid en begrotingsbeleid hebben vervaagd. Zo is de Federal Reserve in programma's gestapt ter ondersteuning van bepaalde markten zoals deze van de thesauriebewijzen of de ABS. Ze kocht ook activa aan zoals schuldbewijzen van GSE's en MBS ter ondersteuning van de vastgoedmarkt. Tot slot was de Federal Reserve in hoge mate betrokken bij de redding van Bear Stearns en van AIG en heeft ze massaal overheidspapier aangekocht. In het eurogebied ging het Eurosysteem van zijn kant van start met twee aankoopprogramma's voor gedekte obligaties en met een programma voor de effectenmarkten, dat leidde tot de aankoop van overheidseffecten op de secundaire markt. Daarnaast ondersteunden de nationale centrale banken van het eurogebied op eigen kracht verschillende kredietinstellingen in het kader van de dringende liquiditeitsbijstand (*Emergency Liquidity Assistance of ELA*). Sommige van de tijdens de crisis ondernomen acties wijzigden aldus de kredietallocatie tussen de marktsegmenten en bevoordeelden of benadeelden bepaalde economische actoren. Bovendien impliceerden de meeste maatregelen, zowel via de seigniorage-opbrengsten als via eventuele kapitaalverliezen, risico's voor de overheidsfinanciën van de staten, risico's die weliswaar beperkt bleven door met name de toepassing van haircuts. Bovendien is het feit dat de centrale banken zich op een terrein begeven dat dicht aanleunt bij het begrotingsbeleid, niet zonder gevaar voor henzelf. Zodra zij zich op het domein van het begrotingsbeleid bevinden, zouden ze immers gemakkelijker onder druk kunnen komen te staan van de private sector, de financiële markten of de regeringen om hun balans actief te blijven aanwenden en op die manier een politiek ingrijpen overbodig te maken⁽¹⁾. Een dergelijke situatie kan, indien ze aanleiding geeft tot

(1) Plosser (2012).



minder begrotingsdiscipline, *moral hazard* veroorzaken. Bovendien verhoogt ze het risico dat het budgettair beleid de bovenhand krijgt op het monetair beleid, wat een potentiële bedreiging vormt voor de onafhankelijkheid en de geloofwaardigheid van de centrale bank, vooral in geval van monetisatie van de verliezen of van de overheidsschuld.

Anderzijds heeft de noodzaak tot het oplossen van de financiële problemen waar tal van staten mee te kampen hadden en tot het tegelijkertijd aanzwengelen van de economische bedrijvigheid, aanleiding gegeven tot nieuwe discussies over de doelstellingen en de rol van de centrale banken. Zo werd er geargumenteed tegen de aan de centrale banken en inzonderheid aan het Eurosysteem opgelegde strikte doelstelling van prijsstabiliteit. Sommigen beschouwen het toestaan van een hoger inflatieniveau als een efficiënte manier om de economie weer op gang te brengen. De ter zake geopperde argumenten variëren van de reële waardevermindering van de overheids- en private schuld tot een groter reactievermogen van de centrale banken in tijden van crisis⁽¹⁾. Anderen zijn er voorstander van dat het Eurosysteem echt zou fungeren als *lender of last resort* ten voordele van de staten⁽²⁾. Alhoewel het Eurosysteem reeds liquiditeit heeft verschaft op sommige overheidsobligatiemarkten om de werking van het monetairtransmissiemechanisme te vrijwaren, toen die markten plots onder druk kwamen te staan, bepleiten deze voorstanders een onbeperkte tussenkomst van die aard. Deze beide mogelijkheden doen evenwel vragen rijzen in die zin dat zij het pad effenen voor een monetisatie van de overheidsschuld en mogelijkere wijs voor het ontstaan van een inflatoire spiraal. Op die manier vormen zij een potentieel gevaar voor de onafhankelijkheid en de geloofwaardigheid van de centrale banken. Tegen die achtergrond is het veelbetekenend dat de Federal Reserve zich in januari 2012 – voor het eerst in haar bestaan en tegen bepaalde visies in – op lange termijn een inflatiedoelstelling van 2 % heeft gesteld.

De omvang van de crisis en het snelle verloop van de gebeurtenissen rechtvaardigen grotendeels de ongekeerde uitbreiding van de centralebankactiviteiten tijdens de afgelopen jaren. Dankzij de genomen maatregelen kon worden vermeden dat het financieel systeem zou ineensorten en kon de economische bedrijvigheid worden aangezwengeld, terwijl tegelijkertijd de inflatieverwachtingen stevig verankerd bleven. Er dient evenwel voor ogen te worden gehouden dat ook het monetair beleid zijn grenzen heeft. Hoewel de crisis tot een herziening van de macro-economische beleidsvoering noopt, is – tegen de achtergrond van een historisch hoge overheidsschuld – waakzaamheid geboden in verband met mogelijke ontsporingen. De onafhankelijkheid van de centrale banken draagt bij tot hun geloofwaardigheid. Het is dus van fundamenteel belang dat dit essentiële principe voor de stabiliteit en welvaart van de economie door de crisis niet zomaar van tafel wordt geveegd.

(1) Blanchard et al. (2010).

(2) De Grauwe (2011).

3. Belangrijke uitdagingen voor het monetair beleid

Het tijdens de laatste jaren ten uitvoer gelegd monetair beleid toont duidelijk de talrijke uitdagingen waarvoor de beleidsmakers zich geplaatst wisten. Vooral de impact van het niet-conventioneel monetair beleid was en is nog steeds vrij onzeker. Het is evenwel een feit dat het monetair beleid in de Verenigde Staten en in het eurogebied er fundamenteel heeft toe bijgedragen dat het financieel en economisch systeem niet volledig in elkaar is gestort. Tegelijkertijd mogen de door het ten uitvoer gelegd monetair beleid gecreëerde risico's en supplementaire uitdagingen niet uit het oog worden verloren. In dit deel wordt dieper ingegaan op een drietal uitdagingen.

Ten eerste, het voeren van een monetair beleid met een omvangrijke centralebankbalans en een aanzienlijk liquiditeitsoverschot. Ten tweede, omgaan met heterogeniteit in het eurogebied op het vlak van zowel het transmissiemechanisme als de macro-economische vooruitzichten. Ten derde, voorkómen dat een uitzonderlijk expansief monetair beleid ongewenste neveneffecten zou sorteren.

3.1 Monetair beleid met een groot liquiditeitsoverschot

Tot dusver werden de effecten van het niet-conventioneel monetair beleid hoofdzakelijk geanalyseerd in termen

van de actiefzijde van de centralebankbalans. Recentelijk is de aandacht evenwel verschoven naar de passiefzijde, vooral sedert de forse toename van de balans van het Eurosysteem als gevolg van de driejaars herfinancieringsoperaties. Er rijzen immers steeds meer vragen over de omvang van het liquiditeitsoverschot en over de mogelijke impact daarvan op de geldgroei, de kredietverlening en, uiteindelijk, de inflatie.

De toename van de passiefposten is een automatisch gevolg van de beleidsacties aan de actiefzijde waarmee de centrale banken tijdens de crisis ondersteuning boden aan de financiële markten, de financiële instellingen en/of de monetairbeleidstransmissie. Telkens de centrale banken extra liquiditeit verschaffen, hetzij via herfinancieringsoperaties, hetzij via effectenaankopen, wordt het overeenstemmende bedrag gecrediteerd op de rekening-courant van de tegenpartij. Terwijl een individuele bank haar liquiditeitsoverschot kan afbouwen door bijvoorbeeld kredieten te verlenen, geldt dat niet voor het banksysteem als geheel. Ongeacht hoeveel keer het centralebankgeld door de banken wordt uitgeleend of gebruikt om effectenaankopen te verrichten, het liquiditeitsoverschot in het banksysteem als geheel blijft onveranderd. Het liquiditeitsoverschot wordt dus duidelijk zogoed als volledig

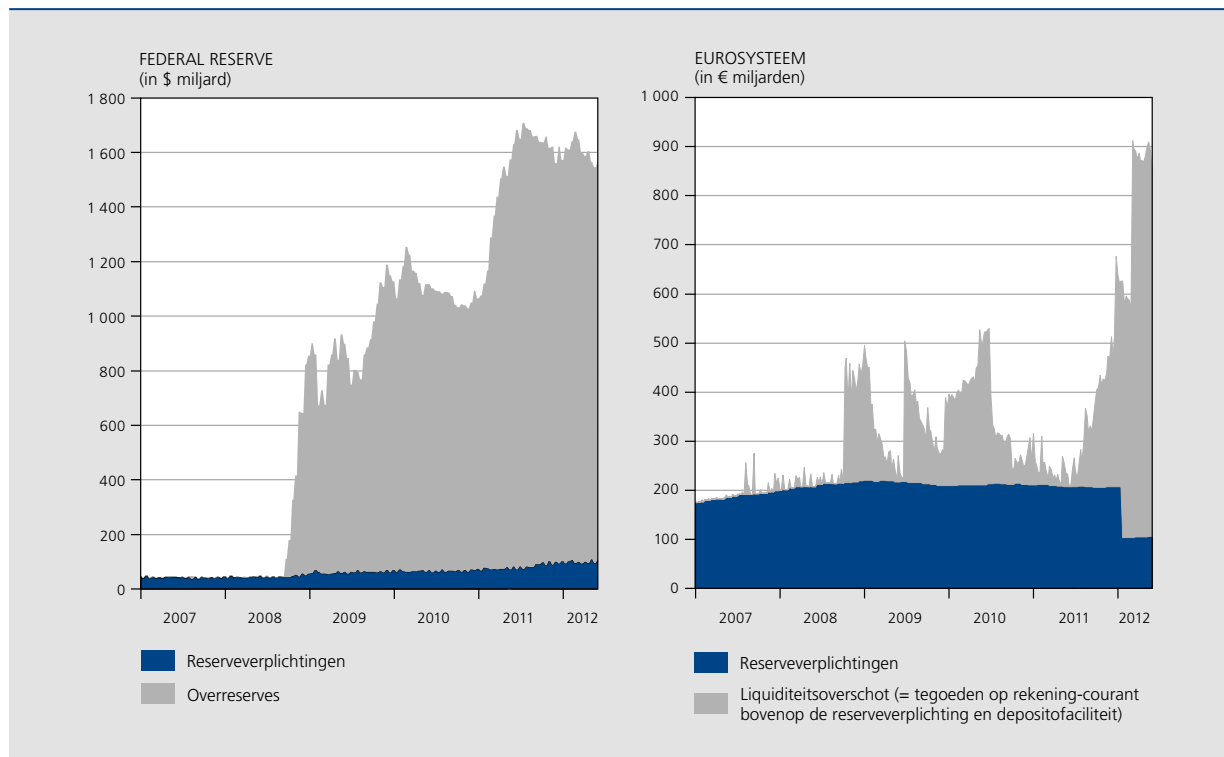
bepaald door de acties van de centrale bank zelf⁽¹⁾. Bij de Federal Reserve nemen die acties hoofdzakelijk de vorm aan van reserves die worden aangehouden door de *depository institutions*. In het Eurosysteem wordt het liquiditeitsoverschot slechts in zeer beperkte mate op de rekening-courant aangehouden, waar geen rente op wordt betaald, terwijl het overgrote deel van het liquiditeitsoverschot wordt verplaatst naar de depositofaciliteit, die wordt vergoed⁽²⁾.

Om het verband te begrijpen tussen de bancaire kredietverlening, enerzijds, en het liquiditeitsoverschot, anderzijds, is het zaak het liquiditeitsoverschot te beschouwen als één van de vele actiefposten op de balans van een commerciële bank. Het aanhouden van deze activapost moet derhalve niet worden beschouwd als ongewenst, maar eerder als het resultaat van een risico/rendementsoverweging. Een centralebankreserve is een uiterst liquide risicoloos actief dat wordt vergoed tegen een lage rente (ofwel de 'interest on reserves' in de Verenigde Staten

(1) Uitzonderingen hierop zijn wijzigingen in de autonome factoren waar de centrale bank geen rechtstreekse invloed op uitoefent, zoals wijzigingen in de vraag naar bankbiljetten, in de overheidsdeposito's of in het maandelijks uitstaand bedrag aan verplichte reserves.

(2) Voor meer informatie omtrent het liquiditeitsoverschot in het Eurosysteem en het gebruik van de depositofaciliteit zie Boeckx en Ide (2012).

GRAFIEK 10 LIQUIDITEITSOverschOT IN DE VERENIGDE STATEN EN IN HET EUROGEBIED
(geselecteerde passivabalansposten)



Bronnen: Federal Reserve, ECB.

ofwel de rente op de depositofaciliteit in het eurogebied, op dit ogenblik allebei 0,25%). Dat deze omvangrijke liquiditeitsoverschotten niet resulteren in een ongebreidelde kredietverlening (of dat, volgens de traditionele handboeken, de geldmultiplicator laag blijft) heeft dan ook te maken met het feit dat de opportuniteitskosten verbonden aan het aanhouden van deze liquiditeitsoverschotten, te laag zijn. De banken houden met andere woorden liever een risicoloos uiterst liquide actief met een rendement van 0,25% aan, eerder dan dat ze aan een bedrijf of huishouden een lening zouden toekennen of dat ze een hogere rente actief zouden aankopen. Deze bereidheid om in de huidige macro-economische en financiële context een risicoloos laagrentend actief aan te houden, blijkt ook uit de lage rendementen op bijvoorbeeld Duits overheidspapier waarmee investeerders, die meestal geen toegang hebben tot de centralebankfaciliteiten, genoegen nemen.

In de huidige financieel-economische context, en in het bijzonder in het eurogebied, is het risico van een 'credit crunch' en een 'overpricing' van risico zelfs groter dan dat van een ongecontroleerde kredietexpansie. Het liquiditeitsoverschot hoeft dan ook niet meteen gepaard te gaan met sterke opwaartse inflatierisico's. Mochten de opportuniteitskosten verbonden aan het aanhouden van het liquiditeitsoverschot voor de banken echter dermate oplopen dat deze laatste de samenstelling van hun activa wensen te wijzigen door kredieten te verlenen of andere activa aan te kopen met al te sterke opwaartse inflatoire risico's tot gevolg, dan kan de centrale bank het beleid verkrappen. Zodoende zien de banken de opportuniteitskosten die verbonden zijn aan het aanhouden van het liquiditeitsoverschot, opnieuw dalen.

Het is in deze context dat het belang van de invoering, in oktober 2008, van de 'interest rate on reserves' moet worden geplaatst. Deze rente is in feite het equivalent van de rente op de depositofaciliteit van het Eurosysteem. Terwijl voordien de daggeldrente (de fed funds rente) in geval van aanzienlijke overreserves in de Verenigde Staten naar nul zou hebben getendeerd, fungeert deze rente op overreserves thans in principe als ondergrens⁽¹⁾. In tegenstelling tot wat werd verwacht, vormt deze rente evenwel geen absolute bodem, aangezien heel wat financiële instellingen geen toegang hebben tot het systeem van vergoede reserves en de noodzakelijke arbitrage niet heeft plaatsgevonden. Deze ondergrens is vooral van belang wanneer de centrale bank in het kader van de macro-economische context een renteverhoging noodzakelijk acht.

(1) In tegenstelling tot wat werd verwacht, vormt deze eerste evenwel geen absolute bodem, aangezien heel wat financiële instellingen geen toegang hebben tot het systeem van vergoede reserves en de noodzakelijke arbitrage niet heeft plaatsgevonden.

Uit wat voorafgaat, blijkt dus dat niet de omvang, maar veeleer de prijs, te weten de rente, van het liquiditeitsoverschot bepalend is voor het effect op de kredietverlening, de reële economie en de inflatie. Een uitzondering hierop is de impact die de omvang van het liquiditeitsoverschot binnen de rentecorridor kan hebben op de daggeldmarktrente. In het eurogebied is deze impact duidelijk sedert de invoering van het stelsel van volledige toewijzing tegen een vaste rente in de herfinancieringsoperaties waarbij de vraag van de banken naar centralebankliquiditeiten volledig wordt ingewilligd. Bij een zeer groot liquiditeitsoverschot leunt de daggeldmarktrente dicht aan bij rente op de depositofaciliteit, zoals duidelijk het geval was tussen juni 2009 en juni 2010 en opnieuw vanaf eind december 2011 (zie grafiek 8). Dit was blijkbaar veel minder het geval in periodes dat het liquiditeitsoverschot onder € 100 à 200 miljard bleef. Voor zover het verschil tussen de daggeldmarktrente en de centrale beleidsrente wordt doorberekend in de overige rentetarieven, sorteert dit dus hoe dan ook een effect op de monetairbeleidsoriëntatie. Om de mogelijkerwijs inflatoire impact daarvan te counteren, kan de corridor worden vernauwd of kunnen de liquiditeitsoverschotten worden geabsorbeerd door bijvoorbeeld termijndeposito's aan te bieden tegen een hogere rente dan die op de depositofaciliteit.

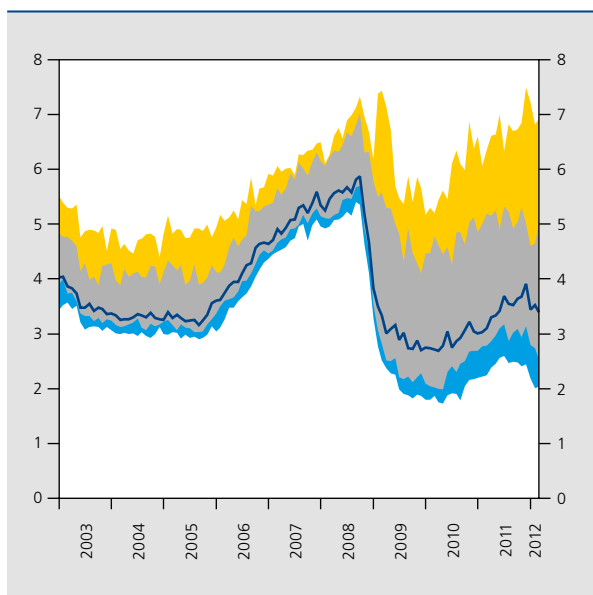
3.2 Heterogeniteit in het eurogebied

3.2.1 Asymmetrische monetairbeleidstransmissie

De huidige financiële crisis, in het bijzonder de overheidsschuldencrisis, heeft binnen het eurogebied de heterogeniteit langs de nationale staatsgrenzen beklemtoond, zo niet versterkt, in de mate dat de binnenlandse banksector verweven was met de nationale overheid. Dit heeft geleid tot een grotere heterogeniteit in de monetairbeleidstransmissie, zoals bijvoorbeeld blijkt uit de toegenomen rentedispersie voor een lening aan de niet-financiële ondernemingen in de verschillende landen van het eurogebied. Terwijl de maximale dispersie vóór de crisis rond 2 procentpunt schommelde, is ze sinds het uitbreken van de crisis opgelopen tot 4 à 5 procentpunt. Bovendien is de dispersie zowel naar boven als naar onder toe groter geworden. Zo stond die rente in de eerste maanden van 2012 in landen zoals België, Nederland, Oostenrijk en Duitsland op minder dan 3%, terwijl ze in Portugal en Cyprus opgelopen was tot meer dan 6%.

Deze toegenomen dispersie kan te maken hebben met verschillende factoren. Zo worden de financieringskosten voor de banken – bijvoorbeeld depositorentes alsook de rente die banken moeten aanbieden voor het uitgeven van eigen schuldbewijzen – steeds meer gekenmerkt door

GRAFIEK 11 MFI-RENTES IN DE LANDE VAN HET EUROGEBIED: LENINGEN AAN NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN
(in %, kwartieren, alle looptijden)



Bronnen: ECB, NBB.

verschillen tussen de landen van het eurogebied. Ook de toegang tot marktfinanciering verloopt in sommige landen van het eurogebied moeizamer dan voorheen, wat op zijn beurt bijdraagt tot hogere financieringskosten. Willen de banken hun winstgevendheid op peil houden, dan zijn ze genoodzaakt een en ander door te berekenen in de rente voor kredietverstrekking.

Tegenover deze heterogeniteit in de monetairbeleidstransmissie van de respectieve landen heeft het Eurosysteem zogeheten niet-conventionele beleidsmaatregelen genomen. Naast het aankopen van effecten in het kader van het SMP, is de belangrijkste maatregel ongetwijfeld de invoering, in oktober 2008, van de volledige toewijzingsprocedure tegen vaste rente. Deze procedure heeft ervoor gezorgd dat alle banken (tegenpartijen) in het eurogebied zich kunnen financieren tegen de beleidsrente, op voorwaarde dat ze over voldoende onderpand beschikken. Toen de Raad van Bestuur op 8 december 2011 besloot twee driejaars herfinancieringsoperaties aan te bieden, werd deze zekerheid voor een langere periode geboden. Bovendien besloot de Raad van Bestuur de lijst van de activa die werden aanvaard als onderpand voor de leningen van het Eurosysteem uit te breiden, dit door de vereiste minimale rating voor bepaalde effecten met activa als onderpand (Asset-Backed Securities – ABS) te verlagen en de nationale centrale banken toe te staan bancaire

leningen die beantwoorden aan specifieke criteria, als onderpand te aanvaarden. Tevens werd het percentage voor de reserveverplichtingen verlaagd van 2 tot 1 % vanaf de reserveaanhoudingsperiode van 12 januari 2012. Hierdoor verminderde de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte van de kredietinstellingen en kwam een gedeelte van de als onderpand voor de leningen van het Eurosysteem gebruikte activa vrij.

3.2.2 Macro-economische divergentie

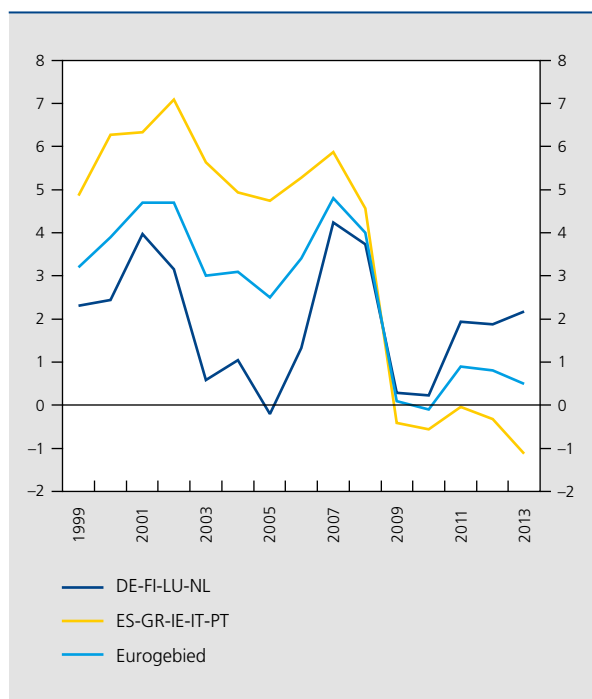
Het monetair beleid van het Eurosysteem wordt niet enkel geconfronteerd met heterogeniteit in de monetairbeleidstransmissie, maar ook in de macro-economische ontwikkelingen. Vooral in Ierland en Griekenland, maar ook in Italië, Portugal en Spanje blijven de economische groeivoorzichten slechter dan die in Duitsland, Finland, Luxemburg en Nederland, in het bijzonder Duitsland. Dit vertaalt zich op zijn beurt in verschillen op het vlak van binnenlandse inflatie, gemeten als de HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen. Deze divergentie kan worden geïllustreerd aan de hand van een synthetische maatstaf, namelijk een normatieve Taylor Rule⁽¹⁾. Deze laatste geeft een aanduiding van de gewenste beleidsrente in het licht van de inflatie en de groei van de bedrijvigheid. De gewenste rente, in nominale termen, wordt in deze oefening immers gelijkgesteld met de nominale evenwichtsrente (dat is de som van de reële evenwichtsrente en de inflatiedoelstelling) gecorrigeerd voor de afwijking ten opzichte van respectievelijk de inflatiedoelstelling en het potentieel niveau van de bedrijvigheid⁽²⁾. Zo blijkt dat de gewenste beleidsrente in de groep van landen waar de bank- en overheidsbalansen relatief gezond zijn gebleven (Duitsland, Finland, Luxemburg en Nederland), momenteel hoger ligt dan in de landengroep waar dat niet het geval is (Italië, Spanje, Portugal, Ierland en Griekenland). Voor het eurogebied als geheel schommelt de gewenste beleidsrente volgens deze maatstaf momenteel tussen 0,5 en 1 %, wat in lijn is met de huidige rentestand.

Aangezien het monetair beleid van het Eurosysteem gericht is op het behoud van prijsstabiliteit in het eurogebied als geheel, beoordeelt de Raad van Bestuur de monetairbeleidsoriëntatie ook voor het eurogebied als geheel. Nationale ontwikkelingen maken deel uit van de beschikbare informatie op basis waarvan de monetairbeleidsbeslissingen worden genomen, maar deze laatste zijn

(1) Zie Taylor (1993).

(2) Het meten van het potentieel niveau van de bedrijvigheid is, zeker sinds de recente recessie, met heel veel onzekerheid omgeven. Het exact niveau van de door een normatieve Taylor Rule voorgeschreven gewenste beleidsrente dient derhalve met de nodige omzichtigheid te worden geïnterpreteerd. Toch mag worden gesteld dat alternatieve maatstaven om de economische bedrijvigheid te meten, de bevinding van een aanzienlijke divergentie binnen het eurogebied niet zouden logenstraffen.

GRAFIEK 12 NORMATIEVE TAYLOR RULE⁽¹⁾



Bronnen: OESO Economic Outlook December 2011, berekeningen van de NBB.

(1) De normatieve Taylor Rule werd berekend als $i_t = R^*_t + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5(\text{output gap}_t)$. R^*_t = reële evenwichtsrente benaderd door de potentiële groei in jaar t , π_t = HICP-inflatie ongerenend energie en voedingsmiddelen, π^* = inflatiedoelstelling = 1,9%. De landengroepen zijn gewogen aan de hand van het bbp. DE-FI-LU-NL zijn goed voor ongeveer 37% van het bbp van het eurogebied, ES-GR-IE-IT-PT voor ongeveer 34%.

nooit op maat van een enkel land. Ook in het verleden was er in het eurogebied een grote macro-economische divergentie, zij het dat de relatieve positie van de landengroepen het spiegelbeeld vormde van de huidige situatie. Ook toen werd het monetair beleid gevoerd tevens vanuit het oogpunt van het eurogebied als geheel, hoewel in de periode 2002-2007 de volgens de normatieve Taylor Rule gewenste beleidsrente ietwat boven de centrale beleidsrente van de ECB uitkwam.

3.3 De risico's van een gedurende een langere periode bijzonder accommoderend monetair beleid

Ofschoon wellicht moeilijk nauwkeurig kan worden bepaald hoe accommoderend het huidige monetair beleid van de Federal Reserve en het Eurosysteem is, lijdt het geen twijfel dat dit in hoge mate het geval is. De beleidsrente van het Eurosysteem en van de Federal Reserve heeft immers nooit zo laag gestaan, op respectievelijk 1% en tussen 0 en 0,25%. In reële termen is die rente nu reeds ongeveer twee jaar ruimschoots negatief. Als gevolg van het liquiditeitsoverschot op de geldmarkt

bevindt de daggeldmarktrente in het eurogebied (Eonia) zich overigens in de buurt van de rente op de depositofaciliteit, namelijk 0,25%. Tot slot hebben de banken – nog steeds in het eurogebied – de garantie dat ze zich tegen bijzonder gunstige voorwaarden kunnen herfinancieren, aangezien hun de mogelijkheid wordt geboden om alle gewenste liquiditeiten te verkrijgen tegen een vaste rente die wordt geïndexeerd op basis van de beleidsrente.

Dat het monetair beleid momenteel bijzonder accommoderend is, heeft te maken met een nog steeds verzwakte financiële en macro-economische situatie. Opdat dit in de toekomst geen ongewenste gevolgen zou hebben, moeten de eventuele neveneffecten van een dergelijk monetair beleid van nabij worden gevolgd. Een langdurig aangehouden sterk accommoderend monetair beleid houdt grote risico's in. Hieronder volgen er een zevental.

Het eerste risico is dat in de economie de vereiste aanpassingen van de balansen trager verlopen. Zeer lage rentes en een soepele liquiditeitsverstrekking verminderen voor de banken immers de opportuniteitskosten die gepaard gaan met het aanhouden van niet-performante activa. Banken krijgen op die manier wél de tijd om hun balans aan te passen, maar lage rentes bieden geen oplossing voor hun solvabiliteitsproblemen⁽¹⁾. Lage rendementen houden voor de overheid de rentelasten overigens heel beperkt, waardoor de illusie kan ontstaan dat de schuld houdbaar is of zelfs nog kan toenemen.

Het tweede gevaar is dat risicogedrag en het aangaan van schulden worden aangemoedigd. De ervaring leert dat zeer lage rentetarieven vaak aanzetten tot *carry trade* operaties, waarmee wordt gespeculeerd op rendementsverschillen. In die zoektocht naar hoge rendementen worden gemakkelijk risico's genomen en ontstaan speculatieve zeepbellen. De combinatie van een over een langere periode lage rente en de daaruit voortvloeiende stijging van de waarde van de activa, doet de risicoperceptie overigens vaak afnemen, wat op zijn beurt kan leiden tot een excessieve kredietverstrekking en schuldenlast.

Het derde risico is dat, in een context waarin de aankooptransacties of leningen van de centrale banken de prijsvorming van bepaalde activa sterk kunnen beïnvloeden, de markten het vermogen tot goede prijszetting verliezen. Het feit dat de centrale banken veel activa in hun bezit hebben, kan het signaal van de markt afzwakken of zelfs herleiden tot alleen maar een afspiegeling van wat de markt aan toekomstige acties van de centrale bank verwacht. Overigens kunnen ook de gewijzigde criteria voor de activa die bij de kredietverstrekking als onderpand

(1) Hannoun (2012).

worden aanvaard, aanleiding geven tot een scheeftrekking van de prijzen op die markten.

Ten vierde, maar nog steeds in verband met het voorgaande risico, kunnen de markten – indien de centrale banken al te zeer als marktmakers fungeren – gewoonweg ineen-schrompelen en ontstaat er mogelijkwerwijs een situatie waarin de centrale bank als financieel tussenpersoon in de plaats treedt van de private sector. Wat meer bepaald de geldmarkt betreft, heeft de lage rente overigens tot een verkrapping van de markt geleid. Indien, op het ogenblik van de transacties, de operationele kosten hoger liggen dan de rente die deze transacties opleveren, keren de commerciële banken zich immers vaak af van deze transacties, waardoor de markt in omvang slinkt⁽¹⁾. De vraag rijst dan ook of de bedrijvigheid op de geldmarkt ooit zal kunnen terugkeren naar haar niveau van vóór de crisis en of de centrale bank in de toekomst een meer uitgesproken intermediatierol zal blijven vervullen.

Ten vijfde is een zeer accommoderend monetair beleid een potentiële bron van inflatie. Enerzijds zou een snelle en onverwachte toename van de kredietverstrekking de binnenlandse vraag kunnen stimuleren en zodoende de prijzen onder opwaartse druk zetten. Anderzijds zou het feit dat de centrale bank meer activa, en dan vooral overheidsobligaties aanhoudt, kunnen doen vrezen voor monetaire financiering, wat dan eventueel zou leiden tot een opwaartse herziening van de inflatieverwachtingen. Het betreft hier het in Kader 2 besproken risico van budgettaire dominantie.

Ten zesde stelt een lage kortetermijnrente, in combinatie met een sterkere daling van de rendementscurve, de economische subjecten in hogere mate bloot aan het rentevoetrisico. Terwijl door deze combinatie investeringen op langere termijn winstgevender worden, ontstaat tegelijkertijd de stimulans om vooral op korte termijn te lenen waardoor, bij een onverhoedse rentestijging, de herfinancieringsrisico's groter worden.

Tot slot, hoe langer dit beleid wordt aangehouden, hoe moeilijker de uitstap uiteindelijk zal zijn. Uitgestelde aanpassingen, in combinatie met nieuwe bronnen van broosheid, een verstoord marktsignaal en een ineen-schrompeling van de markt dreigen de centrale banken terughoudender te maken om het beleid te normaliseren⁽²⁾. Bovendien worden de zaken bemoeilijkt doordat heel wat banken in het eurogebied en mogelijkwerwijs ook de Amerikaanse regering niet zonder de hulp kunnen van respectievelijk het Eurosysteem en de Federal Reserve. Daarom is het des te belangrijker dat de fundamentele problemen d.m.v. budgettaire sanering, structurele hervormingen en een versterking van de kapitaalbasis, snel

en grondig worden aangepakt. Zoniet, vergroot het risico op een te trage en te late uitstap. Dat de voornaamste centrale banken van de wereld terzelfder tijd een bijzonder accommoderend monetair beleid voeren, vergroot overigens de reikwijdte van de risico's die daar op wereldvlak aan verbonden zijn.

Conclusie

De Federal Reserve en het Eurosysteem verlaagden als reactie op de financiële crisis niet alleen hun beleidsrente, ze namen allebei ook tal van niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen. Vanaf de eerste spanningen op de geldmarkt tot de maanden na het faillissement van Lehman Brothers zagen beide centrale banken zich grotendeels voor dezelfde uitdagingen geplaatst, namelijk het handhaven van de financiële stabiliteit, het vrijwaren van de goede transmissie van het monetair beleid en het herstellen van de economische bedrijvigheid. Beide centrale banken brachten de nodige wijzigingen aan in het operationeel kader van hun monetair beleid, maar de Federal Reserve besloot tot veel ingrijpender vernieuwingen als gevolg van het oorspronkelijke kader voor de monetairbeleidsvoering en het overwicht van de niet-bancaire financiële sector in de financiering van de economie in de Verenigde Staten.

Begin 2010 begonnen de uitdagingen van beide instellingen echter sterk uiteen te lopen en vergden ze specifieke antwoorden. Teneinde de groei weer op gang te brengen en de deflatierisico's te verminderen in een omgeving van een beleidsrente die zich dicht bij 0% bevond, kocht de Federal Reserve bijvoorbeeld massaal overheidspapier aan met de bedoeling neerwaartse druk uit te oefenen op de langetermijnrentes en trachtte zij met haar communicatie de renteverwachtingen te beïnvloeden. Om tegen de achtergrond van de overheidsschuldencrisis de goede transmissie van het monetair beleid te vrijwaren, lanceerde het Eurosysteem van zijn kant het Programma voor de effectenmarkten. Begin 2011 verbeterde de economische situatie en dreigde de prijsstabiliteit onder opwaartse druk te komen zodat het Eurosysteem besloot zijn beleidsrente op te trekken, maar aan het einde van het jaar verlaagde het die rente weer omdat de spanningen op de markten van de overheidsschuld toenamen en de macro-economische vooruitzichten verslechterden. Om kredietchaarste te voorkomen, trof het Eurosysteem overigens supplementaire niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen.

(1) BIS (2010).

(2) Hannoun (2012).

Dankzij de acties die de centrale banken de afgelopen jaren hebben ondernomen, is grotendeels vermeden kunnen worden dat het financieel stelsel ineens stortte en heeft de economische bedrijvigheid zich kunnen herstellen. Die acties houden evenwel op hun beurt tal van uitdagingen en risico's in. Het huidige groot liquiditeitsoverschot vormt dan wel geen rechtstreekse bedreiging voor de prijsstabiliteit, maar toch kan een accommoderend monetair beleid over een langere periode heel wat negatieve effecten met zich brengen. Vanuit dat oogpunt moet

steeds voor ogen worden gehouden dat het monetair beleid zijn grenzen heeft en geen vervanging vormt van een kapitaalversterking en een gezond begrotings- en structureel beleid. Door de crisis is de noodzaak ontstaan om de macro-economische beleidsvoering opnieuw uit te denken, in het bijzonder tegen de achtergrond van de hoge overheidsschuld. Van essentieel belang daarbij is echter wel dat de principes die ten grondslag liggen aan de geloofwaardigheid van de centrale banken worden gehandhaafd.

Bibliografie

- Ball L. (2012), *Ben Bernanke and the zero bound*, NBER Working Paper 17836, February.
- Bernanke B. S. en V. R. Reinhart (2004), 'Conducting monetary policy at very low short-term interest rates', *The American Economic Review*, 94 (2), 85-90, May.
- BIS (2010), *Low interest rates: Do the risks outweigh the rewards*, Annual report 2009/10, June.
- BIS (2011), *The economic effects of central bank bond purchase programmes*, note for the meeting of Governors on 9 January 2012, mimeo.
- Blanchard O., G. Dell'Ariccia en P. Mauro (2010), *Rethinking macroeconomic policy*, IMF staff position note, 12 February.
- Borio C. en P. Disyatat (2009), *Unconventional monetary policies: An appraisal*, BIS Working Paper 292.
- Boeckx J. en H. Dewachter (2012), 'Contagion in euro area sovereign bond markets', *Bank- en Financiewezenen, sovereign debt crisis issue*, forthcoming.
- Boeckx J. en S. Ide (2012), *Wat het beroep op de depositofaciliteit ons kan vertellen en wat niet*, NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni.
- Cecioni M., G. Ferrero en A. Secchi (2011), *Unconventional monetary policy in theory and in practice*, Banca d'Italia, Occasional papers 102, September.
- Chung H., J-P Laforde, D. Reifschneider en J. Williams (2011), *Estimating the macroeconomic effects of the Fed's asset purchases*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter 3.
- D'Amico S. en T. King (2010), *Flow and stock effects of large-scale treasury purchases*, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, 52.
- De Grauwe P. (2011), *The European Central Bank as a lender of last resort* (www.voxeu.org)
- Draghi M. (2012), *Hearing at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*, Introductory statement, 25 April.
- Evans C.L. (2012), *Monetary policy communication and forward guidance*, speech at the International Research Forum on Monetary Policy Seventh Conference, Frankfurt, March.
- FOMC (2012), *press release following the FOMC-meeting*, (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm>).
- Gagnon J., M. Raskin, J. Remache en B. Sack (2010), *Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: Did they work?*, FRBNY Staff Report 441.
- Hannoun H. (2012), *Monetary policy in the crisis: Testing the limits of monetary policy*, speech at the 47th SEACEN Governors' Conference, Seoul, February.
- Hempell H. S. en C. Kok Sørensen (2010), *The impact of supply constraints on bank lending in the euro area: Crisis induced crunching?*, ECB Working Paper 1262.
- Lenza M., H. Pill en L. Reichlin (2010), *Monetary policy in exceptional times*, ECB Working Paper 1253.

McCauley R. en K. Ueda (2009), 'Government debt management at low interest rates', *BIS Quarterly Review*, June.

Meaning J. en F. Zhu (2011), 'The impact of recent central bank asset purchase programmes', *BIS Quarterly Review*, 73-83, December.

Noyer C. (2012), 'L'activité de banque centrale dans un contexte de dette publique élevée', Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, 16(4), 9-13.

Plosser Ch. I. (2012), *Fiscal policy and monetary policy: Restoring the boundaries*, speech at the US Monetary Policy Forum, sponsored by The Initiative on Global Markets, University of Chicago Booth School of Business, New York City, 24 februari.

Schwartz A. J. (2009), *Boundaries between the Fed and the Treasury*, National Bureau of Economic Research, (http://www.cmc.edu/somc/anne_schwartz_042009.pdf).

Shiratsuka S. (2010), *Size and composition of the central bank balance sheet: Revisiting Japan's experience of the quantitative easing experience*, Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper 42.

Stone M., K. Fujita en K. Ishi (2011), *Should unconventional balance sheet policies be added to the central bank toolkit? A review of the experiences so far*, IMF, Working Paper 145.

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

Taylor J. (1993), 'Discretion versus policy rules in practice', *Carnegie Rochester Conference Series on public Policy*, 39, 195-214.

Williams J.C. (2011), *Unconventional monetary policy: Lessons from the past three years*, FRBSF Economic Letter 31, 3 October.

De hervorming van de wet betreffende de financiering van de gemeenschappen en de gewesten

P. Bisciari
L. Van Meensel^(*)

Inleiding

Op 10 oktober 2011 sloten acht partijen die een bijzondere meerderheid hebben in het federaal parlement, een akkoord over de zesde Belgische staatshervorming⁽¹⁾. In economisch en budgettair opzicht zijn de twee belangrijkste aspecten van deze hervorming de overheveling van nieuwe bevoegdheden van het federaal niveau naar de gemeenschappen en gewesten en de herziening van de bijzondere wet van 16 januari 1989 betreffende de financiering van de gemeenschappen en de gewesten, een wet die sedertdien reeds verschillende malen is gewijzigd.

Net als bij de voorgaande fases van de staatshervorming – respectievelijk in 1970, 1980, 1988/89, 1993 en 2001 –, worden bevoegdheden overgeheveld van het federaal niveau naar de deelgebieden. In de Belgische federale structuur zijn het Vlaams, het Waals en het Brussels Hoofdstedelijk Gewest – dat zijn territoriaal afgebakende gebieden – reeds bevoegd voor onder meer ruimtelijke ordening, huisvesting, leefmilieu, openbare werken, toezicht op en de algemene financiering van de lokale overheden, evenals bepaalde aspecten van het landbouw-, energie-, vervoer-, werkgelegenheids- en economisch beleid. De Vlaamse, Franse en Duitstalige Gemeenschap zijn in hoofdzaak bevoegd voor persoonsgebonden materies, zoals onderwijs, cultuur en sommige aspecten van de hulp aan personen en van het gezondheidsbeleid. In het tweetalig gebied van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest worden sommige gemeenschapsbevoegdheden uitgeoefend door de Franse en de Vlaamse Gemeenschap, en andere door de Franse, de Vlaamse en de Gemeenschappelijke

Gemeenschapscommissie. In Vlaanderen zijn de gemeenschaps- en gewestinstellingen gefusioneerd.

Het akkoord over de herziening van de financieringswet heeft, in de meeste gevallen, betrekking op de principes en de mechanismen. De referentiebedragen voor de bevoegdheidsoverdrachten en de evolutieparameters ervan moeten nog definitief worden bepaald. Aangezien de cijfers niet vastliggen, is een zekere voorzichtigheid geboden tegenover de in dit artikel opgenomen cijfers.

Rekening houdend met het wetgevingsproces tot goedkeuring van de teksten waarin de zesde staatshervorming wordt uitgezet, zouden de nieuwe financieringswet en de bevoegdheidsoverdrachten waarschijnlijk pas in 2014 van kracht worden. Een aantal mechanismen zou echter reeds voordien worden toegepast. Dit zou vanaf 2012 het geval moeten zijn voor de herfinanciering van de Brusselse instellingen en voor het responsabiliseringsmechanisme inzake pensioenen.

Dit artikel is als volgt gestructureerd. In het eerste deel worden bepaalde sleutelementen van het macro-economisch en demografisch referentiekader belicht. Daarbij wordt bijzondere aandacht besteed aan de ontwikkelingen in de drie gewesten van het land. In het tweede deel worden de voornaamste mechanismen van de huidige

^(*) Met de medewerking van K. Van Cauter.

⁽¹⁾ Om wetten inzake institutionele hervormingen goed te keuren, is een bijzondere meerderheid vereist. Dit betekent een 2/3 meerderheid in de Kamer van Volksvertegenwoordigers en in de Senaat, alsook een gewone meerderheid binnen elke taalgroep (Franstaligen en Nederlandstaligen).

financieringswet op een rij gezet en worden de resultaten weergegeven van een projectie-oefening ten aanzien van de belangrijkste ontvangsten van de gemeenschappen en gewesten bij ongewijzigd beleid. Het derde deel geeft een overzicht van de bevoegdheidsoverdrachten. In deel vier worden de wijzigingen toegelicht die de financieringswet zal ondergaan. Tot slot volgen enkele slotbeschouwingen.

1. Demografische en macro-economische vooruitzichten per gewest

De politieke onderhandelingen over de hervorming van de financieringswet werden gevoerd met de technische bijstand van het Federaal Planbureau en de Bank. De simulaties van de institutionele varianten werden gemaakt aan de hand van een tot in 2030 coherent demografisch en macro-economisch kader voor de drie gewesten en voor het land als geheel. Ze berusten op in mei 2011 door het Federaal Planbureau gepubliceerde economische vooruitzichten op middellange termijn.

Dit demografisch en macro-economisch kader bepaalt het verwachte verloop van de ontvangsten die van de federale overheid naar de gemeenschappen en gewesten worden

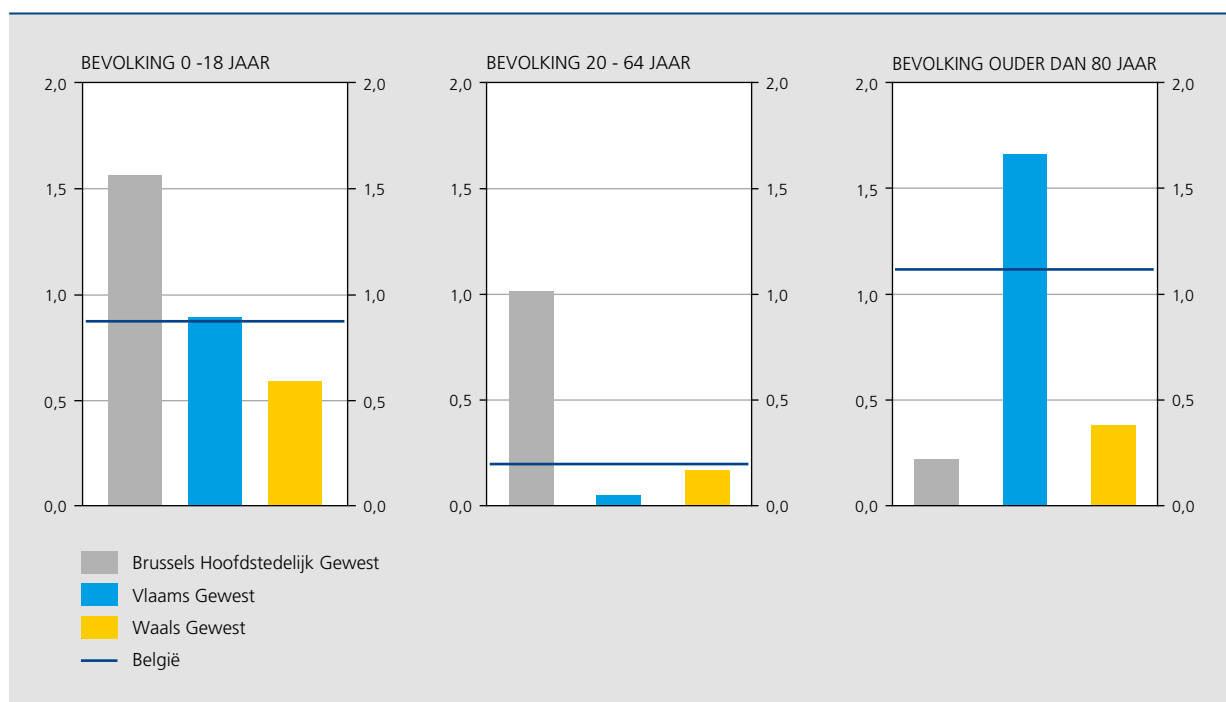
overgedragen volgens de huidige financieringswet. Het is tevens een belangrijk achtergrondelement van de institutionele onderhandelingen, zowel wat de herziening van de mechanismen van de wet van 16 januari 1989 betreft als inzake het organiseren van de financiering van overdrachten van nieuwe, sterk uiteenlopende bevoegdheden als daar zijn de kinderbijslag, de hulp en de gezondheidszorg verstrekt aan bejaarden of de maatregelen inzake werkgelegenheid.

1.1 Demografie

Volgens de demografische vooruitzichten zou de bevolking in België groeien van 11,1 miljoen inwoners in 2012 tot 12,1 miljoen in 2025, wat neerkomt op een gemiddelde toename, over de beschouwde periode, met ongeveer 0,8% per jaar. De snelste bevolkingsgroei zou worden opgetekend in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest. In het Vlaams Gewest zou de bevolking iets sneller toenemen dan in het Waals Gewest.

De bevolking van 0 tot 18 jaar zou in de periode 2012-2025 bijzonder sterk toenemen in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest, bijna twee keer sneller dan in het Vlaams Gewest en nagenoeg drie maal sneller dan

GRAFIEK 1 DEMOGRAFISCHE VOORUITZICHTEN
(gemiddelde jaarlijkse veranderingspercentages in de periode 2012-2025)



Bron: FPB.

in het Waals Gewest. De krachtige bevolkingsgroei in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest is dus vooral geboortegerelateerd.

De bevolking van 20 tot 64 jaar, die een beeld geeft van de bevolking op arbeidsleeftijd, zou voor het land als geheel in geringe mate groeien, namelijk met zowat 0,2% per jaar over de hele periode. Ook hier lopen de ontwikkelingen per gewest uiteen. In het Vlaams Gewest zou de bevolking op arbeidsleeftijd stagneren. In het Waals Gewest zou de groei iets onder dit laag nationaal gemiddelde blijven. Het Brussels Hoofdstedelijk Gewest vormt dan weer een uitzondering; de bevolking op arbeidsleeftijd zou er toenemen met gemiddeld ongeveer 1% per jaar. Dit versterkt het beeld van een in dit gewest jonge en dynamische bevolking.

Gelet op de hypothesen inzake levensverwachting, zou het aantal 80-plussers in België tegen 2025 aanzienlijk stijgen. De gemiddelde groei van deze leeftijdscategorie wordt op 1,1% geraamd, wat méér is dan voor de twee andere hier beschouwde leeftijdsklassen. Deze groei is zeer ongelijk gespreid over de gewesten. Hij wordt in de eerste plaats aangedreven door het Vlaams Gewest, waar het aantal hoogbejaarden tegen 2025 met gemiddeld ongeveer 1,7% per jaar zou toenemen. In de twee overige

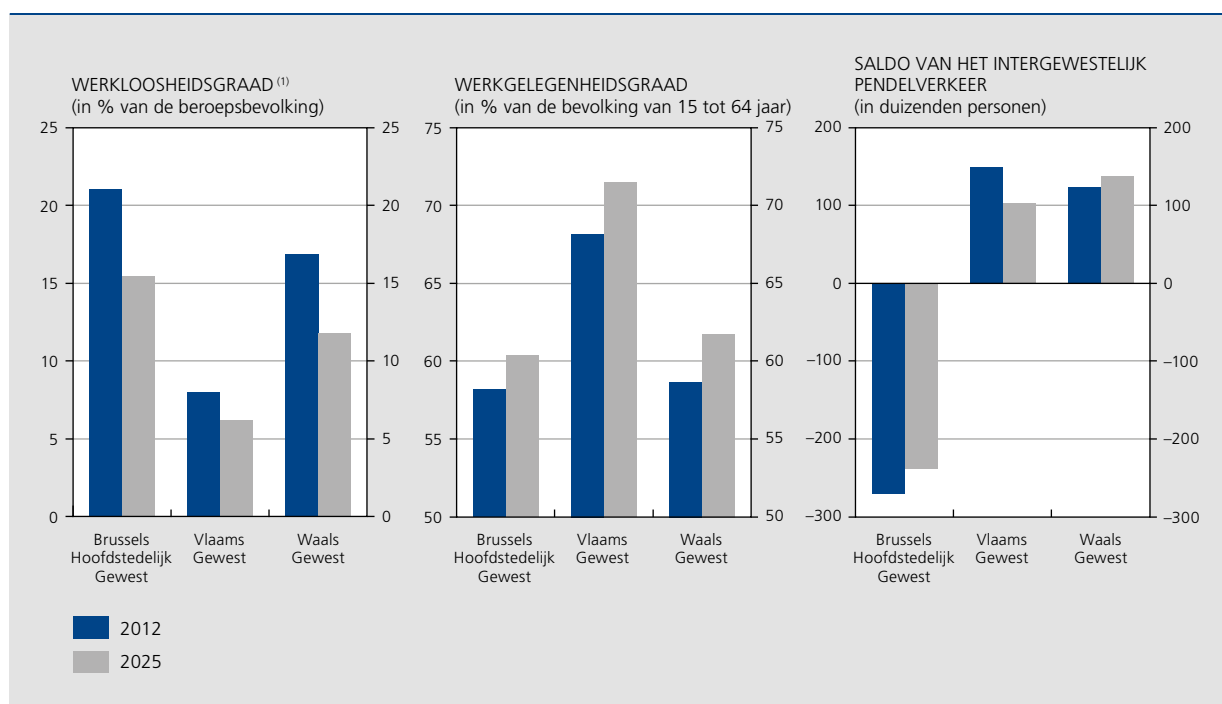
gewesten zou de stijging minder dan 0,5% belopen. De snellere stijging in het Vlaams Gewest is zowel toe te schrijven aan het hoger geboortecijfer in het verleden als aan een hogere levensverwachting.

1.2 Arbeidsmarkt

Tussen 2012 en 2020 zou de werkloosheidsgraad in elk gewest met iets meer dan 2 procentpunt dalen. In 2020 zou hij, volgens de ruime definitie (d.i. met inbegrip van de oudere werklozen), in het Vlaams Gewest een ondergrens bereiken van 6,2%, en vervolgens zou hij zich op dit als onreducerbaar beschouwd niveau stabiliseren. In de beide andere gewesten zou de werkloosheidsgraad na 2020 blijven dalen. De werkloosheidsgraad zou dan ook veel sterker teruglopen in het Waals en in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest dan in het Vlaams Gewest, ook al zou hij er beduidend hoger blijven, namelijk op respectievelijk 11,8% en 15,5% van de beroepsbevolking.

Tijdens de beschouwde periode zou de werkgelegenheidsgraad in de drie gewesten stijgen, zij het fors in het Vlaams (+3,3 procentpunt) en in het Waals Gewest (+3 procentpunt) dan in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest (+2 procentpunt). In het Vlaams Gewest zou de

GRAFIEK 2 VOORNAAMSTE VARIABLEN VAN DE ARBEIDSMARKT



Bron: FPB.

(1) Volgens het door het Federaal Planbureau gehanteerd administratief concept in ruime zin. Het omvat alle bij de gewestelijke diensten voor arbeidsbemiddeling ingeschreven werkzoekenden, alsook de oudere niet-werkzoekende werklozen.

werkgelegenheidsgraad aldus heel wat hoger blijven dan in de twee andere gewesten.

Opdat de werkgelegenheid in Vlaanderen dynamisch zou blijven groeien, moeten de pendelstromen tussen de gewesten ingrijpend veranderen. Het verschil tussen het aantal inwoners van het Vlaams of Waals Gewest die in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest werkzaam zijn en het aantal ingezetenen van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest die in een van de twee andere gewesten van het land werken, zou in 2012 271 000 personen belopen. Daarvan zouden er, in nettotermen, 149 000 afkomstig zijn uit het Vlaams Gewest en 122 000 uit het Waals Gewest. In het macro-economisch referentiescenario zou de netto-pendelstroom naar het Brussels Hoofdstedelijk Gewest tegen 2025 teruglopen tot 239 000 personen. Deze vermindering zou resulteren uit, onder meer, een stijging van het aantal Brusselse pendelaars die een baan vinden in het Vlaams Gewest. Over dezelfde periode zou ook een toenemend aantal Walen aan de slag gaan in het Vlaams Gewest. De netto-uitstroom van pendelaars uit het Vlaams Gewest zou bijgevolg teruglopen tot 102 000 personen.

1.3 Bbp naar volume

In het macro-economisch referentiescenario groeit het bbp naar volume, over de periode 2012-2025, met

op jaarbasis gemiddeld 1,9%. Ten opzichte van het nationaal gemiddelde zou de groei over diezelfde periode 0,1 procentpunt lager uitkomen in het Brussels Hoofdstedelijk en in het Waals Gewest, en net iets hoger in het Vlaams Gewest. De in dit laatste gewest krachtiger economische groei, vooral aan het einde van de periode, is grotendeels te danken aan een steviger werkgelegenheidsdynamiek.

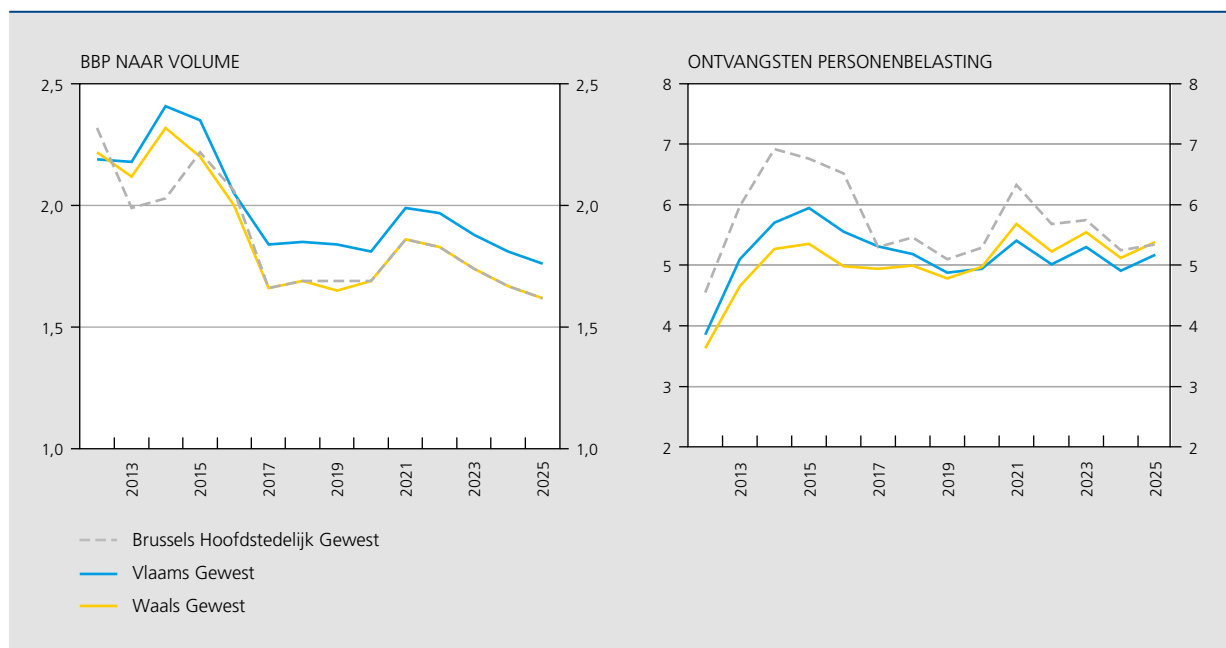
1.4 Personenbelasting

Over de periode 2012-2025 stijgen, bij ongewijzigd beleid en, derhalve, bij ongewijzigde fiscale wetgeving, de ontvangsten uit de personenbelasting sneller dan het bbp, dit vanwege twee factoren.

Om te beginnen, neemt de opbrengst uit de personenbelasting sneller toe dan de belastinggrondslag als gevolg van de progressiviteit van de belasting – de aanslagvoeten stijgen met de overgang van de ene belastingschaal naar de andere – en door het feit dat bepaalde belastingverminderingen alsook de belastingvrije som minder snel toenemen dan de belastinggrondslag.

Voorts groeit de belastinggrondslag sneller dan het bbp omdat hij, in tegenstelling tot het bbp, de pensioenen

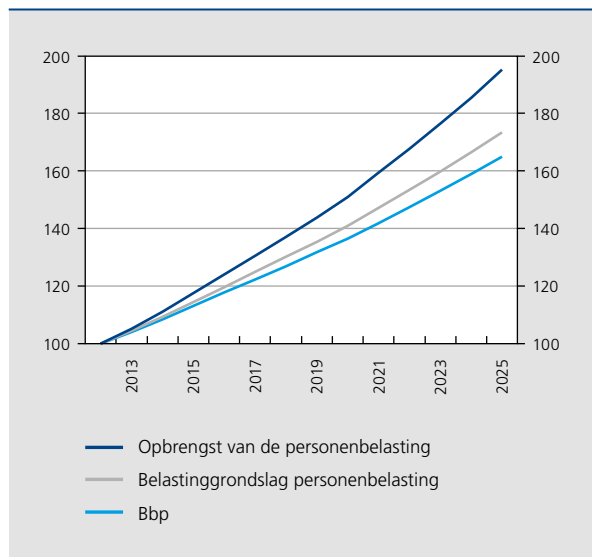
GRAFIEK 3 MACRO-ECONOMISCH REFERENTIE-SCENARIO
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bron: FPB.

GRAFIEK 4**OPBRENGST VAN DE PERSONENBELASTING EN BELASTINGGRONDSLAG VOOR DE PERSONENBELASTING IN VERHOUDING TOT HET BBP**

(projectie bij ongewijzigde wetgeving voor België, indexcijfers 2012 = 100, in nominale termen)



Bronnen: FPB, NBB.

omvat – het gaat om overdrachten in de nationale rekeningen – en deze inkomsten in stijgende lijn gaan als gevolg van de vergrijzing.

Het is niet in het gewest waar de economie het sterkst zou groeien, te weten het Vlaams Gewest, dat de ontvangsten uit de personenbelasting het snelst zouden toenemen. Tussen 2020 en 2025 zou de opbrengst van de personenbelasting in dit gewest zelfs het minst sterk stijgen, terwijl de economische activiteitsgroei er het grootst zou zijn. Dit kan worden verklaard door de ingrijpende wijzigingen in de pendelstromen. Het bbp wordt immers gemeten volgens de plaats van de productie en dus van de arbeid, terwijl de ontvangsten uit de personenbelasting worden berekend op basis van de woonplaats. In diezelfde zin zou de toename van Waalse en Brusselse pendelaars naar het Vlaams Gewest ertoe bijdragen dat de groei en de werkgelegenheid in het Vlaams Gewest krachtiger zouden aantrekken en dat de opbrengsten van de personenbelasting in het Waals en in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest sneller zouden stijgen.

2. Analyse van de huidige financieringswet

2.1 Belangrijkste mechanismen van de financieringswet

De huidige financieringswijze van de gemeenschappen en gewesten is van kracht sedert 2002. De bijzondere wet van 13 juli 2001 tot herfinanciering van de gemeenschappen en uitbreiding van de fiscale bevoegdheden van de gewesten, die uitvoering gaf aan het Lambermontakkoord, hield immers een grondige wijziging in van de berekening van de budgettaire middelen waarover de deelgebieden beschikken.

De ontvangsten van de gemeenschappen en gewesten bestaan grotendeels uit een gedeelte van de ontvangsten uit personenbelasting en btw, dat hun door de federale overheid wordt afgestaan volgens de in de financieringswet vastgelegde parameters. Voorts beschikken de gewesten over eigen fiscale ontvangsten. Ten slotte ontvangen de deelgebieden andere dotaties van de federale overheid, alsook de opbrengst van de verkoop van goederen en diensten en andere diverse ontvangsten.

TOEGEWZEN GEDEELTE VAN DE OPBRENGST VAN DE PERSONENBELASTING

De aan de gemeenschappen en gewesten toegekende middelen afkomstig van de personenbelasting worden gekoppeld aan de inflatie zoals die wordt gemeten door de nationale consumptieprijsindex, en aan het verloop van het bbp in constante prijzen. Het aldus verkregen bedrag wordt onder de entiteiten verdeeld op basis van de opbrengst van de personenbelasting die op ieder grondgebied wordt geïnd. Om de verdeelsleutel tussen de gemeenschappen te bepalen, wordt de in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest geïnde personenbelasting voor 80 % toegerekend aan de Franse Gemeenschap en voor 20 % aan de Vlaamse Gemeenschap.

De aan de gewesten toegekende bedragen afkomstig van de personenbelasting worden verminderd met een zogeheten 'negatieve term', welke de additionele gewestbelastingen compenseert die sedert 2002 krachtens het Lambermontakkoord worden toegekend. Het verloop van deze negatieve term is gekoppeld aan de inflatie en aan 91 % van de bbp-groei, met uitzondering van het gedeelte dat betrekking heeft op het van de gemeenschappen naar de gewesten overgedragen kijk- en luistergeld. Dit gedeelte van de negatieve term en de dotatie die de gemeenschappen als compensatie ontvangen worden enkel aangepast aan de inflatie.

Voorts wordt een nationale solidariteitstussenkomst toegekend aan de gewesten waarvan de opbrengst van de personenbelasting per inwoner lager ligt dan de opbrengst van die belasting per inwoner in het hele land. Deze solidariteitstussenkomst vormt een onderdeel van de door de federale overheid overgedragen personenbelasting.

In verband met de middelen afkomstig van de personenbelasting dienen tot slot twee kleinere overdrachten te worden vermeld sedert het Lambermontakkoord van kracht is: de eerste naar de Vlaamse en de Franse Gemeenschapscommissies en de andere naar de gemeenten van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest via dit gewest.

TOEGEWENZEN GEDEELTE VAN DE OPBRENGST VAN DE BTW

De aan de gemeenschappen toegekende btw-middelen stemden bij de aanvang van de bijzondere financieringswet van 16 januari 1989 overeen met de begrotingskredieten voor onderwijs. Sindsdien is er geen expliciete band meer tussen beide en kunnen de gemeenschappen autonoom beslissen over hoe ze het geheel van hun ontvangsten besteden. De financieringswet bepaalde initieel dat die btw-middelen enkel werden aangepast aan de nationale consumptieprijsindex en aan 80 pct. van het verloop van het aantal jongeren onder de 18 jaar in de gemeenschap waar het aantal jongeren het sterkst stijgt of het minst daalt ten opzichte van 1988. Hierbij wordt het aantal jongeren onder de 18 jaar in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest voor 80 % aan de Franse Gemeenschap en voor 20 % aan de Vlaamse Gemeenschap toegerekend. Door het Lambermontakkoord werden deze toegekende btw-middelen flink opgetrokken door forfaitaire verhogingen toe te kennen ten belope van € 198 miljoen in 2002, € 149 miljoen in 2003 en 2004, € 372 miljoen in 2005, € 124 miljoen in 2006 en € 25 miljoen voor de periode tussen 2007 en 2011. Bovendien werd het bedrag van de totale btw-dotatie vanaf 2007 ten belope van 91 % gekoppeld aan de reële groei van het bbp in constante prijzen.

Wat de verdeling van de btw-ontvangsten betreft, voorzag de financieringswet initieel in een geleidelijke overgang van de in 1988 bestaande verdeling van de kredieten voor onderwijs op een verdeling volgens het in 1987 geregistreerde aantal leerlingen. Krachtens het Sint-Elooisakkoord van 1 december 1999 werden de kredieten vanaf 2000 verdeeld op basis van een jaarlijkse telling van de leerlingen. Het Lambermontakkoord heeft er evenwel voor gezorgd dat het aantal leerlingen niet langer als enige verdeelsleutel voor de btw-dotatie geldt, maar dat geleidelijk meer belang wordt gehecht aan de opbrengst van de personenbelasting in elke gemeenschap. Concreet betekent dit dat, in 2002, de in het Lambermontakkoord

overeengekomen supplementaire middelen – dus niet de initieel in de financieringswet bepaalde enveloppe – voor 65 % werden verdeeld op basis van het aantal leerlingen en voor 35 % op basis van de opbrengst van de personenbelasting. Dit laatste percentage is geleidelijk gestegen tot 100 % in 2012.

EIGEN FISCALE ONTVANGSTEN

De middelen waarover de gewesten beschikken, vloeien eveneens voort uit de fiscale autonomie die deze laatste genieten. De eigen fiscale ontvangsten van de gewesten omvatten hoofdzakelijk de gewestelijke belastingen en heffingen. Gewestelijke belastingen zijn belastingen die vroeger uitsluitend federaal waren en die geheel of gedeeltelijk werden geregionaliseerd door de financieringswet en de opeenvolgende herzieningen ervan. Concreet betreft het de successierechten, de schenkingsrechten, sommige registratierechten, de verkeersbelasting, de belasting op inverkeerstelling, het eurovignet, de onroerende voorheffing, het kijk- en luistergeld en drie kleinere belastingen, namelijk de belasting op automatische ontspanningstoestellen, de belasting op spelen en wedenschappen en de openingsbelasting op dranksluiterijen. Gewestelijke heffingen zijn door de gewesten geïnde belastingen en vergoedingen in verband met hun eigen bevoegdheden, zoals het water- en afvalbeleid.

Het Lambermontakkoord heeft ook de fiscale autonomie van de gewesten inzake personenbelasting vergroot. Sedert 2004 kunnen de gewesten opcentiemen heffen of belastingverminderingen toestaan tot 6,75 % van de opbrengst van de in het gewest geïnde personenbelasting. In de praktijk heeft geen enkel gewest hiervan gebruik gemaakt om extra middelen op te halen. Omgekeerd heeft het Vlaams Gewest in het recente verleden de mogelijkheid aangegrepen om onder meer via de 'jobkorting' de belastingen te verminderen.

De gemeenschappen hebben zogoed als geen eigen ontvangsten omdat ze geen exclusief grondgebied en dus geen fiscale bevoegdheden hebben.

OVERIGE DOTATIES AFKOMSTIG VAN DE FEDERALE STAAT

Behalve middels de toegewezen ontvangsten uit de btw en de personenbelasting, financiert de federale overheid de gemeenschappen en gewesten ook aan de hand van specifieke dotaties. Zo wordt de Duitstalige Gemeenschap voornamelijk gefinancierd door een federale dotatie. De overige twee gemeenschappen van het land hebben recht op twee andere federale dotaties, één voor de financiering van buitenlandse studenten en de andere voor de samenwerking tussen universiteiten. De drie gewesten

ontvangen de trekkingsrechten ter financiering van de programma's voor wedertewerkstelling van werklozen. Het Brussels Hoofdstedelijk Gewest ontvangt twee specifieke dotaties, een voor de 'dode hand', de andere (Beliris) voor de realisatie van overheidsinvesteringen. De Gemeenschappelijke Gemeenschapscommissie ontvangt eveneens een dotatie van de federale overheid.

2.2 Verwachte ontwikkeling van de ontvangsten van de gemeenschappen en gewesten

Om te beginnen, wordt een algemeen beeld geschetst van de verwachte ontwikkeling van de ontvangsten van de gemeenschappen en gewesten bij een ongewijzigd institutioneel kader. Vervolgens wordt dieper ingegaan op twee financieringsmechanismen waarvan de uitvoeringsbepalingen krachtens het akkoord over de staatshervorming zullen worden aangepast. Het gaat, enerzijds, om toegewezen btw-ontvangsten en, anderzijds, om de nationale solidariteitstussenkomst.

2.2.1 Overzicht

In het kader van de huidige financieringswet en rekening houdend met het demografisch kader en het macro-economisch referentiescenario, zouden de voornaamste ontvangsten van de deelgebieden – de drie gemeenschappen, de drie gewesten en de drie gemeenschapscommissies – tussen 2012 en 2025 met ongeveer 0,2 procentpunt bbp toenemen.

De middelen van de Vlaamse Gemeenschap zouden in procenten bbp stelselmatig toenemen. Deze toename zou voortvloeien uit het gedeelte Gemeenschap en, hoofdzakelijk, uit het feit dat de btw-middelen zich niet alleen mee ontwikkelen met de inflatie en met de reële economische groei, maar ook met de demografie. De verwachting is dat de bevolking jonger dan 18 jaar tegen 2025 zal aangroeien. Bovendien zullen de uit hoofde van het Lambermontakkoord toegekende extra middelen, verdeeld volgens een voor de Vlaamse Gemeenschap voordeliger sleutel 'personenbelasting' dan de leerlingensleutel, een steeds groter aandeel van de btw-middelen uitmaken (zie 2.2.2). De factor demografie heeft eveneens een positieve invloed op de btw-middelen van de Franse Gemeenschap, maar deze laatste ondergaat de toenemende impact van de sleutel 'personenbelasting' die voor haar minder voordelig is dan de leerlingensleutel. Bijgevolg zouden de middelen waarover de Franse Gemeenschap zou beschikken, duidelijk minder snel toenemen dan die van de Vlaamse Gemeenschap.

In procenten bbp zouden de middelen van het Waals Gewest continu afnemen, terwijl die van het Vlaams Gewest en van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest zouden stagneren. Een en ander wordt door verschillende factoren verklaard. Om te beginnen, zouden de eigen fiscale ontvangsten en de federale dotaties verschillend van de toegewezen ontvangsten uit de personenbelasting zich in alle drie de gewesten minder snel ontwikkelen dan het bbp omwille van de bepalingen van

TABEL 1 VOORNAAMSTE ONTVANGSTEN VAN DE GEMEENSCHAPPEN EN GEWESTEN⁽¹⁾
(referentiescenario, in % bbp)

	2012	2015	2020	2025	Variatie 2012-2025
Vlaamse Gemeenschap	6,55	6,62	6,73	6,78	0,23
Gemeenschap	3,49	3,55	3,65	3,72	0,23
Gewest	3,06	3,08	3,08	3,06	0,00
Franse Gemeenschap	2,33	2,34	2,34	2,35	0,02
Waals Gewest	1,68	1,67	1,65	1,63	-0,05
Brussels Hoofdstedelijk Gewest	0,66	0,66	0,66	0,65	-0,01
Duitstalige Gemeenschap	0,04	0,04	0,04	0,04	0,00
Gemeenschapscommissies	0,02	0,02	0,02	0,02	0,00
Totaal	11,27	11,36	11,44	11,46	0,19

Bronnen: FPB, Rijksmiddelenbegroting, INR, NBB.

(1) Het betreft de in de vorm van personenbelasting en btw overgedragen middelen (behalve de afrekeningssaldi), de eigen fiscale ontvangsten (gewestelijke belastingen en bepaalde gewestelijke heffingen) en verschillende andere federale dotaties.

de financieringswet of de onderliggende hypothesen. Omgekeerd is er de invloed van de negatieve term. Aangezien het initiële, van de personenbelasting overgedragen bedrag gekoppeld is aan de reële groei van het bbp en aan de inflatie, en aangezien de negatieve term, die van dit initiële bedrag wordt afgetrokken, minder snel groeit dan het bbp, neemt het uiteindelijk aan de gewesten toegekende bedrag sneller toe dan het bbp. Tot slot zijn er nog twee andere aspecten die leiden tot een meer uitgesproken afbrokkeling van de aan het Waals Gewest overgedragen ontvangsten uit de personenbelasting dan die welke naar het Brussels Hoofdstedelijk Gewest gaan. Enerzijds is het basisbedrag van de solidariteitstussenkomst enkel geïndexeerd, wat tot gevolg heeft dat het gewicht ervan in het bbp in deze beide gewesten mettertijd afneemt, maar de verwachte afbrokkeling zou in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest worden afgeremd door de forse bevolkingsdynamiek. Anderzijds zou de sleutel 'personenbelasting' zich ontwikkelen ten nadele van het Waals Gewest en ten voordele van, voornamelijk, het Brussels Hoofdstedelijk Gewest.

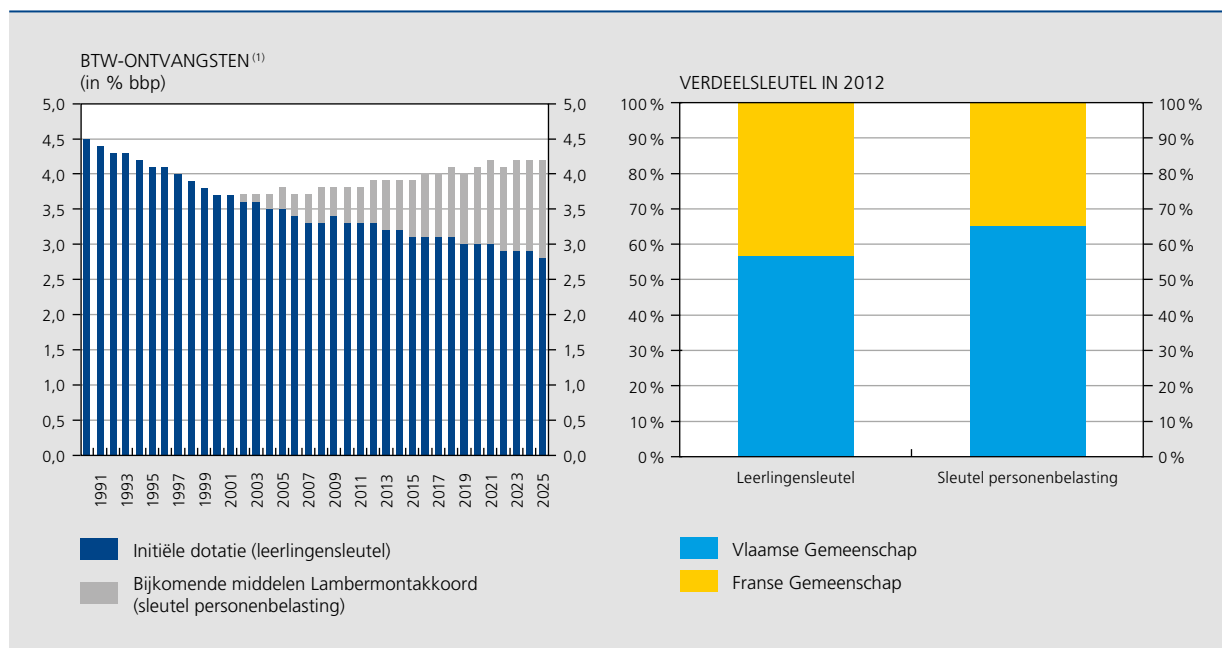
De aan de in hun geheel beschouwde gemeenschapscommissies en aan de Duitstalige Gemeenschap toegekende middelen, die van een verhoudingsgewijs beperkte omvang zijn, zouden zich tegen 2025 in overeenstemming met het bbp ontwikkelen.

2.2.2 Toegewezen btw-ontvangsten

Tot in 2001 werden de aan de gemeenschappen toegewezen btw-ontvangsten, verdeeld volgens de leerlingensleutel, uitsluitend aangepast volgens de inflatie en het verloop van het aantal jongeren onder de 18 jaar. Bijgevolg nam deze btw-dotatie in verhouding tot het bbp continu af: tussen 1990 en 2000 slonk zij van 4,5 % bbp tot 3,7 % bbp.

Krachtens het Lambermontakkoord werden vanaf 2002 aan de gemeenschappen extra btw-middelen toegekend, waarbij vanaf 2007 de hele btw-dotatie – de initiële btw-dotatie en de extra middelen – werd gekoppeld aan het bbp-verloop naar volume ten belope van 91 %. De voornaamste factor die de verhouding van deze dotatie tot het bbp kan beïnvloeden, is derhalve de demografie. Rekening houdend met een verwachte lichte daling van het geboortecijfer werd er destijds van uitgegaan dat de aan de gemeenschappen en gewesten overgedragen middelen in procenten bbp als gevolg van deze herfinanciering vrijwel zouden stagneren. Op grond van de meest recente demografische vooruitzichten, waarbij tot 2025 een relatief hoge nataliteit wordt verwacht, zou de btw-dotatie zich engszins sneller kunnen ontwikkelen dan het bbp, namelijk van ongeveer 3,8 % tot ongeveer 4,2 % bbp tussen 2012 en 2025.

GRAFIEK 5 AAN DE GEMEENSCHAPPEN TOEGEWEEZEN BTW-MIDDELEN



Bronnen: FPB, Rijksmiddelenbegroting, NBB.

(1) Ongerekend de afrekeningsaldi.

Als gevolg van het Lambermontakkoord wordt, als verdeelsleutel, een toenemend belang verleend aan de opbrengst van de personenbelasting in elke gemeenschap. De initiële btw-dotatie groeit immers enkel mee met de inflatie en met de bevolking jonger dan 18 jaar en ziet derhalve haar gewicht in procenten bbp afnemen, terwijl de additionele middelen uit de btw, die volgens de sleutel 'personenbelasting' worden verdeeld, zich duidelijk sneller ontwikkelen dan het bbp, vanwaar de benaming 'Lambermontturbo'. Deze uiteenlopende ontwikkelingen blijven niet zonder gevolgen voor de verdeling van de middelen tussen de gemeenschappen, in die zin dat de sleutel 'personenbelasting' voor de Vlaamse Gemeenschap duidelijk voordeliger is dan de leerlingensleutel. Zo zou, volgens de referentieprojectie, de sleutel 'personenbelasting' in 2012 65,2% toekennen aan de Vlaamse Gemeenschap en 34,8% aan de Franse Gemeenschap, terwijl de leerlingensleutel 56,6% zou toekennen aan de Vlaamse Gemeenschap tegenover 43,4% aan de Franse Gemeenschap.

2.2.3 Nationale solidariteitstussenkomst

De solidariteitstussenkomst is een overdracht van de federale overheid naar de gewesten waarvan de opbrengst van de personenbelasting per inwoner kleiner is dan diezelfde variabele voor het hele land. In 1988 bedroeg het basisbedrag van deze tussenkomst € 11,60 per inwoner en per procentpunt verschil tussen het gewest en het nationaal gemiddelde wat de opbrengst van de personenbelasting per inwoner betreft. Dit bedrag wordt jaarlijks geïndexeerd.

Het Vlaams Gewest heeft nooit een solidariteitstussenkomst genoten, aangezien de opbrengst van de personenbelasting per inwoner er steeds groter was dan het nationaal gemiddelde.

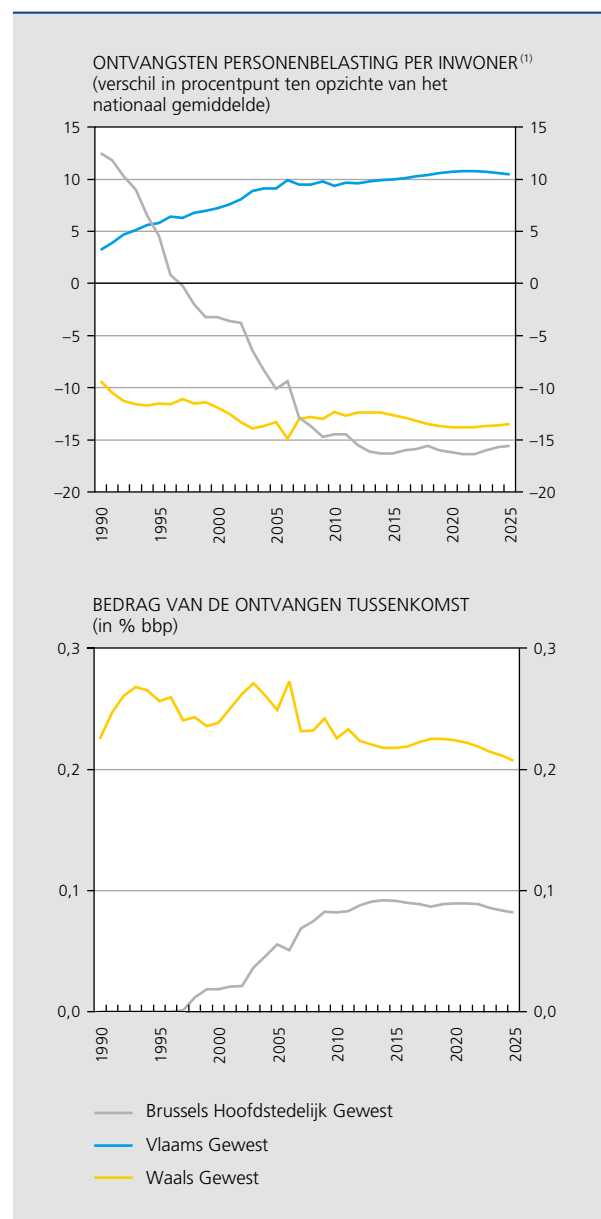
Omgekeerd ontving het Waals Gewest ieder jaar een solidariteitstussenkomst. Het negatieve verschil van de opbrengst van de personenbelasting per inwoner ten opzichte van het nationaal gemiddelde, dat in 1990 al bijna 10% bedroeg, werd steeds groter en kwam over de hele periode tussen 10 en 15% uit. In 2012 zou het ongeveer 12% bedragen.

Voor het Brussels Hoofdstedelijk Gewest liet de personenbelasting per inwoner een relatief beschouwd sterke daling optekenen. Terwijl de ontvangsten uit de personenbelasting per inwoner er in 1990 nog 12% boven het nationaal gemiddelde uitkwamen, is dit positief verschil al maar gekrompen en omgeslagen in een negatief verschil. Dit negatief verschil nam vervolgens toe en overschreed in 2012 de drempel van 15%. Bijgevolg heeft het Brussels

Hoofdstedelijk Gewest sinds 1997 recht op een solidariteitstussenkomst waarvan het bedrag snel is gestegen, ook vanwege de bijzonder sterke bevolkingstoename in dit gewest.

Dat de verhouding van de solidariteitstussenkomst tot het bbp steeds groter wordt, heeft bijgevolg vooral te maken met de toevoeging van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest als begunstigde en met de snelle toename van het aan dit gewest uitgekeerde bedrag.

GRAFIEK 6 SOLIDARITEITSTUSSENKOMST



Bronnen: FPB, Rijksmiddelenbegroting, NBB.

(1) De personenbelasting per inwoner die voor de berekening van jaar t wordt gebruikt stemt overeen met deze van het aanslagjaar t-1, en dus met de personenbelasting op de inkomsten van t-2.

Volgens het referentiescenario zouden de negatieve verschillen van de personenbelasting per inwoner ten opzichte van het nationaal gemiddelde in de toekomst nog enigszins kunnen toenemen, zowel in het Waals als in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest. De solidariteitstussenkomst die aan elk van deze twee gewesten wordt uitgekeerd, zou evenwel moeten dalen ten opzichte van het bbp vermits deze tussenkomsten niet gekoppeld zijn aan het verloop van de economische bedrijvigheid naar volume.

Het mechanisme van de solidariteitstussenkomst heeft kritiek gekregen, met name in de academische wereld⁽¹⁾. Een als pervers bestempeld effect is het feit dat een verbetering van de relatieve economische situatie in een gewest dat van een dergelijke tussenkomst geniet, aanleiding dreigt te geven tot een daling van de ontvangsten van dit gewest. Het verlies aan ontvangsten uit hoofde van de solidariteitstussenkomst zou, voor dit gewest, immers groter zijn dan de positieve gevolgen van een betere verdeelsleutel voor de middelen afkomstig van de personenbelasting. Deze redenering gaat evenwel alleen maar op als enkel deze twee elementen van de gewestelijke financiën in overweging worden genomen, met uitsluiting van de overige ontvangsten van de gewesten en van de gemeenschapsfinanciën (waarvan een gedeelte van de dotaties ook wordt verdeeld naargelang van de opbrengst van de personenbelasting) en van de gemeentelijke financiën (die grotendeels afhangen van de opcentiemen op de personenbelasting). Zelfs indien de vergelijking beperkt blijft tot louter de gewestelijke financiën, zou het pervers effect bovendien, na verloop van tijd, helemaal verdwijnen omdat het initiële bedrag van de aan de gewesten toegewezen ontvangsten uit de personenbelasting zich ontwikkelt in overeenstemming met het bbp, terwijl de solidariteitstussenkomst enkel geïndexeerd en bevolkinggekoppeld is.

2.3 Motieven voor de herziening van de financieringswet

De herziening van de financieringswet werd voornamelijk om twee redenen op de agenda van de staatshervorming geplaatst. Om te beginnen was een verduidelijking vereist van de financieringsmechanismen van de nieuwe bevoegdheden die aan de gemeenschappen en gewesten worden toegekend. Ten tweede uitten verschillende politieke partijen aan beide zijden van de taalgrens verschillende verzoeken om bepaalde aspecten van de financieringswet te wijzigen.

Het over de financieringswet bereikte akkoord was verankerd rond een aantal principes die vanaf de zomer

2010 werden geformuleerd. Het was de bedoeling de financiële autonomie van de deelgebieden uit te breiden, meer bepaald door hun eigen ontvangsten aanzienlijk te verhogen. De inzake de personenbelasting gewenste grotere fiscale autonomie moest evenwel aan drie vereisten voldoen. Zo moest ze deloyale concurrentie vermijden, de progressiviteit van deze personenbelasting behouden en de fiscale prerogatieven van de federale staat met betrekking tot het interpersoonlijk herverdelingsbeleid handhaven. De financiële autonomie van de deelstaten diende ook te worden opgevoerd door hen meer verantwoordelijkheden te verlenen op het vlak van hun bevoegdheden en van het gevoerd beleid.

Het nastreven van een evenwichtig akkoord werd nog door andere principes ingegeven. Zo kwam het er tegelijkertijd op aan een of meerdere deelgebieden structureel niet te verarmen, de leefbaarheid op lange termijn van de federale staat te waarborgen en de financiële stabiliteit van de deelgebieden te verzekeren. In een algemeen verslechterde begrotings situatie moest volgens een ander principe rekening worden gehouden met de inspanningen die alle deelgebieden samen moeten leveren om de overheidsfinanciën te saneren.

Daarnaast moesten bepaalde bijzonderheden van de financieringswet worden herzien. Het Brussels Hoofdstedelijk Gewest diende te worden geherfinancierd, rekening houdend met externe aangelegenheden, zoals de intergewestelijke pendelstromen, en met de sociologische realiteit en de bijzondere rol van dit gewest als hoofdstad van het land en van de EU. Tussen de deelgebieden moest een solidariteitsmechanisme in stand worden gehouden, dat evenwel geen ongewenste effecten mocht sorteren. Tot slot werd bij de herziening van de financieringswet overeengekomen dat rekening zou worden gehouden met bevolkings- en leerlingencriteria. Zo wordt impliciet verwezen naar het hanteren van demografische criteria voor de verdeling van de middelen voor de nieuwe aan de gemeenschappen en gemeenschapscommissies overgedragen bevoegdheden. Daarnaast werd een groter belang toegekend aan het leerlingencriterium voor de verdeling van de toegewezen btw-ontvangsten die oorspronkelijk bestemd waren voor de financiering van de voornaamste bevoegdheid van de gemeenschappen, namelijk het onderwijs.

(1) Zie meer bepaald Cattoir en Verdonck (2002), Algoed en Heremans (2008), Chaidron et al. (2009), Leibfritz (2009), Verdonck et al. (2009), en Heremans et al. (2010).

3. Bevoegdheidsoverdrachten

De staatshervorming impliceert een additionele overheveling van bevoegdheden die gepaard gaan met budgettaire middelen van Entiteit I, namelijk de federale overheid en de sociale zekerheid, naar de gemeenschappen en gewesten. De omvang van deze overheveling van nieuwe bevoegdheden mag, voor 2011, op ongeveer € 16,2 miljard worden geraamd, of 4,4 % bbp. De overdrachten werden veel meer gericht op de gemeenschappen – met inbegrip van de gemeenschapscommissies wat Brussel betreft – dan op de gewesten.

De aan de gemeenschappen en gemeenschapscommissies overgedragen middelen zijn grotendeels bestemd voor kinderbijslag. Er is eveneens een aanzienlijk bedrag uitgetrokken voor de gezondheidszorg en de hulp aan personen, met inbegrip van de gezondheidszorg verstrekt aan bejaarden – in hoofdzaak de opvangstructuren zoals

rusthuizen, rust- en verzorgingstehuizen en geïsoleerde geriatrie ziekenhuizen – en de tegemoetkoming voor hulp aan bejaarden. De andere overgedragen uitgaven voor de gezondheidszorg en hulp aan personen omvatten de ziekenhuisinfrastructuur, de geestelijke gezondheidszorg, het preventiebeleid en de organisatie van de eerstelijnsgezondheidszorg. Het merendeel van deze bevoegdheden zijn uitgaven die de sociale zekerheid vandaag op zich neemt. Ook uitgaven voor andere bevoegdheden, meer bepaald op het vlak van justitie, worden overgedragen.

Wat de gewesten betreft, heeft de – op begrotingsvlak – voornaamste overgedragen materie betrekking op de arbeidsmarkt. Deze overdrachten gaan zowel van de federale overheid als van de sociale zekerheid uit. Een niet onbelangrijk gedeelte van deze overgedragen bevoegdheden bevindt zich aan de ontvangsten- en niet aan de uitgavenzijde. Het gaat hierbij in de eerste plaats om sommige verlagingen van de socialezekerheidsbijdragen. Een andere belangrijke aan de gewesten overgedragen bevoegdheid zijn de fiscale uitgaven, die ontvangstenverminderingen zijn. De voornaamste betrokken fiscale uitgaven betreffen de huisvesting – aftrek voor enige woning, verhoogde korting woonsparen en bijkomende aftrek hypothecaire intresten –, de energiebesparende investeringen en het gebruik van dienstencheques. Met verschillende andere overdrachten, ten slotte, zijn beperkte bedragen gemoeid.

Deze overdrachten van begrotingsbevoegdheden wijzigen in aanzienlijke mate het relatieve gewicht van de deelsectoren van de overheid. Indien de hervorming ten uitvoer was gelegd, zouden de primaire uitgaven van de gemeenschappen en gewesten op basis van de cijfers van 2011 stijgen van 12,5 tot 16 % bbp. Deze 3,5 procentpunt extra zou zogoed als uitsluitend genomen worden uit de uitgaven van de sociale zekerheid die zouden teruglopen van 21,4 tot 18,1 % bbp. De primaire uitgaven van de federale overheid zouden slechts licht afnemen, van 9,1 tot 8,9 % bbp. Het is voor het eerst dat bevoegdheidsoverdrachten in een zo hoge mate uitgaan van de sociale zekerheid.

TABEL 2 OVERHEVELING VAN BEVOEGDHEDEN NAAR DE GEMEENSCHAPPEN EN GEWESTEN

	Bedragen ⁽¹⁾ (in € miljard)	In % bbp
Aan de gemeenschappen en gemeenschapscommissies	10,2	2,8
Kinderbijslag	5,9	1,6
Gezondheidszorg en hulp aan personen	4,2	1,1
waarvan:		
Opvangstructuren voor bejaarden	2,5	0,7
Tegemoetkoming voor hulp aan bejaarden	0,5	0,1
Andere bevoegdheden	0,1	0,0
Aan de gewesten	6,0	1,6
Arbeidsmarkt	3,8	1,0
waarvan:		
Verminderingen van ontvangsten	1,3	0,3
Fiscale uitgaven	1,9	0,5
Andere bevoegdheden	0,2	0,1
Totaal	16,2	4,4

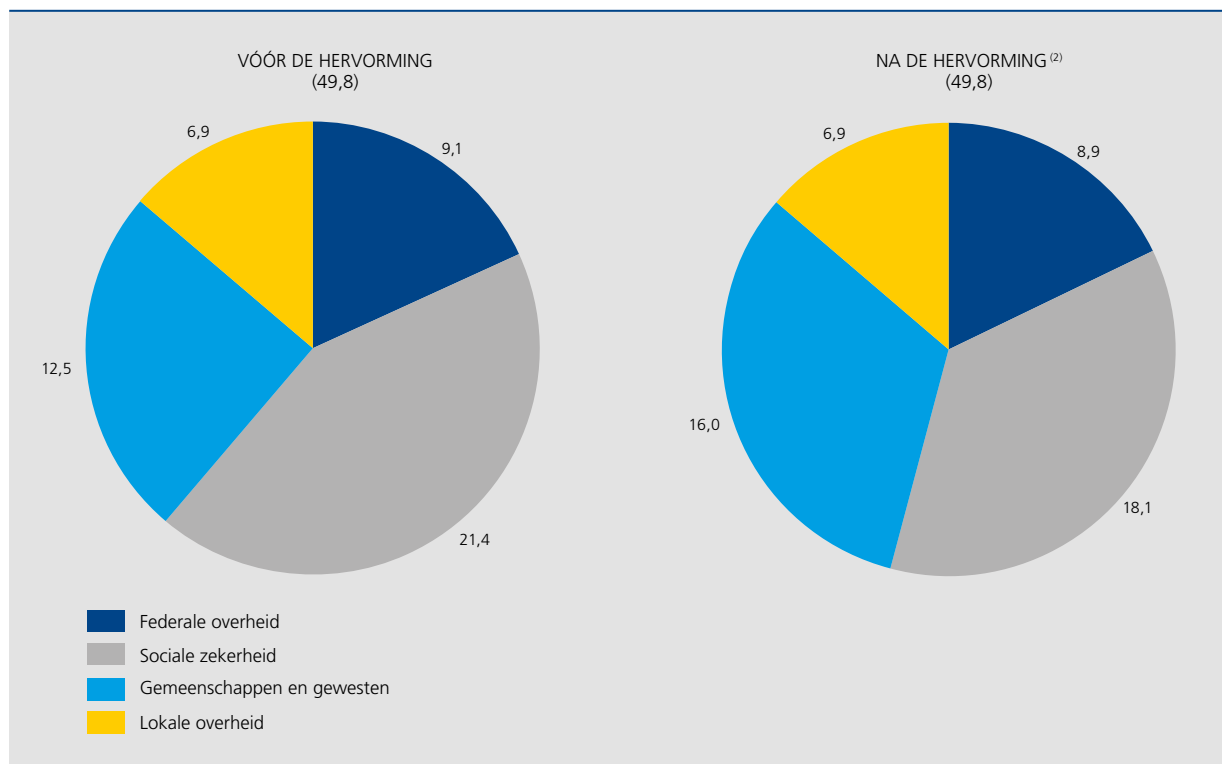
Bronnen: akkoord over de staatshervorming, INR, NBB.

(1) Het betreft bedragen vermeld in het akkoord over de staatshervorming, met uitzondering van de trekkingsrechten ter financiering van de programma's voor wedertewerkstelling van werklozen aangezien deze laatste reeds het voorwerp uitmaakten van een federale dotatie aan de gewesten, terwijl de uitgaven van het Participatiefonds niet worden meegeteld omdat dit fonds, in de nationale rekeningen, geen deel uitmaakt van de overheidssector. De geraamde bedragen hebben grotendeels betrekking op het jaar 2011, maar kunnen ook betrekking hebben op andere jaren naargelang van de materie in kwestie. Ze dateren in ieder geval van vóór de in het kader van de federale begroting 2012 doorgevoerde omvangrijke besparingen, meer bepaald inzake de fiscale aftrekbaarheid voor energiebesparende investeringen.

4. Herziening van de financieringswet

De financiële aspecten van het akkoord over de staatshervorming hebben betrekking op de mechanismen van de financieringswet, de regels van de fiscale autonomie van de gewesten en de herfinanciering van de Brusselse instellingen. Bepaalde variabelen van de financieringswet, zoals de referentiebedragen voor de overdracht van bevoegdheden en hun evolutieparameters, moeten nog definitief worden bijgesteld, na de discussie over de sanering van de overheidsfinanciën die België tegen 2015 opnieuw naar

GRAFIEK 7 FINALE PRIMAIRE UITGAVEN VAN DE DEELSECTOREN VAN DE OVERHEID⁽¹⁾
(in % bbp, raming op basis van cijfers van 2011)



Bronnen: akkoord over de staatsherforming, INR, NBB.

(1) De overdrachten tussen deelsectoren van de overheid zijn niet inbegrepen teneinde enkel de finale uitgaven in aanmerking te nemen.

(2) Ongerekend de aan de ontvangstzijde overgedragen bevoegdheden (fiscale uitgaven en verlagingen van socialezekerheidsbijdragen).

een begrotingsevenwicht moet leiden. De situatie van de Duitstalige Gemeenschap vereist een specifieke herziening.

In de volgende subparagrafen wordt een overzicht gegeven van de nieuwe financieringsmechanismen van, respectievelijk, de gewesten en de gemeenschappen. Vervolgens wordt aandacht besteed aan twee specifieke elementen, namelijk de herfinanciering van de Brusselse instellingen en de responsabiliseringsbijdrage inzake de pensioenen van de vastbenoemde ambtenaren van de deelgebieden.

4.1 Herziening van de financiering van de gewesten

4.1.1 Overzicht

Voor de gewesten is de grotere fiscale autonomie een van de belangrijkste veranderingen die voortvloeien uit het akkoord over de financieringswet. Zo kunnen de gewesten zogeheten uitgebreide opcentiemen heffen op de federale ontvangsten uit de personenbelasting. Voortaan zullen die opcentiemen

de voornaamste inkomsten van de gewesten uitmaken. Ze vervangen de basisdotatie van de personenbelasting en het grootste gedeelte van de negatieve term, en ze financieren ook voor een deel de overgedragen fiscale uitgaven.

Voor het leeuwendeel van de overgedragen fiscale uitgaven en van de nieuwe bevoegdheden inzake werkgelegenheid worden extra middelen uitgetrokken die tussen de gewesten worden verdeeld op basis van een fiscale sleutel.

Een nationale solidariteitsbijdrage blijft gehandhaafd, maar de kenmerken ervan worden aangepast om de ongewenste effecten ervan uit te vlakken.

Naast die ontvangsten blijft een zeer beperkt aantal andere dotaties in hun huidige vorm bestaan⁽¹⁾. De

(1) Die dotaties hebben betrekking op de aanvullende middelen die werden toegekend in het kader van voorgaande herzieningen van de financieringswet (1993 voor de landbouw en 2002 voor een reeks bevoegdheden met een geringe invloed op de begroting) en op bepaalde door het Lambermontakkoord ingestelde specifieke dotaties aan Brussel (waaronder die voor de gemeenten met ten minste één Nederlandstalige in hun schepencollege en die voor de eentalige gemeenschapscommissies).

gewestelijke belastingen en heffingen worden evenmin gewijzigd.

Rekening houdend met alle veranderingen die worden aangebracht in de financieringswijze van de gewesten, zouden sommige deelgebieden in het nieuwe stelsel minder middelen ontvangen dan in het oude. Een overgangsmechanisme moet ervoor zorgen dat, op het ogenblik van de overgang van de oude op de nieuwe wet, geen enkele entiteit middelen derft of winst maakt. Het bedrag van het overgangsmechanisme wordt gedurende tien jaar constant gehouden in nominale termen. Tijdens de tien daaropvolgende jaren vermindert het lineair tot wanneer het verdwenen is.

Sommige elementen vormen daar een uitzondering op, omdat ze niet via het overgangsmechanisme worden gecompenseerd en dus een onmiddellijk begrotingseffect uitoefenen op de relaties tussen de deelgebieden en de federale overheid. Die elementen zijn de herfinanciering van de Brusselse instellingen en twee specifieke responsabiliseringsmechanismen. Het eerste daarvan is een responsabiliseringsmechanisme inzake pensioenen.

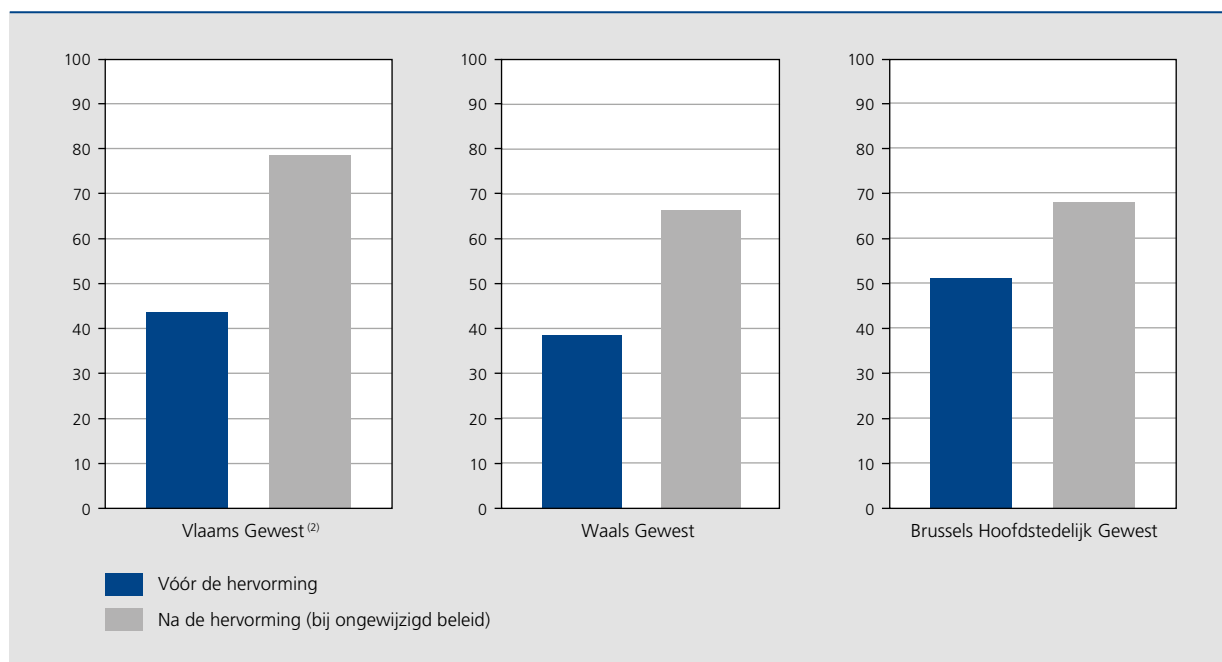
Het tweede is een responsabiliseringsmechanisme inzake klimaat⁽¹⁾. Indien een gewest zijn toegewezen doelstelling voor de reductie van de uitstoot van broeikasgassen in de sector van de gebouwen overschrijdt, krijgt het een financiële bonus ten laste van het federaal aandeel in de veiling van de emissierechten. Omgekeerd moet een gewest dat zijn doelstelling niet bereikt, een malus betalen.

4.1.2 Uitbreiding van de fiscale autonomie

Het akkoord over de staatshervorming versterkt in aanzienlijke mate de bevoegdheden en de fiscale autonomie van de gewesten inzake personenbelasting. Hieronder wordt eerst nagegaan in welke mate de daarbij verleende fiscale autonomie is uitgebreid. Dan volgt een toelichting bij de wijze waarop de fiscale autonomie wordt uitgeoefend en bij de beperkingen van die autonomie. Tot slot wordt een cruciaal, uit de fiscale autonomie resulterende begrotingsaspect besproken, namelijk de elasticiteitswinsten.

(1) De regels van dit mechanisme moeten nog worden uitgewerkt en zullen worden vastgelegd in een gewone wet die tegelijk met de financieringswet zal worden goedgekeurd.

GRAFIEK 8 AANDEEL VAN DE EIGEN FISCALE ONTVANGSTEN IN DE TOTALE MIDDELEN VAN DE GEWESTEN⁽¹⁾
(op basis van de voor 2012 geraamde cijfers, in %)



Bronnen: FPB, Rijksmiddelenbegroting, NBB.

(1) De in de analyse beschouwde middelen omvatten de eigen fiscale ontvangsten, de overgedragen middelen uit de personenbelasting en de btw, en andere federale dotaties. De nieuwe middelen die zullen worden overgedragen naar aanleiding van de zesde fase van de staatshervorming, worden eveneens in aanmerking genomen.

(2) Voor de Vlaamse Gemeenschap (Gewest en Gemeenschap samen), zou het aandeel van de eigen fiscale ontvangsten toenemen van 20,3% tot 34,4%.

4.1.2.1 Omvang van de fiscale autonomie

De fiscale autonomie heeft in 2012 betrekking op een bedrag van € 10,7 miljard, wat ongeveer een vierde is van de ontvangsten die in België door middel van de personenbelasting worden geïnd. Dat bedrag stemt overeen met de vroegere basisdotatie voor de personenbelasting, die op € 14,3 miljard wordt geraamd, verminderd met het grootste deel⁽¹⁾ van de negatieve term (€ 4,3 miljard) en verhoogd met 40 % van de overgedragen fiscale uitgaven. Aangezien deze laatste ongeveer € 1,9 miljard bedragen, is die 40 % gelijk aan zowat € 0,8 miljard.

De toename van de fiscale autonomie inzake personenbelasting versterkt de autonomie die reeds bestond als gevolg van de opeenvolgende institutionele hervormingen. De omvang van de fiscale autonomie, ongeacht of deze betrekking heeft op de personenbelasting of op andere belastingen, kan voor elk gewest worden gemeten aan de hand van het aandeel van de eigen fiscale ontvangsten gedefinieerd als de gewestbelastingen, bepaalde regionale belastingen en de opcentiemen op of verminderingen van personenbelasting – in het geheel van de beschouwde ontvangsten. Vóór de herziening van de financieringswet beliep de fiscale autonomie, voor het jaar 2012, 38,5 % in het Waals Gewest, 43,5 % in het Vlaams Gewest en 51 % in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest.

Rekening houdend met de voor de nieuwe bevoegdheden overgedragen middelen, loopt, na de hervorming, het aandeel van de eigen fiscale ontvangsten, met inbegrip van de fiscale autonomie inzake personenbelasting, in de totale beschouwde ontvangsten op tot 66,1 % in het Waals Gewest, 68,1 % in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest en 78,4 % in het Vlaams Gewest.

4.1.2.2 Uitvoeringsregels van de fiscale autonomie

In de praktijk komt de verruiming van de fiscale autonomie neer op het toekennen van zogenoemde uitgebreide gewestelijke opcentiemen op de ontvangsten uit de personenbelasting. Deze opcentiemen worden geheven op de op federaal niveau behouden belasting, na aftrek van het bedrag dat voortaan onder de fiscale autonomie valt. In Kader 1 worden de hoofdlijnen van dat nieuwe stelsel toegelicht.

De gewestelijke opcentiemen worden toegepast op de belasting volgens barema, na uitoefening van de belastingvrije som – met inbegrip van de additionele som voor

(1) Een klein deel wordt niet afgetrokken om het bedrag te bepalen waarvoor fiscale autonomie geldt. Dit gedeelte vormt de restfactor van de negatieve term. Deze bedragen worden niet meer afzonderlijk opgenomen en vallen bijgevolg onder het overgangsmechanisme.

TABEL 3 GEWESTELIJKE VERDEELSLEUTELS VOOR VARIABELEN MET BETREKKING TOT DE PERSONENBELASTING

(geraamde bedragen bij ongewijzigd beleid voor het inkomensjaar 2012, in %)

	Vlaams Gewest	Waals Gewest	Brussels Hoofdstedelijk Gewest
Uitgebreide gewestelijke opcentiemen	63,3	28,2	8,5
Opbrengst personenbelasting ⁽¹⁾	63,2	28,1	8,7
Belastinggrondslag personenbelasting	61,4	30,2	8,4

Bronnen : FPB, NBB.

(1) Ongerekend gemeentelijke opcentiemen.

personen ten laste – en van de belastingverminderingen voor de vervangingsinkomens en voor de inkomens uit het buitenland. Door de opcentiemen op een ver gevorderd niveau in de berekening van de belasting uit te voeren, sluiten de rendementen tussen de gewesten nauw aan bij die welke worden verkregen op basis van de sleutel van de opbrengst van de personenbelasting. Vergeleken met de sleutel van de belastinggrondslag van de personenbelasting wijst die sleutel bijna 2 % méér toe aan het Vlaams Gewest en ongeveer 2 % minder aan het Waals Gewest. Dat verschil is toe te schrijven aan verschillende factoren. Om te beginnen, ligt het gemiddeld inkomen in het Vlaams Gewest hoger, zodat de belasting die er wordt geïnd, hoger uitvalt vanwege de progressiviteit van de belasting. Vervolgens hebben de belastingverminderingen voor de vervangingsinkomens een zwaardere impact in het Waals Gewest dan in het Vlaams Gewest vanwege, onder meer, de hogere werkloosheidsgraad. Ten slotte ontvangen, verhoudingsgewijs, meer inwoners uit het Waals dan uit het Vlaams Gewest inkomens uit het buitenland, met name inkomens uit grensoverschrijdende arbeid.

Het akkoord zet voor de fiscale autonomie bepaalde bakens uit. Zo blijft de federale overheid als enige bevoegd om de belastinggrondslag en de bedrijfsvoorheffing te bepalen en belastingen te innen. Ze kan ook vrij haar belastingtarieven vaststellen. Al die prerogatieven oefent de federale overheid uit zonder dat de gewesten zich op een belangenconflict kunnen beroepen. Teneinde het strikt federaal karakter van de belastinggrondslag te vrijwaren, moeten de overgedragen fiscale uitgaven instrumenten zijn of worden die de verschuldigde belasting en niet de belastinggrondslag beïnvloeden. Bijgevolg moet, bijvoorbeeld, de aftrek voor een enige woning worden omgezet in een belastingvermindering, zoals het geval is voor het woonsparen. Dit is

Kader 1 – Praktische toepassing van de zogenoemde uitgebreide opcentiemen op de ontvangsten uit de personenbelasting

De werking van het nieuwe stelsel wordt toegelicht aan de hand van een vereenvoudigd voorbeeld van een alleenstaande zonder personen ten laste, van wie het belastbaar inkomen in 2011 € 30 000 bedroeg en die geen aanspraak kon maken op belastingverminderingen of specifieke belastingaftrekken.

Op basis van de belastingtarieven en de schijven van het belastbaar inkomen van het aanslagjaar 2012 zou die persoon, volgens het huidig systeem, een belasting moeten betalen van € 9 350, rekening houdend met een basisbelasting van € 10 992 en een vermindering van de belasting door de toepassing van belastingvrije som van € 1 643, wat 25 % is van het totaal belastingvrij inkomen (€ 6 570).

BEREKENING VAN DE PERSONENBELASTING VÓÓR EN NA REGIONALISERING VOOR EEN ALLEENSTAANDE MET EEN BELASTBAAR INKOMEN VAN € 30 000

(aanslagjaar 2012; in €, tenzij anders vermeld)

Schijven van het belastbaar inkomen	Marginaal tarief (in %)	Belasting ten gunste van de federale overheid			Belasting ten gunste van de gewesten	Totale belasting
		Basisbelasting	Belastingvrije som	Federale belasting		
Huidig stelsel (vóór regionalisering)						
0 – 8 070	25	2 018	1 643	375		375
8 070 – 11 480	30	1 023	0	1 023		1 023
11 480 – 19 130	40	3 060	0	3 060		3 060
19 130 – 35 060	45	4 892	0	4 492		4 492
Totaal		10 992	1 643	9 350		9 350
Nieuw stelsel (na regionalisering, bij ongewijzigd beleid, met toepassing van een uniform gewestelijk opcentiementarief van 33,3 %)						
0 – 8 070	25	1 513	1 232	281	94	375
8 070 – 11 480	30	767	0	767	256	1 023
11 480 – 19 130	40	2 295	0	2 295	765	3 060
19 130 – 35 060	45	3 669	0	3 669	1 223	4 892
Totaal		8 244	1 232	7 012	2 338	9 350

Om het nieuwe stelsel toe te lichten, wordt uitgegaan van een verdeling tussen de federale overheid en de gewesten via een sleutel van 75 %-25 %. Om in dat geval de belastingdruk en de totale fiscale ontvangsten onveranderd te houden, zouden opcentiemen van 33,3 % moeten worden geheven op de met een vierde verminderde federale belasting.

Volgens het nieuwe stelsel wordt de federale belasting in iedere belastingsschijf met een vierde gereduceerd. De federale basisbelasting bedraagt, in het beschouwde voorbeeld, € 8 244, of drie vierden van de in het huidig stelsel door de federale staat geïnde belasting. De hervorming biedt de gewesten de mogelijkheid die federale basisbelasting op te splitsen in de door hen gewenste schijven, en voor elk van deze schijven kunnen de gewesten het door hen gewenste aantal opcentiemen heffen, maar de federale basisbelasting, met een kwart verminderd, blijft onveranderd.



Vervolgens worden de federale belastingverminderingen berekend die overeenstemmen met de belastingvrije som, de supplementaire belastingvrije som voor personen ten laste en de belastingverminderingen voor vervangingsinkomens. Het bedrag van die federale belastingverminderingen wordt afgetrokken van de federale belasting die wordt berekend op het belastbaar inkomen, te beginnen met de laagste belastingschijven. In het hier gegeven voorbeeld wordt enkel rekening gehouden met de belastingvrije som. Deze laatste, eveneens met een kwart verminderd, wordt afgetrokken van de laagste belastingschijf. Ze is aldus gelijk aan € 1 232, wat eveneens 25 % minder is dan de vermindering die in het huidig stelsel wordt berekend.

Per saldo zou de beschouwde alleenstaande dus een belasting van € 7 012 ten gunste van de federale overheid moeten betalen, of 25 % minder dan in het huidig stelsel.

Als het gewest waar de alleenstaande uit het fictieve voorbeeld woonachtig is, voor iedere belastingschijf opcentiemen van 33,3 % heft op de aan het federaal niveau verschuldigde belasting, dan zal die alleenstaande € 2 338 verschuldigd zijn ten gunste van het gewest. Zodoende zal hij in totaal, net als in het huidig stelsel, voor alle beleidsniveaus samen € 9 350 belasting hebben betaald. Bij ongewijzigd beleid blijft het nieuwe stelsel dus neutraal voor de belastingplichtigen.

In het vereenvoudigde voorbeeld wordt geen rekening gehouden met bepaalde inkomens en belastingverminderingen. In het nieuwe stelsel worden de belastingverminderingen voor inkomens uit het buitenland proportioneel aangerekend. Bovendien zullen de gewestelijke opcentiemen ook worden toegepast op sommige afzonderlijk belastbare inkomens, behalve op de roerende inkomens en op verschillende andere inkomens zoals de belastbare meerwaarden, waarvoor de federale overheid exclusief bevoegd blijft. Voorts zal voor deze inkomens een uniform tarief van opcentiemen gelden, aangezien het niet gedifferentieerd mag worden per tranche, dat ook uniek is in de zin dat er slechts één tarief zal gelden, ongeacht het federaal belastingtarief op die inkomens.

belangrijk om te voorkomen dat het gewestelijk en het federaal beleid met elkaar zouden interfereren.

De gewesten, van hun kant, kunnen van nu af aan proportionele algemene opcentiemen heffen, forfaitaire of proportionele algemene verminderingen – voortaan onbeperkt – toekennen en terugbetaalbare belastingkredieten verlenen in de domeinen die onder hun bevoegdheid vallen. Ze mogen ook vrij hun belastingschijven en de tarieven van de opcentiemen per schijf vaststellen, onbeperkt indien ze dat doen om het stelsel progressiever te maken, maar met twee beperkingen als ze het regressiever willen maken. Ten eerste mag het gewestelijk opcentientarief op een belastingschijf niet lager zijn dan 90 % van het hoogste opcentientarief van de lagere belastingschijven. Ten tweede mag het voordeel per belastingplichtige niet meer dan – geïndexeerd – € 1 000 per jaar bedragen.

4.1.2.3 Elasticiteitswinsten

Zoals reeds uiteengezet in deel 1.4, zouden de ontvangsten uit de personenbelasting, bij een ongewijzigde

belastingwetgeving, sneller stijgen dan het bbp. Het daaruit voortvloeiende verschil in ontvangsten wordt vaak 'elasticiteitswinsten van de personenbelasting' genoemd. In de huidige financieringswet trok de federale overheid profijt van die winsten. De middelen uit de personenbelasting die ze naar de gewesten overhevelde, waren immers enkel gekoppeld aan het verloop van het bbp. Voortaan zullen de gewesten die winsten genieten ten belope van het bedrag van de ontvangsten uit de personenbelasting dat voortaan onder de fiscale autonomie valt. Ter compensatie van het daaruit voortvloeiende verlies aan ontvangsten voor de federale overheid, is de nieuwe gewestelijke dotatie die de middelen voor de werkgelegenheid en de overgedragen fiscale uitgaven grotendeels dekt, aan niet méér dan 70 % van de reële bbp-groei gekoppeld.

Welk netto-effect zal worden uitgeoefend door de resultante van de krachten die uitgaan van, enerzijds, die onvolledige koppeling van de nieuwe gewestelijke dotatie aan de economische groei en, anderzijds, de elasticiteitswinsten voor de gewesten ten belope van het bedrag dat voortaan onder de fiscale autonomie valt kan niet met

zekerheid wordt gesteld. Het is immers moeilijk om exact te voorspellen in welke mate de ontvangsten uit de personenbelasting sneller zullen stijgen dan het bbp. Tevens valt op te merken dat de elasticiteitswinsten berusten op de hypothese van een ongewijzigde wetgeving, die de belastingdruk doet toenemen. De belastingwetgeving zou tegen 2025 evenwel kunnen worden aangepast, zodat het resultaat daar ex post door zou kunnen worden beïnvloed.

4.1.3 Financiering van de nieuwe gewestelijke bevoegdheden

Aangezien de middelen die nodig zijn om het hoofd te bieden aan de fiscale uitgaven ten belope van 40 % begrepen zijn in de gewestelijke fiscale autonomie voor de personenbelasting, wordt de resterende 60 % alsook 90 % van de middelen die vereist zijn voor de uitoefening van de bevoegdheden inzake werkgelegenheid aan de gewesten toegekend in de vorm van een nieuwe dotatie voor de overgedragen bevoegdheden. Wat de werkgelegenheid betreft, omvat het beschouwde bedrag (€ 5,3 miljard in 2012) ook de trekkingsrechten die reeds aan de gewesten waren overgedragen in de vorm van een specifieke dotatie (€ 0,5 miljard). De resterende 10 % komen in het overgangsmechanisme terecht.

Zoals reeds vermeld, is het verloop van de nieuwe dotatie gekoppeld aan de inflatie en aan 70 % van de reële groei van het bbp. De nieuwe dotatie wordt verdeeld volgens de sleutel van de op federaal niveau gehouden personenbelasting, met andere woorden de op federaal niveau geïnde personenbelasting waarvan het gedeelte wordt afgetrokken dat voortaan onder de fiscale autonomie van de gewesten valt. Die aftrek is bedoeld om te voorkomen dat de middelen van een gewest worden beïnvloed door de fiscale beleidskeuzen van de andere gewesten, meer bepaald door de uitoefening van hun fiscale autonomie. In 2012 zou de sleutel van de op federaal niveau gehouden personenbelasting 63,5 % van de middelen toekennen aan het Vlaams Gewest, 28 % aan het Waals Gewest en 8,5 % aan het Brussels Hoofdstedelijk Gewest.

Inzake de overige bevoegdheden, die een minder zware impact hebben op de begroting, is het institutioneel akkoord nog relatief vaag. Er is sprake van een of meer specifieke dotaties. Het verloop van die dotaties moet nog worden bepaald. Ze zouden worden verdeeld aan de hand van gebruiksleutels en, dus, naargelang van de behoeften.

4.1.4 Herziening van de solidariteitsbijdrage

Een nationale solidariteitsbijdrage blijft behouden. Zoals voorheen bestaat ze uit een verticale overdracht in de vorm van een dotatie van de federale overheid aan de gewesten waarvan de personenbelasting per inwoner lager is dan het nationaal gemiddelde.

Het mechanisme van de bijdrage is evenwel herzien. Het bedrag dat op grond van dit nieuwe mechanisme aan de begunstigde gewesten verschuldigd is, wordt bepaald aan de hand van de volgende formule: $80\% * (db - dpb) * V$. In deze formule staat db voor het aandeel van het gewest in de Belgische bevolking en dpb voor het aandeel van het gewest in de op federaal niveau gehouden personenbelasting. V is gelijk aan het basisbedrag dat in aanmerking wordt genomen voor de berekening van de solidariteitsbijdrage. Dit basisbedrag stemt overeen met het totale bedrag dat onder fiscale autonomie wordt geplaatst en met alle of met een deel van de volgens een fiscale sleutel verdeelde dotaties aan de gewesten en gemeenschappen. In 2012 zou het € 20,1 miljard belopen, te weten de € 10,7 miljard die onder de fiscale autonomie van de gewesten inzake personenbelasting valt, de € 5,3 miljard van de nieuwe via een fiscale sleutel verdeelde gewestelijke dotatie (arbeidsmarkt en fiscale uitgaven) en 50 % van de dotatie van € 8,2 miljard die aan de gemeenschappen wordt toegekend en die volgens een fiscale sleutel wordt verdeeld.

De bijdrage compenseert derhalve nog slechts 80 % van het verschil tussen het aandeel van een gewest in de bevolking en het aandeel van dat gewest in de op federaal niveau gehouden personenbelasting, maar het basisbedrag waar de correctie op wordt toegepast, omvat voortaan middelen van de gewesten én van de gemeenschappen. Krachtens het nieuwe mechanisme valt de solidariteitsbijdrage in 2012 minder hoog uit dan tevoren. Het verloop van het basisbedrag, daarentegen, zal – anders dan in het vroegere stelsel – niet enkel de inflatie volgen, maar ook de reële economische groei.

4.2 Herziening van de financiering van de gemeenschappen

4.2.1 Overzicht

Om hun nieuwe bevoegdheden uit te oefenen, ontvangen de gemeenschappen extra middelen in de vorm van dotaties. Deze laatste worden verdeeld op basis van demografische sleutels, die afhankelijk zijn van de aard van de bedoelde bevoegdheid (zie 4.2.2).

De middelen waarover de gemeenschappen voor hun huidige bevoegdheden beschikken, worden geherstructureerd. Ze bestaan uit, enerzijds, een dotatie verdeeld volgens het aantal leerlingen in de Nederlandstalige en Franstalige scholen en, anderzijds, een dotatie verdeeld volgens een fiscale sleutel (zie 4.2.3).

De andere federale dotaties worden, pro memoria, niet gewijzigd. Het betreft de financiering van de buitenlandse studenten en de interuniversitaire samenwerking.

Zoals voor de gewesten, wordt een overgangsmechanisme ingesteld dat er moet voor zorgen dat, op het ogenblik van de overgang op de nieuwe financieringswet, geen enkel deelgebied middelen verliest; voorts wordt het responsabiliseringsmechanisme inzake pensioenen versterkt.

4.2.2 Financiering van de nieuwe bevoegdheden

De basisbedragen voor de drie belangrijkste nieuwe bevoegdheden die aan de gemeenschappen worden overgedragen – het betreft de kinderbijslag, bevoegdheden in verband met de ouderen en de andere overgedragen bevoegdheden inzake gezondheidszorg en hulp aan personen –, worden bepaald op basis van de door de federale overheid toegekende middelen. Voor 2012 wordt het totale bedrag in kwestie op € 10,6 miljard geraamd.

Aan de hand van demografische sleutels worden die basisbedragen vervolgens tussen de deelgebieden verdeeld. Zodra de middelen zijn verdeeld, volgen ze in elk deelgebied een eigen dynamiek. De betrokken deelgebieden zijn enigszins verschillend naargelang van de materie. De Vlaamse en de Franse Gemeenschap zijn er steeds bij betrokken, maar voor het Brussels Hoofdstedelijk Gewest verloopt de overheveling steeds via de Gemeenschappelijke Gemeenschapscommissie, terwijl de Vlaamse en de Franse Gemeenschapscommissie eveneens betrokken zijn bij de bevoegdheden in verband met de ouderen. De Duitstalige Gemeenschap, van haar kant, wordt in het akkoord over de staatshervorming vermeld ter zake van de overdracht van de kinderbijslag.

De middelen inzake kinderbijslag worden verdeeld volgens de bevolking van 0 tot en met 18 jaar in elk deelgebied. De middelen ten behoeve van bejaarden worden verdeeld volgens de bevolking ouder dan 80 jaar. De middelen voor de overige aspecten van de gezondheidszorg en van de hulp aan personen worden aan de deelgebieden toegekend in verhouding tot de totale bevolking.

Afgezien van de inflatie, zijn de criteria inzake het verloop van de middelen om de nieuwe gemeenschaps-

bevoegdheden te financieren, verschillend van geval tot geval. De financiering van de kinderbijslag volgt enkel het verloop van de bevolking van 0 tot en met 18 jaar in de verschillende deelgebieden, maar een gedeelte van de welvaartsenveloppe kan eveneens een aanpassing in reële termen teweegbrengen van de middelen die worden geaffecteerd voor dat type van sociale uitkeringen. De financiering van de bevoegdheden in verband met de ouderen volgt zowel het verloop van de bevolking ouder dan 80 jaar in elk deelgebied als 82,5 % van de reële bbp-groei per inwoner op nationaal niveau. De middelen voor de overige gezondheidszorg en van de hulp aan personen evolueren volgens 82,5 % van de reële bbp-groei. De tot 82,5 % beperkte koppeling aan de groei wordt in het akkoord over de staatshervorming voorgesteld als een soort van bijdrage van de deelgebieden tot de kosten van de vergrijzing.

Inzake de overige bevoegdheden die aan de gemeenschappen worden overgedragen, met name op het vlak van justitie, zullen de middelen ten slotte worden verdeeld op basis van 'gebruikssleutels'. De criteria betreffende het verloop van die middelen moeten nog worden bepaald.

4.2.3 Financiering van de vroegere bevoegdheden

De vroegere bevoegdheden – met het onderwijs als voorname in termen van begrotingsgewicht – worden voornamelijk gefinancierd door middel van een nieuwe dotatie die wordt verdeeld volgens het aantal leerlingen tussen 6 en 17 jaar in Nederlandstalige en Franstalige scholen. Dat criterium werd eerder gebruikt ter verdeling van de middelen van de vroegere btw-basisdotatie, d.w.z. het vóór het Lambertmontakkoord bestaande gedeelte van die toegekende ontvangsten. Dit verdeelcriterium is voortaan van toepassing op de nieuwe dotatie die, behalve de vroegere btw-basisdotatie, twee andere elementen omvat. Het eerste is het gedeelte 'koppeling aan de economische groei' van de voor de periode 2010-2012 supplementaire middelen van het Lambertmontakkoord. Het tweede is de compenserende dotatie voor het kijk- en luistergeld die voorheen deel uitmaakte van de toegekende ontvangsten uit personenbelasting.

De nieuwe dotatie wordt voor 2012 op zowat € 13,8 miljard geraamd. Terwijl de vroegere btw-basisdotatie niet gekoppeld was aan de economische groei, is dat voor de nieuwe dotatie die wordt verdeeld op basis van het aantal leerlingen wél het geval. Zoals voorheen het geval was voor de hele btw-dotatie, wordt de nieuwe dotatie geïndexeerd aan het prijsverloop en ten belope van 91 % gekoppeld aan de bbp-groei. Voorts wordt ze gekoppeld aan de demografische ontwikkeling die wordt beperkt tot

80 % en nog steeds wordt vastgesteld op basis van de gemeenschap waar de bevolking jonger dan 18 jaar het snelste verloop sinds 1988 vertoont.

Naast de volgens demografische sleutels verdeelde dotaties, is er nog steeds een dotatie die volgens een fiscale sleutel wordt verdeeld. Die verdeelsleutel is ook hier de op federaal niveau behouden opbrengst van de personenbelasting. Wat de opbrengst van de personenbelasting in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest betreft, blijft de voorheen gehanteerde institutionele sleutel gehandhaafd. Volgens deze sleutel wordt 80 % van die opbrengst toegekend aan de Franse Gemeenschap en 20 % aan de Vlaamse Gemeenschap. Deze dotatie omvat niet alleen de middelen afkomstig van de personenbelasting, maar ook de krachtens het Lambertmontakkoord toegekende additionele btw-middelen, behalve het gedeelte dat voortaan wordt opgenomen in de volgens een leerlingensleutel verdeelde dotatie. De extra btw-middelen die verschoven zijn naar de volgens een fiscale sleutel verdeelde dotatie zijn met andere woorden de forfaitaire middelen en het aandeel van de koppeling aan de economische groei gedurende de periode 2007-2010. De volgens een fiscale sleutel verdeelde dotatie wordt voor 2012 op € 8,2 miljard geraamd en ze zou worden gekoppeld aan de inflatie en aan 82,5 % van de economische groei naar volume.

Een van de nieuwigheden wat de financiering van de vroegere bevoegdheden van de gemeenschappen betreft, is dus dat er een einde wordt gemaakt aan de 'Lambermontturbo'. Voortaan maken de vroegere btw-basisdotatie en de supplementaire middelen hoofdzakelijk deel uit van twee verschillende dotaties die grotendeels worden gekoppeld aan de economische groei. De eerste wordt verdeeld volgens de leerlingensleutel en de tweede volgens de op federaal niveau behouden sleutel van de personenbelasting.

4.3 Herfinanciering van de Brusselse instellingen

Tegen 2015 is een herfinanciering van de Brusselse instellingen gepland ten belope van € 461 miljoen. Er zijn verschillende mechanismen geïntroduceerd die ofwel het Brussels Hoofdstedelijk Gewest, ofwel de gemeenschapscommissies, ofwel de gemeenten van dat gewest beogen. Ieder mechanisme heeft zijn eigen bestaansgrond en dynamiek, maar tegen 2015 heeft het akkoord veeleer betrekking op de cijfers dan op de mechanismen.

Tegen 2015 worden het Brussels Hoofdstedelijk Gewest, de gemeenten van dat gewest en de Vlaamse en de Franse Gemeenschapscommissie geherfinancierd ten belope van respectievelijk € 363 miljoen, € 58 miljoen en

TABEL 4 HERFINANCIERING VAN DE BRUSSELSE INSTELLINGEN
(in € miljoen)

	2012	2013	2014	2015
Gedeelte van toepassing vanaf 2012	134	175	217	258
Geaffecteerde bedragen	110	151	192	233
waarvan:				
Veiligheid (gemeenten)	30	30	30	30
Taalpremies (gemeenten)	25	26	27	28
Mobiliteit	45	75	105	135
Gemeenschapscommissies	10	20	30	40
Niet-geaffecteerd bedrag (dode hand)	24	24	25	25
Gedeelte financieringswet ⁽¹⁾ (niet-geaffecteerde bedragen)	0	61	129	203
Compensatie pendelaars ⁽²⁾	0	13	28	44
Compensatie internationale ambtenaren	0	48	101	159
Totaal	134	236	346	461
waarvan:				
Geaffecteerde bedragen	110	151	192	233
Niet-geaffecteerde bedragen	24	85	154	228

Bron: akkoord over de staatshervorming.

(1) In de veronderstelling dat de financieringswet in 2012 in werking treedt, is dit gedeelte vanaf 2013 van toepassing teneinde te voorkomen dat de effecten van de herfinanciering teniet zouden worden gedaan door het overgangsmechanisme.

(2) Aangezien die compensatie horizontaal is, komt ze niet ten laste van de federale overheid maar van de overige gewesten.

€40 miljoen. Zoals er in de projectie bij ongewijzigd beleid werd van uitgegaan, worden de momenteel aan het Belirisfonds toegewezen bedragen (125 miljoen) bovendien geconsolideerd.

De herfinanciering van de Brusselse instellingen omvat twee gedeeltes. Het eerste gedeelte zou in 2012 in werking treden via een bijzondere wet krachtens welke ook verschillende aspecten van de organisatie van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest en van de rand rond dat gewest zou worden gewijzigd. In de begrotingen 2012 van de federale overheid en van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest wordt met die herfinanciering rekening gehouden. Het tweede gedeelte zou in werking treden met de nieuwe financieringswet.

4.3.1 Gedeelte van toepassing vanaf 2012

Voor het eerste gedeelte is het enige herfinancieringsmechanisme waarvan het bedrag niet voor een bepaalde behoefte is bestemd, de uitbreiding van de compensatie voor de 'dode hand', die betrekking heeft op de vrijstelling van onroerende voorheffing die sommige gebouwen van publiekrechtelijke personen genieten. Het hieruit resulterende verlies aan inkomsten voor de gemeenten wordt gecompenseerd door de federale overheid. In het bijzonder de gemeenten van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest krijgen er mee te maken, gelet op het statuut van hoofdstad van dit gewest en de sterke concentratie van internationale en nationale instellingen op het grondgebied ervan. In de financieringswet van 1989 werd de compensatie voor de 'dode hand' van de gemeenten van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest toegekend aan dit gewest. De herfinanciering in het kader van de 'dode hand' beoogt de compensatie op te trekken van 72 tot 100 % en ze uit te breiden.

Vier andere herfinancieringsmechanismen van de Brusselse instellingen betreffen de toekenning van bedragen voor een vooraf bepaalde uitgavenpost. Het enige mechanisme dat aan het Brussels Hoofdstedelijk Gewest ten goede komt, is een nieuwe dotatie die rechtstreeks door de federale overheid wordt gestort ten behoeve van het mobiliteitsbeleid, inzonderheid het openbaar vervoer. Een ander mechanisme is bedoeld om de middelen van de eentalige gemeenschapscommissies te verhogen. De sinds het Lambermontakkoord bestaande bijzondere dotatie wordt vanaf 2012 in vier jaar tijd lineair opgetrokken. Die dotatie wordt nog steeds verdeeld naar rata van 20 % voor de Vlaamse en 80 % voor de Franse Gemeenschapscommissie. De twee laatste mechanismen brengen voordeel aan de gemeenten. Het betreft respectievelijk een dotatie 'taalpremies' en een extra krediet dat wordt toegekend aan het Fonds ter financiering van

sommige uitgaven verbonden met de veiligheid voortvloeiend uit de organisatie van de Europese toppen.

4.3.2 Gedeelte ten uitvoer gelegd samen met de nieuwe financieringswet

Het tweede gedeelte treedt in werking tijdens het jaar dat volgt op het jaar waarin de nieuwe wet van kracht wordt, opdat de impact van deze herfinanciering niet teniet zou worden gedaan door het overgangsmechanisme dat ervoor zorgt dat, tijdens het aanvangsjaar, geen enkele entiteit bij deze wet mag winnen of verliezen.

Dit gedeelte voorziet in de eerste plaats in een correctie voor de pendelaars. Er wordt van uitgegaan dat tal van pendelaars die in het Vlaams of Waals Gewest wonen, in Brussel gebruik maken van openbare diensten zonder dat het Brussels Hoofdstedelijk Gewest daar tot dusver financiële steun voor krijgt, aangezien de personenbelasting wordt berekend op basis van de woonplaats van de huishoudens, en niet op basis van hun plaats van tewerkstelling. Daarom ontvangt het Brussels Hoofdstedelijk Gewest voortaan een dotatie die deze derving van inkomsten deels zal compenseren. Aangezien de compensatie voor de pendelaars een horizontaal mechanisme is, zullen de inkomsten die het Brussels Hoofdstedelijk Gewest ontvangt, afkomstig zijn van de andere gewesten en niet van de federale overheid. De totale kostprijs van de herfinanciering van de Brusselse instellingen ten laste van de federale overheid is derhalve gelijk aan het totaal waarvan de compensatie voor de pendelaars moet worden afgetrokken.

Dit tweede gedeelte voorziet tevens in een mechanisme ter compensatie van het feit dat geen gewestelijke belastingen worden geïnd voor de ambtenaren van de internationale instellingen zoals de EU en de NAVO. Het Brussels Hoofdstedelijk Gewest telt verhoudingsgewijs meer dergelijke ambtenaren dan de beide andere gewesten van het land. De loonsom van deze ambtenaren vertegenwoordigt immers 15,4 % van de belastinggrondslag van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest, tegen amper 0,7 % in het Vlaams of het Waals Gewest. Enkel het grotere aandeel van de internationale ambtenaren in de belastinggrondslag van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest ten opzichte van hun aandeel in de twee andere gewesten zal het voorwerp uitmaken van een dotatie.

Het akkoord over de staatshervorming bepaalt dat na 2015 de herfinanciering van enkel maar het Brussels Hoofdstedelijk Gewest – met uitzondering dus van de gemeenten en de gemeenschapscommissies – op 0,1 % bpb wordt geplafoneerd. In het kader van deze beperkende voorwaarde zet het akkoord een aantal remmen op het verloop van de hierboven beschreven mechanismen. Zo

zouden de aan de twee mechanismen van het gedeelte financieringswet toegekende middelen, ter compensatie van het effect van de pendelaars en de internationale ambtenaren, in nominale termen worden bevroren, zou de 'mobiliteitsdotatie' het verloop van de inflatie en slechts voor de helft de reële bbp-groei volgen en zou, net als in het referentiescenario bij een ongewijzigd institutioneel kader, de dodehanddotatie alleen maar geïndexeerd worden.

4.4 Bijdrage van de deelgebieden aan de budgettaire kosten van de vergrijzing

De institutionele discussies hebben plaatsgevonden tegen de achtergrond van een volgens het Europees normatief kader als buitensporig te bestempelen deficitair financieringssaldo van de gezamenlijke Belgische overheid. In 2011 kwam het tekort vooral voor rekening van het federaal niveau, terwijl het saldo van de gemeenschappen en gewesten slechts een gering tekort vertoonde. Ook vanwege het feit dat het grootste gedeelte van de begrotingskosten van de vergrijzing nog ophanden is en voornamelijk de federale overheid en de sociale zekerheid zal treffen, voorziet het akkoord over de staatshervorming in twee mechanismen via welke de deelgebieden zullen bijdragen aan de saneringsinspanning van de gezamenlijke overheid. Het akkoord focust op de twee sectoren die onder de bevoegdheid vallen van de deelgebieden en die het meest rechtstreeks worden beïnvloed door de verlenging van de levensverwachting, te weten de bevoegdheden in verband met de ouderen die zijn overgedragen in het kader van de institutionele hervorming en de ambtenarenpensioenen.

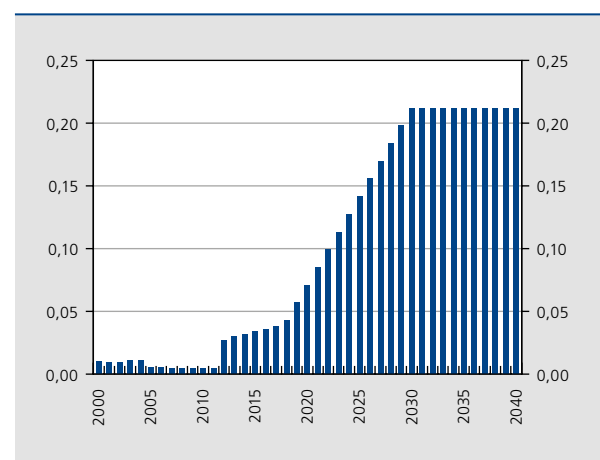
Wat de gezondheidszorg en de hulp aan de bejaarden betreft, vloeit de bijdrage van de gemeenschappen – of van de gemeenschapscommissies in het geval van Brussel – voort uit het feit dat de desbetreffende dotatie slechts deels wordt gekoppeld aan de economische groei. De dotatie volgt het verloop van het aantal 80-plussers in elke entiteit, de inflatie en voor 82,5 % de reële bbp-groei per inwoner. Hetzelfde geldt trouwens ook voor de andere overgedragen bevoegdheden inzake gezondheidszorg en hulp aan personen, waarvan de middelen het verloop van de inflatie en, voor 82,5 %, de reële bbp-groei volgen.

De pensioenuitgaven voor de ambtenaren van de gemeenschappen en gewesten worden gedragen door de federale staat. Sinds 1994 is een responsabiliseringsmechanisme geïntroduceerd om ervoor te zorgen dat de deelgebieden bijdragen in de kosten van deze pensioenen. Hun bijdrage in de uitbetaling van de pensioenen van hun vastbenoemde ambtenaren was evenwel bijzonder klein.

De bijzondere wet van 5 mei 2003 tot instelling van een nieuwe berekeningswijze van de responsabiliseringsbijdrage ten laste van sommige werkgevers van de openbare sector voorziet in een verhoging van deze bijdrage, maar het nieuwe mechanisme is nooit toegepast. Het akkoord over de staatshervorming bepaalt dat dit mechanisme met ingang van 2012 in werking treedt. In de federale begroting voor 2012 werden de overeenkomstige bedragen trouwens ingeschreven. Krachtens het akkoord over de staatshervorming wordt vanaf 2016 tevens een nieuw mechanisme geïntroduceerd dat er moet voor zorgen dat de deelgebieden aan de federale overheid een bijdrage storten op het loon van hun vastbenoemde ambtenaren; die bijdrage zal tot 2030 geleidelijk evolueren naar het percentage dat van toepassing is op het contractueel personeel en dat momenteel 8,86 % bedraagt. Vanaf 2016 zal het de grootste bijdrage zijn – die van het mechanisme dat voortvloeit uit de toepassing van de bijzondere wet van 5 mei 2003 ofwel die van het nieuwe mechanisme – die zal worden geïnd. Het nieuwe mechanisme zal wellicht vrij snel de bovenhand krijgen.

De bijdrage van de deelgebieden op het vlak van de responsabilisering inzake pensioenen zou stelselmatig toenemen en zich vanaf 2019 sneller ontwikkelen. Ze zou tot in 2018 beperkt blijven tot minder dan 0,05 % bbp. In 2030 zou ze oplopen tot 0,21 % bbp. De grootste inbreng zou afkomstig zijn van de gemeenschappen, veeleer dan van de gewesten, omdat hun loonsom relatief groter is, vooral door de aanwezigheid van het lerarenkorps.

GRAFIEK 9 BIJDRAGE VAN DE DEELGEBIEDEN INZAKE PENSIOENRESPONSABILISERING⁽¹⁾
(in % bbp)



Bronnen: FPB, INR, NBB.

(1) Na 2030 wordt de loonsom van de ambtenaren geacht zich te ontwikkelen in hetzelfde tempo als het bbp, en wordt het bijdragepercentage op 8,86 % gehandhaafd.

Er zij ter herinnering op gewezen dat, aangezien het responsabiliseringsmechanisme inzake pensioenen losstaat van het overgangsmechanisme, het vanaf 2012 een overdracht behelst van de deelgebieden naar de federale overheid.

5. Slotbeschouwingen

Het akkoord over de staatshervorming voorziet in bevoegdheidsoverdrachten ten belope van een bedrag dat overeenstemt met 4,4% bbp. Deze overdrachten gaan in grotere mate uit van de sociale zekerheid dan van de federale overheid. Het is voor het eerst dat aanzienlijke overdrachten afkomstig zijn van de sociale zekerheid. Bovendien vloeien deze overdrachten méér naar de gemeenschappen en gemeenschapscommissies toe, instellingen die geen eigen fiscale bevoegdheid hebben, dan naar de gewesten.

In het licht van de grote doelstellingen en principes zoals gedefinieerd vóór de herziening van de financieringswet, is de fiscale autonomie van de gewesten toegenomen inzake personenbelasting, zij het met een aantal bakens, en zouden de deelgebieden, bij ongewijzigde wetgeving, niet verarmen dankzij de elasticiteitswinsten

inzake personenbelasting. De Brusselse instellingen, van hun kant, worden geherfinancierd. Er blijft een solidariteitsbijdrage behouden, maar deze wordt gecorrigeerd. Tevens is voorzien in een overgangsmechanisme om de effecten van de hervorming tijdens haar inwerkingtreding te neutraliseren en om de impact ervan tijdens het eerste decennium in te perken.

Het akkoord over de staatshervorming geeft als dusdanig geen uitsluitel omtrent de bijdrage van de verschillende entiteiten tot de noodzakelijke sanering van de Belgische overheidsfinanciën. Hoewel het akkoord bepaalt dat de deelgebieden meer moeten bijdragen in de begrotingskosten van de vergrijzing, dragen de federale staat en de sociale zekerheid nog steeds het grootste gedeelte van de kosten die aan dit demografisch fenomeen verbonden zijn. Het komt er dus op aan de saneringsinspanningen te verdelen die noodzakelijk zijn om België tegen 2015 opnieuw naar een begrotingsevenwicht te leiden, de uitvoeringsbepalingen inzake de bijdrage van de deelgebieden te omlijnen en, zoals bepaald in het akkoord, in dit kader bepaalde variabelen van de financieringswet definitief vast te leggen, bijvoorbeeld de referentiebedragen voor de bevoegdheidsoverdrachten en de parameters voor hun verloop.

Bibliografie

Regeerakkoord, http://premier.be/files/20111206/Regeerakkoord_1_december_2011.pdf.

Akkoord over de staatshervorming, http://www.lachambre.be/kvvcr/pdf_sections/home/NLdirupo.pdf.

Algoed K. en D. Heremans (2008), *Spoor A2: Toekomstscenario's voor de Vlaamse begroting en fiscaliteit, The incentive effects of the Belgian Financial Arrangements For The Regions*, KULeuven, februari.

Bayenet B. (2012), *Les derniers accords institutionnels belges sur la 6ème réforme de l'État et le financement des communautés et des régions*, Note politique, IEV, januari.

Bayenet B. en G. Pagano (2011), *Le financement des entités fédérées: un système en voie de transformation*, CRISP, Brussel.

Federaal Planbureau (2011a), *Economische vooruitzichten 2011-2016*.

Federaal Planbureau (2011b), *Le cadre macroéconomique – mise à jour de fin août 2011*, <http://www.nbb.be/doc/ts/formateur/annexe3.pdf>.

Cattoir P. en M. Verdonck (2002), 'Péréquation financière et fédéralisme' in P. Cattoir, P. De Bruycker, H. Dumont, H. Tulkens en E. Witte, *Autonomie, Solidariteit en Samenwerking*, Larcier.

Chaidron N., R. Deschamps, J. Dubois, C. Ernaelsteen, M. Mignolet, M.-E. Mulquin, V. Schmitz en A. de Streel (2009), 'Réformer le financement IPP des entités fédérées: le modèle CERPE', *Cahiers de Recherche, Série Politique Économique*, FUNDP, No. 42.

Claeys J., T. Stragier, K. Van Cauter en L. Van Meensel (2004), 'De financiën van de gemeenschappen en gewesten', NBB, *Economisch Tijdschrift*, IV, 53-72.

Monitoringcomité (2011), *Estimations 2011-2015*, 30 september.

Heremans D., T. Peeters en A. Van Hecke (2010), *Towards a more efficient and responsible financing mechanism for the Belgian federation*, Working Papers, Spoor A2, Steunpunt Fiscaliteit en Begroting, KULeuven, januari.

Leibfritz W. (2009), *Fiscal federalism in Belgium: Main challenges and considerations for reform*, OECD Economics Department Working Paper, No. 743.

Verdonck M., P. Cattoir en K. Algoed (2009), 'Assessment of the Belgian fiscal equalization mechanism and proposals for reform' in *Quel état pour quelles performances économiques?*, CIfOP, 18^e Congrès des Economistes belges de langue française.

Activavorming door de gezinnen tijdens de financiële crisis

Philip Du Caju

Inleiding

De wereldeconomie wordt tot op vandaag beroerd door de financiële crisis die in 2008 losbarstte. In september 2008 ging de Amerikaanse bank Lehman Brothers failliet. Dit zorgde voor onrust op de markten, waardoor beleggers vluchtten naar waarden die als veilig werden beschouwd. De overheden dienden uitzonderlijke maatregelen te nemen om de banksector te hulp te schieten. De kwetsbaarheid van de banken vormde immers een gevaar voor het financieel systeem in zijn geheel.

De beroering trof uiteraard ook de Belgische gezinnen. De impact op de gezinsfinanciën was meervoudig: de spaarquote, de valorisatie van de activa, portefeuillekeuzes, enz. Het is vooral op dit laatste element dat in dit artikel wordt ingegaan. De toewijzing van de spaarmiddelen aan de verschillende beleggingsinstrumenten wordt door economen traditioneel geanalyseerd aan de hand van macro-economische statistieken uit de financiële rekeningen. De Bank ondervraagt nu echter ook gezinnen over hun financieel gedrag. Ze gebruikt daartoe een speciaal opgestelde enquête. Zodoende wordt ook micro-economische informatie over de gezinsfinanciën verkregen. De eerste golf van deze enquête werd georganiseerd in 2010. De vragenlijst bevatte onder meer vragen over de impact van de financiële crisis op het vermogen van de gezinnen. De antwoorden op deze specifieke vragen zijn nu beschikbaar en worden in dit artikel geanalyseerd.

In het eerste deel van dit artikel wordt de gebruikte informatie op gezinsniveau toegelicht. Het is immers voor het eerst dat deze gegevens, die nog partieel en voorlopig zijn, worden gebruikt. De organisatie en de werking van de enquête naar het financieel gedrag van de gezinnen

wordt kort geschetst. Ook de samenstelling van het staal van gezinnen en de inhoud van de vragenlijst, waaronder specifieke ad-hocvragen over de financiële crisis, worden toegelicht.

Het tweede deel is gewijd aan de samenstelling van het vermogen van de gezinnen. Die samenstelling wordt geïllustreerd aan de hand van micro-economische informatie die afkomstig is van de bij de huishoudens georganiseerde enquête. Deze informatie heeft vooral betrekking op de periode vóór de crisis. Bij beslissingen die het vermogen betreffen, meer in het bijzonder de wijze waarop in de context van de financiële crisis wordt gereageerd, is het zeer belangrijk in welke mate de huishoudens bereid zijn risico's te nemen. Hieraan wordt dan ook eerst aandacht besteed.

In het derde deel wordt ingegaan op het verloop van het vermogen van de gezinnen sedert het begin van de onrust op de financiële markten. In de mate van het mogelijke wordt de periode vóór, tijdens en na de financiële crisis beschouwd. Vervolgens wordt nagegaan of, hoe en in welke mate gezinnen, tegen de achtergrond van de financiële crisis, middelen hebben overgedragen tussen verschillende vermogensbestanddelen. Tot slot wordt onderzocht welke activa gezinnen voortaan, na de beroering, willen mijden.

1. Informatie over de financiële situatie van gezinnen

Om de financiële situatie, en meer bepaald de activa, van de gezinnen te analyseren, wordt meestal gebruik gemaakt van de financiële rekeningen als de klassieke macro-economische gegevensbron. De financiële

rekeningen bieden een uitvoerig overzicht van het verloop van de vorderingen en de financiële schulden van de nationale institutionele sectoren, de niet-financiële vennootschappen, de financiële vennootschappen, de overheid en de huishoudens, tegenover elkaar, en van de nationale economie tegenover de rest van de wereld. Deze rekeningen maken een integrerend deel uit van het systeem van nationale rekeningen, dat bestaat uit een coherente reeks aaneengeschakelde en gecoördineerde rekeningen. Micro-economische informatie op het niveau van individuele huishoudens, daarentegen, was in België tot voor kort nauwelijks of niet beschikbaar. Een enquête die de Bank hieromtrent heeft uitgevoerd bij een staal van Belgische gezinnen heeft daar verandering in gebracht. Deze enquête wordt hieronder toegelicht.

1.1 Organisatie van een enquête naar het financieel gedrag van de gezinnen

Omdat in België niet zoiets als een algemeen vermogensregister bestaat en dergelijke registers in andere landen nooit een volledig beeld geven van alle soorten van activabestanddelen, zijn enquêtegegevens cruciaal om inzicht te verwerven in de verdeling van de vermogens tussen gezinnen en in de samenstelling van de vermogens van individuele gezinnen.

Enquêtes die het vermogen en het financieel gedrag van huishoudens peilen, bestaan reeds enige tijd in sommige landen zoals Frankrijk, Italië, Nederland en Spanje, maar ook in de Verenigde Staten. Dergelijke enquêtes zijn bedoeld om de bestaande, van de financiële rekeningen afkomstige macro-economische gegevens aan te vullen met micro-economische informatie op het niveau van individuele gezinnen, om specifiek wetenschappelijk onderzoek en beleidsrelevante analyse mogelijk te maken, en om een zicht te krijgen op verdelingsaspecten van activa en passiva. De individuele gegevens kunnen bovendien worden gebruikt om de financiële rekeningen te verbeteren. Om die reden heeft de Nationale Bank besloten om een vermogensenquête bij de Belgische gezinnen te organiseren. Dergelijke enquêtes zijn om de drie jaar gepland, net als in de andere landen van het eurogebied. Voor de eerste golf hadden de interviews in België plaats van april tot september 2010. Het basismateriaal van de resultaten wordt op dit moment door de Bank verwerkt. Voor dit artikel worden dus gedeeltelijke en voorlopige resultaten van die enquête gebruikt.

Het staal van Belgische gezinnen is samengesteld op basis van drie regionale strata teneinde de enquêteresultaten representatief te maken. Daarnaast was het de bedoeling het totale vermogen van de gezinnen zo goed mogelijk in

te schatten. Daarom werden de meer vermogende huishoudens op relatief ruimere schaal ondervraagd dan de minder vermogende. Aangezien er geen bruikbare registergegevens bestaan over de omvang van het vermogen van individuele gezinnen, werd getracht relatief meer gezinnen met een hoger inkomen te ondervragen. Huishoudens kunnen echter niet worden geselecteerd op basis van individuele inkomensgegevens. Daarom is de bevolking ingedeeld in acht inkomensstrata (van laagste naar hoogste inkomenscategorie) op basis van het gemiddelde belastbaar inkomen van de zogeheten statistische sector (een wijk in een gemeente) waarin die bevolking woont.

In totaal werden 2 364 huishoudens geïnterviewd, verdeeld over de drie regionale strata en de acht inkomensstrata. Hiervoor diende contact te worden opgenomen met meer dan 11 000 gezinnen; de responsgraad bedroeg 21%. Beschouwt men het aandeel van verschillende gezinstypes (grootte) en gezinsleden (leeftijdscategorie) in de totale bevolking en in het geïnterviewde staal, dan treden er uiteraard verschillen op, die evenwel niet erg groot blijken te zijn. In het enquêtestaal zijn gezinnen die uit slechts één persoon bestaan en personen ouder dan 65 jaar relatief ondervertegenwoordigd.

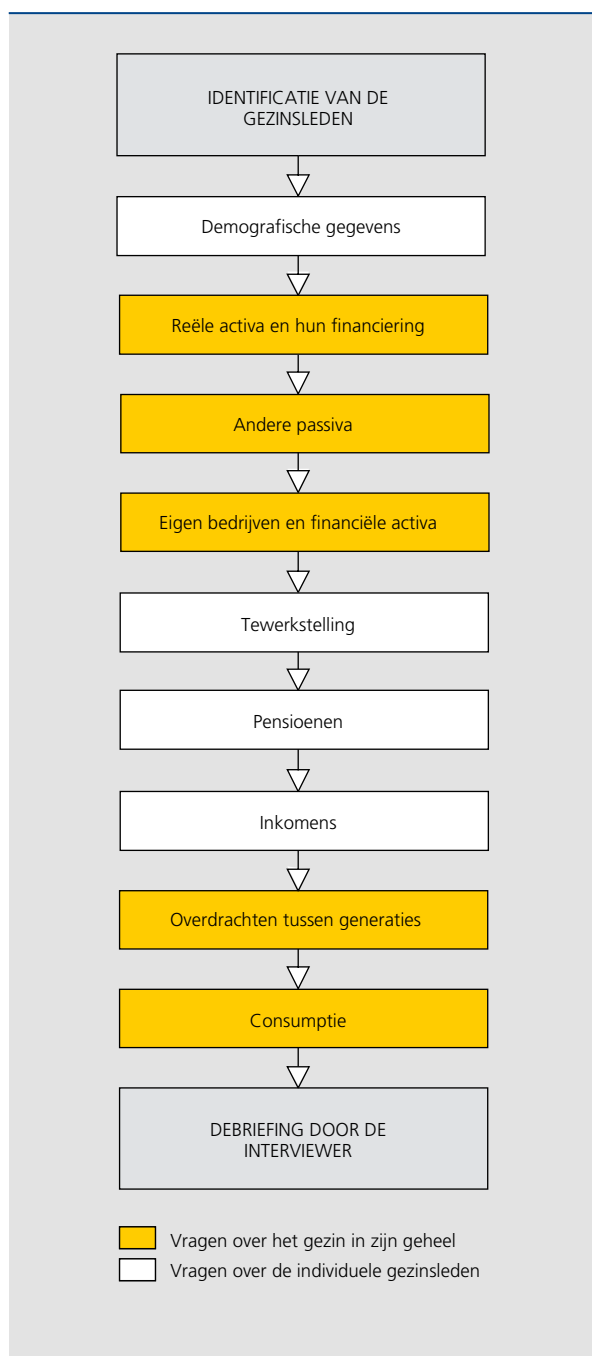
1.2 Inhoud van de enquête bij de gezinnen

De vragenlijst met betrekking tot het financieel gedrag van de gezinnen is vrij uitgebreid. Voor gezinnen die over veel verschillende activa en financieringsmiddelen beschikken, konden de interviews (soms veel) langer dan een uur duren. Voor het beantwoorden van de vragen konden de respondenten gebruik maken van documentatie, zoals rekeningquittreksels, loonbrieven, enz. Uiteraard wordt de verzamelde informatie hierdoor vollediger en accurater. De vragen hebben deels betrekking op de individuele gezinsleden, een ander deel bevat vragen over het gezin als geheel.

De vragenlijst bestaat uit negen delen:

- het eerste deel bevat vragen met betrekking tot demografische gegevens van het gezin. Dit deel geeft bijvoorbeeld informatie over de grootte en het type van het gezin, alsook over de leeftijd, het geslacht en het opleidingsniveau van de gezinsleden;
- het tweede deel behandelt reële activa en de financiering ervan. Hier wordt vooral ingegaan op vastgoed (in de eerste plaats de eigen woonst), en op de bijbehorende hypothecaire kredieten. Daarnaast is er ook informatie over andere reële bezittingen, vooral voertuigen;

GRAFIEK 1 STRUCTUUR VAN DE VRAGENLIJST VAN DE ENQUÊTE NAAR HET FINANCIËEL GEDRAG VAN DE GEZINNEN



Bron: NBB, Enquête naar het financieel gedrag van de gezinnen (2010), voorlopige gegevens.

– in het derde deel worden de andere passiva betrokken, bijvoorbeeld het consumentenkrediet. Hier wordt ook specifiek aandacht besteed aan eventuele kredietbeperkingen die gezinnen recentelijk hebben ondervonden;

- het vierde deel behelst eigen bedrijven en financiële activa. Naast het eigen bedrijf (inclusief de zelfstandige praktijk) en participaties in niet-beursgenoteerde vennootschappen, gaat het hier over alle financiële instrumenten die voor gezinnen toegankelijk zijn;
- in het vijfde deel is de werkgelegenheid aan de orde. Hier wordt de arbeidsmarktsituatie van de gezinsleden beschouwd. Het betreft statuut (werkend, gepensionerd, ...), beroep, type contract, enz.;
- het zesde deel handelt over de pensioenen. Het is de bedoeling na te gaan in welke mate de gezinsleden gedekt zijn door wettelijke of aanvullende pensioenstelsels;
- het zevende deel heeft betrekking op de inkomens van het gezin, ongeacht de oorsprong ervan: van arbeidsinkomen over allerlei uitkeringen tot andere inkomensbronnen (bv. inkomens uit beleggingen);
- het achtste deel betreft overdrachten tussen generaties, zowel erfenissen als schenkingen;
- het negende deel dat gewijd is aan consumptie is vrij beperkt. Het bevat kwantitatieve vragen over de consumptie van voeding en drank en eerder kwalitatieve vragen over uitgaven in het algemeen en over hun verhouding tot het inkomen.

De vragen werden beantwoord door de persoon die het meest op de hoogte is van de financiën van het gezin. Normaliter is deze persoon, met andere woorden als hij/zij deel uitmaakt van het gezin (en bijvoorbeeld niet een externe boekhouder of voogd is), in het kader van de studie ook de referentiepersoon van het gezin. Bepaalde individuele kenmerken die gezinnen onderverdelen, hebben dan betrekking op deze persoon (bv. leeftijd en opleiding).

In dit artikel wordt gebruik gemaakt van gedeeltelijke en voorlopige resultaten betreffende het tweede en het vierde deel van de vragenlijst, namelijk de - zowel reële als financiële - activa van de gezinnen. Meer in het bijzonder wordt een analyse gemaakt van de antwoorden op een aantal specifieke ad-hocvragen naar de impact van de financiële crisis op de vermogensbeslissingen van de gezinnen (bv. inzake de samenstelling van het vermogen vóór de crisis, verschuivingen tijdens de crisis, en gewijzigd gedrag als gevolg van de crisis). Informatie uit het eerste en het vijfde deel (gezinskenmerken, demografische gegevens en informatie over de arbeidsmarktpositie) worden gebruikt om verschillen tussen de gezinnen te analyseren op het vlak van reële en financiële activa.

2. Risicobereidheid en samenstelling van het vermogen

In dit deel wordt de samenstelling van het vermogen van de gezinnen geanalyseerd. Om te beginnen, wordt aandacht besteed aan de bereidheid van de gezinnen om risico's te lopen bij het nemen van financiële beslissingen. Die bereidheid beïnvloedt immers de samenstelling van het vermogen.

2.1 Bereidheid om risico's te lopen bij het nemen van financiële beslissingen

De bereidheid om risico's te lopen bij het nemen van financiële beslissingen speelt een cruciale rol in alle theoretische modellen van financiële markten. Ze is een belangrijke verklarende factor in het kader van de empirische vaststellingen wat het financieel gedrag van de gezinnen betreft.

Daarom polst de enquête naar het financieel gedrag van de gezinnen deze laatste expliciet omtrent hun risicobereidheid. De vraag die werd gesteld, was: *'Welke van de volgende stellingen geeft het beste aan welke financiële risico's u wilt nemen bij spaar- en beleggingsbeslissingen?'* De deelnemende gezinnen konden kiezen uit de volgende antwoordmogelijkheden:

- *Ik neem grote financiële risico's en verwacht in ruil daarvoor een hoog rendement;*
- *Ik neem meer dan gemiddelde financiële risico's en verwacht in ruil daarvoor een meer dan gemiddeld rendement;*
- *Ik neem gemiddelde financiële risico's en verwacht in ruil daarvoor een gemiddeld rendement;*
- *Ik ben niet bereid om financiële risico's te nemen.*

Van de 2 343 gezinnen die deze vraag beantwoordden, beweert de overgrote meerderheid (70,7%) geen enkel risico te willen nemen. Daarnaast neemt 23,9% gemiddelde financiële risico's, terwijl 4,7% meer dan gemiddelde risico's wil nemen. Slechts 0,8% (19 gezinnen) neemt naar eigen zeggen grote financiële risico's. Vanwege de grote omvang van de categorie die geen enkel risico wenst te nemen, en het feit dat de andere drie heel wat kleiner zijn, zal deze grote categorie van risicomijdende huishoudens in een deel van de verdere analyse in dit artikel worden vergeleken met de drie andere kleinere categorieën samen.

De bereidheid tot het lopen van risico's bij het nemen van financiële beslissingen hangt samen met (vrijwel) volledig exogene factoren zoals leeftijd en opleidingsniveau.

Deze bereidheid wordt ook mede bepaald door sociaal-economische omstandigheden, bijvoorbeeld het bezitten van de eigen woonst, en bovendien ook door de gezinsituatie (de referentiepersoon van het gezin is een alleenstaande of een deel van een koppel, met daarnaast al dan niet andere gezinsleden ten laste).

De jongste huishoudens (leeftijd van de referentiepersoon) zijn meestal niet bereid financiële risico's te lopen, aangezien hun middelen en inkomensbronnen nog zeer beperkt zijn. In de ruime categorie van de gemiddelde leeftijd (25 tot 64 jaar) of op de leeftijd waarop men beroepsactief kan zijn, is de risicobereidheid groter. Na 65 jaar, als sommige inkomensbronnen kunnen wegvallen en het tijdsperspectief korter wordt, neemt die bereidheid opnieuw af.

Afgezien van de gezinnen waarvan de referentiepersoon geen diploma heeft (in de enquête gaat het om een klein aantal gezinnen), neemt het aandeel van gezinnen die geen enkel risico willen nemen af met het opleidingsniveau. Hoger opgeleiden zien relatief beter het verband tussen risico en verwachte return, en ze beschikken over relatief meer inkomensmiddelen om een deel ervan met enig risico aan te wenden.

Van belang zijn ook de sociaaleconomische omstandigheden, die hier worden geïllustreerd door het al dan niet moeten huren van een woning (het dus niet bezitten van de eigen woonst). Gezinnen die niet verplicht zijn een

TABEL 1 BEREIDHEID VAN DE GEZINNEN OM FINANCIËLE RISICO'S TE LOPEN BIJ HET NEMEN VAN HUN SPAAR- EN BELEGGINGSBESLISSINGEN

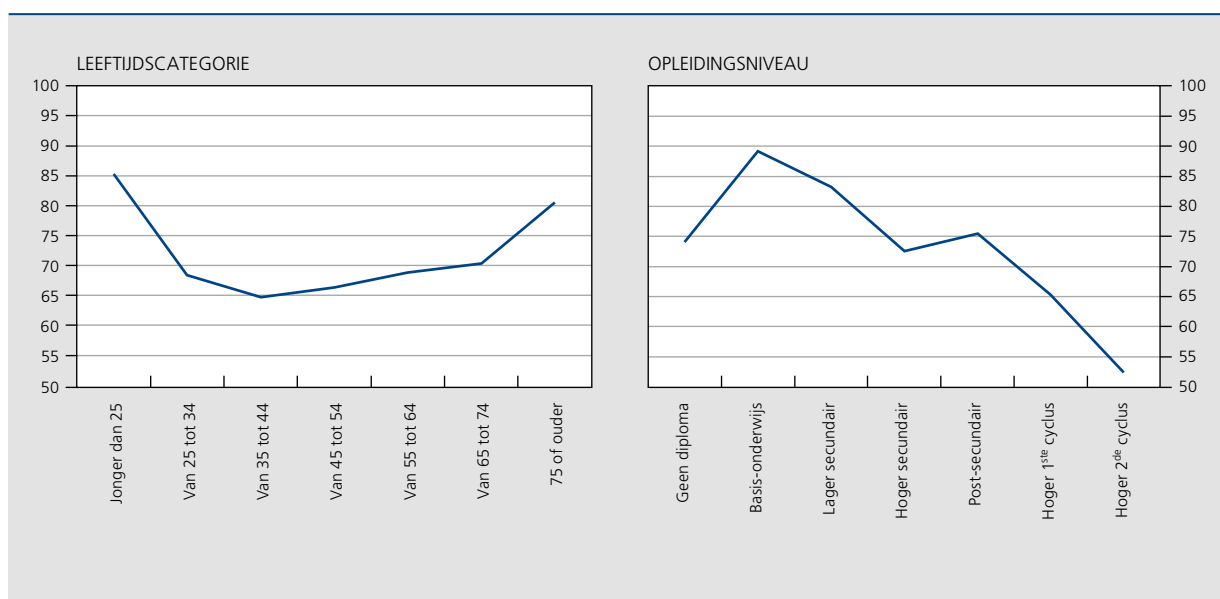
(in % van alle deelnemende gezinnen die de vraag hebben beantwoord)

	In %	Aantal
Neemt grote financiële risico's en verwacht in ruil een hoog rendement	0,8	19
Neemt meer dan gemiddelde financiële risico's en verwacht in ruil een meer dan gemiddeld rendement	4,7	109
Neemt gemiddelde financiële risico's en verwacht in ruil een gemiddeld rendement	23,9	559
Niet bereid om financiële risico's te nemen	70,7	1 656
Totaal	100,0	2 343

Bron: NBB, Enquête naar het financieel gedrag van de gezinnen (2010), voorlopige gegevens.

GRAFIEK 2 GEZINNEN DIE NIET BEREID ZIJN FINANCIËLE RISICO'S TE LOPEN BIJ HET NEMEN VAN HUN SPAAR- EN BELEGINGSBESLISSINGEN

(in % van de betrokken gezinnen die de vraag hebben beantwoord)



Bron: NBB, Enquête naar het financieel gedrag van de gezinnen (2010), voorlopige gegevens.

TABEL 2 BEREIDHEID VAN DE GEZINNEN OM FINANCIËLE RISICO'S TE LOPEN BIJ HET NEMEN VAN HUN SPAAR- EN BELEGINGSBESLISSINGEN

(uitgesplitst naar het al dan niet huren van de eigen woonst, in % van de betrokken gezinnen die de vraag hebben beantwoord)

	Hoeft de eigen woonst niet te huren	Huurt de eigen woonst	Totaal
Neemt grote financiële risico's ...	0,8	0,7	0,8
Neemt meer dan gemiddelde financiële risico's	5,1	3,3	4,7
Neemt gemiddelde financiële risico's	27,2	12,9	23,9
Niet bereid tot financiële risico's	66,9	83,1	70,7
<i>p.m. Aantal gezinnen</i>	1 792	551	2 343

Bron: NBB, Enquête naar het financieel gedrag van de gezinnen (2010), voorlopige gegevens.

woning te huren omdat ze ofwel eigenaar zijn ofwel de woonst gratis mogen betrekken, komen relatief minder voor in de categorie die geen enkel risico wil nemen, en relatief meer in elk van de drie categorieën die gemiddelde of meer risico's willen nemen.

Tot slot is de gezinssituatie mede bepalend voor de risicobereidheid. Koppels die binnen het huishouden taken kunnen verdelen en vaak ook verschillende inkomensbronnen hebben, zijn relatief meer bereid financiële risico's te nemen dan alleenstaanden. Los van de gezinssituatie, zijn gezinnen waarin de referentiepersoon een baan heeft, meer geneigd om risico's te nemen.

2.2 Samenstelling van het vermogen van de gezinnen

In deze paragraaf wordt de samenstelling van het vermogen van de gezinnen belicht. Naast andere demografische kenmerken van de huishoudens, speelt hier de bereidheid van de gezinnen om risico's te lopen bij het nemen van financiële beslissingen een rol. In de bij de gezinnen georganiseerde enquête worden de vermogensbestanddelen van die gezinnen onderverdeeld in zeven categorieën:

- een eerste categorie 'rekeningen bij financiële instellingen' omvat rekeningen, bankdeposito's, levensverzekeringscontracten, en private pensioenverzekeringscontracten;
- een tweede categorie 'aandelen en aandelenfondsen' omvat individuele aandelen en aandelenbeleggingsfondsen;

- een derde categorie ‘nationale staatsobligaties’ omvat staatsobligaties van het eigen land en niet-speculatieve obligatiebeleggingsfondsen;
- een vierde categorie ‘ander risicovolle waardepapier’ omvat bedrijfsobligaties, risicovolle (buitenlandse) staatsobligaties, hedgefondsen, en andere;
- een vijfde categorie ‘vastgoed en vastgoedfondsen’ omvat het hoofdverblijf van het gezin (indien in eigendom) en andere vastgoedeigendommen, alsook vastgoedbevak's;
- een zesde categorie ‘eigen bedrijven en participaties’ omvat eigen bedrijven en participaties in niet-beursgenoteerde bedrijven;
- een zevende categorie ‘andere reële bezittingen’ omvat wagens en andere voertuigen, waardevolle voorwerpen (zoals kunstwerken en juwelen), enz.

Om te beginnen, wordt een overzicht gegeven van het aandeel van de gezinnen dat een bepaald vermogensbestanddeel bezit, uitgesplitst naar gezinstype. Er wordt een onderscheid gemaakt naargelang de burgerlijke stand van de referentiepersoon van het gezin: alleenstaanden (de referentiepersoon is nooit gehuwd, gescheiden, weduwe of weduwnaar) en koppels (de referentiepersoon is gehuwd of samenwonend). Bovendien wordt nagegaan of er, naast de alleenstaande of het koppel, in het ondervraagde huishouden nog andere personen (ten laste) zijn.

Vrijwel alle geïnterviewde gezinnen die de vraag beantwoorden hebben vermogen op rekeningen bij financiële instellingen (97,6%). Meer dan driekwart van de deelnemende gezinnen (77,3%) bezit vastgoed of participaties in vastgoedfondsen; dit geldt relatief meer voor koppels (gehuwd of samenwonend), en ongeacht of er andere gezinsleden ten laste zijn of niet. De overgrote meerderheid (81,3%) van de responderende gezinnen heeft ook andere reële bezittingen. Aangezien het hier vooral voertuigen betreft, zijn de koppels hier relatief sterker vertegenwoordigd, maar ook de alleenstaanden met gezinslast. Een kwart (25,6%) van de deelnemende gezinnen bezit aandelen of aandelenfondsen. Ook hier zijn relatief meer koppels vertegenwoordigd dan alleenstaanden. Hetzelfde geldt voor staatsobligaties, die in handen zijn van 18% van deze huishoudens. Een tiende (10,6%) van de gezinnen bezit ander risicovoller waardepapier, waarbij opvalt dat zowel alleenstaanden als koppels dergelijk papier vaker aanhouden indien ze geen andere gezinsleden ten laste hebben, en zich dus meer risico kunnen veroorloven. In het staal van de enquête hebben 7,7% van

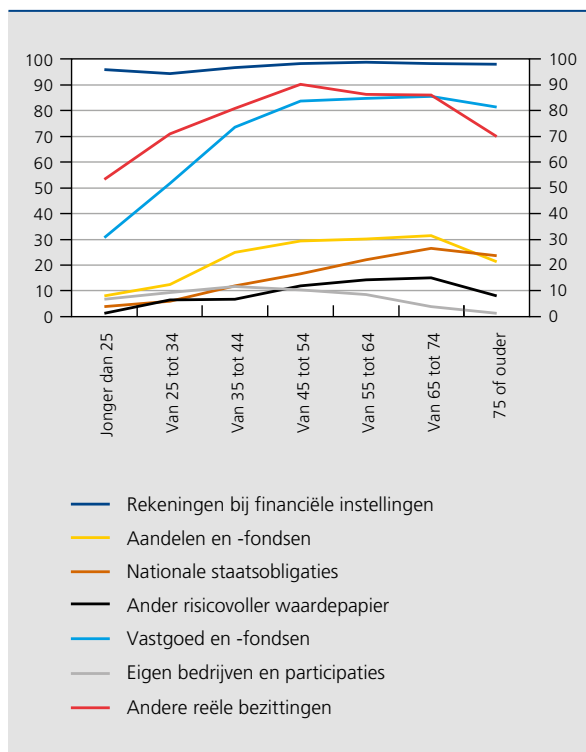
de gezinnen een eigen bedrijf of een participatie in een bedrijf. Het betreft relatief meer families met gezinsleden naast de alleenstaande of het koppel.

Worden de gezinnen uitgesplitst naar leeftijdscategorie van de referentiepersoon, dan blijkt dat alle leeftijden in vrijwel gelijke mate rekeningen aanhouden bij financiële instellingen.

Vastgoed vertoont een duidelijk leeftijdsgebonden patroon. Jonge gezinnen bezitten minder vaak vastgoed. Minder dan de helft van de deelnemende huishoudens jonger dan 35 jaar (referentiepersoon) bezitten vastgoed, tegen meer dan 80% van de gezinnen ouder dan 45 jaar. Doorgaans neemt vastgoedbezit continu toe tot de leeftijd van 75 jaar; daarna neemt het licht af. Na 75 jaar nemen trouwens alle vermogenscategorieën af. Er wordt minder of geen vermogen meer opgebouwd en het bestaand vermogen wordt afgebouwd om in het eigen onderhoud te voorzien of om schenkingen te doen. Het leeftijdsprofiel van de bezitters van andere reële goederen is vergelijkbaar met dat voor vastgoed. Het verschil ten opzichte van vastgoed is dat deze andere reële bezittingen reeds ietwat

GRAFIEK 3 BESTANDELEN VAN HET VERMOGEN VAN DE GEZINNEN DIE AAN DE ENQUÊTE HEBBEN DEELGENOMEN

(in % van de gezinnen die de vraag hebben beantwoord, uitgesplitst naar leeftijdscategorie van de referentiepersoon)



Bron: NBB, Enquête naar het financieel gedrag van de gezinnen (2010), voorlopige gegevens.

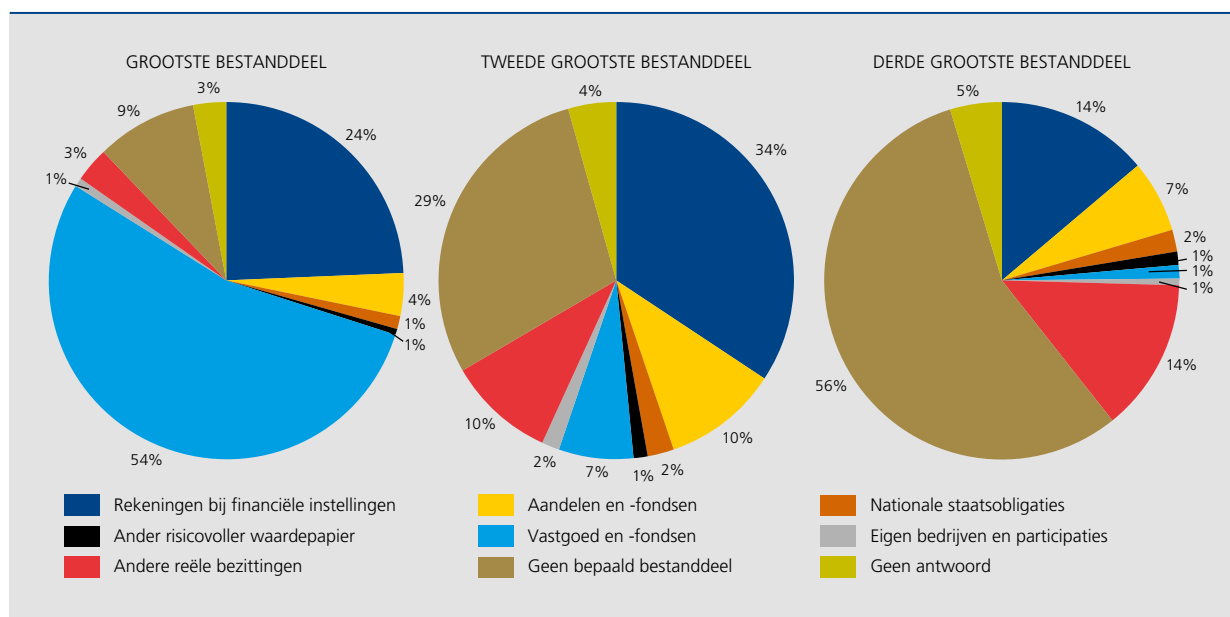
meer op jongere leeftijd aanwezig zijn, en minder sterk stijgen naarmate de bezitters ouder worden.

Jongeren bezitten slechts in beperkte mate aandelen en aandelenfondsen. Deze laatste komen meer voor bij huishoudens tussen 35 en 64 jaar, met andere woorden in de levensfase waarin het meest wordt gewerkt, het meest inkomen wordt gegenereerd en het meest vermogen wordt opgebouwd. Bovendien hebben deze gezinnen nog een langetermijnperspectief, wat het risico dat aan aandelen verbonden is, verantwoordt. Na 75 jaar gaat het aandelenbezit dan ook drastisch naar beneden. Het aanhouden van nationale staatsobligaties stijgt lineair met de leeftijdscategorie. Deze obligaties zijn het meest populair bij beleggers tussen 65 en 74 jaar. Ook hier is de daling bij de oudste categorie (75 jaar of ouder) vast te stellen. Eigen bedrijven en participaties komen vooral voor bij de gezinnen tussen 35 en 44 jaar. Dit is allicht de leeftijd waarop de ondernemingszin relatief het grootst is en er eventueel middelen voorhanden zijn om te investeren. De participatie in dit vermogensbestanddeel loopt reeds terug vanaf 45 jaar. Ook het bezit van ander risicovol waardepapier stijgt lichtjes met de leeftijd; vanaf 75 jaar neemt het evenwel sterk af.

Aan de gezinnen werd gevraagd wat het grootste en vervolgens het op één en twee na grootste bestanddeel was van hun vermogen twee jaar vóór de enquête, namelijk omstreeks het begin van de financiële onrust. Voor 54 %

van de deelnemende gezinnen bestond hun vermogen grotendeels uit vastgoed (inclusief de eigen woonst) of vastgoedfondsen. Dit had uiteraard te maken met het grote aantal eigenaars van een woonst in België. Voor 24 % van de gezinnen bestond het vermogen voornamelijk uit bedragen op rekeningen bij financiële instellingen, en 9 % onder hen kon niet specifiek een 'grootste' bestanddeel aanduiden. Tot deze beide categorieën, en dan vooral tot de laatstgenoemde, behoorden allicht voornamelijk de minder vermogende gezinnen. Ook de gezinnen die als voornaamste vermogenscategorie andere reële bezittingen hebben (3 % van de deelnemers) hebben wellicht een relatief klein vermogen. Voor 4 % van de gezinnen bestaat het vermogen vooral uit aandelen en aandelenfondsen; zij behoren vermoedelijk tot de meer vermogende bevolkingsgroep. Van kleine groepen van gezinnen (telkens zowat 1 % van alle deelnemers) bestaat het vooral uit hetzij eigen bedrijven of participaties, hetzij nationale staatsobligaties, hetzij ander meer risicovol waardepapier. De overige 3 % van de geïnterviewde gezinnen heeft de vraag niet beantwoord. Terwijl 9 % van de gezinnen geen specifiek grootste bestanddeel kon aanduiden, liep dat percentage op tot 29 % en 56 % voor het op één en op twee na grootste bestanddeel. Vastgoed is zelden het op één na grootste (7 %) of op twee na grootste (1 %) bestanddeel. Aandelen en aandelenfondsen (10 % en 7 %), alsook andere reële bezittingen (10 % en 14 %) zijn daarentegen belangrijker als tweede grootste of derde grootste bestanddeel.

GRAFIEK 4 GROOTSTE VERMOGENSBESTANDDELEN VAN DE GEZINNEN DIE AAN DE ENQUÊTE HEBBEN DEELGENOMEN
(in % van alle deelnemende gezinnen)



Bron: NBB, Enquête naar het financieel gedrag van de gezinnen (2010), voorlopige gegevens.

Combineert men het grootste en het tweede grootste vermogensbestanddeel, dan krijgt men een duidelijker zicht op de totale samenstelling van het vermogen van de gezinnen. Het vermogen van de grootste groep van gezinnen (33,7% van zij die de vraag beantwoorden) bestaat in de eerste plaats uit vastgoed en vastgoedfondsen, en in de tweede plaats uit rekeningen bij financiële instellingen. Alleenstaanden zonder gezin komen in deze groep relatief weinig voor. Zij zijn dan weer oververtegenwoordigd in de tweede groep, in totaal 12,2% van de antwoordende gezinnen, met een vermogen dat vooral bestaat uit rekeningen bij financiële instellingen en waarvoor geen specifiek tweede grootste bestanddeel kan worden aangeduid. Alleenstaanden, met of zonder gezin, zijn ook oververtegenwoordigd in de groep van gezinnen die geen specifiek grootste en, a fortiori, geen specifiek tweede grootste vermogensbestanddeel kunnen aanduiden. Deze groep is goed voor in totaal 9,9% van de gezinnen. Zoals verwacht, zijn er dus onder de vermoedelijk minder vermogende gezinnen relatief veel alleenstaanden. Het vermogen van 8% van de respondenten bestaat grotendeels uit vastgoed en vastgoedfondsen, met op de tweede plaats aandelen en aandelenfondsen. Onder deze allicht meer vermogende gezinnen treffen we vooral koppels aan, mét en zonder andere gezinsleden. Het vermogen van een vijfde groep van gezinnen (7,3% van de deelnemers) bestaat grotendeels uit vastgoed en andere reële bezittingen. Hier zijn er relatief meer families met gezinslast, zowel koppels als alleenstaanden. Zij hebben in verhouding meer behoefte aan voertuigen, die het omvangrijkste onderdeel van de andere reële bezittingen uitmaken. Alle andere mogelijke combinaties van grootste en tweede grootste vermogensbestanddeel hebben elk betrekking op minder dan 5% van de gezinnen. In totaal maken ze 28,9% van de antwoordende gezinnen uit.

Meer dan twee derde van de gezinnen behoort dus tot een van de vijf hierboven vermelde categorieën.

In een vorige paragraaf werd het risicogedrag van de gezinnen toegelicht. De houding ten aanzien van risico heeft een impact op de samenstelling van hun vermogensportefeuille. Het is niet verwonderlijk dat gezinnen die bereid zijn enig risico te lopen bij het nemen van financiële beslissingen, méér in aandelen en aandelenfondsen beleggen. Voor 10% van die gezinnen is deze activavorm de belangrijkste, terwijl dat voor slechts 1,5% van de huishoudens geldt die geen enkel risico willen nemen. Het vermogen van deze laatste bestaat in hogere mate uit rekeningen bij financiële instellingen. Voor 27,7% onder hen is dat het voornaamste bestanddeel, tegen 18,9% voor de gezinnen die niet alle risico mijden.

Het antwoord op de vraag naar het grootste vermogensbestanddeel kan worden uitgesplitst naar leeftijds-categorie van de referentiepersoon in het gezin. Daaruit blijkt dat meer dan een derde (36,2% van de respondenten) van de jongste gezinnen (jonger dan 25 jaar) zijn vermogen vooral aanhoudt op rekeningen bij financiële instellingen. Daarnaast bezit 14,5% van deze jonge huishoudens in de eerste plaats andere reële activa. Deze vermogensvormen worden met de leeftijd minder belangrijk. Gezinnen op arbeidsleeftijd (referentiepersoon) beleggen hun vermogen meer in vastgoed en, in iets mindere mate, ook in aandelen en obligaties of fondsen met deze onderliggende activa. Deze gezinnen hebben inkomensbronnen en een langetermijnperspectief, ze doen aan vermogensopbouw. Voor de oudste categorie (65 jaar of ouder) neemt het belang van vastgoed af en wordt het aandeel van rekeningen bij financiële instellingen groter. Het termijnperspectief van deze gezinnen is minder lang.

TABEL 3 MEEST VOORKOMENDE COMBINATIES VAN GROOTSTE EN TWEEDE GROOTSTE VERMOGENSBESTANDEEL

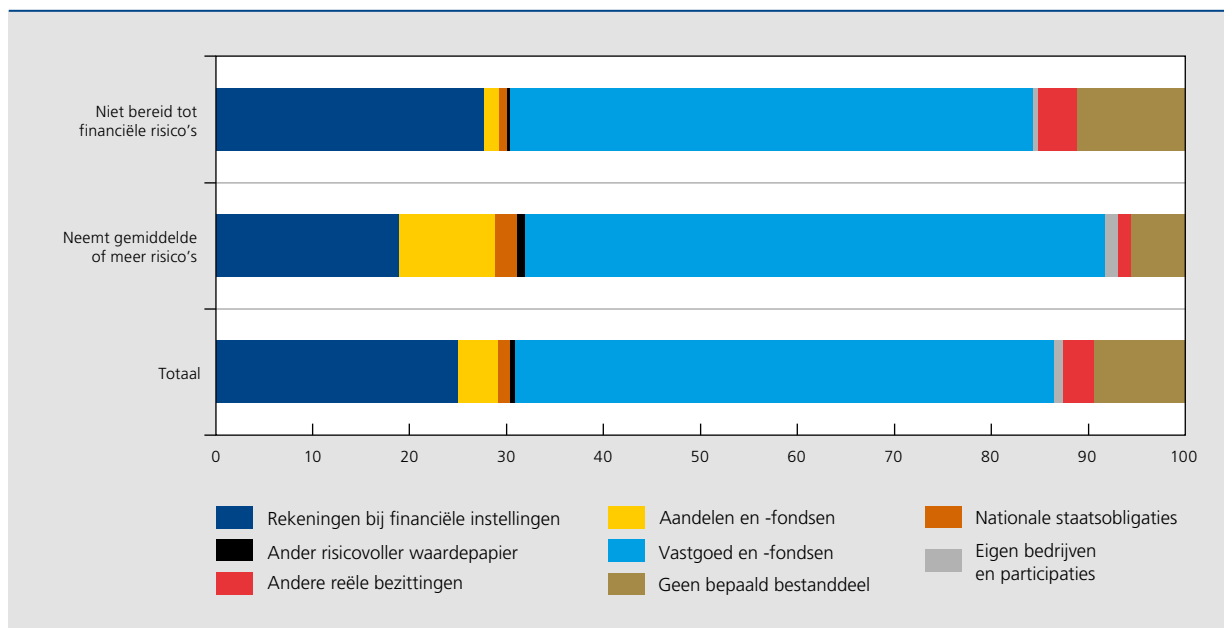
(in % van de betrokken gezinnen die de vraag hebben beantwoord)

	Alle gezinnen	Alleenstaanden		Koppels	
		zonder gezinslast	met gezinslast	zonder gezinslast	met gezinslast
Vastgoed / Bankrekeningen	33,7	24,4	33,7	40,5	37,5
Bankrekeningen / Geen ander specifiek	12,2	18,6	11,0	8,4	9,6
Geen specifiek / Geen ander specifiek	9,9	14,0	15,6	5,0	6,2
Vastgoed / Aandelen	8,0	5,8	4,4	11,0	10,2
Vastgoed / Andere reële activa	7,3	4,3	9,0	5,2	11,4
Overige combinaties	28,9	33,0	26,3	30,0	25,1

Bron: NBB, Enquête naar het financieel gedrag van de gezinnen (2010), voorlopige gegevens.

GRAFIEK 5 GROOTSTE VERMOGENSBESTANDELEN VAN DE GEZINNEN, UITGESPLITST NAAR RISICOBEREIDHEID

(in % van de betrokken gezinnen die de vraag hebben beantwoord)



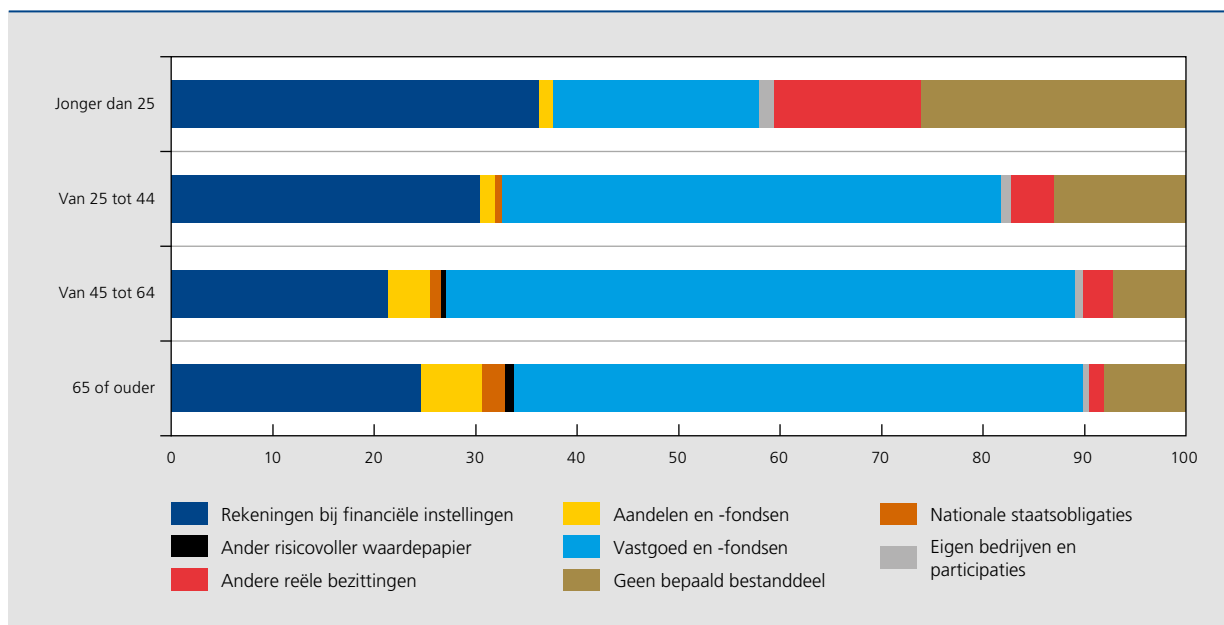
Bron: NBB, Enquête naar het financieel gedrag van de gezinnen (2010), voorlopige gegevens.

Indien geen rekening wordt gehouden met de gezinnen die de vraag niet beantwoorden en met die welke ofwel andere reële bezittingen ofwel geen enkel specifiek vermogensbestanddeel als het grootste aanduiden, dan kan de

verdeling van de grootste bestanddelen worden vergeleken met het aandeel van deze activavormen in de totale cijfers van de financiële rekeningen en van de ramingen van het vastgoedpatrimonium. Deze macro-economische cijfers

GRAFIEK 6 GROOTSTE VERMOGENSBESTANDELEN VAN DE GEZINNEN, UITGESPLITST NAAR LEEFTIJDSCATEGORIE

(in % van alle deelnemende gezinnen die de vraag hebben beantwoord)



Bron: NBB, Enquête naar het financieel gedrag van de gezinnen (2010), voorlopige gegevens.

refereren aan 30 juni 2008, aangezien de vraag betrekking heeft op de tweejarige periode vóór het interview en de interviews werden afgenomen in het tweede en derde kwartaal van 2010. Zo blijkt dat voor 64 % van de gezinnen in kwestie het vermogen vooral uit vastgoed en vastgoedfondsen bestaat, en dat vastgoed en vastgoedfondsen goed zijn voor 58 % van het totale vermogen van €1 680 miljard van de Belgische gezinnen op 30 juni 2008. Voor nog eens 29 % van de aan de enquête deelnemende gezinnen bestaat het grootste vermogensbestanddeel uit rekeningen bij financiële instellingen. Dergelijke rekeningen maakten op 30 juni 2008 28 % uit van het totale vermogen van de gezinnen. Een dergelijke overeenkomst wordt ook vastgesteld voor de andere activagroepen. Hoewel deze twee maatstaven uiteraard niet rechtstreeks vergelijkbaar zijn, bestaat er volgens deze vaststelling op het eerste gezicht toch geen tegenspraak tussen de financiële rekeningen en de (gedeeltelijke en voorlopige) gegevens uit de enquête bij de gezinnen. Die micro-economische enquêtegegevens vormen dus een zinvolle aanvulling op de macro-economische financiële rekeningen.

3. Verloop van het vermogen van de gezinnen

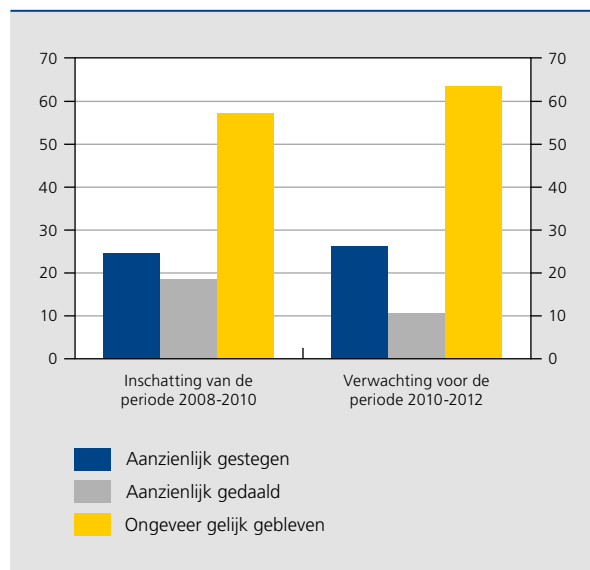
Nadat eerder in dit artikel is geanalyseerd hoe het vermogen van de gezinnen is samengesteld en welke factoren bepalend zijn voor verschillen ter zake, wordt in dit hoofdstuk nader ingegaan op het verloop van dat vermogen. Hieronder wordt dat verloop geïllustreerd aan de hand van enquêteresultaten. Hoewel de enquête nog maar één keer is gehouden, en er dus nog niet kan worden vergeleken met andere bevragingsgolven, verstrekt de enquête niettemin relevante informatie. Tijdens de interviews die werden afgenomen van april tot september 2010, werd de gezinnen immers gevraagd hoe ze het verloop van hun vermogen tijdens de twee jaar voorafgaand aan het interview inschatten. Eenvoudigheidshalve noemen we dit de periode 2008-2010. In deze periode spelen mogelijke effecten van de financiële crisis. Daarnaast werd de gezinnen gevraagd naar hun verwachtingen voor de twee jaar volgend op het interview, alsook naar hun gepland financieel gedrag. Deze periode noemen we de periode 2010-2012. In deze periode kunnen zich gedragswijzigingen voordoen als gevolg van de financiële crisis.

3.1 Algemeen verloop van het vermogen van de gezinnen

Een van de vragen die ad hoc aan de gezinnen werden gesteld om de impact van de financiële crisis te analyseren, was: 'Wanneer we het nu hebben over de nettowaarde

GRAFIEK 7 VERLOOP VAN HET NETTOVERMOGEN VAN DE GEZINNEN

(in % van alle deelnemende gezinnen die de vraag hebben beantwoord)



Bron: NBB, Enquête naar het financieel gedrag van de gezinnen (2010), voorlopige gegevens.

van de bezittingen van het gezin, namelijk alle zaken die het gezin bezit verminderd met het geld dat het gezin verschuldigd is, is de nettowaarde dan in vergelijking met twee jaar geleden aanzienlijk gestegen, aanzienlijk gedaald of ongeveer dezelfde gebleven?' Het antwoord op deze vraag wordt dus verondersteld een idee te geven van hoe de gezinnen de impact van de financiële crisis op het verloop van hun totaal vermogen inschatten.

Uit de enquêteresultaten blijkt dat het nettovermogen van 57,2 % van de deelnemende gezinnen tussen 2008 en 2010 grotendeels onveranderd is gebleven. Voor een flink aantal huishoudens is het vermogen dus wél gewijzigd. Een kwart van de antwoordende gezinnen stelt dat hun vermogen in die periode aanzienlijk is gestegen. Daartegenover heeft 18 % van de gezinnen het vermogen aanzienlijk zien inkrimpen. Hoewel dit cijfer niet kan worden vergeleken met resultaten uit een andere periode, lijkt het om een relatief groot aandeel te gaan. Het is immers niet veel kleiner dan het aandeel met een sterk gestegen vermogen, en dit voor een variabele die (in normale omstandigheden) een duidelijk stijgende trend vertoont. Uit de inschattingen voor de periode 2010-2012 blijkt immers dat slechts zowat een tiende van de gezinnen een aanzienlijke daling van het nettovermogen verwacht, terwijl meer dan een kwart ervan uitgaat dat hun vermogen aanzienlijk zal toenemen. Al met al blijkt dat achter algemene macro-economische tijdreeksen over

TABEL 4

VERLOOP VAN HET NETTOVERMOGEN VAN DE GEZINNEN: INSCHATTING VAN DE PERIODE 2008-2010

(uitgesplitst naar grootste vermogensbestanddeel van het gezin, in % van de betrokken gezinnen die de vraag hebben beantwoord)

	Aanzienlijk gestegen	Aanzienlijk gedaald	Ongeveer gelijk gebleven	<i>p.m.</i> Aantal gezinnen
Rekeningen bij financiële instellingen	18,1	19,0	62,9	564
Aandelen en -fondsen	15,1	31,2	53,8	93
Nationale staatsobligaties	24,1	24,1	51,7	29
Ander risicovoller waardepapier	27,3	27,3	45,5	11
Vastgoed en -fondsen	29,9	14,7	55,4	1 264
Eigen bedrijven en participaties	36,8	31,6	31,6	19
Andere reële bezittingen	20,6	24,7	54,8	73
Geen bepaald bestanddeel	14,4	27,2	58,5	195
Totaal	24,6	18,2	57,2	2 248

Bron: NBB, Enquête naar het financieel gedrag van de gezinnen (2010), voorlopige gegevens.

het vermogensverloop aanzienlijke verschillen tussen individuele gezinnen kunnen schuilgaan.

Bekijken we eerst hoe de gezinnen het verloop van hun vermogen hebben ingeschat tijdens de periode 2008-2010, en meer bepaald hoe het verloop van hun totaal nettovermogen verschilt afhankelijk van het voornaamste bestanddeel van dat vermogen. Terwijl van de 2 248 gezinnen die de vraag hebben beantwoord 57,2 % zegt dat hun nettovermogen ongeveer gelijk is gebleven, is het normaal dat dit des te meer (62,9 %) het geval was voor gezinnen die hun vermogen voor het overgrote deel aanhouden in de vorm van rekeningen bij financiële instellingen. De waarde van deze activa vertoont doorgaans geen grote schommelingen. Het is ook normaal dat gezinnen die het grootste gedeelte van hun vermogen in eigen bedrijven en participaties plaatsen, of nog, in andere risicovol waardepapier, dat vermogen minder dan gemiddeld 'als ongeveer gelijk gebleven' rapporteren. Het waardeverloop van dergelijke activa is immers meer idiosyncratisch en volatieler. De categorieën van gezinnen die vermoedelijk minder vermogend zijn, met hun vermogen vooral in andere reële bezittingen of met geen specifiek grootste bestanddeel, voelen zich tijdens de crisis meer dan gemiddeld verarmd. Een dergelijk gebrek aan financiële reserve kan een aandachtspunt zijn voor het sociaaleconomisch beleid. Het meest opvallend, is echter dat bijna een derde (31,2 %) van de gezinnen die hun vermogen vooral aanhouden in de vorm van aandelen of aandelenfondsen, dat vermogen tussen 2008 en 2010 aanzienlijk hebben zien slinken. Het verloop van de beurskoersen in die periode is daar uiteraard niet vreemd aan.

Blijkbaar schatten de gezinnen die hun vermogen grotendeels in aandelen of aandelenfondsen hebben belegd, de situatie voor de periode na het interview (2010-2012) opnieuw gunstiger in. Hun verwachtingen ten aanzien van het verloop van hun nettovermogen verschillen immers niet fundamenteel van de gemiddelde verwachtingen van alle gezinnen samen: ongeveer twee derde verwacht dat het nettovermogen ongeveer gelijk zal blijven, circa een vierde verwacht een aanzienlijke stijging, en om en nabij 10 % voorziet een aanzienlijke daling. Gezinnen met het grootste deel van hun vermogen in eigen bedrijven en participaties, of in ander risicovol waardepapier, waren op het ogenblik van het interview blijkbaar optimistischer geworden over het verwachte verloop van hun vermogen: zij voorzagen meer dan gemiddeld een aanzienlijke stijging.

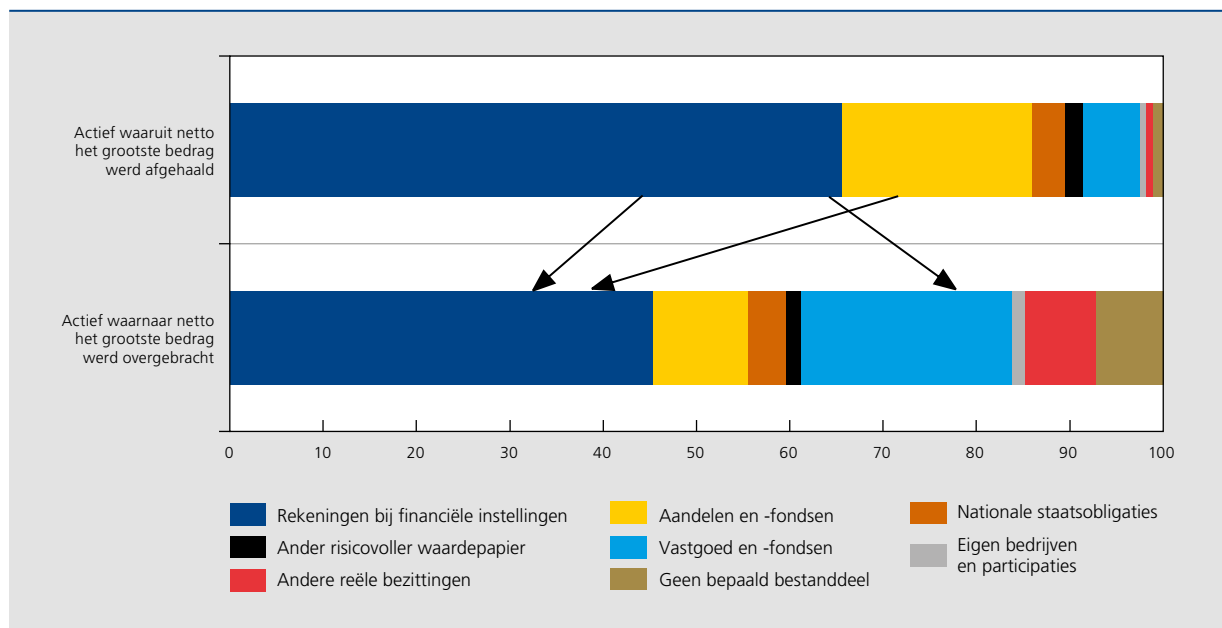
3.2 Overdrachten tussen de vermogensbestanddelen van de gezinnen

Het vermogen van de gezinnen wordt qua samenstelling niet alleen beïnvloed door de bestemming van (supplementaire) spaarmiddelen en het waardeverloop van de verschillende activa, maar ook door eventuele overdrachten die gezinnen uitvoeren tussen en binnen de verschillende bestanddelen van hun vermogen. Dergelijke transfers worden met name bepaald door inschattingen van het verwachte rendement op deze activa en door de beoordeling van het risico.

In de enquête naar het financieel gedrag worden vermogenstransfers onderzocht aan de hand van een aantal ad-hocvragen. Zo werd er tijdens het interview

GRAFIEK 8 OVERDRACHTEN TUSSEN DE VERMOGENSBESTANDELEN VAN DE GEZINNEN

(in % van de betrokken gezinnen die de vraag hebben beantwoord)



Bron: NBB, Enquête naar het financieel gedrag van de gezinnen (2010), voorlopige gegevens.

gevraagd: 'Heeft iemand van het gezin netto tijdens de voorbije twee jaar geld van het ene vermogensbestanddeel overgebracht naar een ander?' Van de 2 171 huishoudens die spaarmiddelen hadden en deze vraag beantwoordden, antwoordde 78,7% 'neen' en 21,3% 'ja'. Heeft de referentiepersoon van het gezin een baan, dan neemt het aandeel van de gezinnen dat een vermogenstransfer heeft verricht, toe tot iets meer dan een kwart. Dergelijke transfers kunnen wijzen op een actief vermogensbeheer, dat meer geassocieerd wordt met mensen die bereid zijn om bij het nemen van financiële beslissingen een zeker risico te lopen. Gezinnen die gemiddeld of meer risico willen nemen, hebben inderdaad in relatief grotere mate een vermogenstransfer verricht, namelijk 30,2% van deze gezinnen tegenover slechts 17,4% van de deelnemende gezinnen die geen enkel financieel risico willen nemen. Voor deze laatste categorie van gezinnen was het motief wellicht een vlucht naar meer zekerheid (zie verderop).

Uit de enquête blijkt dat de meeste gezinnen bedragen hebben teruggetrokken uit rekeningen bij financiële instellingen. Hieruit blijkt dat deze rekeningen fungeren als 'wachtkamer' vóór er andere activa worden verworven, maar wellicht ook dat er op bepaalde ogenblikken tijdens de financiële crisis onzekerheid rond deze rekeningen heerste. Voorts heeft een niet onaanzienlijk aandeel van de gezinnen het grootste bedrag gehaald uit hun

aandelen en aandelenfondsen. Hier is duidelijk sprake van een vlucht uit risicovolle activa.

Wanneer de gezinnen werd gevraagd naar welk vermogensbestanddeel ze het grootste bedrag hadden overgebracht, betrof het immers vooral minder risico-dragende activa, in de eerste plaats rekeningen bij financiële instellingen en in de tweede plaats vastgoed en vastgoedfondsen. De meest voorkomende transfers vonden plaats tussen rekeningen bij financiële instellingen onderling, van dergelijke rekeningen naar vastgoed en vastgoedfondsen, en van aandelen en aandelenfondsen naar rekeningen bij financiële instellingen.

Een en ander blijkt uit de kruistabel met de vermogensbestanddelen waaruit middelen zijn weggehaald en de bestanddelen waaraan middelen zijn toegevoegd. Deze tabel toont aan dat ruim een kwart van de antwoordende gezinnen (27,2% van de gezinnen die een transfer hebben uitgevoerd) het grootste bedrag heeft afgehaald van rekeningen bij financiële instellingen en dat bedrag heeft overgebracht naar andere rekeningen bij financiële instellingen. Onder deze gezinnen zijn er relatief veel die een aversie hebben tegen financiële risico's. Dit illustreert de vertrouwenscrisis en de onzekerheid die heerste rond de veiligheid van dergelijke rekeningen, in het bijzonder bij sommige banken die in een slecht daglicht kwamen te staan. Voorts kunnen ook de toegenomen concurrentie

TABEL 5 OVERDRACHTEN TUSSEN DE VERMOGENSBESTANDELEN VAN DE GEZINNEN

(in % van de betrokken gezinnen die de vraag hebben beantwoord)

In	Uit	Rekeningen bij financiële instellingen	Aandelen en -fondsen	Nationale staatsobligaties	Ander risicovoller waardepapier	Vastgoed en -fondsen	Eigen bedrijven en participaties	Andere reële bezittingen
Rekeningen bij financiële instellingen . . .		27,2	13,4	2,7	1,0	3,0	0,2	0,2
Aandelen en -fondsen		8,2	1,7	0,0	0,2	1,2	0,0	0,0
Nationale staatsobligaties		3,0	1,0	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0
Ander risicovoller waardepapier		0,5	0,7	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Vastgoed en -fondsen		21,0	3,0	0,2	0,0	0,5	0,2	0,0
Eigen bedrijven en participaties		1,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0
Andere reële bezittingen		6,4	1,0	0,5	0,0	0,2	0,0	0,0

Bron: NBB, Enquête naar het financieel gedrag van de gezinnen (2010), voorlopige gegevens.

tussen banken en de opkomst van nieuwe kleine spelers op deze markt, een rol hebben gespeeld. Bovendien hebben blijkbaar sommige gezinnen hun spaartegoeden bij banken meer gespreid dan voorheen. Het maximaal bedrag voor beschermde spaartegoeden in het kader van de garantieregeling is hier wellicht niet vreemd aan.

Vele gezinnen (13,4% van de gezinnen die deze vraag hebben beantwoord, met een oververtegenwoordiging van gezinnen die gemiddeld of meer risico wensen te nemen) zijn uit aandelen en aandelenfondsen gestapt en hebben de middelen die ze daarin aanhielden, overgebracht naar rekeningen bij financiële instellingen. Dit illustreert duidelijk de vlucht naar meer zekerheid tijdens de financiële crisis.

Nog meer gezinnen (21% van de respondenten) hebben echter middelen van rekeningen bij financiële instellingen laten wegvloeien naar vastgoed en vastgoedfondsen. Dit gold in ongeveer dezelfde mate voor risicomijdende gezinnen als voor gezinnen die gemiddeld of meer risico's nemen. Enerzijds is er uiteraard de rol van bankrekeningen als 'wachtkamer' vooraleer te investeren in andere activa, met name vastgoed. Anderzijds wijst het grote aantal gezinnen er ook op dat vastgoed werd beschouwd als een van de laatste havens van zekerheid, ook ten opzichte van tegoeden bij banken.

Er is dus sprake van een dubbele vlucht naar meer zekerheid: van aandelen naar bankrekeningen en van bankrekeningen naar vastgoed.

De meeste andere bewegingen tussen verschillende vermogensbestanddelen zijn veel zeldzamer. Bij deze

atypische bewegingen zijn er twee die nog enigszins voorkomen. Sommige gezinnen (8,2% van de respondenten) hebben toch vooral middelen overgebracht van rekeningen bij financiële instellingen naar aandelen en aandelenfondsen: bij lage beurskoersen een rationele keuze voor wie bereid is risico's te nemen. Andere gezinnen (6,4%) hebben vooral bankrekeningen aangesproken om andere reële activa te kopen. Het gaat in de eerste plaats om voertuigen, waarvoor de verkoopvoorwaarden op bepaalde ogenblikken zeer interessant waren. Bovendien fungeren andere reële activa zoals goud, juwelen en kunst, voor sommigen wellicht als vluchtwaarde.

Om na te gaan of de financiële crisis het investeringsgedrag van de gezinnen in de toekomst zal beïnvloeden, werden in de enquête ad-hocvragen gesteld. Zo luidt een vraag: 'Zijn er bij de vermogensbestanddelen die het gezin twee jaar geleden bezat, bestanddelen waarin het onder de huidige omstandigheden geen bijkomende bedragen meer zou investeren?' Van de 2 295 gezinnen die spaarmiddelen hebben en deze vraag beantwoorden, zegt 87% 'neen' en 13% 'ja'. Het affirmatieve antwoord is hierbij vooral afkomstig van de gezinnen waarin de referentiepersoon gepensioneerd is (15%). Ook hier geldt dat gezinnen die gemiddeld of meer risico willen nemen, en die hun vermogen actiever willen beheren, bepaalde vermogensbestanddelen relatief meer wilden mijden, namelijk 20,6% van deze gezinnen tegen slechts 9,8% van de gezinnen die geen enkel financieel risico willen nemen. Voor deze laatste categorie van gezinnen in het staal speelt wellicht een algemeen wantrouwen ten opzichte van alle vormen van beleggingen.

Wordt aan de gezinnen die hebben geantwoord bepaalde beleggingen niet meer te zullen doen (13%), de vraag

gesteld in welke vermogensbestanddelen ze niet meer willen investeren (waarbij ze meerdere bestanddelen tegelijkertijd konden aanduiden), dan antwoordt 70,8 % (dus 9,2 % van alle gezinnen) aandelen en aandelenfondsen te willen mijden. Een deel (12 % van 13 % = 1,6 %) van de gezinnen zou rekeningen bij financiële instellingen mijden.

Gezinnen die enig financieel risico willen nemen en die activa willen mijden, blijken evenveel te worden afgeschrikt door aandelen en obligaties dan de gezinnen met een algemene risicoaversie. De overige vermogensbestanddelen worden relatief meer ontweken door de gezinnen die geen enkel risico willen nemen.

Al met al valt op dat zeer weinig gezinnen tijdens de crisis vermogen uit vastgoed hebben weggehaald, en dat weinig gezinnen voortaan vastgoed als beleggingsmiddel willen mijden. Hoewel vastgoed uiteraard, algemeen beschouwd, een actief is waarvoor transacties niet zo vlug en veelvuldig worden uitgevoerd, geeft dit aan dat de Belgische gezinnen bakstenen blijven beschouwen als een veilige haven en een interessante belegging.

In welke mate komen de veranderingen in het beleggingsgedrag van een deel van de gezinnen, als gevolg van de financiële crisis, tot uiting in de macro-economische statistieken over het totale vermogen van de Belgische gezinnen? De totale waarde van de uitstaande

activa steeg van €1 680 miljard op 30 juni 2008 tot bijna €1 900 miljard op 30 september 2011. In die periode nam de waarde van het vermogen dus met 13 % toe. Ondanks de hierboven aangehaalde verschuivingen binnen het vermogen van individuele gezinnen, is er, volgens de financiële rekeningen en de macro-economische ramingen, weinig verandering opgetreden in de samenstelling van het totale vermogen van de huishoudens. Het aandeel van vastgoed in het totale vermogen van de Belgische gezinnen is toegenomen van 58 % tot 59 %, terwijl het gewicht van aandelen en aandelenfondsen afgenomen is van 4 % tot 2 %. Uit de micro-economische analyse in dit artikel blijkt dat er zich bovendien aanzienlijke verschuivingen hebben voorgedaan binnen sommige groepen van vermogensbestanddelen, bijvoorbeeld de rekeningen bij financiële instellingen. Die transacties komen niet tot uiting in de macro-economische statistieken. Al met al is, als gevolg van de financiële crisis, het beleggingsgedrag van een deel van de bevolking, althans tijdelijk, veranderd. Indien deze gedragswijziging zich zou voortzetten, is het niet uitgesloten dat de structuur van het vermogen van de gezinnen traag maar zeker verandert.

Conclusie

Dit artikel bevat een micro-economische analyse van de activavorming door de gezinnen, en van de impact die de financiële crisis hierop heeft gehad. Daarbij is voor het eerst gebruik gemaakt van gegevens afkomstig van een enquête naar het financieel gedrag van de gezinnen. De gedeeltelijke en voorlopige resultaten van deze enquête zijn plausibel. Vergelijkt men ze, zij het in beperkte mate, met totale cijfers uit de financiële rekeningen en macro-economische ramingen, dan komen geen tegenstrijdigheden aan het licht. De enquêtegegevens vormen een interessante aanvulling op de bestaande macro-economische informatie, zowel in statistisch als in wetenschappelijk, economisch en beleidsmatig opzicht. Ze verduidelijken de verdeling van activa en passiva tussen de gezinnen, en ze maken het mogelijk de determinanten van deze verdeling en van het financieel gedrag van de gezinnen te onderzoeken.

De risicobereidheid van gezinnen heeft een impact op hun financiële beslissingen. De enquête verschaft rechtstreekse informatie over de houding van gezinnen ten aanzien van financieel risico, en over de impact hiervan op hun financieel gedrag. Daarnaast spelen ook de demografische en sociaaleconomische kenmerken van het gezin een rol. Zo informeert de enquête ons over het leeftijdsverloop van de participatie in de verschillende vermogensbestanddelen en over de impact daarop

TABEL 6 VERMOGENSBESTANDDELEN WAARIN DE GEZINNEN GEEN SUPPLEMENTAIRE BEDRAGEN WILDEN INVESTEREN

(in % van de 13 % gezinnen die bepaalde activa wilden mijden, er zijn meerdere bestanddelen per gezin mogelijk)

	Alle gezinnen	Gezinnen die geen enkel risico willen nemen	Gezinnen die risico willen nemen
Rekeningen bij financiële instellingen	12,0	13,9	10,0
Aandelen en -fondsen	70,8	70,9	70,7
Nationale staatsobligaties . . .	7,2	7,3	7,1
Ander risicovoller waardepapier	10,7	12,6	8,6
Vastgoed en -fondsen	6,2	7,3	5,0
Eigen bedrijven en participaties	1,0	2,0	0,0
Andere reële bezittingen	3,1	4,6	1,4

Bron: NBB, Enquête naar het financieel gedrag van de gezinnen (2010), voorlopige gegevens.

van met name de samenstelling van het gezin en de arbeidsmarktpositie van de gezinsleden.

Het algemeen verloop van de vermogenspositie van gezinnen, dat kan worden opgetekend aan de hand van de financiële rekeningen en macro-economische ramingen, verhult grote verschillen tussen (groepen van) individuele gezinnen. Dit kan zware economische gevolgen hebben en relevant zijn voor zowel het sociaal als het financieel-economisch beleid.

Het bekende macro-economisch beeld dat de gezinnen tijdens de crisis relatief meer hebben belegd in als veiliger beschouwde activa, kan op basis van de enquêtegegevens worden verfijnd. Tijdens de crisis zijn tal van gezinnen gevlucht uit aandelen naar bankrekeningen, en uit bankrekeningen naar vastgoed. Er waren ook gezinnen die net in deze periode méér in aandelen zijn gaan beleggen.

Heel wat gezinnen deden ook overdrachten tussen verschillende bankrekeningen, en sommige gezinnen gingen bepaalde activa mijden. Bij deze bewegingen spelen risicobereidheid en andere gezinskenmerken een rol.

Hieronder volgen enkele specifieke portefeuillekeuzes die de gezinnen sinds het begin van de financiële crisis hebben gemaakt. Zo waren er opmerkelijk veel transfers tussen rekeningen bij financiële instellingen. Posities in aandelen en aandelenfondsen werden veelvuldig afgebouwd, terwijl er toch nog gezinnen waren en nog steeds zijn die extra in deze activa willen beleggen. Niet alle Belgische beleggers zijn dus afkerig geworden van (wel afgewogen) financiële risico's. Vastgoed blijft tenslotte een duidelijke rol spelen als veilige vluchthaven. Tal van gezinnen hebben geld afgehaald uit bankrekeningen om in vastgoed te investeren, en weinig gezinnen zijn blijkbaar van plan om eruit te vluchten.

Nieuwe ontwikkelingen in de economische *governance* van de Europese Unie

E. De Prest
H. Geeroms
G. Langenus

Inleiding

De afgelopen jaren is op pijnlijke wijze gebleken dat het verlies aan vertrouwen vanwege de financiële markten waarmee sommige landen van het eurogebied af te rekenen kregen, andere lidstaten snel kon besmetten en uiteindelijk de goede werking en de stabiliteit van het hele eurogebied in gevaar kon brengen.

Reeds in 2007, nog vóór het uitbreken van de financiële crisis, waren in het eurogebied kwetsbare posities ontstaan. De begrotingsdiscipline was ontoereikend, zodat meerdere eurolanden zich in een niet al te sterke budgettaire uitgangspositie bevonden. Daarenboven waren het verloop van het concurrentievermogen en dat van de binnenlandse vraag binnen het eurogebied scherp gaan divergeren en waren sommige lidstaten bijzonder kwetsbaar geworden als gevolg van structurele concurrentieverliezen of zeepbellen op de woningmarkten die gepaard gingen met de accumulatie van schulden door de huishoudens, of als gevolg van een broze banksector. De impact van deze macro-economische onevenwichtigheden werd door beleidsmakers en financiële markten jarenlang onderschat. De coördinatie van het economisch beleid tussen de lidstaten beantwoordde niet aan de verwachtingen: de begrotingsregels waren te soepel geïnterpreteerd en toegepast, het macro-economisch toezicht op het structureel beleid was te 'zacht' gebleken, met niet-bindende aanbevelingen en een gebrekkig instrumentarium om de naleving te monitoren. In de nasleep van de financiële crisis van 2008-2009 bleken

deze onevenwichtigheden echter destabiliserend te werken.

Zich bewust van de ernst van de situatie had de Europese Raad reeds begin 2010 beslist dat de economische *governance*, inclusief de begrotingsregels, van de Europese Unie (EU) moest worden versterkt. De Van Rompuy taskforce werd opgericht en de Europese Commissie (EC) formuleerde zes wetgevende voorstellen die in de herfst van 2011 in geamendeerde vorm door het Europees Parlement en de Ecofin-Raad formeel werden goedgekeurd (het 'sixpack'). De EC stelde vervolgens twee extra wetteksten voor om het begrotingstoezicht nog verder aan te scherpen (het 'twopack'). Voorts sloten de EU-lidstaten, met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk en Tsjechië, een nieuw intergouvernementeel verdrag af voor Stabiliteit, Coördinatie en *Governance* in de Economische en Monetaire Unie. Parallel met deze acties ter versterking van de *governance* in de EU werden sedert begin 2010 ook diverse mechanismen ingesteld om de schulden crisis in te dijken en verkregen verschillende lidstaten een noodfinanciering van de EU en het Internationaal Monetair Fonds (IMF).

Dit artikel biedt een overzicht van de initiatieven die in de EU op institutioneel vlak zijn genomen sedert het uitbreken van de euroschuldencrisis.

1. Macro-economische onevenwichtig- heden in het eurogebied

1.1 Institutionele set-up van de Economische en Monetaire Unie

De institutionele set-up van de Economische en Monetaire Unie (EMU) tussen de landen van het eurogebied is uniek aangezien het monetair beleid eengemaakt is, terwijl het begrotingsbeleid grotendeels decentraal is gebleven.

Bij het uitwerken van het institutioneel kader van de EMU was men zich evenwel bewust van de noodzaak te waken voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën en te zorgen voor een bindende beleidscoördinatie. De coördinatie van het begrotingsbeleid en het toezicht op de overheidsfinanciën werden vastgelegd in bindende regels, meer bepaald in de artikelen in het EU-verdrag over de noodzaak om buitensporige overheidstekorten te vermijden en in de bijbehorende procedure bij buitensporige tekorten alsook in de bepalingen in het stabiliteits- en groeipact.

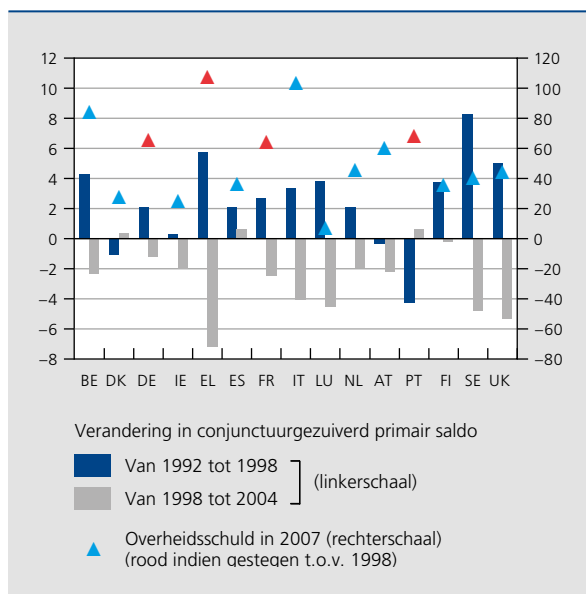
Het structureel beleid bleef overigens, net als het begrotingsbeleid, tot de bevoegdheid van de lidstaten behoren. Ook in dit domein was er weliswaar een zekere beleidscoördinatie voorzien, maar het ging daarbij om een 'zachte' vorm van coördinatie, zonder bindende regels. De coördinatie verliep in het kader van de globale richtsnoeren voor het economisch beleid en van de richtsnoeren voor werkgelegenheid, die sinds 2005 samengebundeld zijn tot de geïntegreerde richtsnoeren en sedert 2010 een belangrijke rol spelen in de uitvoering van de Europa 2020-strategie.

Via hun stabiliteits- en convergentieprogramma's en hun nationale hervormingsprogramma's geven de lidstaten invulling aan dit begrotings- en macro-economisch kader.

1.2 Fiscal fatigue in de eerste jaren na de invoering van de euro

In principe moest de begrotingsdiscipline vanaf de invoering van de euro worden aangescherpt. Volgens de bepalingen van het stabiliteits- en groeipact, dat vanaf 1999 van toepassing was, dienden de resterende overheidstekorten immers te worden weggewerkt. De realiteit was echter anders. Nadat, in 1998, de beslissing was genomen over welke landen als eerste de euro zouden invoeren, werden de begrotingsteugels duidelijk gevierd. Deze 'fiscal fatigue' was vrij algemeen: op enkele uitzonderingen na verslechterde het conjunctuurgezuiverde primaire saldo van de lidstaten van 1998 tot 2004 in belangrijke mate. In heel wat gevallen werden

GRAFIEK 1 FISCAL FATIGUE NA DE BESLISSING OVER DE INVOERING VAN DE EURO (in % bbp)



Bron: EC.

de begrotingsinspanningen die de zes voorgaande jaren waren geleverd om te voldoen aan de Maastricht-criteria en om de buitensporige tekorten weg te werken, grotendeels of volledig ongedaan gemaakt.

Wat de oorzaken van dit niet-toepassen van de begrotingsregels betreft, kan in eerste instantie worden verwezen naar de onbetrouwbaarheid van de begrotingsstatistiek in sommige landen (onder meer in Griekenland) en naar de te optimistische groeiverwachtingen, waardoor de omvang van de structurele tekorten werd onderschat. Voorts was er een hiaat in de regelgeving aangezien in het oorspronkelijk stabiliteits- en groeipact nergens eenduidig werd vastgelegd hoe snel de resterende tekorten moesten verdwijnen. Ten slotte waren er (terechte) twijfels over de vraag of de EU-begrotingsregels op een correcte manier zouden worden toegepast gelet op de ruime bevoegdheden van de Ecofin-Raad ter zake⁽¹⁾.

Dit gebrek aan begrotingsdiscipline in de eerste jaren van de euro leidde al kort na de eeuwwisseling, toen de conjunctuur minder gunstig werd, tot een eerste – achteraf beschouwd – nog beperkte golf van buitensporige begrotingstekorten. De toepassing van de procedure bij buitensporige tekorten, vooral ten aanzien van relatief grote landen, verwaterde echter stelselmatig, waarbij de

(1) Voor een meer uitgebreide bespreking, zie het artikel 'Het stabiliteits- en groeipact: een bewogen geschiedenis' (G. Langenus, Economisch Tijdschrift van de Nationale Bank van België, juni 2005).

Ecofin-Raad, ondanks de vaak zeer soepele houding van de EC, in bepaalde gevallen toch naliet de aanbevelingen van deze laatste op te volgen. Toen de Raad in november 2003 geen gevolg gaf aan de aanbevelingen van de EC om Frankrijk en Duitsland er officieel toe aan te sporen maatregelen te nemen om hun buitensporige tekorten weg te werken, kwam het tussen beide instellingen tot een juridisch conflict via een procedure bij het Europees Hof van Justitie en werd de procedure bij buitensporige tekorten tegen de twee betrokken lidstaten de facto opgeschort. Dat was meer algemeen ook het geval voor de volledige toepassing van het stabiliteits- en groeipact in afwachting van een herziening van de regels.

In 2005 werd het stabiliteits- en groeipact formeel herzien. De bezorgdheid van het ESCB over deze herziening stond toen in schril contrast met de positieve evaluatie door andere Europese beleidsinstanties, met inbegrip van de EC, die oordeelden dat het pact 'intelligenter' en 'flexibeler' werd. De Europese monetaire autoriteiten wezen vooral op de grotere complexiteit van de nieuwe regelgeving – met tal van uitzonderingsclausules en een algemene verlenging van de procedures – en op de sterke verruiming van de interpretatiemarges van de Raad.

(1) Hierbij moet wel worden opgemerkt dat Ierland toen al een beperkt conjunctuurgezuiverd tekort van 1,5% bbp liet optekenen, terwijl het begrotingsbeleid in Spanje in het volgende jaar fors zou worden versoepeld (met een afname van het conjunctuurgezuiverd primair saldo met bijna 6% bbp in 2008), o.m. via belangrijke belastingverlagingen.

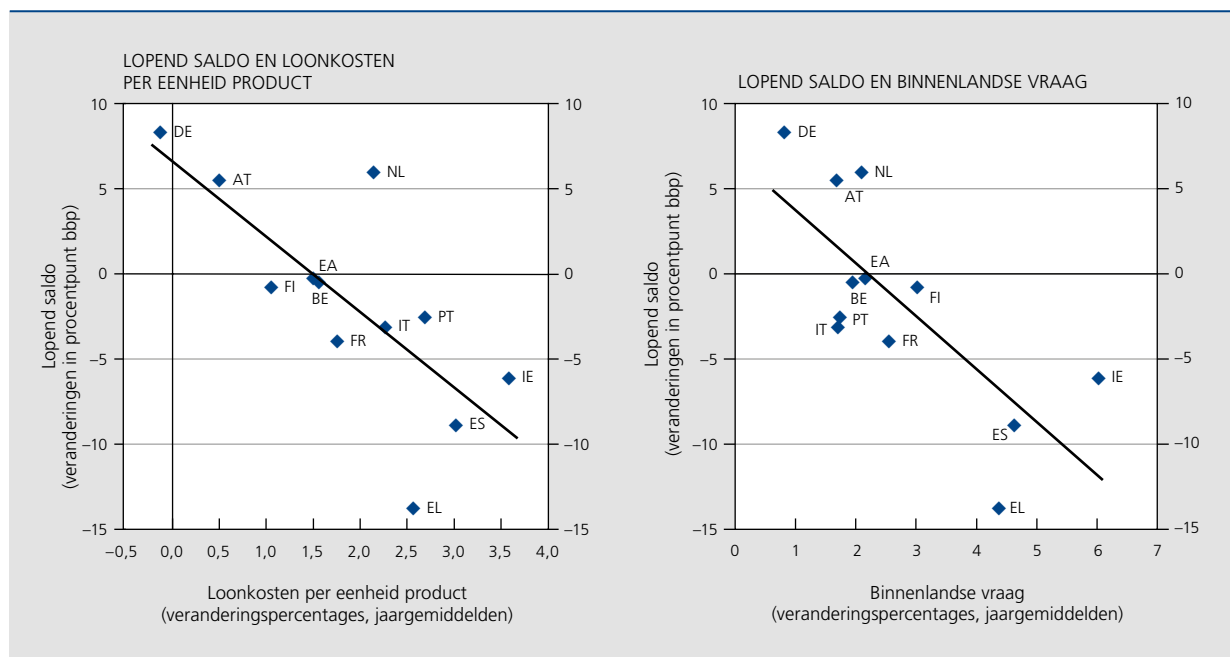
In de praktijk werd gretig gebruik gemaakt van de nieuwe 'soepelheid', bijvoorbeeld inzake het vastleggen van deadlines om buitensporige tekorten weg te werken. Voor geen enkel land is er zelfs maar sprake geweest van de wettelijk vastgestelde financiële sancties. Bij de aanvang van de recente Grote Recessie bevonden de meeste eurolanden zich dan ook in een niet al te sterke budgettaire uitgangspositie. Zo kampten de eurolanden in 2007 gemiddeld nog met een conjunctuurgezuiverd begrotingstekort van 1,9% bbp, terwijl de gemiddelde overheidsschuld nog opliep tot 66% bbp.

Tegelijk illustreert dit dat (zeker nominale) begrotingscijfers niet het enige kompas kunnen zijn voor de Europese *governance*: in b.v. Ierland en Spanje, twee lidstaten die later bijzonder zwaar zouden worden getroffen door de *sovereign debt crisis*, lag de overheidsschuld in 2007 nog ver onder de referentiewaarde⁽¹⁾. In beide landen hadden zich wel andere macro-economische onevenwichtigheden opgebouwd.

1.3 Persistente interne en externe macro-economische onevenwichtigheden

In 2007, bij het uitbreken van de financiële crisis, kon een scherpe divergentie vastgesteld worden in het verloop van het concurrentievermogen en van de binnenlandse

GRAFIEK 2 MACRO-ECONOMISCHE EVENWICHTSVERSTORINGEN IN HET EUROGEBIED, 1999-2007⁽¹⁾



Bron: EC.

(1) In de grafiek staan enkel de elf landen van het eurogebied met het grootste bbp in 2011 afzonderlijk vermeld.

vraag binnen het eurogebied en waren sommige landen bijzonder kwetsbaar geworden als gevolg van persistente macro-economische evenwichtsverstoringen. Sedert de invoering van de euro waren de arbeidskosten per eenheid product in sommige eurolanden relatief sterk opgelopen en was hun concurrentievermogen geleidelijk uitgehold. Tegelijkertijd nam de binnenlandse vraag in sommige van die landen, met name in Ierland, Spanje en Griekenland, opmerkelijk toe, wat vaak gepaard ging met een forse expansie van de kredietverlening aan de huishoudens en een verzwaring van hun schuldenlast tegen de achtergrond van, vooral in Ierland en Spanje, sterk aantrekkende woningprijzen. Daarenboven werden de kredietrisico's door de financiële instellingen vaak onderschat en in bepaalde landen, zoals in Ierland, was het banksysteem erg broos geworden. Tegelijkertijd hadden andere eurolanden, in het bijzonder Duitsland, grote concurrentiewinsten geboekt, terwijl de groei van de binnenlandse vraag en van de kredietverlening aan huishoudens er zeer matig was gebleven. Een en ander kwam tot uiting in – tussen de landen van het eurogebied – sterk uiteenlopende saldi op de lopende rekening van de betalingsbalans.

Verondersteld werd dat in het eurogebied afdoende aanpassingsmechanismen werkzaam waren die dergelijke onevenwichtigheden zouden corrigeren. Zo werd ervan uitgegaan dat de effecten van een buitensporige binnenlandse vraag die gepaard gaat met een hoge inflatie en tekorten op de lopende rekening, na verloop van tijd zouden worden gecorrigeerd door de negatieve impact die een verlies aan concurrentievermogen op de groei zou uitoefenen. Achteraf is echter gebleken dat dergelijke aanpassingsmechanismen onvoldoende (snel) werkten, zodat het macro-economisch evenwicht in verschillende landen van het eurogebied persistent verstoord raakte.

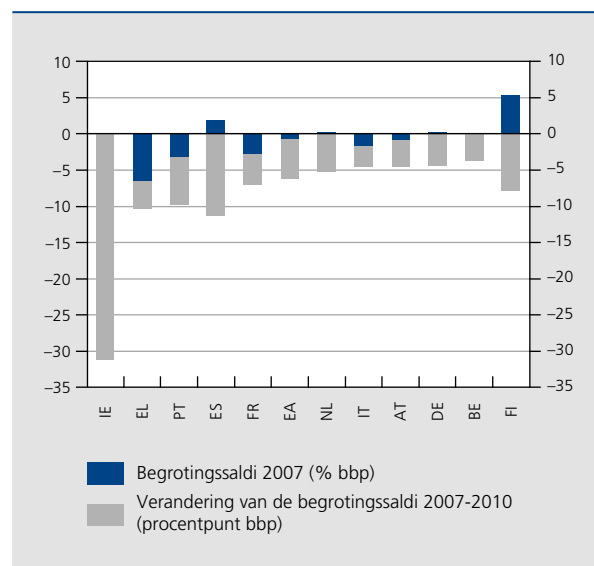
Het structureel beleid, van zijn kant, bleek niet in staat dergelijke ernstige binnen- en buitenlandse macro-economische onevenwichtigheden in het eurogebied te voorkómen of, indien nodig, te corrigeren. Op het niveau van de EU waren de methoden voor coördinatie blijkbaar te 'zacht': de aanbevelingen waren niet bindend, het institutioneel kader bevatte onvoldoende toezichtinstrumenten en het was onvoldoende gefocust op het ontstaan van macro-economische onevenwichtigheden en op de potentiële overloopeffecten daarvan op andere lidstaten. In de nasleep van de financiële crisis zou blijken dat het hieruit voortvloeiende *benign neglect* de stabiliteit in het eurogebied in gevaar kon brengen.

1.4 Impact van de financiële crisis

De crisis, die medio 2007 inzette en in september 2008 omsloeg in een mondiale crisis, bracht in de landen waar de expansie al te zeer op schulden had berust, een aanpassingsproces op gang waardoor de binnenlandse vraag verzwakte en de lopende tekorten verkleinden, evenwel ten koste van een forse groeivertraging. Ook moesten regeringen in het eurogebied als gevolg van de crisis ingrijpende begrotingsmaatregelen nemen om de ernst van de recessie zoveel mogelijk in te perken. Indrukwekkende stimuleringsplannen vulden de automatische stabilisatoren aan om een ineenstorting van de economische bedrijvigheid te verhinderen. In een aantal landen, in het bijzonder Ierland, waar de financiële sector aan zware risico's was blootgesteld, moest de overheid ingrijpen ter ondersteuning van de banken. Een en ander had een zeer negatieve invloed op de begrotingssituatie, waarvan de uitgangssituatie in verschillende landen reeds niet al te gunstig was.

De financiële markten reageerden op de dramatische verslechtering van de overheidsfinanciën in een aantal eurolanden door de houdbaarheid van de begrotingsposities steeds meer in twijfel te trekken. Dit resulteerde in een sterk opwaartse herziening van het risico op de overheidsschuld, wat de rendementen op overheidsobligaties van een aantal lidstaten opdreef. Vanaf begin 2010 werden de rentever verschillen op de overheidsschuld van sommige

GRAFIEK 3 IMPACT VAN DE FINANCIËLE CRISIS OP DE BEGROTINGEN IN HET EUROGEBIED ⁽¹⁾⁽²⁾



Bron: EC.

(1) In de grafiek staan enkel de elf landen van het eurogebied met het grootste bbp in 2011 afzonderlijk vermeld.

(2) De landen zijn gerangschikt volgens de grootte van hun begrotingstekort in 2010.

eurolanden ten opzichte van de Duitse Bund fors groter, tegen de achtergrond van de toenemende bezorgdheid over de betrouwbaarheid van de statistieken en over de houdbaarheid van de overheidsschuld in Griekenland. De onrust breidde zich vervolgens uit naar andere kwetsbare landen in het eurogebied die, in uiteenlopende mate, een hoge overheidsschuld combineerden met chronische tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans of met een bijzonder broos bankstelsel.

Sedert mei 2010 werden bijgevolg verschillende mechanismen ingesteld om de schulden crisis in te dijken en om in de toekomst te voorkómen dat dergelijke crisissen zouden uitdijen. Naast de noodfinanciering die Griekenland in staat stelde om in het kader van een driejarig programma € 110 miljard te lenen, werden in mei 2010 ook het Europees financieel stabilisatiemechanisme (EFSM) en de Europese faciliteit voor financiële stabiliteit (EFFS) in het leven geroepen. Deze mechanismen werden aanvankelijk ingesteld voor een periode van drie jaar (tot juni 2013) en moesten voorwaardelijke financiële bijstand verlenen aan landen die moeilijkheden ondervinden om zich te financieren. De financieringscapaciteit van beide mechanismen bedroeg in totaal € 500 miljard. Het IMF werd bij de financiële bijstand nauw betrokken, met zijn deelname aan de uitwerking van de kredietverleningsvoorwaarden en aan het toezicht op de reddingsplannen alsook met een extra inbreng van € 250 miljard. Ierland en Portugal verkregen steunfinanciering via deze nieuwe mechanismen, respectievelijk in november 2010 en in mei 2011. Aanvankelijk zou een permanent mechanisme, het Europees stabiliteitsmechanisme (ESM), vanaf juli 2013 de rol van de EFFS en het EFSM overnemen bij het verstrekken van financiële bijstand aan lidstaten van het eurogebied. In december 2011 besloten de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied evenwel de inwerkingtreding ervan te vervroegen, met juli 2012 als streefdatum. Eind maart 2012 werd het plafond voor de gezamenlijke EFFS/ESM-kredietverleningscapaciteit opgetrokken tot € 700 miljard.

De grensoverschrijdende besmetting toont aan dat het gebrek aan vertrouwen op de financiële markten niet beperkt bleef tot de houdbaarheid van de overheidsfinanciën, maar dat ook twijfels waren gerezen over de goede werking van de EMU zelf. De beleidscoördinatie op Europees niveau was immers niet in staat gebleken onevenwichtigheden van verschillende aard te voorkómen of te corrigeren, en tijdens de financiële crisis werd duidelijk dat, in het licht van de sterke economische en financiële integratie in het eurogebied, de instabiliteit in één land snel kan doorwerken in andere landen. Op die manier kon de cohesie en de stabiliteit van het eurogebied als geheel in het gedrang komen.

2. Versterking van de economische governance in de EU

De Europese Raad en de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied, die zich bewust waren van de ernst van de situatie, namen reeds vanaf maart 2010 een aantal belangrijke initiatieven. Ze toonden zich bezorgd over de overheidsfinanciën die weer op een houdbaar pad moesten worden gebracht en bepaalden dat de coördinatie van het economisch beleid moest worden versterkt.

Op grond hiervan werd een taskforce opgericht die werd voorgezeten door de permanente voorzitter van de Europese Raad en die daarom meestal de Van Rompuy taskforce wordt genoemd. In nauwe samenwerking met de EC werkte deze taskforce voorstellen uit om de Europese begrotingsregels aan te scherpen en de Europese macro-economische toezichts- en coördinatieprocedures uit te breiden. Ook werd voorgesteld de timing van de nationale hervormingsprogramma's en de stabiliteits- en convergentieprogramma's beter op elkaar af te stemmen in het kader van een zogenoemd Europees semester.

Eind september 2010 had de EC al zes wetgevende voorstellen (vijf verordeningen en één richtlijn) – later aangeduid als het 'sixpack' – geformuleerd ter aanpassing van het regelgevend kader. Op basis van deze voorstellen en het eindverslag van de Van Rompuy taskforce, en na intense onderhandelingen tussen de EC, de Raad en het Europees Parlement (de zogenoemde dialoog), keurde het Europees Parlement op 28 september 2011 de nieuwe regelgeving van het zogeheten 'sixpack' goed, terwijl de Ecofin-Raad zijn goedkeuring verleende op 4 oktober. De formele bekrachting door de Raad volgde op 8 november. De regelgeving werd van kracht op 13 december 2011 en was bijgevolg reeds in het Europees semester 2012 van toepassing. Hoewel dit een stap voorwaarts betekende in het vlak van de Europese beleidscoördinatie, dient er wel te worden op gewezen dat, tijdens het langdurig onderhandelingsproces, de oorspronkelijke voorstellen door de Raad fel waren afgezwakt.

Een cruciale politieke beslissing in dat verband was het akkoord dat de Duitse bondskanselier en de Franse president reeds op 18 oktober 2010 in Deauville hadden bereikt en waarbij het automatisch in werking treden van sancties zoals de Van Rompuy taskforce dat had gepland en zou voorstellen aan de Europese Raad, zou worden ingeperkt. De EC en de Europese Centrale Bank hadden zich, net als voorheen Duitsland, voorstander getoond van meer automatische sancties. De Europese Centrale Bank toonde zich dan ook teleurgesteld over een aantal elementen van het Deauville-akkoord. Hetzelfde gold voor

het Europees Parlement, dat gedurende de dialoog nog enkele correcties kon aanbrengen.

De verdere escalatie van de schulden crisis deed de EC en de Raad echter vrij snel besluiten dat verdere stappen in de hervorming van de economische *governance* wenselijk waren.

Eind november 2011 reeds stelde de EC twee nieuwe wetteksten voor (het 'twopack') om het begrotingstoezicht in het eurogebied nog te verstrengen. Over deze wetteksten wordt bij het opstellen van dit artikel nog onderhandeld in het kader van de dialoog tussen de Raad, het Europees Parlement en de EC.

Voorts hebben de EU-lidstaten, met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk en Tsjechië, een nieuw intergouvernementeel 'Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en *governance* in de Economische en Monetaire Unie' afgesloten met als doel de begrotingsdiscipline verder te versterken – dit aan de hand van meer automatische sancties en een strenger toezicht (het zogenoemde *fiscal compact* of 'begrotingspact') – en de economische politiek van de lidstaten nog meer te coördineren. Indien een voldoende aantal lidstaten het heeft geratificeerd, zal het op 1 januari 2013 in werking treden.

2.1 Nieuwe regelgeving in het 'sixpack'

2.1.1 Versterking van de begrotingsdiscipline

Vier van de zes wetgevende teksten van de nieuwe EU-regelgeving inzake *governance* in het 'sixpack' hebben betrekking op de overheidsfinanciën. Zowel de preventieve als de corrigerende regels van het stabiliteits- en groeipact zijn grondig gewijzigd. Voorts zijn de beslissingsprocedures aangepast en zijn er minimale voorwaarden opgelegd waaraan de nationale begrotingskaders van de EU-lidstaten zullen moeten voldoen.

a) Preventieve regels van het stabiliteits- en groeipact

Een van de belangrijkste problemen bij de implementatie van het stabiliteits- en groeipact was dat de preventieve regels – die gericht zijn op het bereiken van een begrotingssituatie die '*close to balance or in surplus*' is (vóór de hervorming van 2005) of de landspecifieke middellange-termijndoelstelling⁽¹⁾ (MTO, sinds de hervorming van 2005) – de lidstaten in onvoldoende mate hebben aangezet tot begrotingsdiscipline.

De verplichting om een landspecifieke 'veilige' middellange-termijndoelstelling te bereiken, blijft bestaan, alsmede

de definitie van de gepaste snelheid waarmee deze doelstelling moet worden bereikt (een jaarlijkse verbetering van het structureel saldo met 0,5 % bbp als *benchmark* of met meer dan 0,5 % bbp voor landen met een overheids-schuld die hoger is dan 60 % bbp of verhoogde risico's voor de houdbaarheid van die schuld). De voortgang naar de middellange-termijndoelstelling zal in de nieuwe regelgeving evenwel in een ruimer kader ('*overall assessment*') worden beoordeeld, waarbij het verloop van het structureel saldo nog wel het referentiepunt blijft, maar ook de uitgavengroei wordt beschouwd. In dat verband werd het concept van een 'voorzichtige uitgavengroei' ingevoerd.

Hiervoor wordt een referentiegroei van het potentiële bbp op middellange termijn gebruikt maar wordt een onderscheid gemaakt tussen de lidstaten die hun middellange-termijndoelstelling reeds hebben bereikt en de lidstaten waarvoor dat nog niet het geval is. Voor eerstgenoemde lidstaten mag de uitgavengroei de potentiële bbp-groei niet overschrijden, voor de andere lidstaten moet de uitgavengroei lager liggen dan de potentiële bbp-groei, waarbij de neerwaartse afwijking wordt afgestemd op de vereiste convergentie(snelheid) naar de middellange-termijndoelstelling. In beide gevallen wordt gecorrigeerd voor de budgettaire impact van maatregelen aan de ontvangstenzijde: belastingverhogingen laten bv. een hogere uitgavengroei toe, terwijl maatregelen ter vermindering van de overheidsontvangsten de uitgavengroei nog verder beperken.

Het uitgavenconcept waarvoor de nieuwe uitgavenregel geldt, wordt evenwel op een beperkende wijze gedefinieerd. Er wordt geen rekening gehouden met de rentelasten, de conjuncturele component van de werkloosheidsuitgaven en alle uitgaven inzake EU-programma's die worden gefinancierd met EU-fondsen.

Afwijkingen van het aanpassingstraject naar de landspecifieke middellange-termijndoelstelling leiden in principe tot een vroegtijdige waarschuwing en, later, eventueel tot sancties (cf. infra), maar dan enkel indien ze 'significant' zijn. De definitie van een 'significante' afwijking houdt rekening met een numerieke maatstaf – een begrotings-impact van minstens 0,5 % bbp in een bepaald jaar of minstens gemiddeld 0,25 % bbp in twee opeenvolgende jaren (en dit voor afwijkingen inzake de daling van het structureel tekort of voor de uitgavengroei) – maar laat ruimte voor interpretatie. Zo kan worden rekening gehouden met buitengewone gebeurtenissen buiten de

(1) Deze doelstelling wordt door de lidstaten zelf voorgesteld maar moet voldoen aan drie vereisten, m.n. 1) een veiligheidsmarge t.o.v. de tekortgrens van 3 % bbp inhouden (op basis van *minimum benchmarks* berekend door de EC); 2) een snelle voortgang naar een houdbare begrotingspositie verzekeren (ook rekening houdend met de begrotingsimpact van de vergrijzing); en 3) voldoende budgettaire manoeuvreerruimte bieden voor bv. publieke investeringen.

invloedsfeer van de lidstaat die een grote impact op de begrotingspositie hebben en met een zware conjuncturele neergang. Verder wordt de afwijking niet beoordeeld als significant (en heeft zij dus verder geen institutionele gevolgen) indien de begrotingspositie al beter was dan de middellangetermijndoelstelling en het bereiken van die doelstelling aan het eind van de periode beschreven door het stabiliteits- of convergentieprogramma niet in gevaar komt. Lidstaten die, ten opzichte van de middellangetermijndoelstelling, al een zekere begrotingsruimte hebben opgebouwd, kunnen die dus aanwenden om het budgettaire beleid te versoepelen. Ten slotte wordt ook rekening gehouden met structurele hervormingen die op korte termijn een negatieve weerslag kunnen hebben op de begrotingsposities maar de houdbaarheid van de openbare financiën op lange termijn verbeteren op voorwaarde dat een veiligheidsmarge ten opzichte van de 3 % bbp-grens voor het deficit in acht wordt genomen en dat de afwijking van het aanpassingspad naar de middellangetermijndoelstelling tijdelijk is en beperkt blijft tot de directe begrotingsimpact van de hervorming. Hierbij gaat speciale aandacht uit naar pensioenhervormingen (bv. de overgang naar kapitalisatiestelsels) maar worden ook niet nader omschreven hervormingen bedoeld die de potentiële economische groei verbeteren.

b) Corrigerende regels van het stabiliteits- en groeipact

Wat de corrigerende regels van het stabiliteits- en groeipact betreft, is de belangrijkste, of toch de meest in het oog springende wijziging de operationalisering van het schuld criterium, naast het bestaande deficit criterium. Het schuld criterium maakte in feite al vóór het stabiliteits- en groeipact deel uit van het *EU-governance framework* als één van de convergentiecriteria uit het toenmalige Verdrag betreffende de Europese Unie (Maastricht-criteria): indien de overheidsschuld hoger ligt dan de referentiewaarde van 60 % bbp, moet de schuldratio in voldoende mate afnemen en die referentiewaarde in een bevredigend tempo benaderen. In principe kon tegen lidstaten die hier niet aan voldeden, de procedure bij buitensporige tekorten worden opgestart, ook al bleef hun begrotingstekort onder de 3 % bbp-grens. De daling die als 'voldoende' en de convergentie die als 'bevredigend' wordt beschouwd, werden echter nooit nader gedefinieerd, waardoor dit criterium de facto onwerkbaar was.

In de nieuwe regelgeving wordt de vereiste convergentiesnelheid naar de referentiewaarde nu cijfermatig bepaald: als referentie wordt een gemiddelde jaarlijkse afname van de schuldratio met één twintigste van het positieve verschil met de referentiewaarde van 60 % genomen. Deze daling moet zich voordoen in ofwel de drie laatste jaren waarvoor gegevens beschikbaar zijn, ofwel het laatste jaar

waarvoor gegevens beschikbaar zijn en de twee volgende jaren (volgens de ramingen van de EC).

Het niet-naleven van deze numerieke schuldregel leidt echter niet automatisch tot het opstarten van de procedure bij buitensporige tekorten. Net zoals bij een begrotingstekort dat uitstijgt boven 3 % bbp, moet de EC een verslag opmaken waarin de toestand wordt geëvalueerd. Daarbij moet in de eerste plaats rekening worden gehouden met de impact van de conjunctuur op de schulddeductie: een lagere nominale groei remt de schulddaling immers af. Voorts moet een lijst van 'relevante factoren' worden beschouwd, waarbij expliciet wordt verwezen naar met name het gevolgde aanpassingspad naar de middellangetermijndoelstelling, het peil van het primair saldo, de houdbaarheid van de overheidsschuld, de kwaliteit van het nationale begrotingskader, de bestaande waarborgen en de omvang van de financiële activa (o.m. deze opgebouwd in het kader van operaties ter ondersteuning van andere lidstaten of de financiële sector). De lidstaat in kwestie mag overigens zelf wijzen op bijkomende elementen die 'relevant' zijn voor de beoordeling van de naleving van de criteria inzake begrotingstekort en overheidsschuld.

c) Beslissingsprocedures en sancties

Naast de wijzigingen in het preventieve en het corrigerende luik van het stabiliteits- en groeipact werden ook de beslissingsprocedures en de sancties aangepast om de toepassing van de begrotingsregels te verbeteren. Het belangrijkste probleem in het verleden was immers niet dat er te weinig of onvoldoende duidelijke begrotingsregels waren, maar dat die regels, zoals aangegeven, in ontoereikende mate werden toegepast. Zoals voorheen hebben mogelijke financiële sancties enkel betrekking op de landen van het eurogebied, niet op de overige lidstaten.

Een van de algemene doelstellingen van het nieuwe *governance*-kader is het vergroten van het automatische karakter van de procedures. Daartoe wordt voor het eigenlijk en formeel opleggen van sancties een nieuwe stemprocedure ingevoerd waarbij de Raad aanbevelingen van de EC enkel binnen een heel strak tijdschema (10 dagen) en bij gekwalificeerde meerderheid kan verwerpen, terwijl zij vroeger expliciet met gekwalificeerde meerderheid moesten worden aangenomen. Deze zogeheten Reverse Qualified Majority Voting (RQMV) wordt eenmaal in het preventieve en tweemaal in het corrigerende luik van het pact ingevoerd.

Zoals reeds vermeld, kunnen de lidstaten voortaan effectief worden bestraft indien zij de regels uit het preventieve luik van het pact niet naleven, iets wat vroeger

niet kon. Bovendien berust de beslissingsbevoegdheid inzake het vroegtijdig signaleren van begrotingsafwijkingen nu bij de EC, ook al is dat slechts het begin van een procedure die door de Raad moet worden voortgezet. Eventuele sancties in het preventieve luik worden immers in principe opgestart met de bovenvermelde vroegtijdige waarschuwing, namelijk indien de EC van oordeel is dat de convergentie naar de middellangetermijndoelstelling ontoereikend is, waarbij ze, zoals vermeld, ook rekening houdt met de uitgavengroei. Het feit dat de EC zelf tot een dergelijke waarschuwing kan besluiten, is een kleine maar ons inziens belangrijke wijziging ten opzichte van de vroegere regelgeving, krachtens welke ze het geven van een dergelijke waarschuwing enkel kon aanbevelen, waarna deze aanbeveling expliciet door de Raad moest worden goedgekeurd, wat soms niet gebeurde.

Uiterlijk één maand na een dergelijke waarschuwing dient de Ecofin-Raad de situatie te onderzoeken en een aanbeveling te richten tot de bewuste lidstaat om de nodige beleidsmaatregelen te nemen. Hierbij wordt een expliciete deadline van maximaal vijf maanden opgelegd, die kan worden teruggebracht tot drie maanden indien de EC de situatie als bijzonder ernstig en dringend inschat. Gedurende die periode moet de lidstaat verslag uitbrengen aan de Raad inzake de genomen maatregelen.

Wanneer de lidstaat deze aanbeveling van de Raad niet opvolgt – of bijvoorbeeld aangekondigde maatregelen niet uitvoert –, kan de Raad, op aanbeveling van de EC, bij gekwalificeerde meerderheid vaststellen dat er geen effectief gevolg werd gegeven. In dat geval moet de EC binnen een tijdspanne van 20 dagen aan de Raad aanbevelen een sanctie in de vorm van een rentedragend deposito op te leggen dat 0,2 % van het bbp van het voorgaande jaar belooft. Deze aanbeveling kan door de Raad enkel worden verworpen via de bovenvermelde RQMV-procedure; ze kan door de Raad ook worden gewijzigd bij gekwalificeerde meerderheid⁽¹⁾. Wanneer de Raad, op aanbeveling van de EC, besluit dat de begrotingsafwijking niet langer bestaat, worden het deposito en de interest aan de lidstaat overgemaakt.

Wat het corrigerende luik van het pact betreft, wordt de sanctieregeling eveneens aangepast. Deze sanctie kan evolueren van een renteloos deposito tot een eigenlijke boete, in beide gevallen opnieuw beperkt tot 0,2 % van het bbp van het voorgaande jaar.

Ten laatste 20 dagen nadat de Raad, op aanbeveling van de EC, besloten heeft dat er een buitensporig tekort bestaat, moet de EC aan de Raad aanbevelen een renteloos deposito op te leggen. Deze aanbeveling kan opnieuw enkel via de RQMV-procedure worden verworpen. Indien

het preventieve luik van het pact goed heeft gewerkt, is aan de bewuste lidstaat, nadat deze geen gevolg heeft gegeven aan een vroegtijdige waarschuwing, op dat ogenblik reeds een rentedragend deposito opgelegd. In dat geval wordt het rentedragend deposito uiteraard omgezet in een renteloos deposito. Indien nog geen rentedragend deposito was opgelegd, kan onmiddellijk tot een renteloos deposito worden besloten op voorwaarde dat de niet-naleving van de begrotingsregels 'bijzonder ernstig' van aard is.

De procedure die daar kan op volgen inzake het opleggen van een boete, verloopt grotendeels zoals in de vroegere regelgeving. Alleen wordt voor het eigenlijk opleggen van een boete – op aanbeveling van de EC, uiterlijk 20 dagen nadat de Raad op aanbeveling van de EC beslist heeft dat er geen effectief gevolg is gegeven aan de aanbevelingen om het buitensporig tekort weg te werken – opnieuw gebruik gemaakt van de RQMV-procedure⁽²⁾. Wanneer de Raad, op aanbeveling van de EC, beslist dat het buitensporig tekort niet meer bestaat, wordt het uitstaand deposito aan de lidstaat overgemaakt.

Een cruciale eerste stap in de hele procedure die eventueel kan leiden tot het opleggen van verplichte deposito's of een boete, is de vaststelling dat de lidstaat in kwestie geen effectief gevolg heeft gegeven aan de aanbevelingen van de Raad of dat er een buitensporig tekort bestaat. Vooral bij de beoordeling van de effectieve respons van de lidstaat beschikt de Raad over nogal wat interpretatievrijheid. Zonder deze initiële stappen kunnen er geen deposito's of boetes worden opgelegd. Precies voor deze beslissingen wordt de bevoegdheid van de Raad slechts gedeeltelijk (rentedragend deposito in het preventieve luik) of helemaal niet (renteloos deposito en boete in het corrigerende luik) gewijzigd ten opzichte van de vroegere regels. Dat is meteen één van de voornaamste punten van kritiek op de nieuwe regelgeving.

In de nieuwe regelgeving wordt ook nog een nieuwe sanctie ingevoerd, meer bepaald een boete voor het voorleggen van misleidende statistieken betreffende het begrotingstekort of de overheidsschuld. Een dergelijke boete blijft opnieuw beperkt tot 0,2 % van het bbp van het voorgaande jaar en kan slechts worden opgelegd na grondig onderzoek door de EC, waarbij de lidstaat in kwestie moet worden gehoord. Het dient niet noodzakelijk om bewust gemanipuleerde begrotingscijfers te gaan, ook ernstige nalatigheid kan in principe tot een dergelijke boete leiden. Deze boete wordt via de 'oude'

(1) Nadat de aanbeveling door de Raad op deze wijze is aangenomen, kan de EC op gemotiveerd verzoek van de lidstaat wel nog aanbevelen het deposito te verminderen of zelfs af te schaffen.

(2) Opnieuw kan de EC op gemotiveerd verzoek van de lidstaat wel nog aanbevelen het deposito of de boete te verminderen of zelfs af te schaffen.

stemmingsprocedure – en dus niet via RQMV – opgelegd: een aanbeveling van de EC ter zake moet door de Ecofin-Raad expliciet bij gekwalificeerde meerderheid worden aangenomen.

d) Nationale begrotingskaders

Ten slotte worden in een nieuwe EU-richtlijn ook bepaalde minimumeisen opgelegd betreffende de nationale begrotingskaders. Deze minimumeisen blijven vrij vaag, maar ze beogen een grotere consistentie tussen de nationale en de Europese regels en instellingen; daarbij moeten de principes van de Europese regelgeving (zoals meerjarenplanning, numerieke begrotingsregels, enz.) in voldoende mate worden overgenomen in het nationale institutionele kader. Het gaat daarbij hoofdzakelijk over de volgende aspecten van het nationale begrotingskader:

- om te beginnen, moeten er tijdig voldoende betrouwbare statistieken beschikbaar zijn voor de follow-up van de uitvoering van de begroting (monitoring-aspect). Deze begrotingscijfers moeten de hele overheidssector omvatten, dit teneinde te vermijden dat er in deelsectoren van de overheid ongemerkt begrotingsproblemen groeien. Voorts moeten deze statistieken intern worden gecontroleerd en het voorwerp uitmaken van een onafhankelijke audit. Ter herinnering: naar aanleiding van de vele problemen in verband met de correctheid van de begrotingscijfers van de lidstaten heeft Eurostat ter zake in juli 2010 reeds (ruimere) auditbevoegdheden gekregen;
- vervolgens moeten de lidstaten ‘gepaste’ numerieke begrotingsregels – inzake tekort en/of schuld – invoeren, waarbij wordt voorzien in correctiemechanismen mochten de regels worden overtreden⁽¹⁾. Er worden geen verplichtingen opgelegd met betrekking tot de wettelijke basis voor deze regels (grondwet, gewone wet, richtsnoer van de huidige regering). Wél wordt aangegeven dat de naleving van die regels moet worden gecontroleerd door onafhankelijke instellingen (of instellingen met een functionele autonomie ten opzichte van de overheid), wat een impliciete verwijzing is naar de begrotingsraden die in heel wat landen bestaan. Andere verplichtingen, bijvoorbeeld over hoe de leden van een dergelijke begrotingsraad moeten worden aangeduid en welke precieze bevoegdheden een dergelijke raad moet hebben, zijn er echter niet;
- voorts moeten lidstaten, indien dat nog niet het geval is, een gedetailleerde planning opstellen met het oog op het bereiken van de in het stabiliteits- of convergentieprogramma vastgelegde middellangetermijndoelstelling. Deze planning mag niet ‘vrijblijvend’ zijn; ze

moet gebaseerd zijn op realistische ramingen van de belangrijkste ontvangsten- en uitgavencategorieën en ze moet tevens aanduiden hoe de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn wordt beïnvloed door de te nemen maatregelen;

- ook aan de begrotingsprocedures worden bepaalde eisen gesteld, in het bijzonder inzake de macro-economische en budgettaire ramingen die hiervoor worden gehanteerd. Deze ramingen moeten realistisch of voorzichtig zijn. Significante afwijkingen ten opzichte van de ramingen van de EC moeten duidelijk worden gemotiveerd en de gehanteerde methodologie moet transparant zijn en het voorwerp uitmaken van regelmatig technisch overleg met de EC;
- tot slot wordt in de bovenvermelde richtlijn bepaald dat landen gepaste coördinatiemechanismen moeten invoeren tussen alle deelsectoren van de overheid. Deze mechanismen dienen alle relevante aspecten van begrotingsplanning te betreffen, van de eigenlijke begrotingsramingen tot de naleving, door de gezamenlijke overheid, van de bovenvermelde begrotingsregels.

De nodige aanpassingen aan de nationale begrotingskaders moeten in principe gebeuren tegen eind december 2013.

2.1.2 Toezicht op de macro-economische onevenwichtigheden: Procedure Macro-economische Onevenwichtigheden (PMO)

Teneinde macro-economische onevenwichtigheden in de EU in de toekomst te voorkomen en, indien nodig, te corrigeren, moesten het economisch toezicht en de beleidscoördinatie, die voorheen vooral op het begrotingsbeleid waren gericht, uitgebreid worden met een nieuw formeel toezichtskader.

De nieuwe Procedure Macro-economische Onevenwichtigheden (PMO) is gebaseerd op twee van de zes wetgevende teksten van het ‘sixpack’. Ze betreffen, enerzijds, het identificeren, voorkómen en corrigeren van macro-economische evenwichtsverstoringen en, anderzijds, een sanctieregeling.

Net als bij de begrotingsregels wordt gestreefd naar meer automatisme bij de beslissingen op basis van de omgekeerde gekwalificeerde meerderheidsregel (RQMV). De toepassing van de twee verordeningen zal een eerste

(1) De bepalingen betreffende de numerieke begrotingsregels zijn niet van toepassing op het Verenigd Koninkrijk.

maal na drie jaar en vervolgens om de vijf jaar worden beoordeeld.

De verordening betreffende de preventie en correctie van macro-economische onevenwichtigheden is van toepassing op alle lidstaten van de Europese Unie, zij het gedifferentieerd tussen de landen van het eurogebied en de andere EU-lidstaten. De tweede verordening, namelijk die met betrekking tot de sancties, geldt enkel voor de landen van het eurogebied.

Sommige lidstaten hadden er op aangedrongen dat alleen de landen met een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans onder strenger toezicht zouden worden geplaatst. Het Europees Parlement heeft echter meer symmetrie in het mechanisme geïntroduceerd. Niettemin is bepaald dat de nood aan beleidsactie vooral hoog is in de lidstaten met hardnekkige tekorten op de betalingsbalans en met een verlies aan concurrentiekracht, hoewel ook lidstaten die grote lopende overschotten accumuleren maatregelen moeten nemen die de binnenlandse vraag en het groeipotentieel helpen versterken. Bovendien werd in de Ecofin-Raad van 8 november 2011 toegelicht dat aanzienlijke en persistente overschotten op de lopende rekening, in tegenstelling tot tekorten, geen aanleiding geven tot bezorgdheid over de houdbaarheid van de externe schuld of over het financieringsvermogen waardoor de goede werking van het eurogebied zou kunnen bedreigd worden, en dat dergelijke surplusen niet zullen resulteren in sancties.

De evenwichtsverstoringen zullen in verschillende fasen worden aangepakt. Om te beginnen, zijn er de detectie van de onevenwichtigheden (waarschuwingmechanisme), alsook preventieve maatregelen om een ernstig onevenwicht te voorkómen en, vervolgens, indien zich toch ernstige onevenwichtigheden zouden hebben ontwikkeld, het corrigeren ervan via de procedure bij buitensporige onevenwichtigheden. Eventueel kunnen, zoals bepaald in de tweede verordening, sancties worden toegepast.

a) Preventief luik van het macro-economisch toezicht

Teneinde onevenwichtigheden vroegtijdig op te sporen, wordt gebruik gemaakt van een waarschuwingmechanisme. Dit mechanisme maakt gebruik van een zogenaamd scorebord met drempelwaarden. De resultaten mogen echter niet op mechanische wijze worden geïnterpreteerd, maar moeten worden gecombineerd met een beoordeling door de EC die, indien nodig, ook gebruik maakt van informatie van buiten het scorebord. Een overschrijding van de drempelwaarden wijst dus niet noodzakelijkerwijs op het bestaan van macro-economische onevenwichten. De EC moet jaarlijks een

zogeheten waarschuwingmechanismeverslag (WMV) opstellen met daarin de resultaten van het scorebord en haar beoordeling.

Het jaarlijks waarschuwingmechanismeverslag van de EC en de bespreking ervan door de Ecofin-Raad en de Eurogroep worden ingepast in het jaarlijks multilateraal toezicht dat wordt uitgeoefend in het kader van het Europees semester.

Het scorebord bestaat uit een beperkt aantal macro-economische en macro-financiële indicatoren en uit de bijbehorende drempelwaarden die het mogelijk moeten maken onevenwichtigheden op te sporen, niet alleen op korte termijn maar ook die welke voortvloeien uit structurele en lange termijntrends. Het scorebord wordt regelmatig beoordeeld. Indien nodig worden de indicatoren en drempelwaarden aangepast in het licht van mogelijke wijzigingen in de aard van de macro-economische evenwichtsverstoringen.

De indicatoren betreffen om te beginnen interne evenwichtsverstoringen, onder meer die met betrekking tot de schulden van de overheid en van de private sector, alsook de ontwikkelingen op de vastgoedmarkt, het verloop van het krediet aan de private sector en de werkloosheid. Tevens moeten externe onevenwichtigheden kunnen worden opgespoord, zoals die met betrekking tot het verloop van de lopende rekening van de betalingsbalans, de netto buitenlandse investeringspositie, de reële effectieve wisselkoers, de uitvoermarktaandeelen en het concurrentievermogen.

Voor de huidige samenstelling van het scorebord en de drempelwaarden wordt verwezen naar de evaluatie in dit artikel van het eerste waarschuwingmechanismeverslag van de EC, dat de start vormde voor de PMO in het Europees semester 2012 (cf. infra). Uit dat verslag blijkt dat, krachtens het compromis tussen de Raad en het Europees Parlement betreffende de symmetrische behandeling, zowel boven- als onderdrempelwaarden worden toegepast inzake de lopende rekening van de betalingsbalans en inzake de reële effectieve wisselkoers. De differentiatie tussen de landen van het eurogebied en de andere EU-lidstaten komt tot uiting in de verschillende drempelwaarden die worden gebruikt voor de reële effectieve wisselkoers en de nominale loonkosten per eenheid product.

Indien na de bespreking van het WMV door de Ecofin-Raad of – voor de landen van het eurogebied – door de Eurogroep zou blijken dat zich in bepaalde landen macro-economische evenwichtsverstoringen (kunnen) voordoen, of nog, indien er zich onverwachte significante

economische ontwikkelingen voordoen die een dringende analyse vereisen, zal de EC een diepgaande evaluatie van de landen in kwestie voorbereiden. Dit onderzoek moet gericht zijn op het analyseren van landenspecifieke omstandigheden en het moet gebaseerd zijn op een ruime waaier van economische variabelen.

Als de EC na haar diepgaande evaluatie macro-economische onevenwichtigheden vaststelt, dan kan de Raad, op aanbeveling van de EC, een aanbeveling tot de lidstaat richten betreffende de vereiste preventieve beleidsrespons. Deze moet worden getoetst in het kader van het Europees semester.

b) Corrigerend luik van het macro-economisch toezicht: procedure bij buitensporige onevenwichtigheden

Stelt de EC na haar diepgaande evaluatie evenwel 'buitensporige' onevenwichtigheden vast, dan kan de Raad, op aanbeveling van de EC, een aanbeveling tot de lidstaat richten waarin een buitensporige onevenwichtigheid wordt vastgesteld en corrigerende maatregelen worden aanbevolen, alsook een termijn waarbinnen de lidstaat een plan met corrigerende maatregelen dient voor te leggen.

Binnen de twee maanden na voorlegging van het plan, moet het door de Raad, op basis van een rapport van de EC, worden beoordeeld. Volstaat het, dan wordt het goedgekeurd en wordt een timing voor het toezicht bepaald. Beslist de Raad evenwel dat de maatregelen of het tijdschema niet volstaan, dan moet de lidstaat normaliter binnen de twee maanden een nieuw plan met corrigerende maatregelen indienen.

De lidstaat moet regelmatig verslag uitbrengen over de vooruitgang die hij met zijn corrigerende actie boekt. De EC ziet toe op de uitvoering ervan. Op basis van een verslag van de EC velt de Raad een oordeel:

- beslist de Raad dat de lidstaat de vereiste corrigerende maatregelen heeft genomen, dan wordt de procedure bij buitensporige onevenwichtigheden geacht op het goede spoor te zitten en wordt zij opgeschort, maar het toezicht wordt voortgezet overeenkomstig de afgesproken timing;
- heeft de lidstaat niet de vereiste corrigerende maatregelen genomen, dan besluit de Raad, op aanbeveling van de EC en via RQMV, tot niet-naleving van de corrigerende actie. Hij richt dan een aanbeveling tot de lidstaat met daarin nieuwe termijnen voor corrigerende maatregelen.

Beslist de Raad dat in de lidstaat in kwestie niet langer sprake is van buitensporige onevenwichtigheden, dan wordt de procedure bij buitensporige onevenwichtigheden afgesloten.

c) Sancties

De beslissingen tot sancties worden door de Raad genomen op basis van een aanbeveling van de EC en via RQMV.

De volgende sancties zijn mogelijk:

- een jaarlijkse boete wanneer de Raad binnen eenzelfde procedure bij buitensporige onevenwichtigheden tweemaal na elkaar heeft aanbevolen dat het actieplan met corrigerende maatregelen niet volstaat;
- een rentedragend deposito indien de Raad beslist dat de lidstaat de vereiste corrigerende maatregelen niet heeft genomen;
- een jaarlijkse boete wanneer de Raad binnen eenzelfde onevenwichtighedenprocedure tweemaal na elkaar beslist dat er sprake is van 'niet-naleving', dat de lidstaat de vereiste corrigerende maatregelen dus niet heeft genomen. Het rentedragend deposito dat vroeger in de procedure werd opgelegd, zal meer bepaald worden omgezet in een boete.

Zowel het rentedragend deposito als de boete bedraagt in principe 0,1 % van het bbp van het voorgaande jaar van de lidstaat in kwestie.

2.2 Europees semester

Het beter op elkaar afstemmen van de timing van de nationale hervormingsprogramma's en de stabiliteits- en convergentieprogramma's in het kader van een zogenoemd Europees semester was een van de eerste aanbevelingen van de Van Rompuy taskforce. Het eerste Europees semester vond reeds plaats in 2011.

Het Europees semester impliceert dat het toezicht op de begrotingen en de overige macro-economische en structurele ontwikkelingen voortaan zal verlopen in het kader van een cyclus van versterkte *ex ante* beleidscoördinatie. Bestaande procedures, zoals die in het kader van het stabiliteits- en groeipact en de globale richtsnoeren voor het economisch beleid, blijven juridisch gescheiden maar worden qua timing gealigneerd.

Wat de timing betreft, start de cyclus van het Europees semester met een horizontaal overzicht, de zogenoemde Annual Growth Survey, waarin gemeenschappelijke economische uitdagingen worden geïdentificeerd en waarin de strategische oriëntatie van het beleid wordt vastgelegd. Dit alles wordt in het voorjaar op de Europese top goedgekeurd. Rekening houdend met deze strategische keuzen stellen de lidstaten in het voorjaar hun stabiliteits- en convergentieprogramma's alsook hun nationale hervormingsprogramma's op. Deze programma's worden in april ingediend en worden vervolgens, in juni en juli, parallel beoordeeld door de EC en de Raad. Dit impliceert dat zij hun richtlijnen formuleren op het ogenblik dat de belangrijke budgettaire beslissingen in de meeste landen nog worden voorbereid. Hierdoor zullen het toezicht in de Europese Unie en de nationale budgettaire procedures beter kunnen worden gesynchroniseerd.

De nieuwe Procedure Macro-economische Onevenwichtigheden wordt qua timing ingepast in het Europees semester. De EC publiceert haar waarschuwingsmechanismeverslag in februari. Het Economic Policy Committee (EPC) bereidt vervolgens de discussie in de Raad voor. Omstreeks medio mei publiceert de EC haar diepgaande evaluatie.

2.3 Euro Plus-pact

In maart 2011 bereikten de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied alsook die van zes andere EU-lidstaten overeenstemming over het Euro Plus-pact. Dit pact is bedoeld om de economische pijler van de EMU extra te versterken en de coördinatie van het economisch beleid op een nieuw kwaliteitsniveau te brengen. De voornaamste doelstelling van het pact is een verbetering van het concurrentievermogen ten behoeve van een grotere mate van convergentie.

De lidstaten die het pact onderschreven hebben, verbinden er zich toe jaarlijks concrete maatregelen te nemen die tijdens de daaropvolgende twaalf maanden moeten worden uitgevoerd. Deze maatregelen worden ook in de stabiliteits- of convergentieprogramma's en in de nationale hervormingsprogramma's opgenomen. De bedoeling van het Euro Plus-pact is de lidstaten ertoe te bewegen zich concreet te committeren aangezien de in de nationale hervormingsprogramma's aangekondigde maatregelen vaak redelijk vaag en vrijblijvend bleven.

TABEL 1 OVERZICHT VAN HET NIEUW EU-KADER INZAKE GOVERNANCE

	Sixpack	Twopack	VSCG ⁽¹⁾
Wat?	5 EU-verordeningen en 1 EU-richtlijn	2 EU-verordeningen (in onderhandeling)	Internationaal verdrag
Wie?	EU27 (met enig onderscheid tussen euro- en andere landen)	Eurolanden	EU25 (zonder UK en CZ)
Startdatum	13 december 2011	richtdatum: zomer 2012 (na 'trialoog')	bij ratificatie door minstens 12 eurolanden (doel: januari 2013)
Inhoud	<ul style="list-style-type: none"> aangescherpt en uitgebreid begrotingstoezicht (o.m. operationeel schuld criterium en uitgavenregel) ruimer macro-economisch toezicht nieuwe beslissingsprocedures minimumeisen voor nationale begrotingskaders 	<ul style="list-style-type: none"> nog ingrijpender begrotingstoezicht en coördinatie in het eurogebied onafhankelijke nationale instellingen zien toe op naleving begrotingsregels precies tijdschema voor jaarlijkse begroting en voorafgaand onderzoek door EC strenger toezicht voor landen met 'financiële problemen' (automatisch bij ontvangen van steun) 	<ul style="list-style-type: none"> restrictie op structureel tekort, bij voorkeur in de grondwet verbintenis van eurolanden om aanbevelingen van de EC in het kader van de buitensporige-tekortenprocedure in principe te aanvaarden⁽²⁾ rol voor het Europees Hof van Justitie voorziet in grotere coördinatie

Bron: NBB.

(1) Verdrag voor Stabiliteit, Coördinatie en Governance in de Economische en Monetaire Unie (Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union). Naar de daarin vervatte begrotingsaangelegenheden wordt vaak verwezen met de term *fiscal compact*.

(2) De eurolanden verbinden er zich toe een aanbeveling van de EC m.b.t. het bestaan van een buitensporig tekort steeds te aanvaarden, tenzij een gekwalificeerde meerderheid deze aanbeveling verwierpt.

2.4 Twopack

De term 'twopack' verwijst naar twee verordeningen, die op 23 november 2011 door de EC werden voorgesteld en die het begrotingstoezicht voor de landen van het eurogebied verder moeten aanscherpen. Na onderzoek in het kader van de dialoogprocedure tussen de Raad, het Europees Parlement en de EC, zouden de twee verordeningen ten vroegste in de zomer van 2012 hun definitief beslag krijgen en van kracht worden.

De eerste ontwerp-verordening heeft tot doel de begrotingsprocedures in de eurolanden te versterken en te streamlijnen, alsook supplementaire monitoring- en rapporteringsverplichtingen op te leggen in geval van een buitensporig tekort. Wat het eerste punt betreft, wordt onder meer een gemeenschappelijke begrotingskalender vastgelegd: begrotingsontwerpen, inclusief de belangrijkste parameters van de begrotingen van de lagere overheden, moeten in principe worden opgesteld tegen 15 oktober van het voorgaande jaar, waarna zij tegen eind november door de EC zullen worden onderzocht. De eurogroep zal de beoordeling door de EC bespreken en die beoordeling kan, indien gevraagd, ook worden voorgesteld aan het Parlement van de lidstaat; de begrotingen moeten uiterlijk tegen eind december van het voorgaande jaar worden goedgekeurd, ofschoon ook in noodprocedures moet worden voorzien, mocht dat, buiten de wil van de overheid om, onmogelijk blijken. Voorts geldt voortaan ook de verplichting dat de begrotingen gebaseerd moeten zijn op onafhankelijke macro-economische ramingen; wat het toezicht op de naleving van de numerieke begrotingsregels betreft, is een belangrijke rol weggelegd voor onafhankelijke begrotingsraden en er wordt voor schuld-uitgiften een ex ante rapporteringsverplichting ingevoerd ten opzichte van de EC en de eurogroep.

De tweede ontwerp-verordening stelt een verscherpt toezicht in voor eurolanden die financiële bijstand van de Europese noodfondsen aanvragen of waarvoor de EC oordeelt dat ze zware problemen hebben inzake financiële stabiliteit, problemen die wellicht negatieve externe effecten zullen hebben op andere eurolanden of op het eurogebied. Hierbij wordt de huidige aanpak voor de 'programmalanden' (Griekenland, Ierland en Portugal) in hoge mate geïnstitutionaliseerd. Belangrijk is dat één artikel uit de ontwerp-verordening voorziet in de verplichting, voor een euroland dat 'onvoldoende middelen' heeft of dat zware problemen ondervindt bij de uitvoering van het opgelegde aanpassingsprogramma, om de EC om 'technische bijstand' te verzoeken; de EC kan daartoe, samen met andere lidstaten en internationale instellingen, een groep van experts samenstellen, die permanent in het bewuste land aanwezig kunnen zijn. Dit lijkt een eerste

stap te zijn naar de mogelijke opheffing van de nationale soevereiniteit ingeval een euroland een beleid voert dat nadelige effecten heeft voor andere lidstaten en er, om welke reden ook, niet in slaagt een internationaal aanpassingsprogramma uit te voeren.

2.5 Verdrag voor Stabiliteit, Coördinatie en Governance in de Economische en Monetaire Unie

Tijdens de EU-top van 8 en 9 december 2011 toonden alle lidstaten van de EU, met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk, zich bereid een nieuw 'begrotingspact' aan te gaan en hun economisch beleid nog sterker te coördineren. Het nieuwe pact was bedoeld om de begrotingsdiscipline verder te verstrengen, met meer automatische sancties en een scherper toezicht. Voorts zouden de lidstaten hun economisch beleid coördineren. Deze afspraken werden vastgelegd in een nieuw intergouvernementeel 'Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en governance in de Economische en Monetaire Unie' dat in de marge van de Europese Raad begin maart 2012 door 25 EU-lidstaten werd ondertekend (alle lidstaten behalve het Verenigd Koninkrijk en Tsjechoë). Het zal in werking treden op 1 januari 2013 op voorwaarde dat het geratificeerd is door ten minste 12 lidstaten van het eurogebied. Het is enkel bindend voor de lidstaten van het eurogebied (die het geratificeerd hebben); voor de andere lidstaten wordt het bindend eens zij de euro ingevoerd hebben of reeds vroeger, op hun verzoek.

Het 'begrotingspact' is het budgettaire luik van het nieuwe verdrag. De belangrijkste bepaling van dit pact is dat de overheidsbegroting in evenwicht moet zijn of een surplus moet vertonen. Deze bepaling wordt geacht te zijn nageleefd als het jaarlijks structureel begrotingssaldo op het niveau ligt van de landenspecifieke doelstelling op middellange termijn, met dien verstande dat dit saldo niet lager mag uitkomen dan een tekort van 0,5 % bbp⁽¹⁾. Er moet snel worden geconvergeerd naar de landenspecifieke doelstelling op middellange termijn, waarbij het aanpassingstraject door de EC zal worden voorgesteld.

Wijkt het jaarlijks structureel begrotingssaldo significant af van de doelstelling op middellange termijn of van het aanpassingstraject dat naar dit doel leidt, dan zal er automatisch een correctiemechanisme in werking treden, waarbij de betrokken lidstaat verplicht is de afwijking tijdens een welbepaalde periode te corrigeren. Alleen in 'uitzonderlijke omstandigheden' mag het saldo

(1) Voor landen waar de overheidsschuld significant lager is dan 60 % bbp en de risico's inzake de houdbaarheid van de overheidsschuld gering zijn, wordt deze ondergrens verlaagd tot 1 % bbp.

– tijdelijk – afwijken van de voornoemde doelstelling of van het aanpassingstraject. In geval van betwisting tussen de EC en een lidstaat zal het Europees Hof van Justitie uitspraak doen.

Deze nieuwe regels moeten worden opgenomen in de nationale wetgeving – bij voorkeur in de grondwet of in een andere wet die de naleving volledig verzekert – en uiterlijk één jaar na de vankrachtwording van het intergouvernementeel verdrag in werking treden. Indien een lidstaat die het verdrag ondertekend heeft, vaststelt – onafhankelijk of op basis van een EC-verslag hierover – dat een land de nieuwe regels niet op passende wijze in de nationale wetgeving heeft geïntegreerd, dan kan hij bij het Europees Hof van Justitie een procedure aanhangig maken. Het oordeel van het Hof is dan bindend en het Hof kan passende maatregelen opleggen. Als een lidstaat vervolgens – onafhankelijk of op basis van een oordeel van de EC – vaststelt dat de door het Europees Hof van Justitie opgelegde maatregelen niet zijn nagekomen, dan kan die lidstaat opnieuw klacht indienen bij het Hof en vragen financiële sancties op te leggen. Het Hof kan in dat geval een boete opleggen van maximaal 0,1 % bbp.

Voorts wordt herhaald dat als de overheidsschuld hoger uitvalt dan 60 % bbp, deze moet worden gereduceerd naar rato van een twintigste per jaar van het verschil tussen het eigenlijke schuldniveau en 60 % bbp.

Lidstaten waarvoor een buitensporigetekortprocedure loopt, moeten een budgettaire en economisch partnershipsprogramma opstellen met daarin de maatregelen die nodig zijn voor een duurzame correctie van het buitensporig tekort. Het indienen van dat programma bij de EC en de Raad en de monitoring ervan vinden plaats tegen de achtergrond van de bestaande toezichtprocedures van het stabiliteits- en groeipact. Voorts worden de regels van de buitensporigetekortprocedure voor de lidstaten van het eurogebied aangescherpt. De eurolanden verbinden er zich toe een aanbeveling van de EC inzake het bestaan van een buitensporig overheidstekort steeds te aanvaarden, tenzij een gekwalificeerde meerderheid zich daartegen zou verzetten. Door de EC voorgestelde of aanbevolen maatregelen en sancties worden gesteund, tenzij een gekwalificeerde meerderheid zich daartegen verzet.

Om de emissie van nationale schuldtitels beter te kunnen coördineren en plannen, moeten de lidstaten hierover ex ante rapporteren aan de EC en aan de Raad.

Behalve het 'begrotingspact' omvat het nieuw verdrag ook een luik over de economische beleidscoördinatie en *governance* in het eurogebied, dat voorziet in 'Euro Summit'-bijeenkomsten ten minste tweemaal per jaar.

Ten slotte wordt in de consideransen van het nieuw verdrag nog bepaald dat financiële bijstand door het ESM slechts zal worden verleend op voorwaarde dat het nieuw verdrag wordt geratificeerd en dat de bewuste begrotingsregels tijdig worden omgezet in de nationale wetgeving.

Bij gebrek aan unanimiteit tussen de lidstaten impliceert het nieuw intergouvernementeel 'Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en *governance* in de Economische en Monetaire Unie' dus geen herziening van het EU-verdrag. Het is evenwel de bedoeling dat, binnen de vijf jaar na de inwerkingtreding ervan, de nodige stappen worden ondernomen om dit intergouvernementeel verdrag op nemen in het wettelijk kader van de EU. Op die manier moet kunnen worden vermeden dat zich buiten het EU-verdrag nieuwe institutionele kaders en een parallelle beleidscoördinatie zouden ontwikkelen. Het is bovendien noodzakelijk dat de institutionele actoren van de EU waaraan het nieuw intergouvernementeel verdrag belangrijke taken toewijst, namelijk de EC en het Europees Hof van Justitie, de EU op basis van de EU-regelgeving als een geheel vertegenwoordigen, en dus niet slechts een deel van de lidstaten.

3. Beoordeling van de nieuwe regels inzake economische *governance*

Het nieuw *governance*-kader is slechts gedeeltelijk in werking getreden. Het is dus nog te vroeg om het nu reeds in zijn totaliteit te beoordelen. Hieronder volgen enkele algemene beschouwingen over het 'sixpack', dat eind 2011 van kracht werd, alsook over het nieuw 'Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en *governance* in de EMU', gevolgd door een evaluatie van de bevindingen van het eerste 'waarschuwingsmechanismeverslag'.

3.1 Eerste overwegingen over het 'sixpack' en het VSCG

De nieuwe begrotingsregels in het 'sixpack' zijn in ieder geval een stap in de goede richting. Vooral het meer dwingende karakter van het preventieve luik van het stabiliteits- en groeipact, met inbegrip van de bepalingen betreffende een mogelijke sanctionering, alsook de scherpere aandacht voor de nationale begrotingskaders en de juistheid van de begrotingsstatistieken zijn positieve elementen. Wat de macro-economische evenwichtsverstoringen betreft, was er, zoals hierboven aangetoond, dringend nood aan een betere regelgeving op Europees niveau. Nochtans gaat het niet om de vereiste *quantum leap* die nodig is om het risico op verdere macro-economische en budgettaire ontsparingen te minimaliseren.

Zo valt het op dat het grotere automatische karakter van de nieuwe begrotingsregels in werkelijkheid nogal tegenvalt. Het valt te betwijfelen of de beperkte verschuiving van de beslissingsbevoegdheid van de Ecofin-Raad naar de EC in elk geval zal leiden tot een betere toepassing van de regels.

Zoals reeds vermeld, wordt – wat de begrotingsregels betreft – de RQMV-procedure enkel ingevoerd voor de formele stap betreffende het opleggen van een sanctie. De bevoegdheden van de Ecofin-Raad inzake het nemen van de vereiste voorafgaande beslissing (geen effectieve beleidsreactie of het bestaan van een buitensporig tekort) worden daarentegen vrijwel niet gewijzigd. Enkel bij het beoordelen van de vraag of een lidstaat de aanbevelingen van de Raad in het kader van het preventieve luik van het stabiliteits- en groeipact effectief heeft gevolgd, wordt een nieuwe, gecompliceerde stemprocedure ingevoerd. In de dialoogonderhandelingen had het Europees Parlement erop aangedrongen dat de RQMV-procedure in veel hogere mate zou worden gevolgd dan wat werd beoogd in de voorstellen van de EC en door de Raad, maar uiteindelijk is de vroegere stemprocedure slechts in beperkte mate bijgesteld. Het gaat om een dubbele stemming. Om te beginnen, moet de Ecofin-Raad, net zoals vroeger, bij gekwalificeerde meerderheid de aanbeveling van de EC aannemen dat er, na een vroegtijdige waarschuwing, geen effectief gevolg is gegeven aan de aanbevelingen van de Raad. Gebeurt dat niet – en het oordeel dat er aan de aanbevelingen geen effectief gevolg is gegeven blijft bestaan –, dan kan de EC na één maand een nieuwe aanbeveling richten aan de Raad. Deze tweede aanbeveling wordt dan als aangenomen beschouwd, tenzij de Raad ze binnen een tijdspanne van tien dagen bij gewone meerderheid expliciet verwerpt (*reverse simple majority voting*).

Voor de beide andere beslissingen die noodzakelijkerwijs aan een sanctie voorafgaan, blijft alles bij het oude: de Ecofin-Raad moet ter zake expliciet, bij gekwalificeerde meerderheid, een aanbeveling van de EC aannemen. Zo niet kunnen deze sancties niet worden opgelegd. Het is bijgevolg niet volkomen onredelijk te vermoeden dat de Ecofin-Raad, in de wetenschap dat de verdere voortgang van de procedure meer automatisch zal verlopen, nog 'voorzichtiger' zal zijn bij het nemen van deze voorafgaande beslissingen.

Ook in de PMO is RQMV vooral voorbehouden voor het opleggen van sancties: voor de Raadsbeslissing inzake het vaststellen van 'buitensporige' onevenwichtigheden is niet in RQMV voorzien, evenmin als voor het preventieve luik van de PMO. Anders dan in de begrotingsregels – bij vaststelling van het uitblijven van effectieve

beleidsactie – wordt bij niet-naleving van de corrigerende actie wél via RQMV gestemd.

Voorts wordt de regelgeving veel ingewikkelder, wat nadelig kan zijn voor de effectiviteit en de snelheid van de toepassing ervan. Een uitbreiding van het aantal regels leidt niet noodzakelijkerwijs tot een meer eenduidig en coherent toezicht. Wat meer bepaald de PMO betreft, moet rekening worden gehouden met de ruime problematiek van de macro-economische evenwichtsverstoringen. De onevenwichtigheden hebben betrekking op vele aspecten van de economie, die elkaar wederzijds beïnvloeden. Vanwege de complexiteit van de problematiek was het inderdaad niet wenselijk de evaluatie van mogelijke onevenwichtigheden te beperken tot een automatische lezing van het scorebord. Op dit ogenblik ligt echter een regelgeving voor die veelal ruimte biedt voor interpretatie en uiteindelijk vrij ingewikkeld is geworden.

Daarnaast zijn er nog enkele specifieke vragen. Wat het preventieve luik van de begrotingsregels betreft, is het bv. nog onduidelijk hoe de nieuwe uitgavenregel precies zal worden toegepast. Zo is het inschatten van de potentiële economische groei een belangrijke technische moeilijkheid bij het ramen van de structurele begrotingsaldi en, dus, de beoordeling van het aanpassingstraject naar de middellangetermijndoelstelling. Bovendien zal het voor de EC allerminst eenvoudig zijn om de begrotingsimpact van de ontvangstenmaatregelen, die nodig zijn om de toegestane uitgavengroei te bepalen, nauwkeurig en objectief te ramen. Zeker door in de uitgavenregel geen rekening te houden met de rentelasten, zal het naleven van die regel mogelijkerwijs niet altijd de vereiste afbouw van het structureel tekort tot stand brengen.

Wat het corrigerende luik van de begrotingsregels betreft, rijst de vraag wat de precieze toegevoegde waarde zal zijn van de schuldregel. Uiteraard is het geenszins ongepast een grotere budgettaire inspanning op te leggen aan hogeschuldlanden. De keuze om dat te doen via een nieuwe rechtstreekse, numerieke restrictie op het schuldverloop (veeleer dan via een strengere restrictie op het begrotingssaldo) brengt echter heel wat moeilijkheden met zich. Het verloop van de geconsolideerde brutoschuld (Maastricht-concept) wordt immers niet alleen door het begrotingssaldo bepaald, maar ook door de nominale bbp-groei en tekort-schuldaanpassingen (zoals veranderingen in financiële activa, wisselkoersverschillen, verschillen tussen kasstromen en ontvangsten en uitgaven volgens de ESR95-methodologie, enz.). In principe moeten al deze factoren in rekening worden gebracht bij het beoordelen van het schuldverloop: hoe zal bijvoorbeeld de naleving van het schuld criterium worden ingeschat als de schulddaling hoofdzakelijk het gevolg is van verkopen

van financiële activa (waarbij de nettoschuld en de houdbaarheid van de overheidsfinanciën niet worden beïnvloed)? De lijst van 'relevante factoren' – die veel ruimer is dan de conjunctuur en de bovenvermelde tekort-schuld-aanpassingen – maakt het er absoluut niet eenvoudiger op het schuld criterium eenduidig toe te passen. Al met al is het waarschijnlijk dat, in een normale conjuncturele situatie en bij normale tekort-schuldaanpassingen, een begrotingssaldo dat de middellangetermijndoelstelling benadert (zoals voorgeschreven in het preventieve luik van het stabiliteits- en groeipact), automatisch de vereiste schuldreductie impliceert. De toegevoegde waarde van deze nieuwe schuldregel is dan ook relatief.

Tot slot zij vermeld dat de vereisten voor de nationale begrotingskaders in de bovenvermelde richtlijn op heel wat punten vaag blijven. Verschillende individuele lidstaten gaan veel verder in het versterken van de nationale begrotingsregels en -instellingen.

Het nieuwe 'Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en governance in de Economische en Monetaire Unie', van zijn kant, loopt grotendeels parallel met het in het kader van de 'sixpack'-regelgeving gewijzigde stabiliteits- en groeipact; het overlapt het zelfs, maar versterkt het niettemin. Zo moeten in de nationale wetgeving, op grondwettelijk of een daarmee vergelijkbaar niveau, de middellangetermijndoelstellingen voor het structureel begrotingssaldo alsook een automatisch correctiemechanisme worden vastgelegd. De bepaling dat de lidstaten de voorstellen en aanbevelingen van de EC in het kader van de buitensporig tekortprocedure zullen volgen – tenzij door een gekwalificeerde meerderheid verzet wordt aangetekend –, is bovendien strenger dan de vergelijkbare bepalingen in het 'sixpack'. Nadeel is wel dat het 'begrotingspact' in het nieuwe verdrag de complexiteit van de *governance*-regels nog lijkt te vergroten.

3.2 Het eerste waarschuwingsmechanismeverslag van februari 2012

In februari 2012 publiceerde de EC voor het eerst haar waarschuwingsmechanismeverslag, de eerste stap in de 'Procedure inzake de Macro-economische onevenwichtigheden'. Dit verslag is, zoals hierboven toegelicht, gebaseerd op een reeks relevante indicatoren en drempels, het zogeheten scorebord.

(1) De programmalanden ontvangen steun van het EFFS, het EFSM of bilaterale leningen (Griekenland, Ierland en Portugal), ofwel betalingsbalanssteun van de EU (Roemenië).

3.2.1 Bevindingen van het eerste waarschuwingsmechanismeverslag

Het eerste scorebord was gebaseerd op gegevens van eind 2010. Als belangrijkste pijnpunten, die voor tal van lidstaten relevant zijn, vermeldt het scorebord: grote saldi op de lopende rekening (hoewel deze recentelijk ietwat zijn afgenomen), het feit dat de netto externe passiva omvangrijk blijven, het verlies van aandeel op de exportmarkten en de schuldenlast van huishoudens en ondernemingen, alsook van de overheden. Ook de prijsstijgingen op de woningmarkten werden voor een aantal landen als problematisch bestempeld, hoewel op dit gebied een correctie aan de gang is.

Verschillende indicatoren overschrijden de drempelniveaus, en kleuren dus voor heel wat landen rood:

- 15 van de 27 lidstaten vertonen een netto internationale investeringspositie die in procenten bbp té negatief is, of een verlies van aandeel op de exportmarkten, of een schuld van de private sector die in procenten bbp té hoog is; in verschillende gevallen doet zich een combinatie van de drie onevenwichtigheden voor;
- in 14 lidstaten stijgt de overheidsschuld uit boven 60 % bbp;
- voor 11 lidstaten is de onevenwichtigheid op de lopende rekening rood aangestipt; 9 lidstaten overschrijden de tekortdrempel van –4 % bbp en 2 lidstaten overschrijden de overschotdrempel van +6 % bbp;
- behalve deze vaak vastgestelde onevenwichtigheden wordt een aantal keren een ingrijpende wijziging opgetekend in de reële effectieve wisselkoers, in de nominale arbeidskosten per eenheid product alsook in de werkloosheidsgraad, terwijl één of twee maal de stijging van de huizenprijzen en de kredietstroom naar de private sector in het rood zijn aangegeven.

Aan de hand van dit scorebord heeft de EC 12 lidstaten geselecteerd die grondig moeten worden geanalyseerd (*in-depth-review*). De programmalanden⁽¹⁾ – Ierland, Griekenland, Portugal en Roemenië – werden uitgesloten omdat ze reeds onder verhoogd toezicht staan. Onder de geselecteerde lidstaten bevinden zich 7 eurolanden (België, Cyprus, Finland, Frankrijk, Italië, Slovenië en Spanje), en 5 niet-eurolanden (Bulgarije, Denemarken, Hongarije, Zweden en het Verenigd Koninkrijk).

Deze landen overschrijden ten minste 3 drempels, of 2 drempels ingeval de overschrijding aanzienlijk is. Met uitzondering

TABEL 2

WAARSCHUWINGSMECHANISMEVERSLAG: HET SCOREBORD VOOR 2010

	Externe onevenwichtigheden en concurrentievermogen					Interne onevenwichtigheden				
	Gemiddelde op 3 jaar van het saldo op de lopende rekening in % bbp	Netto internationale investeringspositie in % bbp	Mutatie in % van de reële effectieve wisselkoers, gedeleerd met de HICP (3 jaar)	Mutatie in % van het aandeel in de exportmarkten (5 jaar)	Mutatie in % van nominale eenheidsloonkost (3 jaar)	Jaarlijkse mutatie in % van gedefleerde huizenprijzen	Kredietstroom private sector in % bbp	Schuld private sector in % bbp	Overheids-schuld in % bbp	Werkloosheidsgraad (gemiddelde op 3 jaar)
Drempels	-4 / +6 %	-35 %	±5 % & ±11 % ⁽¹⁾	-6 %	+9 % & +12 % ⁽¹⁾	+6 %	15 %	160 %	60 %	10 %
BE	-0,6	77,8	1,3	-15,4	8,5	0,4	13,1	233	96	7,7
BG	-11,1	-97,7	10,4	15,8	27,8	-11,1	-0,2	169	16	7,5
CZ	-2,5	-49,0	12,7	12,3	5,1	-3,4	1,7	77	38	6,1
DK	3,9	10,3	0,9	-15,3	11,0	0,5	5,8	244	43	5,6
DE	5,9	38,4	-2,9	-8,3	6,6	-1,0	3,1	128	83	7,5
EE	-0,8	-72,8	5,9	-0,9	9,3	-2,1	-8,6	176	7	12,0
IE	-2,7	-90,9	-5,0	-12,8	-2,3	-10,5	-4,5	341	93	10,6
EL	-12,1	-92,5	3,9	-20,0	12,8	-6,8	-0,7	124	145	9,9
ES	-6,5	-89,5	0,6	-11,6	3,3	-3,8	1,4	227	61	16,5
FR	-1,7	-10,0	-1,4	-19,4	7,2	5,1	2,4	160	82	9,0
IT	-2,8	-23,9	-1,0	-19,0	7,8	-1,4	3,6	126	118	7,6
CY	-12,1	-43,4	0,8	-19,4	7,2	-6,6	30,5	289	62	5,1
LV	-0,5	-80,2	8,5	14,0	-0,1	-3,9	-8,8	141	45	14,3
LT	-2,3	-55,9	9,1	13,9	0,8	-8,7	-5,3	81	38	12,5
LU	6,4	96,5	1,9	3,2	17,3	3,0	-41,8	254	19	4,9
HU	-2,1	-112,5	-0,5	1,4	3,9	-6,7	-18,7	155	81	9,7
MT	-5,4	9,2	-0,6	6,9	7,7	-1,6	6,9	212	69	6,6
NL	5,0	28,0	-1,0	-8,1	7,4	-3,0	-0,7	223	63	3,8
AT	3,5	-9,8	-1,3	-14,8	8,9	-1,5	6,4	166	72	4,3
PL	-5,0	-64,0	-0,5	20,1	12,3	-6,1	3,8	74	55	8,3
PT	-11,2	-107,5	-2,4	-8,6	5,1	0,1	3,3	249	93	10,4
RO	-6,6	-64,2	-10,4	21,4	22,1	-12,1	1,7	78	31	6,6
SI	-3,0	-35,7	2,3	-5,9	15,7	0,7	1,8	129	39	5,9
SK	-4,1	-66,2	12,1	32,6	10,1	-4,9	3,3	69	41	12,0
FI	2,1	9,9	0,3	-18,7	12,3	6,8	6,8	178	48	7,7
SE	7,5	-6,7	-2,5	-11,1	6,0	6,3	2,6	237	40	7,6
UK	-2,1	-23,8	-19,7	-24,3	11,3	3,4	3,3	212	80	7,0

Bron: EC.

(1) Voor de landen van het eurogebied, respectievelijk de andere landen van de EU.

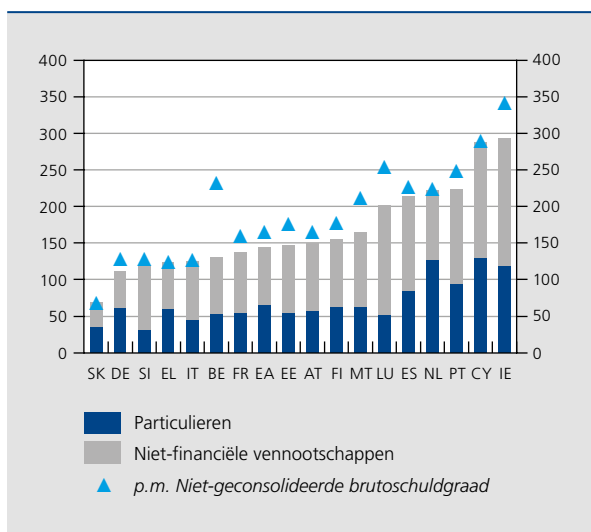
van de programmalanden laten Spanje en Cyprus het grootste aantal overschrijdingen optekenen, namelijk 6.

Wat het overschot op de lopende rekening betreft, overschrijden zowel Luxemburg als Zweden de bovengrens van 6 % bbp. Overeenkomstig de conclusies van de Ecofin-Raad van 8 november 2011 werd dit evenwel niet beschouwd als iets dat aanleiding geeft tot bezorgdheid omtrent de houdbaarheid van de externe schuld of over het financieringsvermogen waardoor de goede werking van het eurogebied zou kunnen bedreigd worden.

3.2.2 Evaluatie van het scorebord en eerste waarschuwingsmechanismeverslag

De selectie van indicatoren en de manier waarop de drempels werden berekend, zijn uiteraard onderhevig aan kritiek, maar de discussie hierover vond plaats vóór de eerste toepassing van het scorebord. Dit laatste is nu aanvaard door Raad en Parlement, hoewel het niet uitgesloten is dat, zoals hierboven vermeld, de lijst van indicatoren en de drempels in de toekomst wordt herzien. Bovendien is niet enkel de keuze van de indicatoren van belang, maar ook de precieze definitie ervan.

GRAFIEK 4 GECONSOLIDEERDE BRUTOSCHULDGRAAD VAN DE NIET-FINANCIËLE PRIVATE SECTOR ⁽¹⁾
(gegevens eind 2010; in % bbp)



Bron: EC.
(1) Particulieren en niet-financiële vennootschappen, totaal van de kredieten en de effecten ongerekend aandelen.

Zo kunnen de gegevens over de private schuld erg misleidend zijn wanneer ze worden berekend op basis van niet-geconsolideerde gegevens, zoals nu het geval is. Voor een aantal landen, waaronder Malta, Luxemburg en Ierland, maar vooral België, is er een kloof tussen niet-geconsolideerde en geconsolideerde gegevens.

Voor België, bijvoorbeeld, is dat te wijten aan de sterke vertegenwoordiging van multinationale ondernemingen die hun interne financiële stromen vanuit België regelen. Hierdoor is de niet-geconsolideerde schuld van de sector van de niet-financiële ondernemingen in België zeer hoog. Eind 2010 beliep ze 180 % bbp, tegen 78 % bbp op geconsolideerde basis.

Niet-geconsolideerde gegevens zijn nuttig om zich een beeld te vormen van de financieringsstructuur van de sector. De leningen tussen ondernemingen onderling – in het bijzonder tussen ondernemingen die tot dezelfde groep behoren – zijn doorgaans stabiel dan bankkredieten, terwijl het eraan verbonden risico kleiner is.

Een geconsolideerde indicator lijkt nochtans relevanter om de potentiële risico's van macro-onevenwichtigheden te analyseren, wat de bedoeling moet zijn van de PMO. Gaat men uit van geconsolideerde gegevens, dan bevindt de schuldquote van de niet-financiële ondernemingen zich in België op min of meer hetzelfde niveau als die in het eurogebied. De overeenkomstige schuldquote

van de gehele Belgische niet-financiële private sector belooft slechts 131 % bbp, tegen een gemiddelde van 147 % bbp voor het eurogebied.

Een ander punt van kritiek is dat de selectie van de lidstaten die aan een diepgaande evaluatie worden onderworpen als arbitrair kan worden ervaren: soms worden landen geselecteerd die de drempel voor twee indicatoren overschrijden, terwijl soms vier indicatoren in het rood nodig zijn. Bij acht lidstaten kleuren drie waarden rood, maar alleen België werd voor de diepgaande evaluatie geselecteerd. De EC voert uiteraard een algemene beoordeling uit, waarbij ze niet aan alle overschrijdingen eenzelfde weging moet toekennen.

Tot slot worden in het waarschuwingsmechanismeverslag 2012 gegevens gehanteerd die dateren van eind 2010 en dus op het ogenblik van de beoordeling achterhaald kunnen zijn. Door de gegevens van 2011 te gebruiken in plaats van die van 2010, blijkt voor een aantal lidstaten reeds een merkbare verbetering inzake het tekort op de lopende rekening (Malta, Slowakije en Spanje) en de veranderingen in de arbeidskosten per eenheid product (Estland, Griekenland, Italië, Oostenrijk en Slowakije). Andere indicatoren, daarentegen, zijn in bepaalde landen verslechterd, bijvoorbeeld het werkloosheidscijfer in Spanje. Hieruit blijkt duidelijk dat het scorebord slechts een momentopname is. In de regelgeving is dan ook bepaald dat de interpretatie in een ruimer kader moet gebeuren.

Eind mei 2012 stelde de EC haar diepgaande evaluaties (*in-depth-reviews*) van twaalf lidstaten voor. De EC komt tot de conclusie dat er macro-economische onevenwichtigheden zijn die preventief dienen te worden aangepakt en van nabij te worden opgevolgd. Tevens stelt ze vast dat de correctie van deze onevenwichtigheden reeds aan de gang is, wat tot uiting komt in de daling van de tekorten op de lopende rekening, de convergentie van de loonkosten per eenheid product, het inkrimpen van overmatige kredietverlening of de correctie van de woningprijzen. In meerdere gevallen echter blijven de gecumuleerde interne en externe onevenwichtigheden een belangrijke uitdaging, bijvoorbeeld wat betreft de private schuld en de overheidsschuld.

Alhoewel volgens de EC in geen enkele van de twaalf lidstaten buitensporige onevenwichtigheden aanwezig zijn, differentieert de EC toch tussen de twaalf landen. Spanje en Cyprus behoren tot de meest zorgwekkende gevallen, gevolgd door Frankrijk, Hongarije, Italië en Slovenië. België wordt gecatalogeerd in de minst zorgwekkende groep van de twaalf lidstaten onderworpen aan een diepgaande evaluatie; voor België wordt vooral gewag gemaakt van het verlies aan concurrentievermogen en

van de hoge overheidsschuld, terwijl, terecht, gesteld wordt dat het hoge niveau van de niet-geconsolideerde private schuld niet op risico's duidt omdat de geconsolideerde schuld vrij laag is.

Conclusie

De macro-economische onevenwichtigheden die zich sinds de start van de euro in sommige lidstaten hebben geaccumuleerd, zijn door het vroegere stabiliteits- en groeipact en structureel economisch beleid, nooit terdege aangepakt.

In mei 2010 culmineerden deze onevenwichtigheden in een crisis, toen Griekenland de facto de toegang tot de financiële markten verloor, en het land een beroep moest doen op internationale financiële steun. Hierdoor diende de EU snel te besluiten tot bilaterale overheidsfinanciering van de Griekse soevereine schuld en tot de oprichting van twee tijdelijke financiële steunmechanismen die vanaf medio 2012 zullen worden opgevolgd door het permanent Europees stabiliteitsmechanisme, het ESM.

Tegelijkertijd werd op het hoogste politieke niveau besloten het kader voor economische beleidscoördinatie in de EU te versterken.

Het was de ambitie om, aan de hand van een reeks automatisch bindende regels, te voorkómen dat in de EU-lidstaten, en in het bijzonder in het eurogebied, macro-economische onevenwichtigheden zouden ontstaan of, als dat toch het geval zou zijn, ze sneller en krachtiger weg te werken. Reeds in december 2011 trad de nieuwe regelgeving van het zogenoemde 'sixpack' in werking, dat niet alleen het vroegere stabiliteits- en groeipact versterkte, maar ook de belangrijke procedure van de macro-economische onevenwichtigheden in het leven riep.

Tijdens het besluitvormingsproces zorgden nationale politieke overwegingen voor een gedeeltelijke afzwakking van de oorspronkelijke voorstellen inzake een meer automatische besluitvormingsprocedure van het 'sixpack', wat door het Europees Parlement deels werd rechtgezet. Er

waren ook nieuwe initiatieven zoals het Euro Plus-pact en, belangrijker nog, het nieuwe Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en *governance* in de Economische en Monetaire Unie, waaronder het *fiscal compact*. Ook worden in het kader van de dialoogprocedure tussen de Raad, het Europees Parlement en de EC twee nieuwe verordeningen besproken, namelijk het 'twopack', waarbij de lidstaten van het eurogebied hun ontwerpbegroting aan de EC moeten voorleggen, die het recht heeft ze te beoordelen op basis van de Europese begrotingsregels.

In tegenstelling tot de hervorming van 2005 van het stabiliteits- en groeipact zijn de recente en lopende wijzigingen van het EU-kader inzake *governance* onmiskenbaar een belangrijke stap in de goede richting. De regelgeving is echter wel veel ingewikkelder geworden, in die zin dat een uitbreiding van het aantal regels niet noodzakelijkerwijs een eenduidiger en coherenter toezicht oplevert. Bovendien overlappen de initiatieven elkaar enigszins en behalve communautaire worden ook intergouvernementele methoden gebruikt, waardoor het geheel nog complexer wordt.

De wijze waarop het nieuwe *governance*-kader ten uitvoer zal worden gelegd, zal bepalend zijn voor de geloofwaardigheid ervan. Een strikte implementatie van de procedures, en eventueel sancties, kunnen daartoe bijdragen. Ook nationaal *ownership*, onder meer door de parlementen van de lidstaten, is voor deze geloofwaardigheid van belang.

Tijdens de afgelopen twee jaar heeft de EU meer dan tijdens het vorige decennium vooruitgang geboekt inzake de verdere uitbouw van de 'economische pijler' van de Economische en Monetaire Unie. Op die manier werd een deel van de weg afgelegd in de richting van de EMU zoals Pierre Werner die in zijn rapport van 1970 uittekende. De weg is echter nog niet volledig afgelegd. Er zullen nog nieuwe belangrijke stappen nodig blijken, die gepaard zullen moeten gaan met de overdracht van meer soevereiniteit naar het Europees niveau teneinde Europa in staat te stellen de onevenwichtigheden die de euroschuldencrisis hebben veroorzaakt, te voorkómen en te verhelpen.

Bibliografie

EC (2011a), Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on common provisions for monitoring and assessing draft budgetary plans and ensuring the correction of excessive deficit of the Member States in the euro area, Brussels, 23 November.

EC (2011b), Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the strengthening of economic and budgetary surveillance of Member States experiencing or threatened with serious difficulties with respect to their financial stability in the euro area, Brussels, 23 November.

EC (2012a), Report from the Commission: Alert Mechanism Report. Report prepared in accordance with Articles 3 and 4 of the Regulation on the prevention and correction of macro-economic imbalances, Brussels, 14 February.

EC (2012b), In-Depth Review for Belgium in accordance with Article 5 of Regulation (EU) No 1176/2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances, Brussels, 31 May.

EC (2012c), Provisional version of recommendation for Council recommendation on Belgium's 2012 national reform programme and delivering a Council Opinion on Belgium's stability programme for 2012-2015, Brussels, 31 May.

EU (2011a), Regulation (EU) No 1173/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on the effective enforcement of budgetary surveillance in the euro area.

EU (2011b), Regulation (EU) No 1174/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on enforcement measures to correct excessive macroeconomic imbalances in the euro area.

EU (2011c), Regulation (EU) No 1175/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 amending Council Regulation (EC) No 1466/97 on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and coordination of economic policies.

EU (2011d), Regulation (EU) No 1176/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances.

EU (2011e), Council Regulation (EU) No 1177/2011 of 8 November 2011 amending Regulation (EC) No 1467/97 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure.

EU (2011f), Council Directive 2011/85/EU of 8 November 2011 on requirements for budgetary frameworks of the Member States.

ECB (2011a), 'The reform of economic governance in the euro area – essential elements', *Monthly Bulletin*, March.

ECB (2011b), 'Stronger EU Economic Governance Framework comes into force', *Monthly Bulletin*, December.

ECB (2012), 'A Fiscal Compact for a stronger Economic and Monetary Union', *Monthly Bulletin*, May.

European Council (2011a), Conclusions of the Heads of State or Government of the Euro Area of 11 March, Brussels.

European Council (2011b), Conclusions of the European Council of 8-9 October 2011, Brussels.

European Council (2012a), Conclusions of the European Council of 30 January 2012, Brussels.

European Council (2012b), Conclusions of the European Council of 1-2 March 2012, Brussels.

Franco-German Declaration of Deauville (2010), Monday, 18 October.

Langenus G. (2005), 'Het stabiliteits- en groeipact: een bewogen geschiedenis', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni.

Task Force on Economic Governance (2010), *Strengthening Economic Governance in the EU*, Report of the Task Force to the European Council, Brussels, 21 October.

Treaty on stability, coordination and governance in the economic and monetary union, March 2012.

Summaries of articles

Economic projections for Belgium – Spring 2012

The current economic situation in the euro area is causing serious concern. While the measures adopted by the European authorities since the end of 2011 did temporarily ease the uncertainty and financial tensions at the beginning of 2012, renewed nervousness on the sovereign debt markets and among the economic agents has emerged in recent months, owing to the very worrying situation in the countries undergoing significant budgetary adjustments and/or radical restructuring of their economy. The resulting contagion is affecting financial institutions in the euro area.

The projections for 2012 and 2013 presented in the article are based on the assumption that these tensions will ease, on the premise that the euro area crisis does not grow any worse and does not have irreparable repercussions on systemic financial institutions. External demand is assumed to strengthen gradually, with interest rates remaining low, while the oil price is expected to record a modest fall.

In the euro area, the economic situation should gradually improve in the second half of 2012, and the recovery should strengthen in 2013. Significant divergences between countries are expected to persist. Inflation is projected to decline gradually, the main factor being the expected fall in oil prices.

Since mid-2011, the Belgian economy has felt the effects of the worsening financial tensions and deteriorating economic situation in the euro area. GDP growth is forecast to reach just 0.6 % in 2012, rising to 1.4 % in 2013. The outlook is slightly more favourable than for the euro area as a whole. In the absence of any adjustment having a major impact on domestic demand, activity in Belgium, in Germany's wake, continues to exhibit some resilience, as was the case during the 2008-2009 recession.

The slowdown in activity in 2012 followed by a moderate revival in 2013 should be directly reflected in the employment market, where only 3 300 additional jobs are forecast to be created in net terms in 2012, and just over 27 000 in 2013. The weakness of job creation is also due to the budget restraint which the new government has introduced for the federal authorities and health care. Unemployment is expected to rise to 7.5 % in 2012 and 7.7 % in 2013.

Since peaking in mid-2011, inflation has fallen steadily in Belgium and should continue to ease, averaging 2.6 % in 2012 and 1.5 % in 2013, the main factor being the expected fall in oil prices. Before subsiding in 2013, underlying inflation is set to remain high in 2012 owing to the effect of the increase in certain indirect taxes and the rise in labour costs, which should still be strong.

The general government deficit is projected to fall to 2.8% in 2012, deteriorating slightly thereafter, and rising to 3.1% in 2013. The public debt is set to rise significantly in 2012, to 98.9% of GDP, owing to exogenous factors relating to the Greek rescue package and participation in the European Stability Mechanism, and is projected to record a smaller increase in 2013 to reach 99.2% of GDP.

JEL codes: E17, E25, E37, E66

Key words: Belgium, macroeconomic projections, Eurosystem

What can we and can't we infer from the recourse to the deposit facility?

In the wake of the two longer-term refinancing operations with a maturity of three years conducted in December 2011 and February 2012, amounts placed on the Eurosystem's deposit facility surged to unprecedented high levels of around € 800 billion. The article clarifies how this high recourse to the deposit facility should be interpreted.

First, daily changes in the amounts being placed on the deposit facility should not necessarily be interpreted as daily changes in stress on the interbank market as there is a seasonal pattern in the use of the deposit facility. That seasonal pattern stems from the fact that Eurosystem counterparties have to meet a reserve requirement on an average basis. Hence, it is better to watch the money market liquidity surplus, defined as the sum of the recourse to the deposit facility and the current account holdings in excess of the required reserves, as a proxy for the central bank's intermediation role on the money market.

Second, high recourse to the deposit facility is an automatic corollary to increased central bank liquidity provision because the relationship between the central bank and commercial banks can be seen as a closed system. Hence, as illustrated by some examples, large amounts being placed on the deposit facility are not informative as to whether or not the liquidity is actually "being put to use", for instance, to grant credit to the non-financial sector or to pay back maturing bank debt. A number of examples illustrate this.

JEL codes: E52, E58

Key words: Eurosystem, deposit facility, monetary policy implementation

Monetary policy in the US and the euro area during the crisis

The article aims to present and analyse the policy responses of the Federal Reserve and the Eurosystem during the various stages of the economic and financial crisis that began in the summer of 2007. It also looks at the relationship between monetary policy and budgetary policy, and attempts to shed some light on the challenges of conducting monetary policy at the present time.

In the context of the crisis, the Federal Reserve and the Eurosystem made profound changes to the conduct of their monetary policy. In order to prevent the collapse of the financial system and to support economic activity, they decided on rapid and substantial cuts in their key interest rates, which reached historic lows. Moreover, they adopted numerous non-standard measures to provide liquidity and purchased assets on a massive scale, broadening their role as intermediary and considerably expanding the size of their balance sheets. Whilst each of the central banks significantly revised the operational framework of its monetary policy, the initial circumstances of how monetary policy was conducted and the predominance of the non-banking financial sector in financing the economy in the United States resulted in more substantial changes in the case of the Federal Reserve.

The scale of the crisis and the rapid progression of events justify to a great extent the unprecedented extension of central banks' activities during the last few years. It should be borne in mind, however, that monetary policy has its limits. Whilst the high level of excess liquidity at the present time is not a direct threat to price stability, conducting an accommodating monetary policy over a long period may in fact entail numerous risks.

JEL codes: E44, E52, E58, E61, E63

Key words: monetary policy, budgetary policy, Federal Reserve, Eurosystem, economic and financial crisis, sovereign debt crisis, non-standard measures, euro area, United States, independence

Reform of the Special Finance Act for the Communities and Regions

On 10 October 2011, eight parties with a special majority in the federal parliament concluded an agreement on the sixth reform of the Belgian State. The article presents the two most important aspects of the reform from an economic and budgetary point of view, namely the transfer of new powers from federal level to the federated entities, and the revision of the Special Finance Act for the Communities and Regions of 16 January 1989. The agreement on the revision of the Finance Act mostly concerns principles and mechanisms.

The powers transferred represent around 4.4% of GDP. These transfers come under social security rather than federal government, and more powers are devolved to the Communities and Community Commissions – institutions with no fiscal powers of their own – than to the Regions.

For the Regions, one of the main changes pursuant to the new draft Finance Act concerns the greater fiscal autonomy accorded to them in regard to personal income tax. For their new powers, the Regions also receive additional resources allocated according to a fiscal key. Finally, a national solidarity allowance is maintained, but the detailed arrangements are modified.

Likewise, the Communities receive additional resources for their new powers, but they are allocated on the basis of demographic keys. The resources available to the Communities for their old powers are being restructured.

There is also a transitional mechanism to neutralise the effects of the reform for the various entities when it comes into force, and to limit the scale of the effects during the first decade. Separately from this mechanism, the Brussels institutions are to be refinanced and the agreement includes a higher contribution from the federated entities towards the budgetary cost of ageing.

As it stands, the agreement on State reform does not solve the issue of the various entities' participation in the necessary consolidation of Belgian public finances. It is therefore important to determine the sharing of the consolidation efforts needed to restore a balanced budget in Belgium by 2015, to specify the arrangements for the participation by the federated entities and, in that connection – as stipulated by the agreement – to finally set certain Finance Act variables, such as the reference amounts for the transfer of powers and their variation parameters.

Jel codes: H11, H70, H74

Key words: public finance, fiscal, Belgian State reform, Special Finance Act, Communities and Regions

Asset formation by households during the financial crisis

The article presents a microeconomic analysis of asset formation by Belgian households and the impact which the financial crisis has had on that. For the first time, data from a survey of households' financial behaviour are used. The survey data are a useful addition to the existing macroeconomic information. During the crisis, many households deserted equities in favour of bank accounts, and bank accounts in favour of real estate. On the other hand, there were some households which actually invested more in equities during this period. Many households also transferred funds between various bank accounts, and some households avoided particular assets altogether. The survey offers direct information on households' attitudes to financial risk and demographic and socio-economic characteristics that play a role in these movements. Some specific portfolio choices which households have made since the beginning of the financial crisis can be pointed up. First, there were noticeably large numbers of transfers between accounts with financial institutions, probably partly owing to the mounting mistrust of such accounts and of certain financial institutions in particular. Secondly, positions in equities and equity funds were reduced in many cases, whereas there were still some households wanting to invest more in these assets. Therefore, not all Belgian investors were averse to (calculated) financial risk. Real estate continues to play a clear role as a safe haven. Many households withdrew cash from bank accounts in order to invest in real estate, and it seems that few households intend to retreat from it.

JEL codes: D14, G11

Key words: household finance, asset formation, financial crisis, household survey

New developments in economic governance in the European Union

In the past few years it has become painfully clear that the financial markets' loss of confidence confronting certain euro area countries can swiftly spread to other Member States, ultimately threatening the orderly functioning and stability of the euro area as a whole.

Back in 2007, before the financial crisis, vulnerable positions had become apparent within the euro area. In the absence of adequate fiscal discipline, the initial budgetary position of several euro area countries was not very strong. Moreover, there were wide divergences in competitiveness and domestic demand within the euro area, and the situation in some Member States had become particularly fragile owing to structural losses of competitiveness or property market bubbles combined with the accumulation of household debts, or because of the vulnerable state of the banking sector. Decision makers and financial markets have long underestimated the importance of these macroeconomic imbalances. The coordination of economic policies fell short of the ambitions: the way in which the fiscal rules were interpreted and applied was too flexible, and the macroeconomic surveillance of structural policy was insufficiently rigorous. However, following the financial crisis of 2008-2009, it became apparent that these imbalances had a destabilising effect.

Aware of the seriousness of the situation, the European Council had already at the beginning of 2010 decided to strengthen the economic governance of the European Union (EU), including its fiscal rules. The Van Rompuy task force was set up, and the European Commission (EC) drafted six legislative proposals which were formally approved in amended form by the European Parliament and the Ecofin Council in the autumn of 2011 (the "Six-Pack"). The EC then proposed two additional regulations to ensure more rigorous budgetary surveillance (the "Two-Pack"). In addition, the EU Member States – except for the United Kingdom and the Czech Republic – concluded a new intergovernmental treaty on stability, coordination and governance in the Economic and Monetary Union. In parallel with these measures to strengthen governance within the EU, various mechanisms have been set up since the beginning of 2010 to contain the debt crisis, and a number of Member States have received emergency funding from the EU and the International Monetary Fund.

Key words: economic governance in the EU, stability and growth pact, macroeconomic imbalance procedure

JEL codes: E61, E62

Abstracts from the Working Papers series

218. Economic importance of air transport and airport activities in Belgium – Report 2009, by X. Deville, S. Vennix, December 2011

The study assesses the economic importance of air transport and airport activities in Belgium in terms of employment, value added and investment over the period 2007-2009. The sector considered embraces not only business directly connected with air transport, but also all the activities which take place on site at the six Belgian airports (Antwerp, Brussels, Charleroi, Kortrijk, Liège, Ostend). The direct and indirect effects of the sector are estimated respectively on the basis of microeconomic data (mainly obtained from the Central Balance Sheet Office) and macroeconomic data (from the National Accounts Institute). The study also includes an analysis of the social balance sheet and certain ratios on the basis of Central Balance Sheet Office information.

In 2009, the air transport sector thus defined generated over € 6.1 billion in direct and indirect value added (or 1.8 % of Belgium's GDP), and provided direct or indirect employment for 80 300 people in full-time equivalents (or 2 % of domestic employment in FTE). Brussels Airport was the most affected by the decline in global traffic in 2009, as a result of the economic crisis: in that year, it ceased to be Belgium's principal cargo airport, ceding that position to Liège Airport. However, the national airport still ranks first in the passenger market, accounting for almost three-quarters of traffic in 2010, despite the exponential growth of traffic at Charleroi Airport. Together, these two airports accounted for almost 97 % of passenger traffic passing through Belgium in 2010.

219. Comparative advantage, multi-product firms and trade liberalisation: An empirical test, by C. Fuss, L. Zhu, January 2012

The paper investigates how economies of scope in multi-product firms interact with comparative advantage in determining the effect of trade liberalisation on resource reallocation, using Belgian manufacturing firm- and firm-product-level data over the period 1997-2007. The authors first provide evidence on industry integration induced by multi-product firms producing simultaneously in multiple industries and on the extent to which industry integration occurs between industries that have different degrees of comparative advantage. They then examine the impact of opening up trade with low-wage countries on both inter- and intra-industry resource reallocation, taking into account heterogeneity in the integration rate across sectors and industries. Their results indicate that, within more closely integrated sectors, trade liberalisation with low-wage countries leads to less reallocation from low-skill-intensity (comparative-disadvantage) industries to high-skill-intensity (comparative-advantage) industries, both in terms of employment and output. More integrated

industries experience less skill upgrading after trade liberalisation with low-wage countries. Furthermore, within sectors with a low integration rate, trade liberalisation with low-wage countries induces relatively more aggregate total factor productivity (TFP) and average firm output growth in comparative-advantage industries than in comparative-disadvantage industries, in line with the prediction made by Bernard, Redding and Schott (2007), while the opposite is true in highly integrated sectors. Decomposition of the industry-level aggregate TFP changes reveals that the result is mainly driven by reallocation between incumbent firms within industries. Overall, the results are highly consistent with the predictions of the Song and Zhu (2010) model.

220. [Institutions and export dynamics](#), by L. Araujo, G. Mion, E. Ornelas, February 2012

The authors study the role of contract enforcement in shaping the dynamics of international trade at the firm level. They develop a theoretical model to describe how agents build reputations to overcome the problems created by weak enforcement of international contracts. They find that, all else equal, exporters start their business activities with higher volumes and remain as exporters for a longer period in countries with better contracting institutions. However, conditional on survival, the growth rate of a firm's exports to a country decreases with the quality of the country's institutions. These predictions are tested using a rich panel of Belgium exporting firms from 1995 to 2008 to every country in the world. The authors adopt two alternative empirical strategies. In one specification, firm-year fixed effects are used to control for time-varying firm-specific characteristics. Alternatively, selection is modelled more explicitly with a two-step Heckman procedure using "extended gravity" variables as exclusion restrictions. Results from both specifications support the predictions. Overall, the findings suggest that weak contracting institutions cannot be regarded simply as an extra sunk or fixed cost to exporting firms; they also significantly affect firms' trade volumes and have manifold implications for firms' dynamic patterns in foreign markets.

221. [Implementation of EU legislation on rail liberalisation in Belgium, France, Germany and The Netherlands](#), by X. Deville, F. Verduyn, March 2012

The study provides a detailed and easy-to-read overview of railway liberalisation in Belgium and the three neighbouring countries. The European Union's liberalisation Directives are often complex and implemented in very specific ways in the different Member States. The analysis goes into some detail about the Commission's underlying motives and economic theories for letting network industries, which had previously been regarded as natural monopolies, convert into competitive enterprises with the separation of infrastructure from operations.

The study takes a look at the impact of the European rail liberalisation Directives in Belgium and its neighbours – France, Germany and the Netherlands. There are considerable variations in the way in which the Directives are applied. This is reflected in the way in which the infrastructure was separated from the transport services within the railway companies, and in the degree of market opening in freight and passenger transport.

The analysis shows that the dominance of the former monopolists in the different Member States means that private rail operators still face major obstacles. The financial analysis of the railway companies reveals wide variations in economic performance. The combination of better balance sheet figures and a bigger domestic market means that some major players in Europe are financially better off, giving them superiority over the smaller railway companies. This raises the question whether these circumstances will ultimately lead to distortion of competition.

222. Tommaso Padoa-Schioppa and the origins of the euro, by I. Maes, March 2012

Tommaso Padoa-Schioppa was one of the great architects of the euro. He is remembered in particular as co-rapporteur for the Delors Committee and as a founding member of the European Central Bank's Executive Board. For Padoa-Schioppa, becoming Director-General of the European Commission's DG II (from 1979 to 1983), was a defining moment in his career and life. This period is the main focus of this paper. At the Commission, Padoa-Schioppa's main priority was the European Monetary System, which was launched in March 1979. He was closely involved in several projects to strengthen the EMS, to improve economic policy convergence and the position of the ECU. The other main objective for Padoa-Schioppa was the strengthening of DG II's analytical capacity, especially its model-building capacity and its links with the academic world. As such, he played a crucial role in the professionalisation of economics at the Commission and in preparing DG II for the important role it would play in the EMU process. At the Commission, Padoa-Schioppa also became immersed in several European networks. Of crucial importance here were his contacts with Jacques Delors. This would be of major importance for his further career, becoming one of the architects of the single currency.

223. (Not so) easy come, (still) easy go? Footloose multinationals revisited, by P. Blanchard, E. Dhyne, C. Fuss, C. Mathieu, March 2012

The paper revisits the hypothesis surrounding the "footloose" nature of multinational firms (MNFs). Using firm-level data for Belgium over the period 1997-2008, the authors rely on a Probit model and take into account the endogeneity of the determinants of firm exit. Their results may be summarised as follows. First, the unconditional exit probability of MNFs is lower than that of domestic firms. Second, controlling for firm and sector characteristics – firm age, total factor productivity, sunk costs, size, competition on the product market, sector-level value added growth, and sector dummies – the difference between the exit probability of MNFs and domestic firms becomes positive. Third, the results show that MNFs are less sensitive to sunk costs and size than domestic firms, which may be interpreted as lower exit barriers due to greater possibilities of relocating tangible and intangible assets to foreign affiliates.

224. Asymmetric information in credit markets, bank leverage cycles and macroeconomic dynamics, by A. Rannenberg, April 2012

The paper adds a moral hazard problem between banks and depositors, along the lines of Gertler and Karadi (2011), to a Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE) model with a costly state verification problem between entrepreneurs and banks as in Bernanke, Gertler and Gilchrist (1999, BGG). This modification amplifies the response of the external finance premium and the overall economy to monetary policy and productivity shocks. It enables the model to match the volatility and correlation with output of the external finance premium, bank leverage, entrepreneurial leverage and other variables in US data better than a BGG-type model. A reasonably calibrated simulation of a bank balance sheet shock produces a downturn of a magnitude similar to the "Great Recession".

Conventionele tekens

€	euro
\$	VS-dollar
bv.	bijvoorbeeld
d.m.v.	door middel van
n.	niet beschikbaar
p.m.	pro memorie
r	raming van de Bank
t.o.v.	ten opzichte van

Lijst van afkortingen

Landen

BE	België
DE	Duitsland
EE	Estland
IE	Ierland
EL	Griekenland
ES	Spanje
FR	Frankrijk
IT	Italië
CY	Cyprus
LU	Luxemburg
MT	Malta
NL	Nederland
AT	Oostenrijk
PT	Portugal
SI	Slovenië
SK	Slowakije
FI	Finland
EA	Eurogebied
BG	Bulgarije
CZ	Tsjechië
DK	Denemarken
LV	Letland
LT	Litouwen
HU	Hongarije
PL	Polen
RO	Roemenië
SE	Zweden
UK	Verenigd Koninkrijk
EU25	Europese Unie, ongerekend Verenigd Koninkrijk en Tsjechië
EU27	Europese Unie
VS	Verenigde Staten

Andere

ABCP	Asset-Backed Commercial Paper
ABS	Asset-Backed Securities
ADSEI	Algemene Directie Statistiek en Economische Informatie (Federale Overheidsdienst Economie, KMO, Middenstand en Energie)
AIG	American International Group
AMLF	Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility
BBP	Bruto binnenlands product
BIS	Bank for International Settlements
CMBS	Commercial Mortgage-Backed Securities
CPFF	Commercial Paper Funding Facility
CPI	Consumptieprijsindex
CREG	Commissie voor de Regulering van de Elektriciteit en het Gas
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
EDP	Excessive Deficit Procedure
EFFS	Europese faciliteit voor financiële stabiliteit
EFSM	Europees financieel stabilisatiemechanisme
ELA	Emergency Liquidity Assistance
Eonia	Euro Overnight Index Average
EMU	Economische en Monetaire Unie
EPC	Economic Policy Committee
ESCB	Europees Stelsel van Centrale Banken
ESM	Europees stabiliteitsmechanisme
ESR	Europees Systeem van Rekeningen
EU	Europese Unie
Euribor	Euro Interbank Offered Rate
FPB	Federaal Planbureau
FOD	Federale overheidsdienst
FOMC	Federal Open Market Committee (Verenigde Staten)
GSE	Government-Sponsored Enterprise
HICP	Geharmoniseerde consumptieprijsindex
IMF	Internationaal Monetair Fonds
INR	Instituut voor de Nationale Rekeningen
Libor	London Interbank Offered Rate
LSAP	Large-Scale Asset Purchases
MBS	Mortgage-Backed Securities
MFI	Monetaire Financiële Instellingen
MTO	Middellangetermijndoelstelling
NAVO	Noord-Atlantische Verdragsorganisatie
NBB	Nationale Bank van België
NBER	National Bureau of Economic Research
NFO	Niet-financiële ondernemingen

OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
OIS	Overnight Index Swap
PDCF	Primary Dealer Credit Facility
PMO	Procedure voor Macro-economische Onevenwichtigheden
PSI	Private Sector Involvement
QE	Quantitative Easing
Q&A	Questions and answers
RQMV	Reverse Qualified Majority Voting
RSZ	Rijksdienst voor sociale zekerheid
RVA	Rijksdienst voor Arbeidsvoorziening
SMP	Securities Markets programme
TAF	Term Auction Facility
TALF	Term Asset-Backed Securities Loan Facility
TSLF	Term Securities Lending Facility
VSCG	Verdrag inzake Stabiliteit, Coördinatie en Governance in de Economische en Monetaire Unie
WMV	Waarschuwingsmechanismeverslag

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 2012

