

Economisch Tijdschrift

September 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

WELKE ROL SPEELT HET EUROSISTEEM TIJDENS DE FINANCIËLE CRISIS?	7
DE BELGISCHE BEDRIJFSINVESTERINGEN IN HET LICHT VAN DE CRISIS	31
ARBEIDSMARKTEN VAN HET EUROGEBIED EN DE CRISIS	49
MISMATCHES OP DE ARBEIDSMARKT	59
SUMMARIES OF ARTICLES	75
ABSTRACTS FROM THE WORKING PAPERS SERIES	79
CONVENTIONELE TEKENS	81
LIJST VAN AFKORTINGEN	83

Welke rol speelt het Eurosysteem tijdens de financiële crisis ?

J. Boeckx⁽¹⁾

Inleiding

Nu reeds meer dan vijf jaar wordt de wereld geplaagd door een financiële en economische crisis. Vooral in het eurogebied lopen de spanningen hoog op sedert in een aantal landen de markten voor overheidsobligaties onder toenemende druk staan. Omdat de financiële situatie van de nationale overheden in het eurogebied nauw verbonden is met die van de ingezeten banksector, heeft deze overheidsschuldencrisis in een aantal eurolanden de problemen verscherpt die de banken ondervinden inzake toegang tot, en kosten van, financiering.

Derhalve confronteerde de financiële crisis de beleidsmakers in het eurogebied met een segmentatie van de financiële markten langsheen de nationale grenzen. Dit zorgde voor een duidelijke trendbreuk in de voortschrijdende financiële integratie die het, na de start van de derde fase van de EMU, mogelijk had gemaakt dat economische subjecten zich over de landsgrenzen heen vlot konden financieren. Deze desintegratie dreigde de financiële stabiliteit in gevaar te brengen en de goede transmissie van het monetair beleid in het eurogebied te verstoren; ze noopte het Eurosysteem ertoe ongekende maatregelen te nemen in het vlak van liquiditeitsverstrekking. Deze maatregelen waren erop gericht de negatieve financiële en macro-economische implicaties – in het bijzonder die voor de prijsstabiliteit – van slecht functionerende financiële markten te beperken. Op die manier ging het Eurosysteem een belangrijke rol spelen als financieel intermediair voor de banken en zelfs – in het licht van deze segmentatie van de financiële markten langsheen de nationale grenzen – voor de nationale banksectoren.

Dit artikel is als volgt opgebouwd. Het eerste hoofdstuk biedt een beknopt overzicht van de financiële en economische crisis die de wereldeconomie – en het eurogebied in het bijzonder – sinds de zomer van 2007 doormaakt. Dit moet de lezer in staat stellen de acties te begrijpen die het Eurosysteem sinds medio 2007 heeft ondernomen teneinde de financiële stabiliteit te waarborgen en op die manier de doelstelling van prijsstabiliteit te bereiken. De motivatie van deze maatregelen vormt het onderwerp van het tweede hoofdstuk. Daarin wordt ook dieper ingegaan op de risico's die dit beleid voor de centrale bank impliceert en wordt nagegaan in hoeverre het accommoderend beleid van het Eurosysteem negatieve bijwerkingen heeft. Als gevolg van het nauwe verband tussen de financiële gezondheid van de overheid en die van de ingezeten banksector is er langsheen de landsgrenzen een segmentatie van de financiële markten geweest en fungeert het Eurosysteem steeds meer als financieel intermediair voor de landen, waarbij het deze laatste een buffer biedt om de externe onevenwichten geleidelijk weg te werken (zie hoofdstuk 3). Het Eurosysteem laat op die manier de betrokken actoren de tijd om op een ordentelijke wijze de noodzakelijke structurele aanpassingen door te voeren, zodat de negatieve macro-economische repercussies van een al te snelle aanpassing zoveel mogelijk worden beperkt. Die structurele aanpassingen, waardoor het Eurosysteem zijn – momenteel aanzienlijke – rol als intermediair zou moeten kunnen afbouwen, worden in het laatste hoofdstuk toegelicht.

(1) De auteur dankt A. Bruggeman, H. Geeroms en I. Maes voor hun opmerkingen en suggesties betreffende dit artikel.

1. Een financiële crisis in drie fases

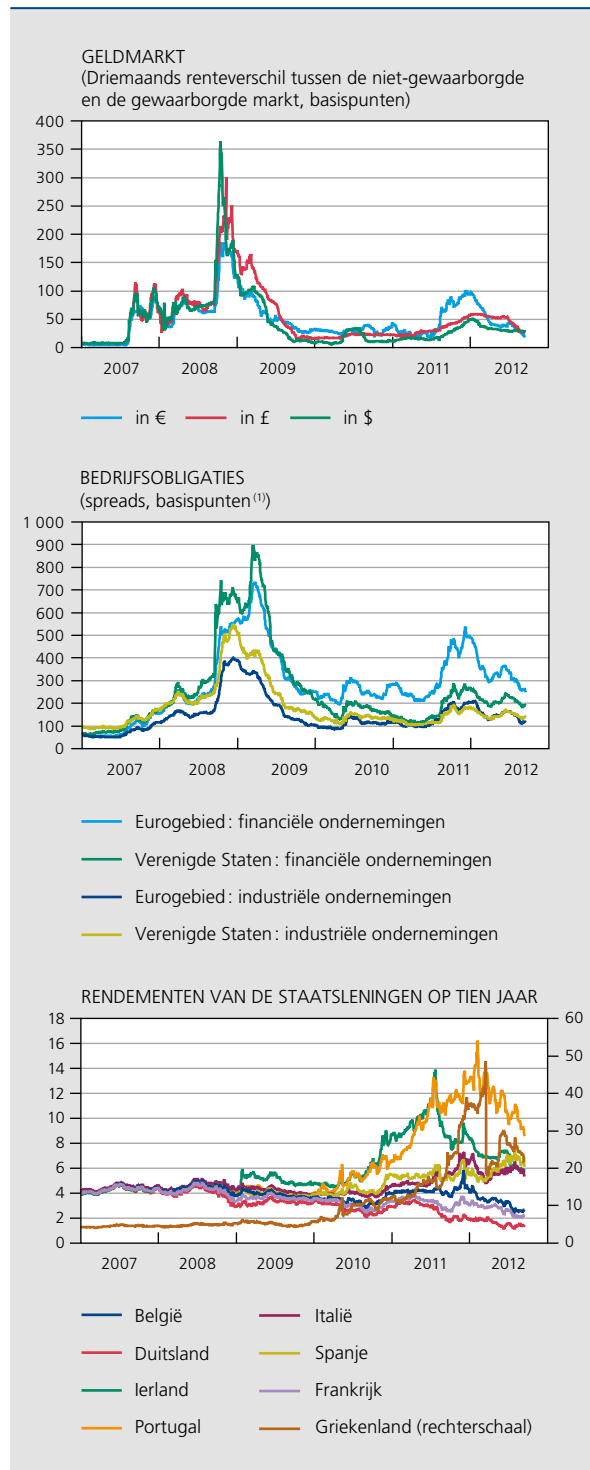
Dit korte hoofdstuk biedt een overzicht van de financiële en economische crisis die de mondiale economie reeds vijf jaar lang in haar greep houdt⁽¹⁾. Dit summier overzicht werpt een licht op de maatregelen die het Eurosysteem heeft genomen om de financiële en macro-economische stabiliteit – meer specifiek de prijsstabiliteit – te helpen vrijwaren.

De eerste tekenen van de financiële en economische crisis die de wereld – en het eurogebied in het bijzonder – vandaag doormaakt, werden in de zomer van 2007 op de wereldwijde geldmarkten zichtbaar nadat twijfels waren ontstaan omtrent de gezondheid van bepaalde marktpartijen, vooral die welke blootgesteld waren aan de verzwakte Amerikaanse vastgoedmarkt. De onzekere situatie op de financiële markten vertaalde zich voornamelijk in fors toenemende spreads tussen niet-gewaarborgde en gewaarborgde rentetarieven die banken bij onderlinge transacties aanrekenen.

De faillietverklaring, in september 2008, van de zakenbank Lehman Brothers luidde de tweede fase van de crisis in. Deze fase werd gekenmerkt door een ongekende toename van de spreads op de geldmarkten van de grote financiële centra. Ook de premies die financiële instellingen moesten betalen om zich op de obligatiemarkten te financieren, liepen verder op, een beweging die in de Verenigde Staten meer uitgesproken was. De VS werden dan ook als het epicentrum van de financiële onrust beschouwd. Bovendien bleef de reële economie kennelijk evenmin door de opstoot van financiële beroering gespaard, aangezien het vertrouwen van de economische subjecten wereldwijd slonk en de wereldhandel rake klappen kreeg. De daaropvolgende scherpe recessie had dan ook een weerslag op de financieringskosten van de niet-financiële ondernemingen. Tijdens deze periode van financiële paniek en recessie werden wereldwijd ingrijpende conventionele en niet-conventionele monetair-beleidsmaatregelen genomen (voor een overzicht, zie bijvoorbeeld Cordemans en Ide (2012)), terwijl ook het budgettaire beleid een sterk contracyclische koers voer. Hoewel hierdoor de reeds kwetsbare situatie van de overheidsfinanciën verder werd aangetast, wordt algemeen aangenomen dat de acties van de monetaire en budgettaire autoriteiten wereldwijd een Grote Depressie hebben afgewend en een relatief snel herstel van de wereldeconomie mogelijk hebben gemaakt (Ide, Boeckx en Cornille, 2009).

(1) Voor een meer gedetailleerde beschrijving van de ontwikkelingen tijdens de afgelopen vijf jaar, zie onder meer de jaarverslagen van de Bank voor Internationale Betalingen (BIS, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012b).

GRAFIEK 1 EEN FINANCIËLE, ECONOMISCHE EN OVERHEIDSSCHULDENCRISIS



Bron: Thomson Reuters Datastream.

(1) Spreads ten opzichte van, respectievelijk, Duits en Amerikaans overheidspapier.

Tegen de achtergrond van een – zij het eerder aarzelend – herstel van de wereldwijde economische bedrijvigheid en minder zware onrust op de financiële markten in het najaar van 2009 en in de loop van 2010, werd het

eurogebied in de lente van 2010 met nieuwe problemen geconfronteerd. De spanningen die eind 2009 in bepaalde landen van het eurogebied, in het bijzonder in Griekenland, op de markten voor overheidspapier waren ontstaan, sloegen in mei 2010 immers om in regelrechte paniek die de derde fase van de financiële en economische crisis inluidde, namelijk de overheidsschuldencrisis. Tijdens deze fase ondervonden blijkbaar niet alleen bepaalde soevereine emittenten problemen om zich tegen houdbare tarieven te financieren; dat bleek ook voor bepaalde banken opnieuw het geval te zijn. De meeste van die banken bevonden zich kennelijk in de landen waarvan de financieringskosten onder toenemende druk waren gekomen, wat verband hield met de sterke interactie tussen de financiële gezondheid van de overheid en die van de ingezeten banksector (zie, bijvoorbeeld, Merler en Pisani-Ferry (2012b) en hoofdstuk 3 van dit artikel).

2. Financiële stabiliteit: een noodzakelijke voorwaarde voor prijsstabiliteit

2.1 De maatregelen van het Eurosysteem in een notendop

Tussen de eerste tekenen van de financiële crisis in de zomer van 2007 en het verschijnen van dit artikel zette het Eurosysteem een scala aan middelen in om haar primaire doelstelling, namelijk het vrijwaren van prijsstabiliteit in het eurogebied, te kunnen bereiken. Essentieel in de overwegingen die aan deze beslissingen voorafgingen, was de overtuiging dat het vrijwaren van de financiële stabiliteit een belangrijke voorwaarde is om prijsstabiliteit te kunnen garanderen (Papademos, 2009). Een financiële crisis dreigt immers ook de financieringsmogelijkheden van de niet-financiële sector aan te tasten, wat neerwaartse druk uitoefent op de economische bedrijvigheid en, derhalve, op de prijsstabiliteit. Vooral in het eurogebied moest worden vermeden dat aanbodfactoren de bancaire kredietverlening al te sterk zouden aantasten, gelet op het belang van dat financieringskanaal voor de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen in het eurogebied (ECB, 2009).

De monetairbeleidskoers werd in de loop van de crisis aanzienlijk versoepeld. Terwijl de centrale beleidsrente in augustus 2008 nog 4,25% bedroeg, werd ze in verschillende stappen verlaagd tot 0,75% in juli 2012. Ook in reële termen werd de monetairbeleidskoers veel meer accommoderend aangezien de inflatieverwachtingen – bijvoorbeeld afgemeten aan de resultaten van de door de ECB gehouden enquête bij professionele

voorspellers – zeer stabiel bleken, hoewel het verloop van de geobserveerde inflatie aanzienlijke schommelingen vertoonde die grotendeels toe te schrijven waren aan het verloop van de grondstoffenprijzen. De versoepeling van de monetairbeleidskoers helpt de macro-economische stabiliteit te vrijwaren, maar ze sorteert ook een positief effect op de financiële stabiliteit. De lagere beleidsrentes vertalen zich immers ook in lagere financieringslasten voor niet-financiële ondernemingen en huishoudens (zie, bijvoorbeeld, Cordemans en de Sola Perea (2011)). Een stabielere macro-economische omgeving zorgt er bovendien voor dat banken minder frequent met wanbetalingen worden geconfronteerd, wat hun rentabiliteit en hun mogelijkheden inzake kredietverlening ondersteunt.

De transmissie, naar de reële economie, van die aanzienlijk soepeler monetairbeleidskoers dreigde door de financiële onrust te worden verstoord, wat het Eurosysteem ertoe aanzette stapsgewijs maatregelen in te voeren waaraan wordt gerefereerd als een beleid van ‘verruimde kredietondersteuning’ (Trichet, 2009). Dat beleid bestaat uit vijf elementen die allemaal helpen de kredietverlening aan de reële economie te ondersteunen. Om te beginnen, werd besloten om in de liquiditeitsverstreckende herfinancieringstransacties alle biedingen toe te wijzen tegen een vaste rente, zodat de liquiditeitsverstrecking volledig door de vraag wordt gedreven. Een tweede element in het beleid van verruimde kredietondersteuning is de uitbreiding van de lijst van beleenbaar onderpand, die maakt dat solvabele banken geen beperkingen ondervinden om de noodzakelijke herfinanciering bij het Eurosysteem te verkrijgen. Ten derde werd de looptijd van de door het Eurosysteem verstrekte leningen in verschillende stappen verlengd, tot een maximale looptijd van drie jaar bij de transacties van december 2011 en februari 2012. Op die manier weten banken die het moeilijk hebben om zich voor de langere termijn op de markt te financieren, zich eveneens verzekerd van een alternatieve financiering op langere termijn. Omdat de toegang van bepaalde banken tot financiering in vreemde valuta onmogelijk of restrictief duur was geworden, kregen banken in het eurogebied ook de kans zich met vreemde valuta te bevoorraden bij het Eurosysteem dat hiertoe swaplijnen met andere centrale banken had opgezet. Een vijfde maatregel was het opstarten van twee programma's voor de aankoop van gedekte obligaties die voor financiële instellingen in het eurogebied een belangrijk financieringsinstrument zijn. Omdat de markten voor overheidsschulden een cruciale rol spelen in de monetaire transmissie werden ook dergelijke effecten aangekocht op de secundaire markt, meer bepaald wanneer de normale marktwerking ernstig verstoord bleek. Die aankopen gebeurden in het kader van het programma voor de effectenmarkten (SMP). Voor meer informatie over deze maatregelen, zie ECB (2011a).

Na de vergadering van de Raad van Bestuur van de ECB van 6 september 2012 werd een nieuw programma aangekondigd voor de aankoop van overheidspapier op de secundaire markt, namelijk de Outright Monetary Transactions (OMT). De belangrijkste verschillen ten opzichte van het SMP betreffen de strikte voorwaarden waaraan landen moeten voldoen vooraleer het Eurosysteem overgaat tot aankopen, de afwezigheid van ex ante limieten betreffende de omvang van de transacties, en de verduidelijking dat deze aankopen van het Eurosysteem op dezelfde manier behandeld zullen worden als die van de andere crediteuren. Tot slot zal er ook meer informatie worden gepubliceerd over het aangekochte overheidspapier.

2.2 Het Eurosysteem als intermediair voor de banken

De hierboven beschreven maatregelen van het Eurosysteem zijn erop gericht de problemen die banken ondervinden om zich via private kanalen te financieren, te helpen oplossen. Door de onzekerheid die zich van de financiële markten meester had gemaakt, stelden de marktpartijen zich immers terughoudend op om onder elkaar te handelen, wat scherp contrasteerde met de periode vóór de financiële crisis toen financiële instellingen onderling, via de interbancaire markt, vlot liquiditeitsoverschotten

uitleenden. Bovendien werd het voor bepaalde financiële instellingen ook moeilijker om zich via andere private kanalen te financieren, bijvoorbeeld via de uitgifte van schuldbewijzen of het aantrekken van retaildeposito's.

Grafiek 2 toont een vereenvoudigd systeem van financiële rekeningen, geïnspireerd op Bindseil en König (2011), dat verduidelijkt hoe een situatie van toegenomen onzekerheid omtrent de gezondheid van sommige banken het Eurosysteem ertoe noopt een grotere rol op zich te nemen als intermediair voor de banken: enerzijds wordt de centrale bank een *lender of last resort* voor de banken die door de markten als zwakker worden gepercipieerd terwijl ze, anderzijds, de overtollige fondsen van de als sterker beschouwde banken opneemt.

In dit voorbeeld komen huishoudens, niet-financiële ondernemingen, twee commerciële banken en het Eurosysteem voor. De huishoudens hebben hun reële activa gedeeltelijk verkocht aan de niet-financiële ondernemingen en houden de tegenwaarde van die verkopen aan als bankbiljetten en deposito's bij commerciële banken. De niet-financiële ondernemingen oefenen hun activiteiten uit door de reële activa die ze van de huishoudens hebben gekocht, in te zetten voor productieve activiteiten. Die aankopen van activa financieren ze met door de commerciële banken verleende kredieten. De beide banken die in deze economie actief zijn, verstrekken aan de

GRAFIEK 2 EEN GROTERE ROL VOOR HET EUROSISTEEM ALS CENTRALE TEGENPARTIJ VOOR BANKEN

Huishoudens			
Reële activa	10	Nettovermogen	100
Bankbiljetten	20		
Deposito's aangehouden bij bank A	55		
Deposito's aangehouden bij bank B	15		
Niet-financiële ondernemingen			
Reële activa	90	Krediet van bank A	45
		Krediet van bank B	45
Commerciële bank A			
Krediet aan niet-financiële ondernemingen	45	Deposito's van huishoudens	55
Interbancaire lening aan bank B	$20 - z$	Krediet van het Eurosysteem	$10 - \min(z, 10)$
Tegoeden bij het Eurosysteem	$\max(z - 10, 0)$		
Commerciële bank B			
Krediet aan niet-financiële ondernemingen	45	Deposito's van huishoudens	15
		Krediet van het Eurosysteem	$10 + z$
		Interbancaire lening van bank A	$20 - z$
Eurosysteem			
Krediet aan commerciële banken	$20 + \max(0, z - 10)$	Bankbiljetten	20
		Tegoeden van commerciële banken	$\max(z - 10, 0)$

niet-financiële ondernemingen eenzelfde kredietbedrag. Ze herfinancieren zich allebei voor eenzelfde (beperkt) bedrag bij de centrale bank, maar bank A beschikt over een sterkere depositobasis dan bank B⁽¹⁾. In de uitgangssituatie in dit voorbeeld, die verwijst naar de situatie vóór de financiële crisis, wordt ervan uitgegaan dat de interbancaire markt vlot functioneert en dat bank A haar overschot aan liquiditeiten uitleent aan bank B in de vorm van een interbancaire lening.

Omdat huishoudens bankbiljetten aanhouden, wordt de banksector in deze economie geconfronteerd met een liquiditeitstekort dat hij enkel bij het Eurosysteem kan herfinancieren. Het Eurosysteem herfinanciert de banksector dan ook ten belope van de biljettenomloop, die in dit eenvoudig voorbeeld overeenstemt met de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte van de banksector. In dit voorbeeld wordt immers geen rekening gehouden met andere factoren die een impact hebben op deze geconsolideerde liquiditeitsbehoefte, bijvoorbeeld de aan de commerciële banken opgelegde reserveverplichtingen of de effecten die door de centrale bank worden aangehouden. In de uitgangssituatie houden beide commerciële banken dan ook geen tegoeden aan op hun rekening-courant bij de centrale bank.

Maakt bank A zich zorgen over de financiële gezondheid van haar tegenpartij – bijvoorbeeld vanwege de kwaliteit van de activa die deze tegenpartij op haar balans aanhoudt of vanwege haar sterke afhankelijkheid van interbancaire financiering –, dan kan ze besluiten haar interbancaire kredietverlening aan bank B af te bouwen, in voorkomend geval ten bedrage van z . Doordat de interbancaire financiering plotseling opdroogt, is bank B verplicht hetzij de actiefzijde van haar balans af te bouwen, hetzij op zoek te gaan naar alternatieve financiering. De eerste optie kan aanzienlijke macro-economische gevolgen hebben aangezien de financiële instellingen in dat geval verplicht worden hun kredietverlening aan de reële economie af te bouwen – wat in het voorbeeld het geval zou zijn – of effecten te verkopen. Dergelijke *fire sales* of paniekverkoop kunnen zware verliezen veroorzaken aangezien risicovollere effecten in periodes van financiële paniek doorgaans laag noteren. Bovendien kan op die manier een vicieuze cirkel ontstaan waarbij *mark-to-market* herwaarderingen van in prijs gedaalde activa aanleiding geven tot nieuwe paniekverkoop met verdere prijsdalingen tot gevolg (zie ook Shleifer en Vishny (2011)).

(1) In het voorbeeld herfinancieren zowel bank A als bank B zich bij het Eurosysteem, hoewel eerstgenoemde dat strikt genomen niet hoeft te doen aangezien ze over een voldoende grote depositobasis beschikt om haar activa te financieren. Het is echter mogelijk dat bank B – in tegenstelling tot bank A – niet over voldoende gepast onderpand beschikt om zich in ruimere mate bij de centrale bank te herfinancieren. In dat geval kan ze op de niet-gewaarborgde interbancaire markt financiering verkrijgen bij bank A die zodoende een potentieel rendabele activiteit kan uitbaten door voor bank B als *money center* te fungeren (zie ook Cassola, Holthausen en Lo Duca (2010)).

Om dergelijke ongewenste effecten op de macro-economische omgeving te vermijden, verschaft het Eurosysteem tijdens een financiële crisis extra kredieten aan bank B: in voorkomend geval gebeurt dat ten bedrage van z , het deel van de interbancaire lening dat bank A niet meer wenst te vernieuwen. Daar staat tegenover dat bank A in eerste instantie over een overschot aan liquiditeiten beschikt dat haar in staat stelt de herfinanciering die ze bij het Eurosysteem opneemt, af te bouwen. Zolang de afbouw van de interbancaire kredietverlening door bank A, ten belope van z , kleiner blijft dan haar herfinanciering bij het Eurosysteem, ten belope van 10, compenseert de afgenomen kredietverstrekking van het Eurosysteem aan bank A het toegenomen beroep op de centrale bank als financieringsbron door bank B. In dat geval zal de centralebankbalans dan ook niet langer worden. Wordt de interbancaire lening evenwel met méér dan 10 teruggeschroefd, dan beschikt bank A (zelfs nadat ze haar beroep op centralebankherfinanciering volledig heeft stopgezet) over een liquiditeitsoverschot dat ze bij de centrale bank zal plaatsen. In het voorbeeld vertaalt dit zich in omvangrijker tegoeden van commerciële banken bij het Eurosysteem, die de vorm aannemen van tegoeden op de rekening-courant bovenop de verplichte reserves of van een beroep op de depositofaciliteit. Tot vóór 11 juli 2012 leverde deze laatste immers nog een beperkte vergoeding op, in tegenstelling tot de overreserves op de rekening-courant die niet worden vergoed (zie ook Boeckx en Ide (2012)). Tijdens de vergadering van de Raad van Bestuur van de ECB van 5 juli 2012 werd besloten de leidinggevende rentetarieven met 25 basispunten te verlagen, wat de rente op de depositofaciliteit terugbracht tot 0%. Vanuit rendementsoogpunt werden de rekening-courant en de depositofaciliteit aldus evenwaardig.

Dit voorbeeld – dat gemakkelijk kan worden uitgebreid met andere schokken in de private financiering, zoals problemen om schuldbewijzen uit te geven of een uitstroom van retaildeposito's, die soortgelijke repercussies hebben op de centralebankbalans – toont aan hoe financiële onrust er kan voor zorgen dat het Eurosysteem een belangrijker rol gaat spelen als intermediair voor de banken. Ingeval de liquiditeitsschokken waardoor individuele banken worden getroffen, groot zijn, kan zich dat bovendien vertalen in een langere centralebankbalans waarbij het Eurosysteem bepaalde banken meer liquiditeiten verstrekt en het, terzelfder tijd, banken met een overschot de mogelijkheid biedt dat overschot bij de centrale bank te plaatsen.

Geaggregeerde balansgegevens voor de sector van de monetaire financiële instellingen (MFI's) van het eurogebied (exclusief het Eurosysteem) tonen inderdaad aan hoe de interbancaire kredietverlening in het najaar

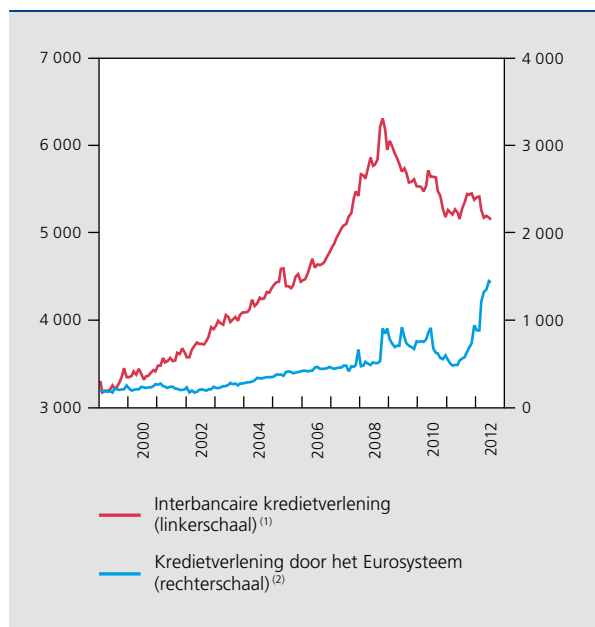
van 2008 omsloeg⁽¹⁾. Nadat de door MFI's aan andere MFI's toegekende kredieten tussen het eerste kwartaal van 2006 en het derde kwartaal van 2008 met gemiddeld zowat 11% per jaar waren toegenomen, daalde de interbancaire kredietverlening met gemiddeld zowat 3% per jaar, ondanks enkele – veeleer kortstondige – periodes waarin de banken opnieuw meer bereid bleken om onderling liquiditeiten te verhandelen. De gestage krimp van het interbancair verkeer is dan ook het gevolg van een aanhoudend wantrouwen tussen de financiële instellingen.

De tegenpost van deze slecht functionerende interbancaire markt – maar ook van de moeilijkheden die bepaalde banken ondervinden om zich via andere private kanalen te financieren – is het toegenomen beroep op herfinanciering door het Eurosysteem dat in de nasleep van het bankroet van Lehman Brothers scherp toenam. De som van de via basis- en langerlopende herfinancieringstransacties toegekende bedragen, het beroep op de marginale beleningsfaciliteit en de andere vorderingen in euro die het Eurosysteem op de ingezeten banken heeft

(in het bijzonder ELA), nam toe van gemiddeld € 503 miljard in de eerste negen maanden van 2008 tot € 883 miljard in het laatste kwartaal van dat jaar. Nadat de eerste herfinancieringstransactie met een looptijd van één jaar in juni 2010 op vervaldag kwam, zette het beroep op het Eurosysteem als bron van financiering een neerwaartse tendens in. Door de opflakking van de overheidsschuldencrisis vanaf medio 2011 nam de kredietverlening door het Eurosysteem echter opnieuw toe, vooral nadat de twee langerlopende herfinancieringstransacties van december 2011 en februari 2012 de banken in het eurogebied verzekerden van een € 1,1 miljard belopende financiering met een looptijd van drie jaar. Op die manier kregen banken inderdaad de mogelijkheid hun activiteiten tijdens de komende drie jaar tegen aantrekkelijke voorwaarden te financieren. Na de toewijzing van deze beide langerlopende herfinancieringstransacties nam het uitstaand bedrag aan interbancaire leningen dan ook opnieuw af, aangezien banken deze fondsen gedeeltelijk aanwendden om hun afhankelijkheid van interbancaire financiering te verkleinen. Hierdoor worden ze immers minder onderhevig aan de soms volatiele voorwaarden op de interbancaire markt en 'kopen' ze tijd om de noodzakelijke aanpassingen in hun balansen door te voeren.

GRAFIEK 3 INTERBANCAIRE KREDIETVERLENING IN HET EUROGEBIED EN KREDIETVERLENING DOOR HET EUROSISTEEM

(in € miljard, maandgegevens)



Bronnen: ECB, Thomson Reuters Datastream en eigen berekeningen.

(1) De interbancaire kredietverlening wordt berekend als het verschil tussen, enerzijds, de deposito's die bij MFI's (exclusief het Eurosysteem) aangehouden worden door andere MFI's (inclusief het Eurosysteem) van het eurogebied en, anderzijds, de som van de posten 'leningen van het Eurosysteem aan kredietinstellingen van het eurogebied in euro' en 'andere vorderingen op kredietinstellingen van het eurogebied in euro' van de geconsolideerde weekstaat van het Eurosysteem.

(2) De reeks geeft de som weer van de posten 'leningen van het Eurosysteem aan kredietinstellingen van het eurogebied in euro' en 'andere vorderingen op kredietinstellingen van het eurogebied in euro' van de geconsolideerde weekstaat van het Eurosysteem.

2.3 Welke risico's zijn aan deze acties van de centrale bank verbonden?

De hierboven beschreven maatregelen van het Eurosysteem gaan met een aantal risico's gepaard, net zoals dat het geval is voor vele andere centrale banken die soortgelijke – zij het op de specifieke noden van hun respectieve economieën toegespitste – acties hebben ondernomen. Enerzijds impliceert de toegenomen liquiditeitsverstrekking aan de financiële sector onvermijdelijk zwaardere financiële risico's voor de centrale bank terwijl, anderzijds, de grotere rol die deze laatste op zich neemt teneinde de macro-economische en financiële stabiliteit te ondersteunen, een aantal ongewenste neveneffecten kan sorteren waar op langere termijn maatschappelijke kosten aan verbonden zijn.

2.3.1 Financiële risico's voor de centrale bank

Bindseil (2011) stelt dat een centrale bank een afweging moet maken tussen, enerzijds, het comfort dat ze financiële instellingen biedt op het vlak van liquiditeitsverstrekking en, anderzijds, het beperken van de financiële risico's

(1) Deze geaggregeerde MFI-gegevens dienen omzichtig te worden geïnterpreteerd, aangezien deze leningen tussen MFI's ook transacties binnen bankengroepen omvatten zodat bijvoorbeeld herstructureringen van grote banken de statistieken kunnen beïnvloeden (ECB, 2010).

die zij op haar balans neemt. Door tijdens een financiële crisis op te treden als centrale tegenpartij tussen banken en aldus financiële instellingen van voldoende liquiditeiten te verzekeren, neemt de centrale bank immers financiële risico's op haar balans die de private sector – althans tijdelijk – niet wenst te nemen. Dit inzicht werd reeds geformuleerd door auteurs in de negentiende eeuw, bijvoorbeeld Bagehot (1873). Tijdens een financiële crisis heeft een centrale bank evenwel goede redenen om banken voldoende liquiditeitsondersteuning te bieden en als gevolg daarvan meer financiële risico's op haar balans te tolereren (Bindseil, 2011).

Als gevolg van de financiële crisis is de private sector niet langer bereid bepaalde risico's te dragen. Mocht de centrale bank in een dergelijke situatie evenmin bereid worden gevonden om meer risico's op haar balans te nemen teneinde op die manier haar eventuele verliezen te beperken, dan zal de economie zeer waarschijnlijk evolueren naar een *bad equilibrium* waarin het uiteindelijk verlies voor alle partijen, inclusief de centrale bank, groter zal uitvallen. Ook in het minder extreme geval kunnen de liquiditeitsproblemen van financiële instellingen aanzienlijke negatieve externaliteiten hebben – bijvoorbeeld paniekverkopen of een al te bruuske afbouw van de kredietverlening aan de reële economie – en het voor de centrale bank onmogelijk maken haar doelstelling te bereiken. In het geval van het Eurosysteem zou een wijdverspreide financiële paniek als gevolg van liquiditeitsproblemen in een deel van de banksector immers een aanzienlijke negatieve impact hebben op de economische bedrijvigheid en derhalve gepaard gaan met neerwaartse risico's voor de prijsstabiliteit. Daarnaast is de centrale bank het enig economisch subject dat niet door liquiditeitsproblemen kan worden getroffen aangezien ze het monopolie heeft op de uitgifte van het meest liquide betaalinstrument, namelijk het basissgeld. Daarom is het zinvol dat, bij een plotse voorkeur van de private sector om zijn blootstelling aan minder liquide activa af te bouwen, een centrale bank tijdelijk meer liquide middelen ter beschikking stelt in ruil voor minder liquide activa.

Bovendien past het Eurosysteem een aantal maatregelen toe ter beheersing van de risico's die met de liquiditeitsverstrekking gepaard gaan. Om te beginnen, moeten alle transacties gedekt worden door gepast onderpand waarop surpluspercentages (*haircuts*) worden toegepast. Een surpluspercentage van, bijvoorbeeld, 10 % betekent dat banken bij afgifte van onderpand met een marktwaarde van € 100 slechts herfinanciering ten belope van € 90 krijgen. Daarnaast dienen banken, via het systeem van margestortingen (*margin calls*), ook extra onderpand ter beschikking te stellen indien de marktwaarde van het neergelegde onderpand tijdens de looptijd van een

transactie daalt. Ten slotte worden ook limieten gesteld aan het gebruik van ongedekte schuldinstrumenten. Hierbij zij erkend dat striktere maatregelen ter beheersing van de financiële risico's in principe gepaard gaan met minder soepele voorwaarden inzake liquiditeitsverstrekking. Het is dan ook de taak van de centrale bank om, afhankelijk van haar voorkeuren en randvoorwaarden, te bepalen aan welke combinatie van financiële risico's en liquiditeitscomfort ze binnen de haalbare mogelijkheden de voorkeur geeft (Bindseil, 2011).

In dat verband zij aangestipt dat het Eurosysteem sedert de start van de financiële crisis haar onderpandbeleid in verschillende opzichten heeft gewijzigd. Algemeen kan worden gesteld dat zij sedert de verscherping van de financiële crisis in september 2008, de reeds lange lijst van beleenbaar onderpand heeft uitgebreid, maar dat ze tegelijkertijd hoge surpluspercentages is gaan toepassen op bepaalde, als meer risicovol beschouwde, activa. Daardoor moet het Eurosysteem zijn risicoblootstelling subtieler kunnen moduleren en aldus de optimale combinatie van liquiditeitsondersteuning en risicoblootstelling kunnen bereiken.

2.3.2 Negatieve bijwerkingen van een aanhoudend soepel monetair beleid

De grotere rol die de centrale banken wereldwijd op zich hebben genomen in de vorm van reeds geruime tijd lage rentetarieven en ook als prominente financieel intermediairs in de economie, kan ook andere dan de hierboven besproken louter financiële risico's impliceren. Verschillende auteurs en beleidsmakers (zie, bijvoorbeeld, Hannoun, (2012)) wijzen erop dat de mogelijkheden van het monetair beleid om de huidige problemen op te lossen, niet onbegrensd zijn en dat de ingrijpende monetairbeleidsacties gepaard kunnen gaan met ongewenste neveneffecten. Op langere termijn kunnen ze zodoende de centrale banken, maar evenzeer de overige economische subjecten, voor nieuwe en mogelijk grotere problemen plaatsen dan die waar ze vandaag mee worden geconfronteerd. In het bijzonder voor de centrale banken bestaat het risico dat hun reputatie wordt aangetast indien economische subjecten al te hoge verwachtingen koesteren ten aanzien van de resultaten van hun acties, verwachtingen die vervolgens niet kunnen worden bewaarheid.

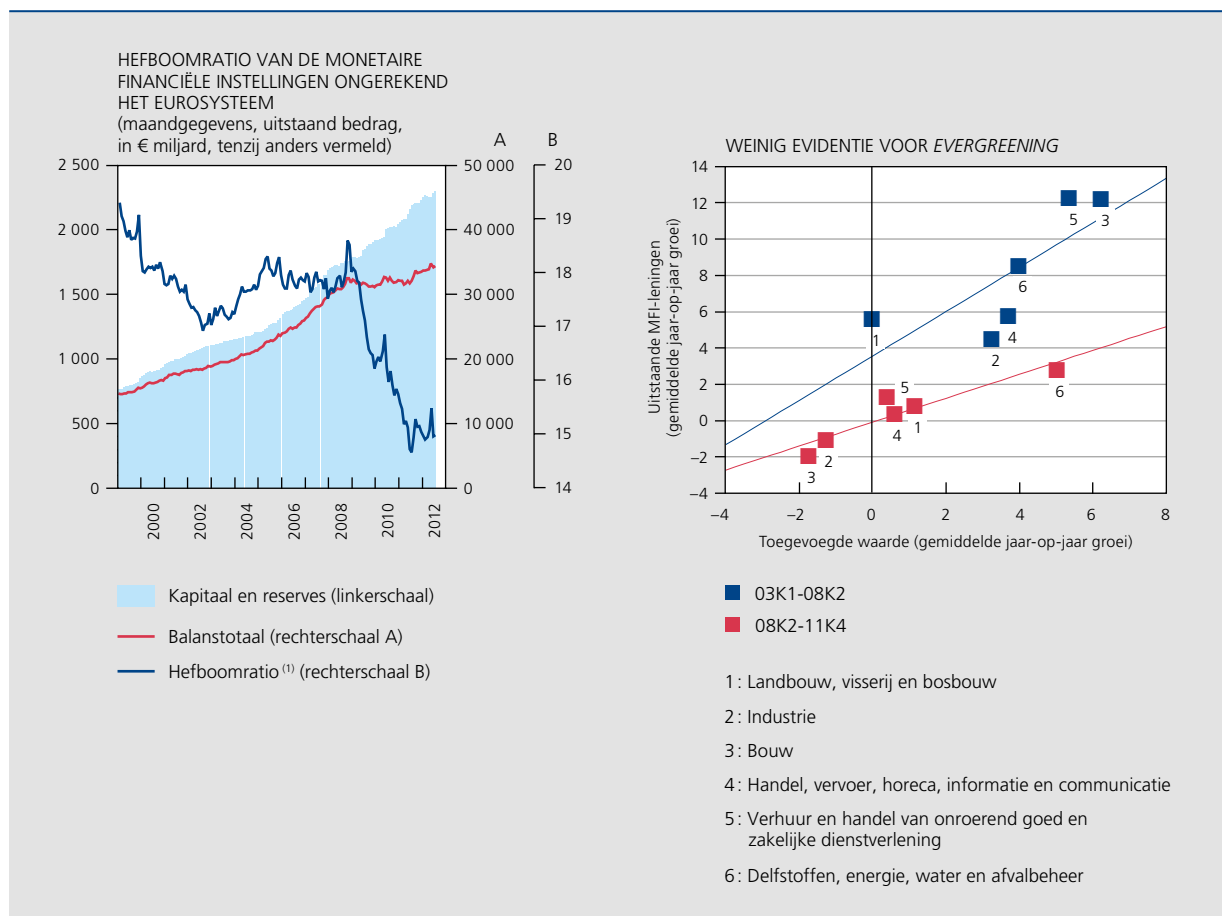
Cordemans en Ide (2012) verwijzen naar een breed scala aan potentiële risico's die gepaard kunnen gaan met een langdurig accommoderend monetair beleid. Specifiek voor de banksector kunnen een aantal risico's worden geïdentificeerd die op een meer of minder rechtstreekse wijze het gevolg zijn van het lagerentebeleid en van de

omvangrijker centralebankbalansen. Om te beginnen, bestaat het risico dat de balansen van de financiële instellingen onvoldoende worden gesaneerd. Hoewel de acties van het Eurosysteem erop gericht zijn te vermijden dat de balansen van commerciële banken al te bruusk worden aangepast, moeten de noodzakelijke ingrepen toch geleidelijk gebeuren. In het bijzonder dienen banken hun eigen vermogen te versterken om aldus beter bestand te zijn tegen schokken en minder afhankelijk te worden van volatiele schuldfinanciering. Maar door de lage rente en een lage drempel tot financiering bij de centrale bank bestaat het risico dat banken deze kapitaalsverhogingen gaan uitstellen, temeer daar bankkapitaal duur is in een context van voor financiële instellingen lage marktnoteringen.

Uit gegevens tot en met medio 2012 blijkt echter dat dit risico zich tot dusver niet heeft voorgedaan. De hefboomratio van de banksector van het eurogebied is immers gedaald van zowat 18,5 in het laatste kwartaal van 2008 tot ongeveer 15 in de eerste zes maanden van 2012. Volgens

deze maatstaf is de banksector van het eurogebied sinds de start van de derde fase van de EMU nooit zo weinig afhankelijk geweest van schuldfinanciering. Deze daling van de hefboomratio is het resultaat van een minder uitgesproken toename van het geaggregeerde balanstotaal van de banksector, maar vooral van het aantrekken van vers kapitaal. In de herkapitalisatieplannen die banken in januari 2012 bij de EBA hebben ingediend, hebben zij dat ook zo aangegeven. Uit de in juli 2012 gepubliceerde resultaten van die herkapitalisatieronde is dan ook gebleken dat de versterking van de kapitaalratio door de grote Europese banken voor zowat 76% gebeurd is door kapitaalversterkende maatregelen, zodat maatregelen met betrekking tot de activa van de banken een veel kleinere bijdrage hebben geleverd (EBA, 2012). Bovendien is gebleken dat deze laatste maatregelen slechts een beperkte weerslag hebben gehad op de prijzen van activa of op de kredietverlening, aangezien andere financiële spelers de financieringsactiviteiten van banken ten minste gedeeltelijk hebben overgenomen (BIS, 2012a).

GRAFIEK 4 STRUCTURELE AANPASSINGEN NA HET UITBREKEN VAN DE FINANCIËLE CRISIS



Bronnen: ECB, Eurostat, Thomson Reuters Datastream en eigen berekeningen.

(1) De hefboomratio wordt berekend als de verhouding van het balanstotaal over het kapitaal en de reserves.

Vervolgens zij aangestipt dat een accommoderend monetair beleid – zowel wat de monetairbeleidskoers als wat de voorwaarden inzake liquiditeitsverstrekking betreft – commerciële banken er kan toe aanzetten problematische kredieten niet af te schrijven, maar kredietnemers veeleer de kans te bieden hun leningen tegen een lage rente te verlengen (BIS, 2012b). Die lage rente betekent immers dat ze hun uitstaand krediet kunnen herfinancieren met slechts beperkte rentelasten en geringe kapitaalaflossingen. Op die manier kunnen banken het erkennen van verliezen uitstellen, wat aan hun winstgevendheid op korte termijn ten goede komt. Aan deze praktijk zijn op z'n minst twee nadelen verbonden. Ten eerste bestaat het risico op een inferieure allocatie van krediet in de economie met efficiëntieverlies tot gevolg. En ten tweede kunnen banken afgesneden worden van private financiering, wanneer tegenpartijen de kwaliteit van de activa van de bank betwisten ingeval er weinig transparantie bestaat over de omvang van dergelijke vernieuwde kredieten aan weinig solvabele kredietnemers.

Over de omvang van dit fenomeen van *evergreening* in het eurogebied tijdens de huidige financiële crisis is de literatuur beperkt, in tegenstelling tot die over de aanhoudende periode van lage nominale rentetarieven in Japan. Caballero, Hoshi en Kashyap (2008), bijvoorbeeld, tonen inderdaad aan dat insolvabele bedrijven krediet zijn blijven ontvangen, wat de winstgevendheid – en dus ook de markttoegang, de investeringen en de werkgelegenheidscreatie – van gezondere bedrijven onder druk heeft gezet. Wat het eurogebied betreft, geven Albertazzi en Marchetti (2010) aan dat *evergreening* van leningen door kleinere en minder sterk gekapitaliseerde Italiaanse banken een rol kan hebben gespeeld tijdens de zes maanden die volgden op het faillissement van Lehman Brothers. De OESO (OECD, 2012) oordeelt dat, voor een aantal Europese economieën, het aandeel van de niet-performante leningen in het totale aantal uitstaande leningen in 2009 vergelijkbaar was met dat van het begin van de jaren 2000, ondanks een duidelijk betere conjuncturele situatie in deze laatste periode. Dit kan verband houden met een beter risicobeheer, maar het kan ook wijzen op een terughoudendheid vanwege de banken om op slechte leningen verliezen te nemen.

Vier jaar na de verscherping van de economische crisis lijkt het zinvol om op basis van een eenvoudige oefening na te gaan of er aanwijzingen zijn dat het accommoderend monetair beleid ertoe geleid heeft dat slecht presterende bedrijfstakken leningen zijn blijven ontvangen ten koste van sneller groeiende bedrijfstakken. Zowel voor een periode van ongeveer vijf jaar vóór de start van de crisis als voor een periode van zowat drie jaar ná het faillissement van Lehman Brothers, wordt in het kader van

die oefening nagegaan wat het verband is tussen de gemiddelde jaar-op-jaar groei van de toegevoegde waarde van een staal van zes bedrijfstakken en de gemiddelde jaar-op-jaar groei van de aan die bedrijfstakken toegekende leningen. Hieruit blijkt dat er vóór de crisis een sterk positief verband bestond tussen de economische groei die een bedrijfstak liet optekenen en de aan die bedrijfstak verstrekte leningen. Vooral in de bouwsector en in de branche die vastgoedactiviteiten en zakelijke dienstverlening omvat, lieten beide variabelen een forse groei optekenen. Tijdens de crisisperiode is de situatie in deze bedrijfstakken evenwel omgeslagen: de gemiddelde jaar-op-jaar groei van de branche vastgoedactiviteiten en zakelijke dienstverlening vertraagde tot zowat 0,4%, terwijl de toegevoegde waarde van de bouwsector tussen het tweede kwartaal van 2008 en het einde van 2011 zelfs afnam. *Evergreening* leek in die periode weinig voor te komen, aangezien deze bedrijfstakken ook de hun toegestane leningen zagen slinken of aanzienlijk minder snel groeien. Het zijn vooral de sneller groeiende bedrijfstakken die meer leningen toegekend kregen. De regressiecoëfficiënt en de constante zijn wél kleiner dan vóór de crisisperiode, wat te rijmen valt met een aanbodeffect op de kredietverlening in het eurogebied.

Ten derde bestaat het risico dat het probleem van *asset encumbrance* scherper wordt gesteld door het fors toegenomen beroep op de centrale bank als financieringsbron (ECB, 2012c). Reeds vroeg tijdens de financiële crisis werd op de interbancaire markt een verschuiving vastgesteld van niet-gewaarborgde naar gewaarborgde transacties (ECB, 2012b). Hoewel banken hierdoor de mogelijkheid hebben gekregen zich via de markt te blijven financieren, bestaat het gevaar dat door dit groter beroep op gewaarborgde financiering een terugkeer naar de niet-gewaarborgde markt wordt bemoeilijkt. Doordat een groter deel van de activa van de financiële instelling op die manier als onderpand bezwaard is (*encumbered*), blijft, bij een eventuele wanbetaling door de financiële instelling, immers een kleiner aandeel activa over ter compensatie van de niet-gewaarborgde kredietverleners. Dit probleem wordt nog verergerd door de acties van het Eurosysteem. Alle herfinanciering die banken bij het Eurosysteem opnemen, moet immers gedekt worden door onderpand. Daarnaast heeft het Eurosysteem twee programma's opgezet voor de aankoop van gedekte obligaties; dankzij deze programma's heeft de markt voor gedekte schuldbewijzen een stimulans gekregen. De daaropvolgende toename van primaire uitgaven van deze instrumenten (ECB, 2012b) betekent eveneens dat meer activa van de banken als onderpand worden geblokkeerd. Het IMF (2012b) stelt inderdaad dat het aandeel van de bankactiva die door onderpand zijn bezwaard, tussen 2007 en februari 2012 in het eurogebied

gestegen is van zowat 8 tot 10% met aanzienlijk grotere toenames in sommige landen die zwaar door de crisis werden getroffen.

Tot slot hebben sommige banken de door het Eurosysteem verschaft liquiditeiten kennelijk aangewend om aankopen van overheidspapier te financieren, in het bijzonder van schuldbewijzen die zijn uitgegeven door de binnenlandse overheid (IMF, 2012a). Dat was zeker het geval na de twee transacties met een looptijd van drie jaar die eind 2011 en begin 2012 werden verricht. Hierdoor ontstaat het gevaar dat de mogelijke besmetting tussen de overheid en de ingezeten banksector nog groter wordt.

3. De bufferfunctie van het Eurosysteem bij het herstellen van de externe onevenwichten in het eurogebied

3.1 Van bankencrisis naar landencrisis

In verschillende landen van het eurogebied bevond zowel de ingezeten banksector als de overheid zich bij het begin van de financiële crisis in een kwetsbare financiële situatie. Dit kan niet los worden gezien van de macro-economische externe onevenwichten die deze landen in de eerste tien jaar van de monetaire unie hadden opgebouwd. In het decennium dat aan de financiële crisis voorafging, verslechterde in een aantal landen van het eurogebied immers de brutoschuldpositie van, afhankelijk van het beschouwde land, de overheidssector, de private sector of van beide. Dat maakte deze landen sterk afhankelijk van buitenlandse financiering⁽¹⁾, een proces waarin de ingezeten banksector een belangrijke rol speelde.

Tegen de achtergrond van een verslechtering van hun concurrentievermogen – die zich bijvoorbeeld vertaalde in een snellere stijging van de loonkosten per eenheid product – en een opmerkelijke toename van de binnenlandse vraag, werden enkele landen van het eurogebied – zoals Portugal en Griekenland – geconfronteerd met een aanhoudend negatief saldo op hun lopende rekening en met een verslechterende internationale

netto-investeringspositie (De Prest, Geeroms en Langenus, 2012). Andere landen – bijvoorbeeld Ierland – hadden minder zware tekorten op hun lopende rekening, maar ook zij bleken sterk afhankelijk van buitenlandse financiering. Dat had te maken met de aanzienlijke grensoverschrijdende kapitaalstromen die gepaard gingen met een omvangrijke en internationaal actieve financiële sector. Verderop in dit artikel worden alle eurolanden die zwaar afhankelijk zijn van internationale financiering – dus ook Ierland – bestempeld als deficitlanden. Omgekeerd zagen enkele andere eurolanden hun concurrentiepositie fors verbeteren, waardoor ze, mede dankzij een erg matig groeiende binnenlandse vraag, aanzienlijke overschotten op hun lopende rekening konden boeken en een sterke nettocrediteurpositie wisten op te bouwen.

Tijdens de eerste jaren van de derde fase van de EMU werd heel wat vooruitgang geboekt inzake de financiële integratie in het eurogebied en ondervonden de deficitlanden geen problemen om zich via de internationale financiële markten te financieren. Dit kwam doordat spaaroverschotten in de surpluslanden vlot doorstroomden naar de deficitlanden. De voortschrijdende financiële integratie nam verschillende vormen aan (ECB, 2012b). Het grensoverschrijdend bezit van aandelen en andere effecten nam toe, terwijl ook banken steeds meer leningen verschaften aan de niet-financiële sector van andere eurolanden, hoewel dit laatste verschijnsel eerder beperkt bleef⁽²⁾. Tot slot financierden ook banken zich in toenemende mate bij tegenpartijen uit andere landen van het eurogebied, bijvoorbeeld via interbancaire deposito's of via de uitgifte van bankschuld. De directe buitenlandse investeringen – doorgaans een stabiele bron van buitenlandse financiering – vertegenwoordigden evenwel slechts een klein aandeel van de financiering van de deficitlanden (EC, 2006).

Naarmate de financiële crisis aanhield, begon de financiële integratie in het eurogebied evenwel af te brokkelen. De marktdeelnemers gingen zich immers vragen stellen bij de houdbaarheid van de schulden van sommige landen, in het bijzonder de overheidsschulden. De financiële crisis was immers niet zonder gevolgen gebleven voor de overheidsfinanciën van sommige landen van het eurogebied, die reeds vóór de financiële crisis kwetsbaar waren gebleken. Als reactie op de zware recessie na het bankroet van Lehman Brothers voerden zij immers niet alleen een contra-cyclisch budgettair beleid; ze waren ook verplicht hun ingezeten banken financieel te ondersteunen. Bij ontstentenis van een Europese structuur om dat te doen, is de ingezeten banksector immers in hoge mate aangewezen op de nationale overheid voor maatregelen inzake financiële steun. Hierdoor kunnen problemen in de banksector de financiële gezondheid van een overheid in het gedrang brengen.

(1) Een vlot beroep op externe financiering in geval van schokken of in een *catching-up* fase is uit welvaarts oogpunt uiteraard positief. Het feit dat er geen wisselkoersrisico bestond, wat een positieve impact op de financiële integratie had, was dan ook een belangrijk motief om de EMU op te zetten. Meer financiële integratie moet op zijn beurt economische subjecten de kans bieden om op een grotere markt de risico's te diversifiëren en de intertemporele allocatie van de consumptie te optimaliseren. Blijkbaar werd de kapitaalinvloed echter niet alleen aangewend om tijdelijke schokken op te vangen of om productieve investeringen te doen, maar werd hij ook door minder gunstige factoren gedreven (EC, 2006).

(2) In het eerste kwartaal van 2009 bereikte het aandeel van de grensoverschrijdende leningen van MFI's aan niet-MFI's binnen het eurogebied een hoogtepunt dat echter slechts 5,4% bedroeg.

Bovendien is er een wederzijdse beïnvloeding tussen die beide sectoren. Overheidspapier maakt doorgaans een groot aandeel uit van de activa die door banken worden aangehouden. Deze activaklasse werd immers als veilig beschouwd, wat zich vertaalde in de lage risicoweging die regulatoren en marktpartijen eraan toekenden. Na de verscherping van de financiële crisis in het najaar van 2008 gingen de banken van het eurogebied zich dan ook – in het licht van dat risico-‘arme’ profiel en tegenovergesteld aan de tendens van de voorgaande jaren – in hogere mate blootstellen aan overheidspapier. Tijdens de eerste fase van de crisis nam het aandeel van de eigen soevereine staat in de aangehouden effecten bovendien toe (ECB, 2012b). Op die manier werd de ingezeten banksector op rechtstreekse wijze kwetsbaar voor een verslechtering van de financiële gezondheid van de overheid, aangezien de banken als gevolg van de dalende koersen van overheidspapier verlies leden en meer moeilijkheden ondervonden om zich via de gewaarborgde markt te financieren. Op deze markt zijn overheidsobligaties immers een belangrijke onderpandklasse. Daarnaast is ook een meer indirecte besmetting mogelijk van de overheid naar de ingezeten banksector. Beschouwen

investeerders de financiële instellingen van een jurisdictie – louter vanwege de precare budgettaire situatie van de overheid – als minder sterk, dan kan dit een zichzelf voedend en bevestigend proces op gang brengen waarbij de toegang tot marktfinanciering van die instellingen in het gedrang komt. Merler en Pisani-Ferry (2012b) stellen aan de hand van de noteringen van CDS-contracten vast dat het verband tussen het gepercipieerde risico op wanbetaling van, enerzijds, banken en, anderzijds, overheden sedert begin 2011 in het eurogebied, anders dan in de Verenigde Staten, hechter is geworden.

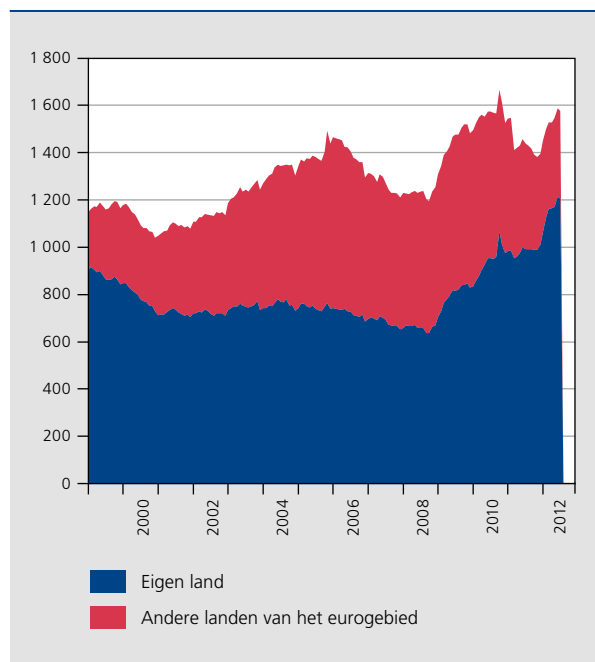
De nauwe link tussen de overheid en de ingezeten banken impliceert dat er niet langer sprake is van kwetsbare individuele banken, maar van kwetsbare nationale banksectoren. De overheidsschuldencrisis ging dan ook gepaard met een verscherping van de bankencrisis waarbij buitenlandse kredietverstrekkers steeds meer vraagtekens gingen plaatsen bij de financiële gezondheid van een aantal nationale banksectoren. Die onzekerheid omtrent de solvabiliteit van banken werd nog gevoed doordat, in een aantal deficitlanden, de banken een belangrijke rol speelden in de internationale financiering van de door de private sector geaccumuleerde schulden. De bankencrisis ging dan ook geleidelijk over in een landencrisis waarbij het onderscheid dat marktdeelnemers maakten tussen als financieel gezond en minder gezond gepercipieerde banken, steeds meer langsheen de nationale grenzen kwam te liggen.

Er deed zich derhalve een ommekeer voor in de financiële integratie die bij de verscherping van de overheidsschuldencrisis in 2011 versnelde (ECB, 2012b). De economische subjecten wensten zich immers minder sterk bloot te stellen aan de kwetsbare landen, een verschijnsel dat relatief snel tot uiting kwam aangezien de buitenlandse financiering in hoge mate de vorm had aangenomen van – veelal kortlopende – interbancaire leningen of verhandelbare schuldinstrumenten. De plotse en ongemeen scherpe ommekeer van kapitaalstromen binnen het eurogebied wordt door verschillende auteurs dan ook bestempeld als een crisis van de betalingsbalans (Ifo, 2012) of *sudden stops* (Merler en Pisani-Ferry, 2012a).

3.2 Het Eurosysteem als intermediair voor landen

Als gevolg van deze segmentatie van de financiële markten langsheen de landsgrenzen, zagen de banksectoren van een aantal landen zich in toenemende mate verplicht om, ter vervanging van de opdrogende private financiering, een beroep te doen op financiering van het Eurosysteem. Heel wat financiële instellingen in landen met steviger economische fundamentals wensten

GRAFIEK 5 DOOR DE OVERHEDEN VAN HET EUROGEBIED UITGEGEVEN SCHULDINSTRUMENTEN DIE WORDEN AANGEHOUDEN DOOR MFI'S IN HET EUROGEBIED (EXCLUSIEF HET EUROSISTEEM)⁽¹⁾
(maandgegevens, in € miljard)



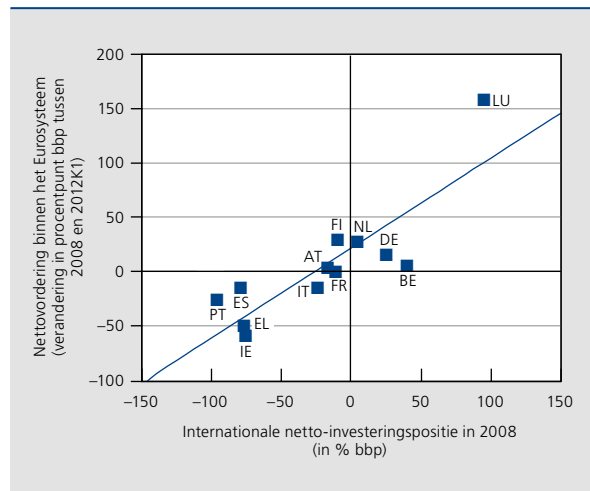
Bron: ECB.

(1) De grafiek toont, respectievelijk, de door de banksector van een land aangehouden schuldinstrumenten die zijn uitgegeven door de overheid van dat land en de aangehouden schuldinstrumenten die zijn uitgegeven door de overheden van de andere landen van het eurogebied.

immers niet langer hun kredietverlening aan die landen te verlengen en gaven er de voorkeur aan de gerepatrieerde liquiditeiten veilig bij de centrale bank te plaatsen en de opportuiniteitskosten daarvan te dragen⁽¹⁾. Zoals uiteengezet in het Kader ontstonden aldus, binnen het Eurosysteem, aanzienlijke verplichtingen en vorderingen van NCB's die de tegenpost zijn van, enerzijds, een toegenomen kredietverlening aan de ingezeten banksector ter compensatie van de opdrogende private financiering in de deficitlanden en, anderzijds, de rol van de centrale bank als veilige tegenpartij voor het plaatsen van overtoollige liquiditeiten waarover banken in de surpluslanden beschikken en die ze niet wensen uit te lenen aan banken in de deficitlanden.

(1) Tegoeden die commerciële banken op hun rekening-courant bij het Eurosysteem aanhouden bovenop hun reserveverplichting worden immers niet vergoed, terwijl ook het beroep op de depositofaciliteit slechts een beperkte rente oplevert (Boeckx en Ide, 2012). Deze laatste vergoeding werd zelfs teruggebracht tot nul vanaf de zevende reserveaanhoudingsperiode van 2012 die aanving op 11 juli.

GRAFIEK 6 INTERNATIONALE NETTO-INVESTERINGSPOSITIES EN INTRA-EUROSISTEEMPOSITIES



Bronnen: Eurostat, Thomson Reuters Datastream en eigen berekeningen.

Kader – Vorderingen en verplichtingen binnen het Eurosysteem tijdens de financiële crisis

Tijdens de crisis waren de door NCB's geaccumuleerde vorderingen en verplichtingen ten opzichte van het Eurosysteem het voorwerp van intense discussies (zie Ifo (2012) of Bindseil en König (2011)). Daarbij kwamen vooral de aanzienlijke saldi van NCB's in het kader van TARGET2 ter sprake. In dit Kader wordt uitgelegd wat TARGET2 is, hoe deze aanzienlijke posities van individuele NCB's zijn ontstaan en welke interpretatie aan deze saldi kan worden gegeven.

TARGET2 is het betalingssysteem dat door het Eurosysteem wordt onderhouden en dat financiële instellingen in het eurogebied in staat stelt grensoverschrijdende betalingen in centralebankgeld uit te voeren. Hoewel marktdeelnemers niet verplicht zijn voor alle transacties TARGET2 te gebruiken, heeft het systeem een zeer groot marktaandeel vanwege de gebruiksvriendelijkheid en de voordelige kostenstructuur ervan.

Het monetaire beleid in het eurogebied wordt decentraal geïmplementeerd, wat betekent dat banken voor herfinanciering en voor het plaatsen van liquiditeitsoverschotten aankloppen bij de NCB van het land waar ze gevestigd zijn en niet bij de ECB. Om in deze context de balansen van de individuele NCB's sluitend te maken, zijn vorderingen en verplichtingen in het kader van TARGET2 in het leven geroepen. Hoewel deze vorderingen en verplichtingen van de NCB's ten opzichte van de ECB elkaar compenseren voor het eurogebied als geheel, tekenden enkele NCB's tijdens de financiële crisis gestaag toenemende nettoposities op.

Uit de onderstaande figuur – die geïnspireerd is op het voorbeeld dat in hoofdstuk 2 van dit artikel werd besproken – blijkt hoe het opdrogen van de interbancaire financiering aanleiding geeft tot TARGET2-vorderingen of verplichtingen van NCB's. In de uitgangspositie in dit voorbeeld heeft de banksector van land A, vanwege de deposito's die residenten aanhouden bij de ingezeten banken, een overschot aan liquiditeiten dat hij uitleent aan de banken van land B die een minder groot beroep doen op financiering via retaildeposito's. Bij twijfels over de financiële gezondheid van de banksector in land B – zoals dat tijdens de overheidsschuldencrisis voor sommige eurolanden het geval is –, vernieuwen de banken van land A hun interbancaire leningen niet langer en moeten de

banken van land B hun interbancaire schuld terugbetalen. In het voorbeeld is de omvang van die teruggeschroefde interbancaire lening gelijk aan z . Bij de terugbetaling van de interbancaire schuld worden de tegoeden die de banksector van land B aanhoudt bij de NCB van land B verminderd met z , terwijl de banken in land A een instroom van centralebankgeld optekenen en hun tegoeden bij de centrale bank met datzelfde bedrag zien toenemen. Hiermee kan de transactie evenwel niet beëindigd zijn, aangezien de balansen van de respectieve NCB's niet langer sluitend blijken te zijn.

Teneinde de centralebankbalansen in evenwicht te brengen, voorziet het Eurosysteem in compenserende balansposten die vorderingen of verplichtingen van de respectieve NCB's ten opzichte van de ECB omvatten, de zogeheten TARGET2-saldi. De ECB fungeert derhalve als een centrale tegenpartij waarlangs alle transacties passeren. De NCB van land A boekt dan ook een TARGET2-vordering op de ECB, als tegenpost voor de toename van de tegoeden die de ingezeten banksector bij de NCB aanhoudt. Omgekeerd boekt de NCB van land B een TARGET2-verplichting als compensatie voor de afname van haar verplichtingen – in de vorm van tegoeden op de rekening-courant of de depositofaciliteit – ten opzichte van de ingezeten banksector.

Na het terugbetalen van de niet-vernieuwde interbancaire financiering, zal de banksector van land B bij het Eurosysteem aankloppen om zich te herfinancieren voor een bedrag $z^{(1)}$. De banksector in land A kan, dankzij de instroom van liquiditeiten, zijn beroep op herfinanciering door de centrale bank afbouwen. Dit is evenwel slechts mogelijk tot wanneer die herfinanciering teruggebracht is tot nul; nadien is er voor een dergelijke herschikking geen ruimte meer. Is z groter dan 10, dan zullen de banken in land A hun tegoeden bij de centrale bank dus zien stijgen.

(1) Een alternatief zou zijn dat de banksector van land B zijn activa afbouwt en op die manier een nieuwe instroom van liquiditeiten genereert. Dat zou evenwel een risico impliceren op al te bruske verkopen van effecten of op een plotselinge inkrimping van het kredietaanbod, met negatieve macro-economische effecten tot gevolg. Daarom heeft het Eurosysteem de banken de mogelijkheid geboden zich bij de centrale bank te herfinancieren, waardoor het een niet-ordentelijke afbouw van de balans helpt te vermijden (zie ook hoofdstuk 2 van dit artikel).

TARGET2-SALDI OP DE BALANSEN VAN DE NCB'S IN HET EUROGEBIED

Banksector land A			
Krediet aan niet-financiële ondernemingen	45	Deposito's van huishoudens	55
Interbancaire lening aan banksector land B	$20 - z$	Krediet van NCB land A	$10 - \min(z, 10)$
Tegoeden bij NCB land A	$\max(z - 10, 0)$		
Banksector land B			
Krediet aan niet-financiële ondernemingen	45	Deposito's van huishoudens	15
		Krediet van NCB land B	$10 + z$
		Interbancaire lening van banksector land A	$20 - z$
NCB land A			
Krediet aan banksector land A	$10 - \min(z, 10)$	Bankbiljetten	10
TARGET2-vordering	z	Tegoeden van banksector land A	$\max(z - 10, 0)$
NCB land B			
Krediet aan banksector land B	$10 + z$	Bankbiljetten	10
		TARGET2-verplichting	z
Eurosysteem (geconsolideerd)			
Krediet aan commerciële banken	$20 + \max(0, z - 10)$	Bankbiljetten	20
		Tegoeden van banksector	$\max(z - 10, 0)$

Bovenstaand voorbeeld – dat kan worden uitgebreid met bewegingen van retaildeposito's tussen landen of met andere schokken in de grensoverschrijdende financiering – toont aan hoe elektronische betalingen tussen landen binnen de monetaire unie aanleiding geven tot TARGET2-saldi van NCB's. Er zij evenwel opgemerkt dat in deze TARGET2-saldi geen rekening is gehouden met betalingen die gebeuren aan de hand van bankbiljetten en dat aldus een – mogelijkterwijs relevant – kanaal van grensoverschrijdende betalingen buiten beschouwing blijft (Jobst, Handig en Holzfeind, 2012). Precies om die reden argumenteren ook Boeckx en König (2012) dat het zinvol is om in de analyse van de financieringsnoden van bepaalde banksectoren eveneens de door de uitgifte van bankbiljetten⁽¹⁾ ontstane intra-Eurosteemsaldi te betrekken.

Tegelijkertijd halen zij nog verschillende andere redenen aan waarom de intra-Eurosteemsaldi die de NCB's ten opzichte van de ECB opbouwen, geen perfecte indicator zijn van de financieringsbehoeften van de nationale banksectoren. Een belangrijke verstoringende factor zijn de grote internationale bankgroepen die hun thesauriebeheer doorgaans in één jurisdictie centraliseren, wat aanzienlijke implicaties kan hebben voor het verloop van de intra-Eurosteemvorderingen of -verplichtingen van de individuele NCB's. Dat is bijvoorbeeld het geval in België. Daarnaast kunnen dealdi van de NCB's ook worden beïnvloed door de betalingsstromen in niet-centralebankgeld of door deviezentransacties die door ingezetenen worden verricht. Toch bestaat er een – weliswaar niet perfecte – samenhang tussen de moeilijker toegang tot marktfinanciering, het verruimde beroep op het Eurosteem als alternatieve financieringsbron en de toegenomen intra-Eurosteemverplichtingen in de landen waar financiële onrust heerst.

(1) Voor meer informatie over de wijze waarop de uitgifte van bankbiljetten door de NCB's van het eurogebied wordt geregistreerd, zie Krsnakova en Oberleithner (2012).

Op die manier plaatst het Eurosteem zich – parallel met de voortschrijdende segmentatie van de financiële markten langs de nationale grenzen – steeds meer tussen de nationale banksectoren en niet langer tussen individuele banken die willekeurig over het eurogebied verspreid zijn, zoals dat aan het begin van de financiële crisis het geval was. Net zoals voor individuele banken vermijdt een dergelijke intermediatierol dat de landen die te maken krijgen met plots opdrogende private kapitaalstromen, zich verplicht zien hun buitenlands verkeer bruusk af te bouwen, wat met – mogelijkterwijs aanzienlijke – macro-economische en financiële beroering gepaard zou gaan. Daarnaast heeft het Eurosteem op die manier de financiële stabiliteit in de surpluslanden ondersteund doordat deze laatste in staat bleken hun blootstelling aan de deficitlanden op een relatief comfortabele manier af te bouwen, namelijk zonder dat zij daarbij werden geconfronteerd met terugbetalingsmoeilijkheden van door liquiditeitsschokken getroffen financiële instellingen.

Een en ander blijkt ook uit de betalingsbalans, waarin de transacties tussen ingezetenen en niet-ingezetenen van een land worden geregistreerd. Wordt een land geconfronteerd met uitstromen van private externe financiering – bijvoorbeeld een grensoverschrijdende interbancaire lening die op vervalddag via een elektronische transfer

wordt terugbetaald, zoals in het Kader is uiteengezet –, dan wordt die dalende netto externe verplichting van de private sector aan het buitenland gecompenseerd door een toegenomen TARGET2-verplichting van de ingezeten NCB aan de ECB. Omdat de ECB als een niet-ingezetene wordt beschouwd, worden die veranderingen in de posities van de NCB's ten opzichte van de ECB eveneens in de betalingsbalans geregistreerd⁽¹⁾. Omgekeerd geldt ook dat een repatriëring van de interbancaire lening naar het land van de kredietverstrekker aldaar wordt geregistreerd als een dalende nettovordering van de private sector op het buitenland, met als tegenpost een toegenomen buitenlandse nettovordering voor de centrale bank in de vorm van een TARGET2-vordering. Ook de door de EU en het IMF opgezette financieringsprogramma's worden in de betalingsbalans geregistreerd, aangezien ze voor de landen die via deze programma's financiering genieten, een bron van kapitaalinvloer zijn en stijgende nettoverplichtingen ten opzichte van het buitenland impliceren. Worden deze officiële kapitaalstromen samen beschouwd met de private nettokapitaalstromen – die als een restcategorie worden berekend –, dan kan ook worden nagegaan in welke mate de officiële sector in het eurogebied de

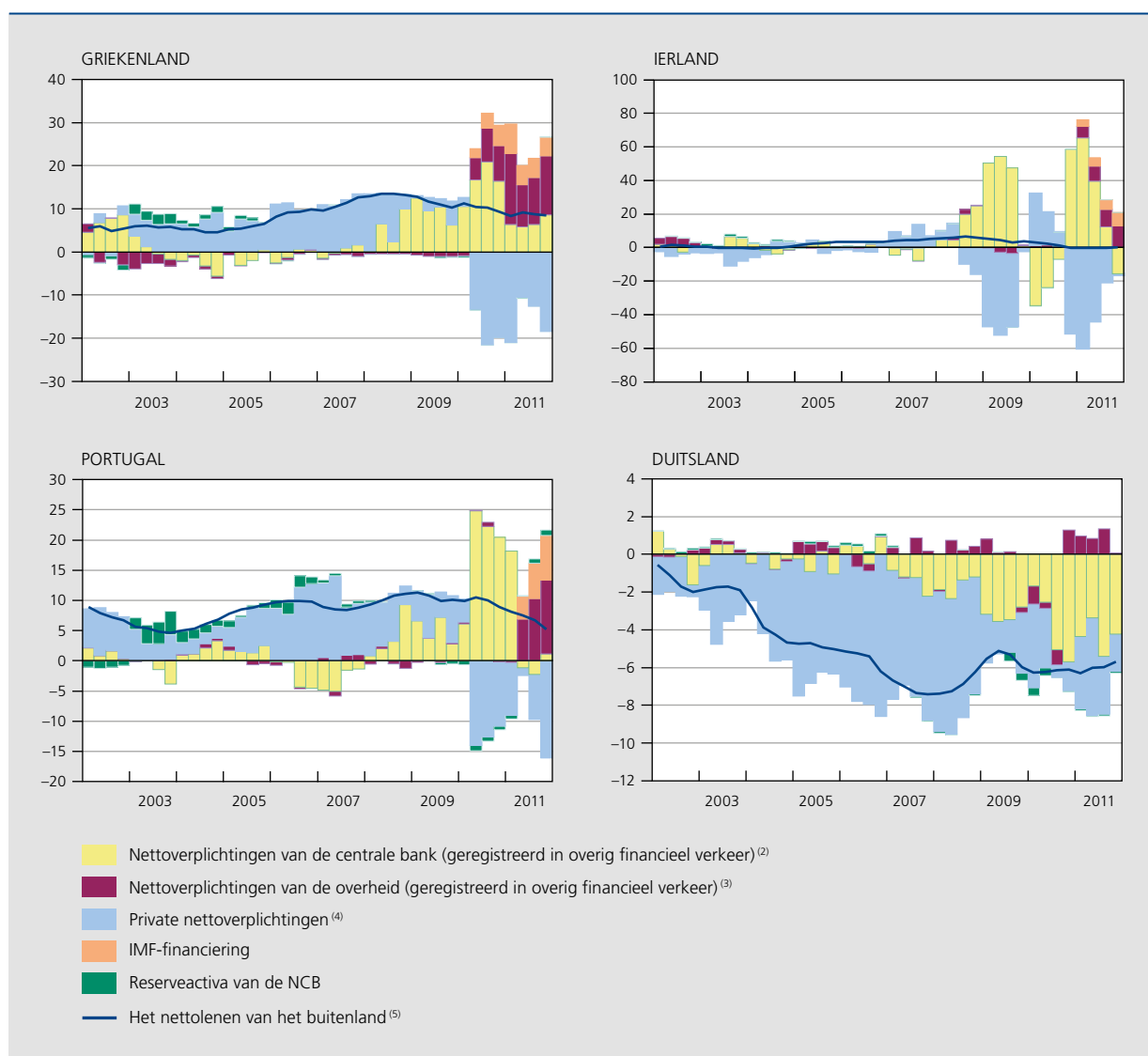
(1) De veranderingen in de nettoposities die de NCB's ten opzichte van de ECB aanhouden, worden in de betalingsbalans geregistreerd als 'andere investeringen van de monetaire autoriteiten'.

financiële intermediatie tussen landen van het eurogebied heeft overgenomen⁽¹⁾.

Voordat de eerste tekenen van de financiële crisis zich manifesteerden, ondervonden Griekenland en Portugal geen problemen om, voor de financiering van de stijgende tekorten op hun lopende rekening, voldoende private kapitaalstromen aan te trekken. Ierland, daarentegen, deed tegen de achtergrond van een geringer tekort op zijn lopende rekening een kleiner nettoberoep op buitenlandse financiering. Dit verhult evenwel aanzienlijke brutokapitaalstromen die

(1) Deze benadering houdt geen rekening met de aankopen van overheidspapier of gedekte obligaties die het Eurosysteem verricht in het kader van het monetair beleid. Verkoopt een resident bijvoorbeeld een door een resident uitgegeven schuldbewijs aan een niet-ingezetene NCB of aan de ECB, dan impliceert dit een TARGET2-vordering voor de NCB van de verkoper, maar tegelijk een toegenomen verplichting ten opzichte van de niet-ingezetene NCB of de ECB. In de hier gebruikte benadering wordt enkel de TARGET2-vordering expliciet geïdentificeerd. Hierdoor overschatten de hier berekende private kapitaalstromen de werkelijke private kapitaalstromen enigszins (zie bijvoorbeeld ook Merler en Pisani-Ferry (2012a)).

GRAFIEK 7 HET NETTOLENIEN VAN HET BUITENLAND⁽¹⁾
(in % bbp, gemiddelde van de afgelopen vier kwartalen)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream en eigen berekeningen.

- (1) Omdat de post vergissingen en weglatingen niet wordt getoond, is de som van de financieringsstromen niet gelijk aan het nettolenen van het buitenland.
- (2) Hoewel deze post méér omvat dan alleen maar de posities met betrekking tot TARGET2, stemmen de transacties in deze post grotendeels overeen met de wijziging in de TARGET2-posities. Enkel voor Ierland lijkt dit niet op te gaan, zodat in dat geval TARGET2-posities zijn gebruikt en niet alle gegevens in die grafiek afkomstig zijn van de betalingsbalans.
- (3) In deze post worden de leningen geregistreerd die landen met het EFSF en het EFSM afsluiten, alsook de bilaterale leningen aan Griekenland. Daarnaast omvat deze post bijvoorbeeld ook deposito's die de overheid in het buitenland aanhoudt.
- (4) Private nettoverplichtingen worden gedefinieerd als zijnde het verschil tussen het saldo op de financiële rekening en de nettoverplichtingen van zowel de centrale bank als de overheid, zoals geregistreerd in het overig financieel verkeer van de financiële rekening.
- (5) Het nettolenen van het buitenland wordt gedefinieerd als zijnde de som van het saldo op de lopende rekening en de kapitaalrekening, met tegengesteld teken.

de banksector van dat land eveneens vatbaar maakten voor een plots opdrogen van financiering. Bij de eerste tekenen van de financiële crisis ondervonden deze drie landen moeilijkheden om zich via de markt te financieren, wat in de periode tussen het faillissement van Lehman Brothers en eind 2011 vooral tot uiting kwam in een inkrimping van de private kapitaalinstroom, met name van de portefeuillebeleggingen door buitenlanders en, in mindere mate, van de grensoverschrijdende bankleningen en -deposito's (EC, 2012). Dit noopte de banken in die landen ertoe een groter beroep te doen op herfinanciering bij het Eurosysteem, wat werd vergemakkelijkt door de hierboven besproken maatregelen in het kader van de verruimde kredietondersteuning. Op die manier heeft het Eurosysteem een aanzienlijke bijdrage geleverd tot de financiële en macro-economische stabiliteit.

Zodoende waren bijvoorbeeld Griekenland en Portugal niet verplicht om, als reactie op het plots verdwijnen van private externe financiering, hun tekort op de lopende rekening op bruuske wijze te reduceren. Dat stond in schril contrast met de situatie in, bijvoorbeeld, Bulgarije, Letland of Litouwen die in 2007 op hun lopende rekening nog een tekort van méér dan 15% bbp lieten optekenen dat, ondanks het stabiele verloop van de bilaterale wisselkoers ten opzichte van de euro, in drie of vier jaar tijd omgebogen werd tot een evenwicht (Merler en Pisani-Ferry, 2012a). Aan dit spoedig herstel van het externe evenwicht was evenwel een aanzienlijke prijs verbonden in termen van werkloosheid en particuliere consumptie⁽¹⁾. Er mag dan ook worden van uitgegaan dat een dergelijke bruuske aanpassing in de eerder genoemde programmalanden de macro-economische situatie er meer onder druk zou hebben gezet dan vandaag reeds het geval is. Wat Ierland betreft, manifesteerde het verlies van externe financiering zich zeer duidelijk en reeds eerder tijdens de crisis. Bij gebrek aan alternatieve financiering door het Eurosysteem, zou de Ierse banksector op zeer korte termijn zijn buitenlandse vorderingen hebben moeten afbouwen, wat een niet te verwaarlozen risico op een scenario van *fire sales* zou hebben geïmpliceerd met gevolgen voor de financiële, maar ook voor de macro-economische stabiliteit. In de loop van 2010 kon Ierland, in nettoterminen, nieuwe private buitenlandse financiering aantrekken, maar bij de opflakking van de overheidsschuldencrisis zag het die opnieuw afnemen.

Ook in de surpluslanden heeft de monetaire unie – vooral een goed werkend betalingssysteem en de afwezigheid van wisselkoersrisico – in tijden van financiële onrust de financiële stabiliteit ondersteund. In Duitsland, bijvoorbeeld, loopt de private nettokapitaaluitvoer aanzienlijk terug, wat erop wijst dat de Duitse private sector minder sterk blootgesteld is aan andere landen van

het eurogebied. Die gerepatrieerde fondsen vloeien terug naar de Bundesbank die, zoals eerder vermeld, in het kader van TARGET2 op haar beurt een vordering op de ECB boekt, zodat de betalingsbalans opnieuw in evenwicht is. Zo konden de marktdeelnemers in die landen hun in de jaren vóór de crisis aan de deficitlanden toegekende financiering immers snel en vlot afbouwen. Dat steekt schril af tegen een context van vaste – doch aanpasbare – wisselkoersen waarin crediteuren, in geval van *sudden stops*, met een groter risico op wisselkoersverlies of wanbetalingen op hun buitenlandse vorderingen worden geconfronteerd (zie hoofdstuk 3.3).

Het Eurosysteem heeft zich dus tussen de landen geplaatst: enerzijds voeren de banken in kwetsbare landen hun beroep op herfinanciering bij het Eurosysteem op terwijl, anderzijds, de banken die hun blootstelling aan tegenpartijen in die landen hebben afgebouwd, de vrijgekomen liquiditeiten onderbrengen bij de nationale centrale bank in hun thuisbasis. Het Eurosysteem is echter niet de enige officiële instantie die, in tijden van financiële beroering, de rol van private markten kan overnemen. Griekenland, Ierland en Portugal kunnen immers alle drie terugvallen op een door de EU en het IMF opgezet financieringsprogramma⁽²⁾ nadat ze hun toegang tot marktfinanciering tegen houdbare voorwaarden zijn kwijtgeraakt. Deze programma's zijn voor de bewuste landen een bron van kapitaalvoer die het gebrek aan private financiering compenseert. Uit betalingsbalansgegevens blijkt dat die officiële financiering ervoor zorgt dat het Eurosysteem zijn rol als financieel intermediair geleidelijk kan afbouwen, ondanks een voortdurende kapitaalvlucht uit de landen in kwestie. Vanuit het oogpunt van de betalingsbalans en het grensoverschrijdend kapitaalverkeer, zijn de intermediatiefunctie van het Eurosysteem en die van de Europese stabiliteitsmechanismen, zoals het EFSF, immers vergelijkbaar. Door de uitgifte van schuldbewijzen haalt dit stabiliteitsmechanisme namelijk fondsen op die het op zijn beurt tegen voorwaarden uitleent aan de landen met een programma. Deze situatie is vergelijkbaar met die van het Eurosysteem dat, enerzijds, door een aantal tegenpartijen liquiditeiten bij zich gestald ziet en, anderzijds, aan een andere groep van tegenpartijen leningen verstrekt. Dit bevestigt derhalve de stelling dat een ruimere rol voor officiële financiële bijstand het mogelijk moet maken de aanzienlijke rol af te bouwen die het Eurosysteem momenteel speelt in het intermediëren van financiële stromen tussen landen. Belangrijker nog is

(1) De werkloosheid in Bulgarije, Letland en Litouwen steeg van, respectievelijk, 6,9%, 6,4% en 4,3% in 2007 tot, respectievelijk, 10,2%, 18,7% en 17,8% in 2010. De particuliere consumptie in die landen nam in 2009 met, respectievelijk, 7,6%, 22,6% en 17,5% af.

(2) Op 25 juni 2012 heeft Cyprus een financieel steunprogramma aangevraagd waarvan de verschillende aspecten bij het verschijnen van dit artikel nog verder worden uitgewerkt. Ook Spanje heeft op die datum de Eurogroep om steun gevraagd voor zijn banksector. Hoewel die steun werd toegezegd, had Spanje bij het verschijnen van dit artikel officieel nog geen lening gevraagd.

dat deze officiële financiële bijstand enkel wordt verstrekt op voorwaarde dat maatregelen worden genomen die erop gericht zijn opnieuw duurzaam toegang te vinden tot marktfinanciering. Dat is een hefboom waarover het Eurosysteem niet beschikt. Integendeel, het risico bestaat dat de grotere intermediatie door de centrale bank de landen in kwestie onvoldoende prikkels geeft om de nodige aanpassingen door te voeren. Om die reden blijft de Raad van Bestuur van de ECB erop aandringen dat kwetsbare landen de noodzakelijke maatregelen zouden nemen om hun economieën opnieuw concurrerend te maken en hun schulden af te bouwen.

3.3 Een monetaire unie: meer dan een onherroepelijk gekoppelde wisselkoers

De implicaties van het plots grotendeels wegvallen van kapitaalstromen tussen de landen van een monetaire unie verschillen wezenlijk, en in verschillende opzichten, van de gevolgen van *sudden stops* in een stelsel van vaste – maar aanpasbare – wisselkoersen. Enerzijds heeft, zoals reeds vermeld, de financiële en macro-economische stabiliteit baat bij een monetaire unie ingeval er zich dergelijke *sudden stops* voordoen. Anderzijds zijn er in dat geval minder prikkels om aanpassingen door te voeren die gericht zijn op het bereiken van een meer houdbare externe schuldpositie. Tot slot zijn de beschikbare aanpassingsmechanismen in deze beide institutionele omgevingen evenmin dezelfde.

Als een centrale bank opereert in een stelsel van vaste – doch aanpasbare – wisselkoersen, dreigt ze stevast te worden beknot in haar mogelijkheden om liquiditeiten te verstrekken, louter omdat haar buitenlandse reserves eindig zijn (Bindseil en Winkler, 2012). Een vaste wisselkoers is immers slechts duurzaam zolang de centrale bank niet wordt geconfronteerd met een plotse kapitaalvlucht die haar externe reserves doet opdrogen. Op dat ogenblik wordt ze namelijk verplicht de koppeling van de wisselkoers op te geven om aldus opnieuw private kapitaal invoer aan te trekken. Die dreiging van een verplichte devaluatie als gevolg van een gebrek aan buitenlandse reserves, werkt in principe disciplinerend en kan een macro-economisch beleid bevorderen dat op extern evenwicht is gericht. Het is echter evenzeer een feit dat die inherente beperking van de liquiditeitsprovisie aanleiding kan geven tot speculatieve aanvallen (Obstfeld, 1996), zelfs indien de macro-economische fundamentals geen betalingsbalanscrisis rechtvaardigen. In deze modellen is immers alleen al de verwachting dat marktdeelnemers de munt zullen verkopen – en dat de centrale bank zich dus genoodzaakt zal zien haar pariteit op te geven – voldoende om anderen ertoe aan te zetten hetzelfde te doen, met een heuse crisis tot gevolg.

Dergelijke speculatieve aanvallen op een wisselkoerspariteit zijn een bron van financiële onrust. Dat geldt niet enkel in het land dat door een betalingsbalanscrisis wordt getroffen en waar, bijvoorbeeld, de korte rente fors moet worden opgetrokken, maar eveneens voor de landen die vorderingen hebben op dat land. Zij kunnen immers aanzienlijke wisselkoersverliezen lijden – ingeval de vorderingen luiden in de onder druk staande munt – of geconfronteerd worden met potentiële wanbetalingen op die vorderingen – indien de vorderingen luiden in de geapprecieerde munt en dus voor de kredietnemer een zwaardere terugbetalingslast impliceren.

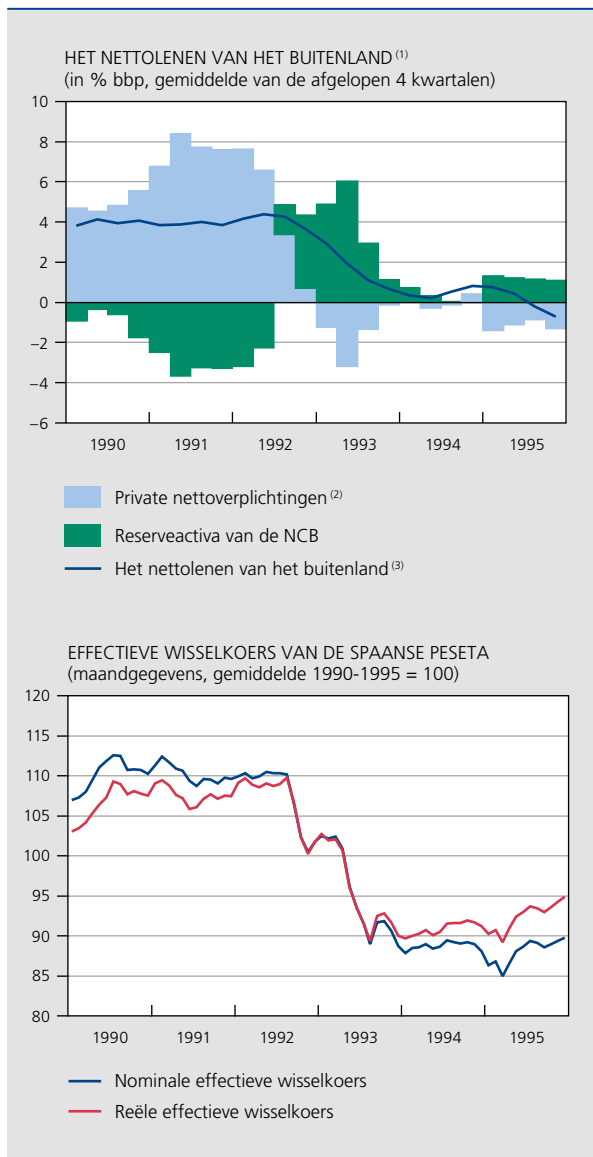
De crisis van het EMS in de periode 1992-1993 illustreert de dynamiek van een betalingsbalanscrisis in een stelsel van vaste, maar aanpasbare, wisselkoersen. Spanje, bijvoorbeeld, was in juni 1989 toegetreten tot het EMS en ondervond geen problemen om zijn aanzienlijk lopend tekort via de markt te financieren, getuige de private nettokapitaalinstromen die de behoefte van het land aan externe financiering ruimschoots overschreden, waardoor de Banco de España zelfs in staat bleek buitenlandse reserves te accumuleren⁽¹⁾. In de zomer van 1992 kwam daar abrupt een einde aan toen spanningen rond het EMS en de daarmee gepaard gaande speculatieve aanvallen op heel wat valuta's, met inbegrip van de peseta, een plotse en omvangrijke kapitaalvlucht uit Spanje veroorzaakten. Die kapitaalvlucht zette neerwaartse druk op de peseta en dwong de centrale bank massaal te interveniëren door haar buitenlandse reserves te verkopen, terwijl ook kapitaalcontroles werden ingesteld⁽²⁾. Dat bleek geen houdbare strategie en in de loop van 1992 en 1993 werd de Spaanse centrale bank derhalve verplicht de peseta verschillende malen te devalueren. Tussen september 1992 en september 1993 deprecieerde zowel de nominale als de reële effectieve wisselkoers van de peseta dan ook met ongeveer 18%. Pas na die depreciatie verminderde de private kapitaalvlucht, terwijl ook het tekort op de lopende rekening – en derhalve de externe financieringsbehoefte – afnam.

Zoals Obstfeld en Rogoff (1995) aanvoeren, kan een dergelijk scenario worden vermeden op voorwaarde dat alle betrokken centrale banken bereid zijn de wisselkoerskoppeling volledig te ondersteunen. Technisch gezien, is dat perfect mogelijk als tussen de centrale banken een mechanisme van bilaterale leningen wordt opgezet of indien de centrale bank waarvan de munt onder opwaartse druk staat, eveneens krachtig intervenueert. Vanuit economisch standpunt kan hier dan ook een parallel worden getrokken met de gedecentraliseerde tenuitvoerlegging

(1) Een stijging van de reserveactiva van de centrale bank is een kapitaaluitvoer aangezien vorderingen op het buitenland worden gevormd.

(2) Voor meer informatie, zie Gros en Thygesen (1998).

GRAFIEK 8 SPANJE TIJDENS DE EMS-CRISIS



Bronnen: Thomson Reuters Datastream en eigen berekeningen.

- (1) Omdat de posten vergissingen en weglatingen, nettoverplichtingen van de centrale bank, nettoverplichtingen van de overheid en IMF-financiering niet worden getoond, is de som van de financieringsstromen niet gelijk aan het nettolenen van het buitenland. Voor de beschouwde periode zijn deze posten evenwel te verwaarlozen.
- (2) Private nettoverplichtingen worden gedefinieerd als zijnde het verschil tussen het saldo op de financiële rekening en de nettoverplichtingen van zowel de centrale bank als de overheid, zoals geregistreerd in het overig financieel verkeer van de financiële rekening.
- (3) Het nettolenen van het buitenland wordt gedefinieerd als zijnde de som van het saldo op de lopende rekening en de kapitaalrekening, met tegengesteld teken.

van het monetair beleid in het eurogebied. De vermindering van de externe reserves van de centrale bank tijdens een betalingsbalanscrisis in een stelsel van vaste – maar aanpasbare – wisselkoersen impliceert immers een dalende vordering van die centrale bank op het buitenland en kan aldus worden vergeleken met de toegenomen TARGET2-verplichtingen die de NCB's van de kwetsbare landen opbouwen ten opzichte van een niet-ingezetene,

de ECB. Er is evenwel een wezenlijk verschil tussen de beide stelsels: terwijl externe reserves uitgeput kunnen raken, zijn de TARGET2-saldi in principe onbegrensd – dat geldt zowel voor de vorderingen als voor de verplichtingen –, zodat de tegenpartijen van die banken niet hoeven te vrezen dat een grensoverschrijdende overdracht van liquiditeiten zou worden verhinderd door balansbeperkingen van een NCB. Mede door de afwezigheid van dergelijke potentiële restricties op grensoverschrijdende financiële stromen, is een monetaire unie dan ook meer bevorderlijk voor de financiële stabiliteit dan een stelsel van vaste, maar aanpasbare, wisselkoersen. In een stelsel van vaste – maar aanpasbare – wisselkoersen beschikt een land, wanneer het onder druk staat om externe financiering aan te trekken, over een snel aanpassingsmechanisme, namelijk een nominale devaluatie. Deze laatste maakt het mogelijk op korte termijn het externe concurrentievermogen te herwinnen. Omdat hierdoor ook het tekort op de lopende rekening afneemt, verkleint de behoefte aan buitenlandse financiering, een financiering die bovendien vlotter beschikbaar kan zijn dankzij de gunstiger vooruitzichten ten aanzien van de solvabiliteit van het land in kwestie. Voor een aantal landen is een aanzienlijke reële depreciatie ook in de huidige crisis een cruciaal element in een strategie om opnieuw toegang te verwerven tot marktfinanciering. In de monetaire unie bestaat een nominale devaluatie evenwel niet als snel aanpassingsmechanisme. De landen zijn dan ook op andere maatregelen aangewezen om hun externe onevenwichten aan te pakken. Over welke mogelijkheden landen daartoe beschikken, wordt besproken in het volgende en laatste hoofdstuk van dit artikel.

4. Het Eurosysteem 'koopt tijd' voor structurele aanpassingen

Door zich tussen banken en tussen landen te plaatsen, heeft het Eurosysteem een slecht werkende private markt vervangen en vermeden dat banken en landen zich plots afgesneden zouden zien van liquiditeiten. Dat zou hen hebben verplicht om op een weinig ordentelijke manier aanpassingen door te voeren – bijvoorbeeld, voor banken door de kredietverlening aan de niet-financiële sector drastisch te beperken of door paniekverkopen, en voor landen door de binnenlandse vraag op zeer korte termijn aanzienlijk terug te schroeven –, met nefaste financiële en macro-economische implicaties. Dit relatieve comfort om de noodzakelijke aanpassingen door te voeren, mag evenwel niet verhinderen dat de betrokken economische subjecten die maatregelen ook daadwerkelijk implementeren. Enkel dergelijke structurele veranderingen – die weliswaar tijd vergen vooraleer ze effect sorteren – bieden een duurzame uitweg uit de huidige financiële en economische

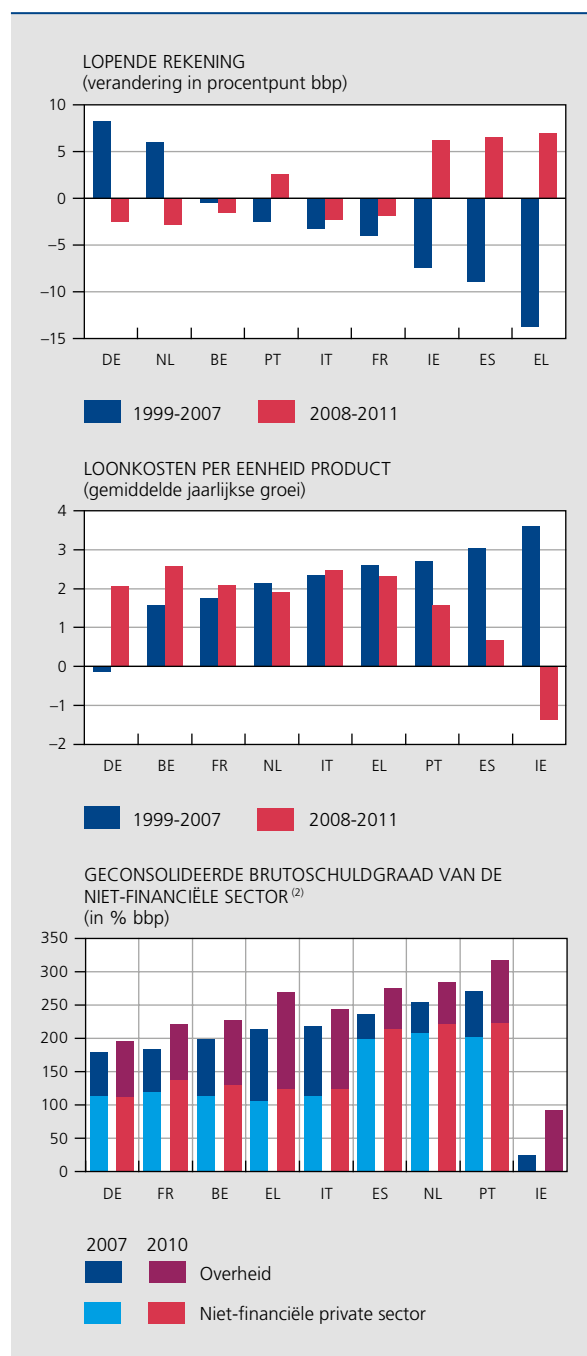
crisis. Die aanpassingen dienen zowel te worden doorgevoerd door de financiële sector als in het vlak van de macro-economische onevenwichten.

Het zakenmodel dat de financiële sector in de periode vóór de financiële crisis hanteerde, is niet duurzaam gebleken. De kapitaalbasis van de banken moet worden versterkt, bijvoorbeeld door winsten in te houden en nieuw kapitaal aan te trekken, eventueel met de steun van de officiële sector. Die steviger kapitaalbasis zou hen ook in staat moeten stellen opnieuw toegang te verwerven tot stabiele bronnen van marktfinanciering. Tijdens de periode vóór de financiële crisis werd immers een al te groot beroep gedaan op financiering via de interbancaire markt en veelal met korte looptijden, een combinatie die financiële instellingen zeer kwetsbaar maakte voor *sudden stops*.

Ook de macro-economische onevenwichten moeten echter worden aangepakt. Op zijn beurt zou dat evenzeer landen in staat moeten stellen zich opnieuw tegen houdbare voorwaarden op de kapitaalmarkten te financieren. Vooral de landen die momenteel met financieringsmoeilijkheden kampen, moeten hun economieën duurzaam hervormen teneinde hun concurrentievermogen te verbeteren en hun buitensporige schuldposities af te bouwen. De concurrentiekracht kan niet duurzaam worden hersteld zonder een gematigd verloop van de binnenlandse kosten die in een aantal eurolanden tijdens de jaren vóór de financiële crisis aanzienlijk sneller waren gestegen dan de productiviteit. Op die manier kan een aanzienlijke bijdrage worden geleverd tot de noodzakelijke depreciatie van de reële wisselkoers van een aantal landen. Ook maatregelen zoals arbeidsmarkthervormingen en verbeteringen van de exportproductmix zullen het concurrentiepotentieel van de kwetsbare landen mee helpen verbeteren.

Dit alles moet de deficitlanden helpen om hun nog omvangrijke lopende tekorten verder af te bouwen en hun aanzienlijke buitenlandse nettoschuldposities terug te brengen naar een peil dat meer houdbaar, en dus opnieuw financierbaar is. Voor de meeste landen lijkt ter zake een verdere sanering van de overheidsfinanciën zeer belangrijk te zijn, terwijl in een aantal eurolanden ook de private sector een inspanning moet leveren om zijn schuldenlast tot een aanvaardbaar peil te reduceren. Deze pijnlijke, maar noodzakelijke aanpassingen in de deficitlanden zullen vlotter verlopen indien surpluslanden een meer dynamisch verloop van de binnenlandse vraag laten optekenen, bijvoorbeeld door een meer gespreide sanering van de overheidsfinanciën doorheen de tijd of door een minder sterk op kostenmatiging gerichte loonontwikkeling.

GRAFIEK 9 HERSTEL VAN DE ONEVENWICHTEN IN HET EUROGEBIED⁽¹⁾



Bronnen: EC en eigen berekeningen.

- (1) De grafiek toont enkel de zes landen met het grootste bbp en de drie landen die in 2011 financiële bijstand van de EU en het IMF kregen. De landen zijn gerangschikt op basis van de gegevens voor de periode 1999-2007 (wat de lopende rekening en de loonkosten per eenheid product betreft) of 2007 (wat de brutoschuldgraad betreft).
- (2) Voor Ierland zijn geen cijfers beschikbaar voor de geconsolideerde brutoschuldgraad van de niet-financiële private sector.

Het moet gezegd dat de lange weg naar herbalancing reeds voor een deel is afgelegd. In verschillende eurolanden zijn de saldi op de lopende rekening verbeterd ten opzichte van de in 2008 opgetekende niveaus. Dat

is niet enkel het resultaat van een herbalancing van de binnenlandse vraag in de verschillende landen van het eurogebied, maar ook van een meer gematigde ontwikkeling van de loonkosten per eenheid product die in de jaren vóór de crisis een sterk divergerend verloop hadden laten optekenen. Ondanks deze hoopgevende ontwikkelingen hadden een aantal landen eind 2010 evenwel een hogere schuldgraad dan bij de aanvang van de crisis, wat een rem dreigt te zetten op de toekomstige economische groei. In heel wat landen is die hogere schuldgraad zowel het resultaat van een grotere schuld van de niet-financiële private sector als van een omvangrijker overheidsschuld.

Op institutioneel vlak is reeds heel wat vooruitgang geboekt om de financiële stabiliteit op duurzame wijze te schragen. De huidige bevoegdheden en middelen van het EFSF, het EFSM en het permanente ESM vormen een stevig vangnet voor de efficiënte ondersteuning van de financiële stabiliteit wanneer lidstaten te maken krijgen met financiële onrust. Een dergelijke omvangrijke noodfinanciering is slechts mogelijk dankzij de – vergeleken met de andere geavanceerde economieën – sterke geconsolideerde budgettaire situatie van het eurogebied. Ook inzake de economische *governance* (inclusief de begrotingsregels) van de Europese Unie is aanzienlijke vooruitgang geboekt die moet helpen vermijden dat zich nog crisissen zouden voordoen zoals die welke we vandaag beleven (De Prest, Geeroms en Langenus, 2012).

De economische en monetaire unie blijft evenwel vatbaar voor ernstige financiële beroering indien ze niet wordt geschraagd door een financiële en budgettaire unie. De oprichting van de EMU heeft ervoor gezorgd dat, tegen de achtergrond van een toenemende financiële integratie, het grensoverschrijdend financieel verkeer in de jaren vóór de crisis een hoge vlucht nam. Die ontwikkeling vertaalde zich evenwel niet in een meer grensoverschrijdende aanpak voor de regelgeving van, het toezicht op en de crisisbeheersing in de financiële sector. Die domeinen bleven immers een overwegend nationale materie met de bekende gevolgen. Ook in dit vlak moet derhalve vooruitgang worden geboekt. Een eengemaakt en versterkt toezicht op de banksector moet de gehavende financiële integratie opnieuw vlot trekken en het vertrouwen in de sector vrijwaren. Een op Europees niveau georganiseerd depositogarantiestelsel en een mechanisme voor het herstructureren en, indien nodig, afwikkelen van niet-solvabele banken moeten de nefaste wisselwerking tussen de solvabiliteit van de overheid en die van de ingezeten banksector helpen te doorbreken. Tot slot lijkt het raadzaam die beide stelsels gefinancierd te zien met bijdragen van de financiële sector teneinde de belastingbetaler niet opnieuw de kosten te laten dragen voor de redding van financiële instellingen.

Al deze maatregelen moeten het mogelijk maken dat de nefaste besmetting tussen overheden en banken wordt stopgezet, dat deposanten de veiligheid van bankdeposito's niet langer afmeten aan de nationaliteit van de bank en dat financiële instellingen en overheden in het hele eurogebied zich opnieuw via de markt kunnen financieren. Pas nadat het vertrouwen zal zijn weergekeerd, zal het Eurosysteem zijn rol als *market maker of last resort* immers kunnen afbouwen en zal de markt opnieuw haar correcte rol kunnen vervullen.

Conclusie

Sedert de eerste tekenen van de financiële crisis in 2007 zichtbaar werden, weet het Eurosysteem zich voor ongekende uitdagingen geplaatst. Dat geldt in het bijzonder voor de steeds groter wordende barsten in de financiële integratie binnen het eurogebied, waardoor de financiële stabiliteit en de vlotte transmissie van het monetaire beleid in een aantal landen van het eurogebied dreigde te worden verstoord. Omdat financiële stabiliteit een noodzakelijke voorwaarde is voor het handhaven van de prijsstabiliteit, nam het Eurosysteem dan ook een scala aan maatregelen onder de noemer van 'verruimde kredietondersteuning' die erop gericht zijn de vlotte financiering van de economie van het eurogebied te blijven ondersteunen.

Parallel met die maatregelen ging het Eurosysteem optreden als financieel intermediair voor banken, maar ook voor landen aangezien door de wederzijdse besmetting tussen overheden en ingezeten banksectoren sommige nationale banksectoren hun toegang tot marktfinanciering tegen houdbare voorwaarden zeer sterk ingeperkt zagen. In de kwetsbare landen is het beroep op het Eurosysteem als alternatieve financieringsbron dan ook duidelijk toegenomen, terwijl banken in landen met stevige fundamentals hun liquiditeitsoverschotten steeds meer bij de centrale bank plaatsden en ze niet langer uitlenen aan banken met liquiditeitstekorten. Op die manier is de balans van het Eurosysteem langer geworden en zijn de TARGET2-posities van de NCB's tot een ongekende omvang gegroeid.

De niet-conventionele maatregelen van het Eurosysteem zijn – per definitie – tijdelijk van aard. Ook de financiële bijstand die landen van de EU en het IMF ontvangen, zijn tijdelijke overbruggingskredieten die de overheden de tijd bieden om de structurele maatregelen te nemen die nodig zijn om zich opnieuw op duurzame wijze te verzekeren van toegang tot marktfinanciering. Pas nadat die structurele aanpassingen door alle betrokken actoren – financiële instellingen, overheden en, in een aantal landen, de

niet-financiële private sector – zullen zijn doorgevoerd en het vertrouwen van de financiëlemarktdelnemers zal zijn hersteld, zal de officiële sector – en in het bijzonder het Eurosysteem – zijn rol als financieel intermediair kunnen afbouwen. Hiertoe moet ook de EMU worden versterkt, bijvoorbeeld door de ontwikkeling van stevige financiële vangnetten, de strikte naleving van de regels inzake economische *governance* en de uitbouw van een volwaardige financiële en budgettaire unie.

Bibliografie

- Albertazzi U. en D. J. Marchetti (2010), *Credit supply, flight to quality and evergreening: An analysis of bank-firm relationships after Lehman*, Bank of Italy, Temi di discussione 756, April.
- Bagehot W. (1873), *Lombard Street: A description of the money market*, London, H.S. King.
- Bindseil U. (2011), 'Theory of monetary policy implementation' in Mercier P. en F. Papadia (eds.), *The concrete euro: Implementing monetary policy in the euro area*, Oxford University Press, 5-114.
- Bindseil U. en P. J. König (2011), *The economics of TARGET2 balances*, Humboldt University Collaborative Research Center, Discussion Paper 649.
- Bindseil U. en A. Winkler (2012), *Dual liquidity crises under alternative monetary frameworks – a financial accounts perspective*, mimeo, http://www.wiwi.uni-frankfurt.de/professoren/wieland/vfs/papers2012/BINDSEIL_13March.pdf.
- BIS (2008), *Annual Report 2007/08*, June.
- BIS (2009), *Annual Report 2008/09*, June.
- BIS (2010), *Annual Report 2009/10*, June.
- BIS (2011), *Annual Report 2010/11*, June.
- BIS (2012a), 'European bank funding and deleveraging', *BIS Quarterly Review*, 1-22, March.
- BIS (2012b), *Annual Report 2011/12*, June.
- Boeckx J. en S. Ide (2012), 'Wat het beroep op de depositofaciliteit ons kan vertellen en wat niet', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 31-38, juni.
- Boeckx J. en P.-J. König (2012), 'TARGET2 balances in the Eurosystem: What they are and how to interpret them', *Bank- en financiewezens*, forthcoming.
- Caballero R.J., T. Hoshi en A.K. Kashyap (2008), 'Zombie lending and depressed restructuring in Japan', *American Economic Review*, 98 (5), 1943-1977.
- Cassola N., C. Holthausen en M. Lo Duca (2010), *The 2007/2009 turmoil: A challenge for the integration of the euro area money market?*, a paper presented at the ECB-European Commission conference 'Financial integration and stability: the legacy of the crisis', Frankfurt am Main, 12 April, (http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/ws_eucom_ecb/holthausen_paper.pdf?802e70beaffcc58b346d0863ffb00257).
- Cordemans N. en M. de Sola Perea (2011), 'Leidinggevende rentetarieven, marktrentes en retailrentes in het eurogebied tegen de achtergrond van de recente economische en financiële crisis', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 29-55, juni.
- Cordemans N. en S. Ide (2012), 'Monetair beleid in de Verenigde Staten en in het eurogebied tijdens de crisis', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 39-65, juni.
- De Prest E., H. Geeroms en G. Langenus (2012), 'Nieuwe ontwikkelingen in de economische governance van de Europese Unie', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 107-127, juni.

- EBA (2012), *Update on the implementation of Capital Plans following the EBA's 2011 recommendation on the creation of temporary capital buffers to restore market confidence*, (<http://www.eba.europa.eu/cebs/media/aboutus/News%20and%20Communications/EBA-BS-2012-149--recap-report-to-be-published-11-July--FINAL.pdf>).
- EC (2006), 'Widening current account differences within the euro area', *Quarterly Report on the euro area*, 25-37, December.
- EC (2012), 'Capital flows into vulnerable countries: Official and private funding trends', *Quarterly Report on the euro area*, 24-30, April.
- ECB (2009), 'The external financing of households and non-financial corporations: a comparison of the euro area and the United States', *Monthly Bulletin*, 69-84, April.
- ECB (2010), 'De invloed van transacties tussen MFI's op de recente ontwikkelingen op de balansen van de MFI's', *Maandbericht*, 22-26, september.
- ECB (2011a), 'The ECB's non-standard measures: Impact and phasing-out', *Monthly Bulletin*, 55-69, July.
- ECB (2011b), *Guideline of the ECB of 20 September 2011 on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem* (http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/l_33120111214en000100951.pdf)
- ECB (2011c), 'TARGET2 balances of national central banks in the euro area', *Monthly Bulletin*, 35-40, October.
- ECB (2012a), 'The impact of the first three-year longer-term refinancing operation', *Monthly Bulletin*, 30-31, January.
- ECB (2012b), *Financial Integration in Europe*, April.
- ECB (2012c), *Financial Stability Review*, June.
- Gros D. en N. Thygesen (1998), *European monetary integration: From the European monetary system to the economic and monetary union*, 2nd edition, New York, Addison Wesley Longman.
- Hannoun H. (2012), *Monetary policy in the crisis: Testing the limits of monetary policy*, speech at the 47th SEACEN Governors' Conference, Seoul, februari.
- Ide S., J. Boeckx en D. Cornille (2009), 'Deflatie, een demon uit een ver verleden of een reëel gevaar anno 2009?', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 7-33, september.
- Ifo (2012), *The European balance of payments crisis*, CESifo forum, January.
- IMF (2012a), *Euro area policies: 2012 article IV consultation*, Selected issues paper, July.
- IMF (2012b), *Euro area policies: 2012 article IV consultation*, Staff report, July.
- Jobst C., M. Handig en R. Holzfeind (2012), 'Understanding TARGET2: The Eurosystem's euro payment system from an economic and balance sheet perspective', *Monetary Policy and the Economy Q1/12*, OeNB, 81-91.
- Krsnakova L. en M. Oberleithner (2012), 'How euro banknotes in circulation affect intra-Eurosystem balances', *Monetary Policy and the Economy Q1/12*, OeNB, 70-80.
- Merler S. en J. Pisani-Ferry (2012a), *Sudden stops in the euro area*, Bruegel Policy Contribution, 2012-06, March.

Merler S. en J. Pisani-Ferry (2012b), 'Hazardous tango: Sovereign-bank interdependence and financial stability in the euro area', Banque de France, *Public debt, monetary policy and financial stability*, *Financial Stability Review* No. 16, 201-210, April.

Obstfeld M. (1996), 'Models of currency crises with self-fulfilling features', *European Economic Review*, Vol. 40(3-5), 1037-1047, April.

Obstfeld M. en K. Rogoff (1995), 'The mirage of fixed exchange rates', *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9(4), 73-96.

OECD (2012), *Economic Outlook 91*, May.

Papademos L. (2009), *Financial stability and macro-prudential supervision: Objectives, instruments and the role of the ECB*, Speech at the conference 'The ECB and Its Watchers XI', Frankfurt, 4 september.

Shleifer A. en R. Vishny (2011), 'Fire sales in finance and macroeconomics', *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 25(1), 29-48.

Trichet J.-C. (2009), *The ECB's enhanced credit support*, Keynote address at the University of Munich, Munich, 13 juli.

De Belgische bedrijfsinvesteringen in het licht van de crisis

F. De Sloover
K. Burggraeve
L. Dresse

Inleiding

De Belgische economie heeft al bijna vijf jaar af te rekenen met een opeenvolging van uitzonderlijk zware schokken. Hoewel ze gecorreleerd zijn, omdat ze in de eerste plaats verband houden met de snelle ontwikkeling van de financiële crisis en de wereldwijde scherpe recessie en verder met de moeilijke en nog lang niet verwezenlijkte overgang naar een nieuw economisch en financieel evenwicht, komen die schokken op verscheidene gebieden tot uiting. De vraag en de mondiale bedrijvigheid zijn eind 2008 en begin 2009 bruusk ingestort, er deden zich zware spanningen voor op de financiële markten – eerst op het niveau van de interbancaire transacties, vervolgens op het vlak van overheidsschulden in het eurogebied –, de risicoappetijt is sterk afgenomen tegen een achtergrond van grote onzekerheid over de kortetermijnontwikkelingen en van de herbeoordeling van de langetermijnvooruitzichten en er werd een aanvang gemaakt met langdurige herstructurerings. Deze laatste zullen in de meeste economieën moeten worden voortgezet teneinde onhoudbare langetermijnposities inzake de schuldenlast van verschillende sectoren en/of het concurrentievermogen en het groeipotentieel recht te zetten.

Al deze ontwikkelingen hadden een rechtstreekse impact op de investeringsbeslissingen van de ondernemingen. Op korte termijn worden deze beslissingen immers sterk beïnvloed door de conjuncturele schommelingen van het bbp, waarbij hun procyclische profiel deze schommelingen op zijn beurt versterkt. Daarnaast zijn de investeringen op lange termijn bepalend voor het tempo waarin de kapitaalvoorraad aangroeit, waardoor ze de potentiële

groeimogelijkheden van een economie beïnvloeden. Een goed inzicht in de determinanten van de investeringen is daarom onontbeerlijk om de macro-economische ontwikkelingen van de economie te beoordelen. Tegen de achtergrond van de belangrijkste economische crisis sinds de Grote Depressie van de jaren dertig, is het derhalve interessant om na te gaan hoe de bedrijfsinvesteringen zich recentelijk hebben ontwikkeld⁽¹⁾.

In het eerste hoofdstuk van dit artikel wordt het verloop van de bedrijfsinvesteringen sinds 2007 toegelicht, ook vanuit een historisch en internationaal perspectief. Ter verklaring van het recente verloop wordt in het tweede hoofdstuk vervolgens nagegaan waarom de bedrijfsinvesteringen in België tijdens de crisis een weliswaar sterke, maar in vergelijking met andere eurolanden toch beperkte daling lieten optekenen. Het derde hoofdstuk, ten slotte, vat de belangrijkste bevindingen van dit artikel samen en somt enkele aandachtspunten voor de toekomst op.

1. Recent verloop van de bedrijfsinvesteringen

Vóór de crisis vertoonden de Belgische bedrijfsinvesteringen een zeer sterke stijging. Naar volume groeiden ze in 2007 met 8,2% en die toename hield aan tot ze in het tweede kwartaal van 2008 een piek bereikten.

(1) In dit artikel verwijst de term 'investeringen' steeds naar de bedrijfsinvesteringen, tenzij uitdrukkelijk anders vermeld. De reeks 'bedrijfsinvesteringen' omvat de bruto-investeringen in vaste activa van de ondernemingen, zelfstandigen en instellingen zonder winstoogmerk uit de nationale rekeningen. De overheidsinvesteringen en de investeringen van de gezinnen in woongebouwen blijven dus buiten beschouwing.

Na het faillissement van Lehman Brothers, in september 2008, stortten de bedrijfsinvesteringen tijdens het derde kwartaal van 2008 echter in en volgde er een scherpe en langdurige daling die meer dan een jaar lang aanhield. In het eerste kwartaal van 2010 lagen de investeringen aldus 16,1% onder de piek in het tweede kwartaal van 2008. Na een korte stabilisatie op een laag niveau tijdens het tweede kwartaal van 2010, begonnen de investeringen zich vervolgens opnieuw te herstellen vanaf het derde kwartaal van 2010. Het hoogtepunt van deze opleving werd bereikt tijdens het tweede kwartaal van 2011, toen de investeringen 12,3% hoger uitkwamen dan tijdens hetzelfde kwartaal een jaar eerder. In enkele weken tijd sloeg de stemming echter opnieuw om. De sinds het derde kwartaal van 2011 opgetekende stabilisatie heeft te maken met een hernieuwde onzekerheid over de groei-verwachtingen en zou volgens de macro-economische projecties die de Bank in juni 2012 heeft gepubliceerd, gedurende heel 2012 blijven duren. Pas daarna zouden de investeringen opnieuw geleidelijk toenemen.

Het verloop van de bedrijfsinvesteringen kan ook worden vergeleken met dat van het bbp. Hierbij valt op dat de investeringen en het bbp in het algemeen dezelfde ontwikkeling doormaken, waarbij de investeringen echter worden gekenmerkt door grotere schommelingen. Tussen

begin 2007 en het tweede kwartaal van 2008 lieten zowel de bedrijfsinvesteringen als het bbp bijvoorbeeld een forse groei optekenen, waarbij de investeringen in 2007 echter driemaal zo sterk groeiden als het bbp en in 2008 vierenhalf keer zo sterk. De recessie trad ook gelijktijdig in: beide variabelen vertoonden een scherpe inzinking vanaf het derde kwartaal van 2008. Ook hier bleken de investeringen opnieuw volatieler dan het bbp; de investeringen namen in 2009 immers 3,7 keer zo sterk af als het bbp. Het herstel van de investeringen liet wel langer op zich wachten: terwijl het bbp zich reeds vanaf medio 2009 herstelde, hervatte de groei van de investeringen pas in het derde kwartaal van 2010.

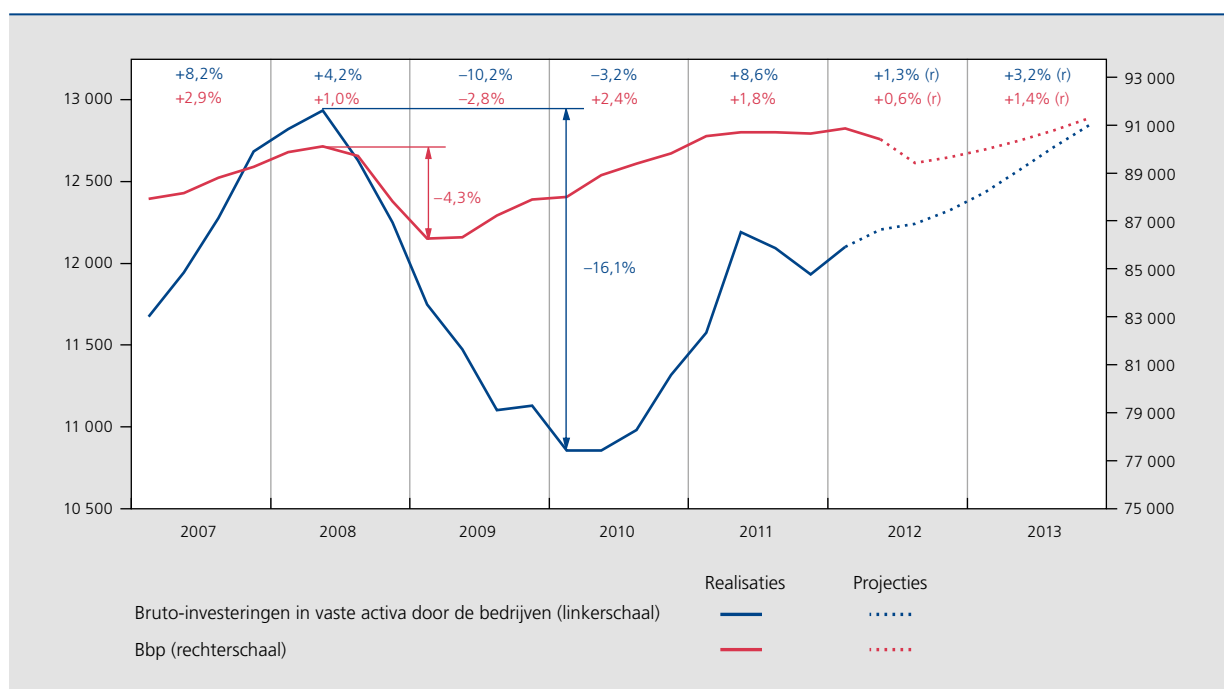
Om de huidige toestand beter te situeren, is het tevens leerrijk het verloop van de investeringen tijdens vorige recessieperiodes na te gaan.⁽¹⁾ Naast de recessie van medio 2008 tot begin 2009 deden zich sinds 1980 drie recessies voor, namelijk aan het begin van de jaren tachtig⁽²⁾, in 1992-1993 en in 2001. De ernst van de crisis van 2008 blijkt duidelijk uit een vergelijking met vorige recessies. Ten eerste werden zowel het bbp als de investeringen

(1) Een recessie wordt gedefinieerd als een daling van het bbp gedurende minstens twee opeenvolgende kwartalen.

(2) Begin jaren tachtig werden formele recessiefases opgetekend tijdens de jaren 1980-1981 en 1983; in 1982 was de bbp-groei dus wel positief, maar gering (0,6% op jaarbasis). Wanneer deze recessieperiode in dit artikel ter sprake komt, zal ze dan ook worden omschreven als 'de crisis aan het begin van de jaren tachtig'.

GRAFIEK 1 VERLOOP VAN DE BELGISCHE BEDRIJFSINVESTERINGEN EN HET BBP

(kwartaalgegevens naar volume; in € miljoen, referentiejaar = 2009; gezuiverd voor seizoen- en kalenderinvloeden)



Bronnen: INR, NBB.

Toelichting: Percentages bovenaan grafiek: reële groei op jaarbasis.

tijdens de recente crisis sterker getroffen dan bij voorgaande recessieperiodes. Voorts duurde het herstel ook veel langer. Na tien kwartalen lagen het bbp en de investeringen nog steeds onder het hoogtepunt van voor de crisis. De investeringen bleven zelfs nog ruim 12 % onder het hoogtepunt van vóór de crisis. Bij elk van de drie vorige crisissen had het bbp zich na tien kwartalen wel al hersteld en bij de crisissen van 1993 en 2000 kwam het bbp na tien kwartalen zelfs al boven het vóór de crisis bereikte hoogtepunt uit. Hoewel de investeringen in 2009 dus de sterkste daling sinds 1980 te zien gaven, wordt deze extreme beweging in een ander daglicht gesteld door ze te vergelijken met het bbp-verloop.

Een andere manier om de relatie tussen investeringen en economische bedrijvigheid weer te geven, is via de investeringsquote. De reële investeringsquote, hier gedefinieerd als de verhouding tussen de reële bedrijfsinvesteringen en het reële bbp, vertoont sinds 1980 een stijgende tendens, die weliswaar wordt onderbroken tijdens recessies. Enerzijds kan deze trend worden verklaard door prijseffecten: de deflator van de investeringen bleek over de beschouwde periode structureel minder dynamisch dan de bbp-deflator en hun verschillende dynamiek droeg bij tot de stijgende trend. Anderzijds kampte de Belgische economie aan het begin van de jaren tachtig met structurele problemen inzake concurrentievermogen die tot

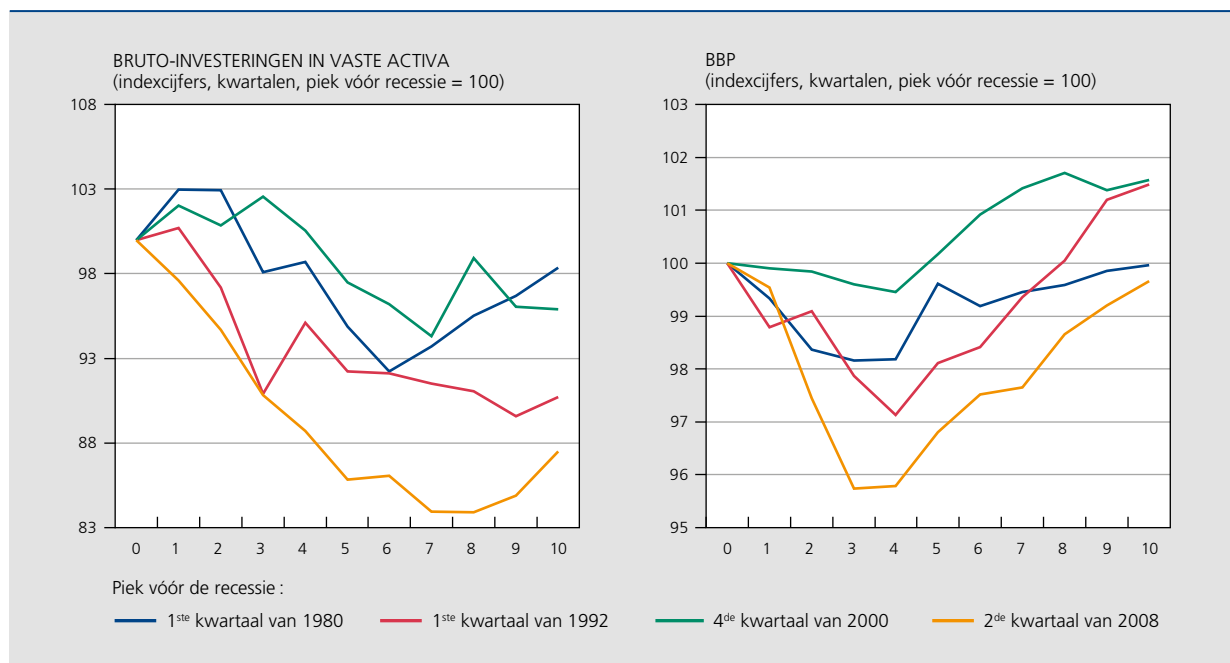
uiting kwamen in een heel lage investeringsquote. Dit effect is ook zichtbaar bij de nominale investeringsquote: deze gaf eveneens een forse stijging te zien aan het eind van de jaren tachtig, toen die concurrentieverstoreningen werden verholpen. Nadien schommelde de nominale investeringsquote vanaf 1990 aanhoudend rond een gemiddelde waarde van 13,3 % bbp.

Uit de conjuncturele schommelingen van de investeringsquote blijkt dat de Belgische bedrijfsinvesteringen de recente recessie vrij goed hebben doorstaan. Ten opzichte van het hoogtepunt vóór de crisis (tweede kwartaal van 2008) bleek de investeringsquote op haar laagste punt in nominale termen slechts met 2,4 procentpunt te zijn gedaald en in reële termen maar met 2,1 procentpunt. Tijdens de recessie van 2001 bedroeg die daling in nominale termen 2,1 procentpunt en in reële termen 1,2 procentpunt. De bedrijfsinvesteringen zijn tijdens deze crisis dus niet veel sterker gezakt ten opzichte van het bbp dan gedurende voorgaande recessies. De afname van de investeringen tijdens de crisis blijkt dus van een normale grootte-orde te zijn, gezien de zeer grote en onverwachte daling van het bbp, de hoge onzekerheid en de onstabiele verwachtingen.

Ook in internationale context blijkt België de recessie relatief goed te hebben doorstaan. In de buurlanden liepen

GRAFIEK 2 VERLOOP VAN HET BBP EN DE INVESTERINGEN IN VERGELIJKING MET VORIGE CRISISPERIODES

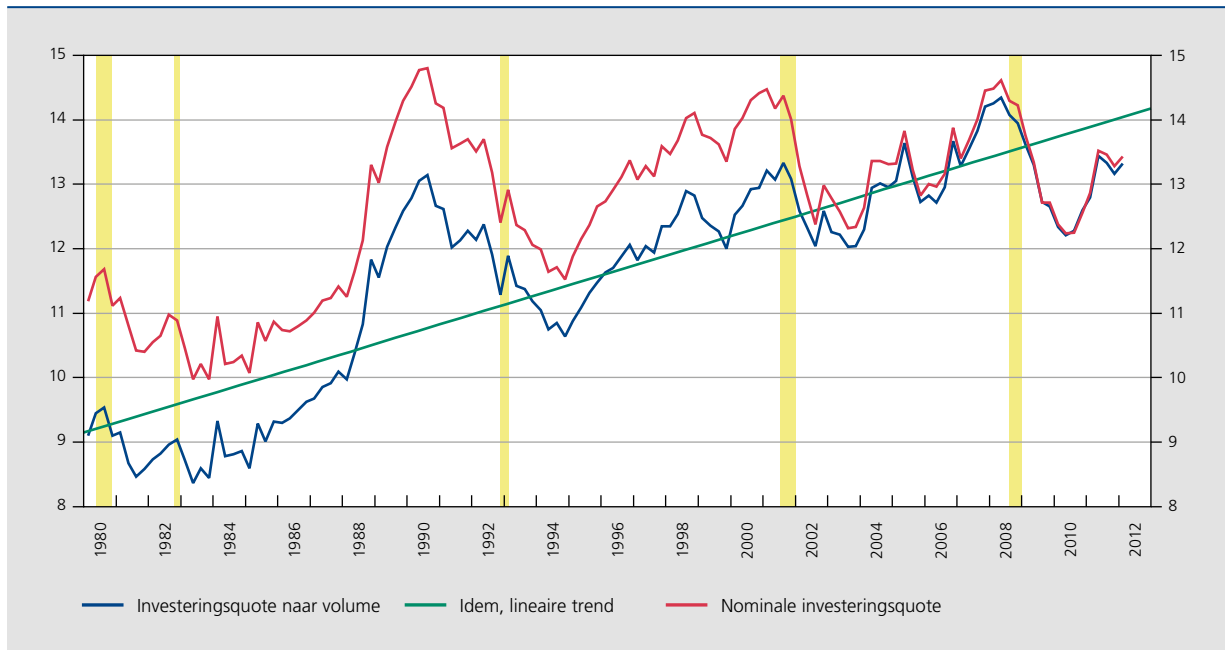
(indexcijfers, piek voor recessie = 100, kwartalen sinds de piek op horizontale as)



Bronnen: INR, NBB.

GRAFIEK 3 INVESTERINGSQUOTE

(brutobedrijfsinvesteringen in vaste activa in % van het bbp, gezuiverd voor seizoen- en kalenderinvloeden)



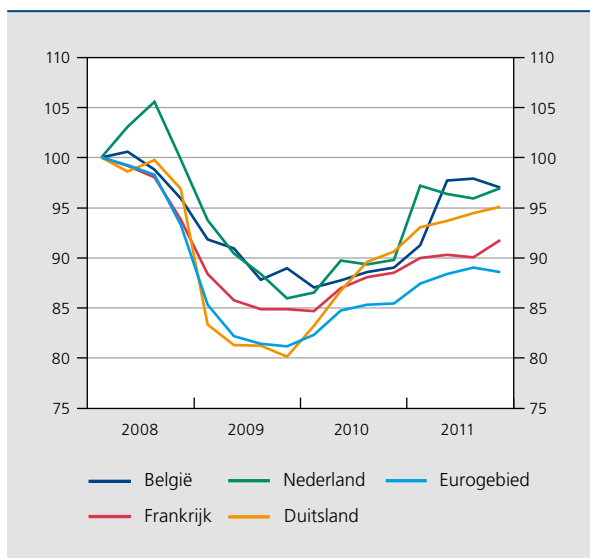
Bronnen: INR, NBB.

de investeringen tijdens de crisis meer terug dan in België. In Nederland en Duitsland veerden ze na de crisis evenwel

sterker en sneller op. Vanaf eind 2009 vertoonden ze immers in beide landen een robuust herstel, terwijl de Belgische bedrijfsinvesteringen zich nog stabiliseerden. In beide landen werd wel al een vertraging van de groei van de bedrijfsinvesteringen opgetekend sinds begin 2011, terwijl dit in België pas het geval was vanaf het tweede kwartaal van 2011. De Franse bedrijfsinvesteringen vertoonden grotendeels dezelfde ontwikkeling als de Belgische, met uitzondering van de versnelling in 2011, die in Frankrijk niet lijkt te hebben plaatsgevonden.

GRAFIEK 4 VERGELIJKING VAN DE BELGISCHE BEDRIJFSINVESTERINGEN MET DE BUURLANDEN EN HET EUROGEBIED

(indexcijfers, 1^{ste} kwartaal van 2008=100)



Bron: OESO.

2. Verklaring van het recente verloop van de investeringen

Het kwartaalmodel van de Bank⁽¹⁾ voor de Belgische economie – dat onder meer wordt gebruikt in het kader van de macro-economische projecties van de Bank – zal in dit hoofdstuk als gids dienen om op een algemene manier het verloop van de bedrijfsinvesteringen tijdens de laatste vijf jaar te verklaren. Vervolgens worden verklaringen gezocht om twee klaarblijkelijk contradictoire vaststellingen van de beschrijvende analyse in het vorige hoofdstuk uit te leggen. Daarbij worden enkele variabelen opgesomd

(1) Zie Jeanfils, Ph. en Burggraeve, K., mei 2005, 'Noname, A New Quarterly Model For Belgium', Working Paper Research n° 68.

die de scherpe daling van de investeringen in het zog van de crisis kunnen toelichten. Voorts worden mogelijke factoren behandeld die kunnen verklaren waarom de bedrijfsinvesteringen desondanks toch maar in een beperkte mate terugliepen.

2.1 Recent verloop van de bedrijfsinvesteringen bekeken vanuit het econometrisch model van de Bank

De productie van goederen en diensten vergt een optimale inzet van kapitaal en arbeid, die in het econometrisch model wordt beschreven door een CES-productiefunctie met constante schaalopbrengsten. Hieruit worden simultaan de optimale vraag naar kapitaal en die naar arbeid afgeleid. De relevante determinanten van de evenwichtsinvesteringsvraag in dit model zijn: de totale vraag naar goederen en diensten vanuit de private sector; de reële kapitaalkosten van de investeringen, dat zijn de kapitaalkosten afgemeten aan de totale productiekosten van de ondernemingen; de steeds stijgende efficiëntie van de productiefactoren arbeid en kapitaal, waardoor eenzelfde hoeveelheid goederen en diensten kan worden geproduceerd met steeds minder productiefactoren; het tempo

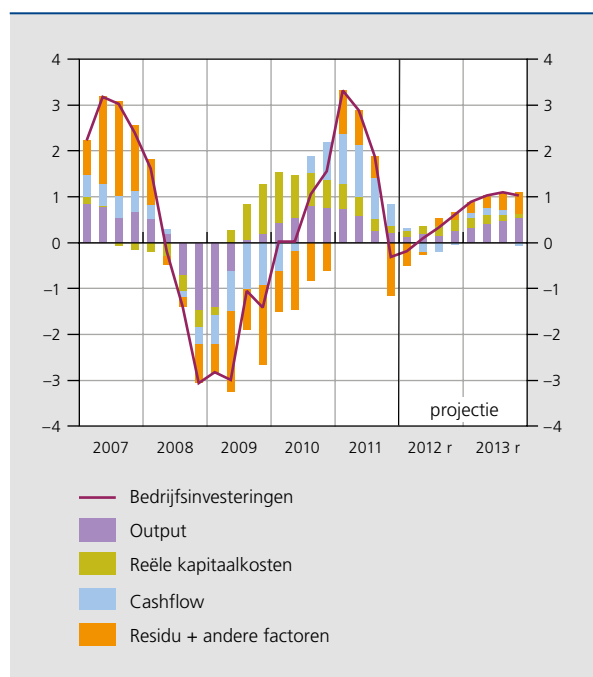
waarin vroegere investeringen worden afgeschreven; de elasticiteit die de substitutie tussen arbeid en kapitaal meet, samen met de distributieparameter die het aandeel van arbeid afweegt tegen dat van kapitaal; en de variabele mark-up die de bedrijven hanteren.

De effectieve vraag naar investeringen wordt ingebed in een zogenaamd *error correction model*, waardoor afwijkingen van de optimale investeringsvraag in de vorige periode geleidelijk worden gecorrigeerd in de richting van de evenwichtsvraag. Daarnaast wordt aandacht besteed aan de typische vertragingen in het investeringsproces. Voorts wordt via een cashflow-kanaal nog een extra determinant in de vergelijking ingebracht, die enkel op korte termijn een invloed kan uitoefenen op de investeringsvraag: hoe groter de cashflow van de bedrijven is, hoe minder zij een beroep moeten doen op externe financiering – wat extra onzekerheid over de uitkomst van het beslissingsproces met zich mee kan brengen – en hoe makkelijker zij bijgevolg nieuwe investeringsprojecten effectief ten uitvoer kunnen leggen.

Een analyse van de bedrijfsinvesteringen volgens de bovenstaande determinanten toont aan dat de grootste bijdrage aan de inzinking van de investeringen na het uitbreken van de financiële crisis werd geleverd door het negatieve verloop van de vraag⁽¹⁾. Vanaf de tweede helft van 2009 verbeterden de vraagvooruitzichten weer, en in hun kielzog ook de investeringsvraag. De bedrijfscashflows en de ermee samenhangende bedrijfsrendementen, die in 2008 een veeleer bescheiden negatieve bijdrage tot de investeringsgroei hadden geleverd, remden de investeringsvraag in 2009 sterk af. Deze tegenvallende bedrijfswinsten zijn uiteraard het gevolg van een sterk afgenomen vraag in combinatie met een aanvankelijk vrij inelastische totale loonsom. Pas nadat de bedrijven hun vraag naar arbeid neerwaarts hadden kunnen herzien (daarbij geholpen door het gebruik van het stelsel van tijdelijke werkloosheid), slaagden zij er in hun rendement langzaam weer op te krikken. Toch duurde het nog tot in de tweede helft van 2010 vooraleer deze cashflows weer positief tot de investeringsgroei bijdroegen. De sterke daling, in 2009, van de kortetermijnrente (en in mindere mate de langetermijnrente) en de transmissie ervan naar de rente op bedrijfskredieten en de totale kapitaalkosten van de ondernemingen, hebben in de tweede helft van 2009 en in de loop van 2010 zeker de bedrijfsinvesteringen ondersteund. Nadat in de loop van 2010 de rente niet meer verder daalde en vanaf het ogenblik dat ook de groei van het uurloon in de private sector begon terug te

GRAFIEK 5 VERLOOP VAN DE INVESTERINGEN EN DETERMINANTEN

(bijdragen tot de kwartaal-op-kwartaal groei⁽¹⁾ van de investeringen volgens het kwartaalmodel van de Bank, in procentpunt)



Bron: NBB.

(1) Uitgevlakte reeksen: gecentreerd glijdend gemiddelde over drie kwartalen.

(1) Om de grillige schommelingen in de kwartaal-op-kwartaal investeringsgroei uit te vlakken, werd hier gewerkt met een gecentreerd glijdend gemiddelde van de groei tijdens het kwartaal zelf, de groei in het vorige kwartaal en de groei in het volgende kwartaal. Dezelfde filter werd uiteraard gebruikt om de bijdrage van de individuele determinanten tot de totale investeringsgroei te berekenen.

lopen, nam de bijdrage van de reële kapitaalkosten tot de investeringsgroei langzaam in kracht af.

De periode vóór de val van Lehman Brothers werd in België gekenmerkt door uitgesproken positieve groei- en investeringsverwachtingen. De positieve bijdrage van de residuen toont dan ook aan dat de investeringen in die periode sterker groeiden dan de determinanten van het model kunnen verklaren. Na het uitbreken van de financiële crisis slaat de bijdrage van de residuen echter om en wordt deze negatief. De sterk toegenomen onzekerheid en het wantrouwen op de internationale en financiële markten deden de investeringsgroei immers ruim onder het groeitempo zakken dat door de klassieke determinanten van het model kan worden verklaard.

Reeds in de tweede helft van 2010 ebde het wantrouwen van de ondernemers langzaam weg en legden de Belgische bedrijven weer positieve investeringsgroei cijfers voor. Gedurende het grootste deel van 2011 groeiden de investeringen wederom sterker dan door de klassieke determinanten kan worden verklaard.

De opnieuw toegenomen onzekerheid aan het einde van 2011 en het begin van 2012 ging gepaard met een nieuwe dip in de investeringsgroei. Volgens de macro-economische projecties van de Bank zou het langzaam wegebden van de binnenlandse onzekerheid – dat op zich het gevolg is van de duidelijkheid die werd gecreëerd door het raamwerk van op begrotingsconsolidatie gerichte overheidsmaatregelen, de veel minder sterk oplopende Belgische langetermijnrente in vergelijking met de zuidelijkere eurolanden en de verwachte geleidelijke verbetering van het conjuncturele klimaat in het eurogebied – aan de basis liggen van het verwachte trage herstel van de investeringsgroei tijdens de periode 2012-2013. Dat groeitempo zou in de eerste plaats worden geschraagd door de vraagverwachtingen, maar ook de reële kapitaalkosten en, in mindere mate, het cashflow-effect zorgen voor een positieve groei bijdrage. Aangezien de effectieve investeringsvraag gedurende deze periode aanhoudend lager dan de evenwichtsvraag zou zijn, zal een geleidelijke convergentie naar deze laatste eveneens voor een extra groei ondersteuning zorgen.

2.2 Waarom lopen de investeringen vanaf medio 2008 terug?

2.2.1 Vraag en economische bedrijvigheid

Het belang van de macro-economische vraag voor de bedrijfsinvesteringen wordt helder toegelicht in de acceleratortheorie. Deze theorie, die tevens aan de basis ligt van de investeringsmodellering in het kwartaalmodel van de Bank, stelt dat als de vraag naar de productie van een onderneming toeneemt, deze haar kapitaal-inbreng dient te verhogen om die extra productie te kunnen realiseren. In principe wordt er dus van een productiefunctie met constante schaalopbrengsten uitgegaan⁽¹⁾.

Het acceleratormodel gaat uit van een onveranderlijke kapitaal-outputratio, waarbij de kapitaal-inbreng telkens evenredig groeit/afneemt met het verloop van de economische bedrijvigheid. Aangezien het niveau van de investeringen de wijziging van de kapitaalvoorraad weergeeft, en de veranderingen in de investeringen de versnelling of vertraging van de groei of de afname van de kapitaalvoorraad (tweede afgeleide) weerspiegelen, zouden de veranderingen in de investeringen procentueel gezien dus een veelvoud zijn van de procentuele wijziging van de kapitaalvoorraad en de economische bedrijvigheid. Precies dit effect wordt het acceleratoreffect genoemd.

Het acceleratoreffect lijkt de Belgische investeringen wel degelijk te beïnvloeden. De investeringen volgen immers een soortgelijk verloop als het bbp maar zijn veel volatiler. Tussen 1980 en 2011 bedroeg de correlatie tussen het bbp en de investeringen 0,98; de investeringen zijn derhalve sterk procyclisch. De standaardafwijking van de procentuele groei van de investeringen was hierbij ongeveer 4,3 keer zo hoog als die van het bbp. Deze theorie zou dus kunnen verklaren waarom de Belgische bedrijfsinvesteringen ineens stortten vanaf het derde kwartaal van 2008, toen de bedrijfsleiders een verslechtering van de conjunctuur waarnamen.

Wanneer de correlatie tussen het bbp en de investeringen evenwel alleen voor de periode 2007-2011 wordt berekend, valt het op dat ze veel minder hoog is: ze bedraagt dan nog slechts 0,4 en de standaardafwijking is slechts 3,1 maal zo groot. Rekening houdend met het feit dat die correlatie op veel minder waarnemingen berust, kan dit toch een indicatie zijn dat in deze periode ook andere factoren dan de inschatting van de vraag een rol hebben gespeeld bij het bepalen van de bedrijfsinvesteringen.

De inzinking van de vraag als gevolg van de in 2008 begonnen economische en financiële crisis, heeft echter zowel op korte als op lange termijn repercussies gehad. Op

(1) Een toename van de productiefactoren arbeid en kapitaal zal hierbij leiden tot een evenredige toename van de output.

korte termijn had de scherpe en onverwachte inzinking van de vraag en de economische bedrijvigheid een weerslag op de bezettingsgraad van het productievermogen. Op langere termijn heeft ze geleid tot een neerwaartse herziening van de vooruitzichten voor de potentiële groei. Aangezien de voorspellingen van de potentiële groei wellicht de inschatting van de bedrijven weerspiegelen met betrekking tot de toekomstige vraag alsook de kapitaalvoorraad die noodzakelijk is om aan deze vraag te voldoen, heeft de neerwaartse herziening van de potentiële groei ook gevolgen gehad voor de investeringsbeslissingen op langere termijn.

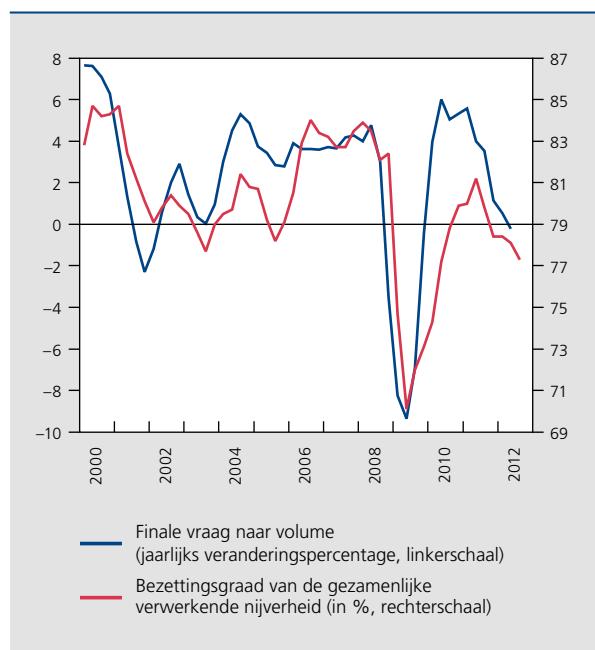
Kortetermijnpact: aanpassing van de bezettingsgraad van het productievermogen

Een inzinking van de vraag beïnvloedt niet onmiddellijk de investeringen. Op korte termijn kunnen de bedrijven immers de bezettingsgraad van het productievermogen aanpassen om de eerste schommelingen in de vraag op te vangen. Wanneer de vraag bijvoorbeeld toeneemt, zullen zij de bestaande productiecapaciteit in eerste instantie beter benutten en aldus afwachten of de geobserveerde trend aanhoudt alvorens middelen te investeren en voor langere tijd vast te leggen in een investeringsproject. Aan investeringen zijn immers hoge aanpassings- en opportuniteitskosten verbonden. In België sluit het verloop van de

bezettingsgraad van het productievermogen heel nauw aan bij dat van de finale vraag. De periode vóór de financiële en economische crisis werd gekenmerkt door een zeer sterke finale vraag en een hoge bezettingsgraad. Nadat de finale vraag vanaf het tweede kwartaal van 2008 in elkaar was gezakt, voornamelijk door een sterke daling van de vraag naar uitvoer, had ook de bezettingsgraad met een inzinking van dezelfde orde te kampen. Beide variabelen bleven teruglopen tot medio 2009, waarna ze zich allebei herstelden.

Het verloop van de bezettingsgraad in 2011 geeft ook een goede indicatie van de wisselwerking tussen aanpassingen van de productiecapaciteit en investeringsbeslissingen. Tot het tweede kwartaal van 2011 steeg de bezettingsgraad van het productievermogen, waarna een daling wordt waargenomen. De bedrijfsinvesteringen begonnen na een sterke stijging tijdens de eerste twee kwartalen van 2011 te dalen vanaf het derde kwartaal van 2011. Dit geeft aan dat de bedrijven tussen het tweede en derde kwartaal van 2011 eerst de bezettingsgraad van hun productievermogen hebben aangepast en pas daarna, toen duidelijk werd dat de conjunctuurvertraging zou blijven duren, de investeringen hebben verminderd. Na een stabilisatie in het eerste kwartaal van 2012, werd de bezettingsgraad in het tweede kwartaal van 2012 alweer verlaagd, tegen de achtergrond van een verder verslappende conjunctuur in het eurogebied.

GRAFIEK 6 VERLOOP VAN DE FINALE VRAAG EN VAN DE BEZETTINGSGRAAD VAN DE PRODUCTIECAPACITEIT



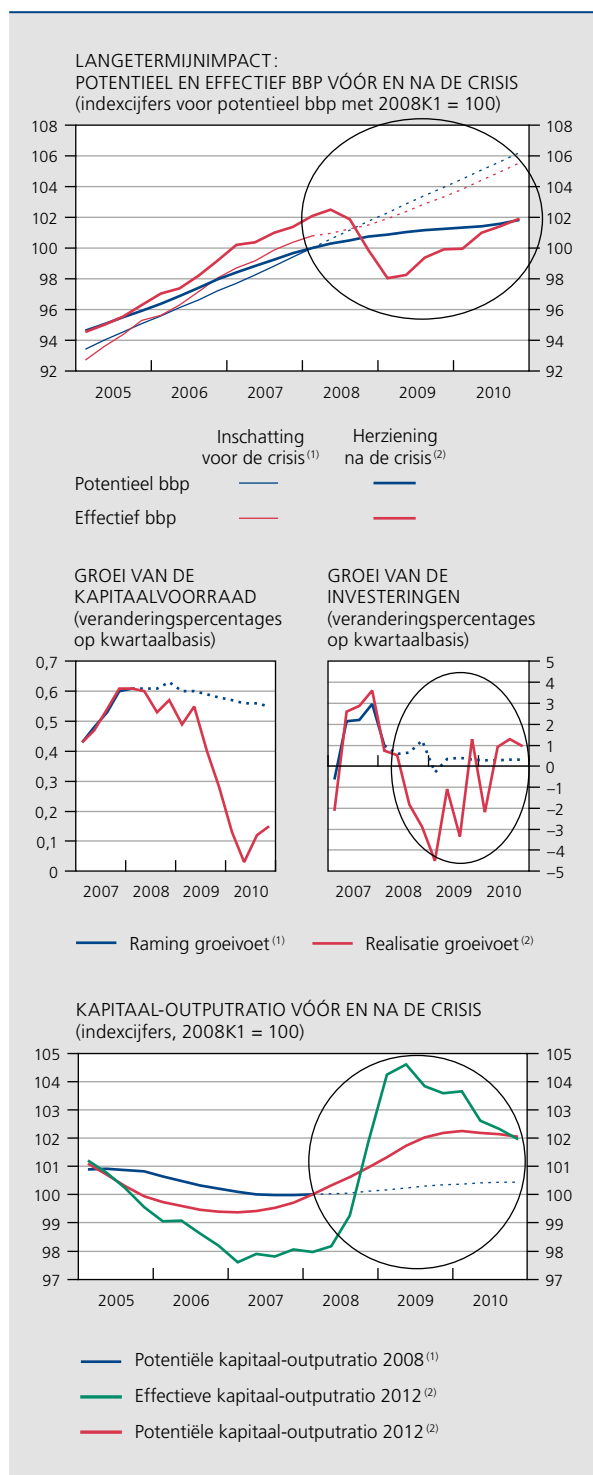
Bronnen: INR, NBB.

Langetermijnpact: aanpassing van de investeringsbeslissingen

De crisis heeft een zware en onverwachte impact gehad op de Belgische economie. Terwijl in de macro-economische projecties van de Bank van juni 2008 nog rekening werd gehouden met een reële groei van de bedrijvigheid met 1,6% in 2008 en met 1,5% in 2009, bleken de opgetekende cijfers met respectievelijk 1% en -2,8% ver onder deze verwachtingen te liggen. De daling van het bbp had een weerslag op de raming van het potentiële bbp, die in vergelijking met de ramingen van juni 2008 ook opmerkelijk neerwaarts werd bijgesteld. Dat komt omdat de aanpassingen die verband houden met de door de crisis verloren gegane bedrijvigheid, door de bruske aard ervan, leiden tot wrijvingen, en dus tot tijdelijke verliezen aan efficiëntie (TFP), of tot een ontmoedigings-effect voor de potentiële werknemers (afname van het aantal gewerkte uren) of een verhoging van de structurele werkloosheidsgraad. Deze factoren hadden op zijn minst een tijdelijke uitwerking op de potentiële groei. Ondanks het feit dat deze op termijn naar verwachting zou terugkeren naar een soortgelijk groeitempo als vóór de crisis, wordt ervan uitgegaan dat het effect van de inzinking van

het potentiële bbp tijdens de crisis niet meer ongedaan kan worden gemaakt.

GRAFIEK 7 POTENTIËLE GROEI, KAPITAALVOORRAAD EN INVESTERINGEN



Bron: NBB.

(1) Realisaties en ramingen afkomstig van de schatting van de potentiële groei van juni 2008, ramingen in stippellijn vanaf het eerste kwartaal van 2008.

(2) Realisaties afkomstig van de schatting van de potentiële groei van juni 2012.

De potentiële output weerspiegelt welke groei een economie kan genereren zonder evenwichtsverstoringen op de goederen- en dienstenmarkt en op de arbeidsmarkt teweeg te brengen. Hoewel het potentiële bbp niet meetbaar is en dus moet worden geschat, weerspiegelt het op impliciete wijze de overwegingen die de economische subjecten, waaronder de bedrijven, hanteren om de toekomstige vraag in te schatten en hun nood aan productiefactoren op langere termijn te ramen. Doordat de potentiële groei onverwachts naar beneden werd bijgesteld, werd ook de kapitaalvoorraad die nodig is om de productie te kunnen realiseren, neerwaarts herzien. De herziening van de noodzakelijke kapitaalvoorraad leidde op haar beurt tot een neerwaartse bijstelling van de noodzakelijke investeringen om die kapitaalvoorraad te bereiken. Opnieuw kan worden opgemerkt dat deze inzinkingen van de investeringsgroei en de groei van de kapitaalvoorraad zich onverwachts voordeden, aangezien ze niet waren gebleken uit de ramingen van de Bank van juni 2008. De daling van de groei van de kapitaalvoorraad was vooral uitgesproken tussen medio 2009 en medio 2010. Pas sinds de investeringen weer zijn beginnen te stijgen in het derde kwartaal van 2010, is de groeivoet van de kapitaalvoorraad opnieuw toegenomen. De werking van het acceleratoreffect wordt hier trouwens duidelijk bevestigd: terwijl de groei van de kapitaalvoorraad met slechts bijna 0,6 procentpunt daalde als gevolg van de crisis, verminderde de groeivoet van de investeringen met ongeveer 5 procentpunt. Ondanks de neerwaartse aanpassing van de kapitaalvoorraad blijft de verhouding van de kapitaalvoorraad tot de potentiële output, zoals die nu wordt ingeschat, echter heel wat hoger dan in 2008 was voorzien.

2.2.2 Rentabiliteit en interne financieringsmogelijkheden: bruto-exploitatietooverschot van de Belgische ondernemingen

Een andere mogelijke oorzaak voor de sterke daling van de bruto-investeringen in vaste activa van de Belgische ondernemingen in 2009 is het verloop van hun bruto-exploitatietooverschot. Aangezien het bruto-exploitatietooverschot voor een onderneming de voornaamste bron van inkomsten is, vormt het immers een indicator van de interne financieringsmogelijkheden ervan. Daarnaast wordt het bruto-exploitatietooverschot ook beschouwd als een indicator voor de rentabiliteit van de ondernemingen en van de investeringen.

Het bruto-exploitatietooverschot van de Belgische bedrijven bleef in 2008 vrijwel stabiel en nam in 2009 scherp af. De stagnatie in 2008 is voornamelijk te wijten aan de scherpe stijging van de kosten voor de bedrijven. Die kosten stegen immers sneller dan de verkoopprijzen van

TABEL 1 BRUTO-EXPLOITATIEOVERSCHOT VAN DE VENNOOTSCHAPPEN

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

	2003-2007 Jaar- gemiddelde	2008	2009	2010	2011	2012 r	2013 r
Bruto-exploitatietoerschoot van de vennootschappen	7,9	0,1	-5,3	12,6	3,8	1,1	2,8
Bruto-exploitatietoemarge per verkochte eenheid ..	4,3	-2,1	1,7	6,4	0,0	5,7	0,1
Verkooprijzen per eenheid product	2,2	3,9	-3,9	3,7	4,0	7,5	1,5
Op de binnenlandse markt ⁽¹⁾	2,6	4,4	-2,4	2,5	3,3	6,4	1,5
Op de uitvoermarkten	1,9	3,4	-5,3	5,0	4,6	8,5	1,4
Kosten per verkochte eenheid ⁽¹⁾	1,9	5,0	-4,8	3,7	4,8	7,8	1,7
Ingevoerde goederen en diensten	2,3	6,0	-8,5	6,1	6,2	10,3	1,4
Kosten van binnenlandse oorsprong per eenheid product	0,7	1,9	2,6	-0,4	1,5	3,4	1,3
waarvan loonkosten per eenheid product	0,8	3,5	3,3	-0,9	2,1	2,9	1,5
Eindverkoop naar volume	3,4	2,2	-6,9	5,8	3,8	-4,4	2,7
Op de binnenlandse markt ⁽¹⁾	2,5	2,3	-2,3	2,1	2,0	-2,8	0,8
Op de uitvoermarkten	4,2	2,1	-11,1	9,6	5,5	-5,8	4,5

Bronnen: INR, NBB.

(1) Met inbegrip van de voorraadwijzing.

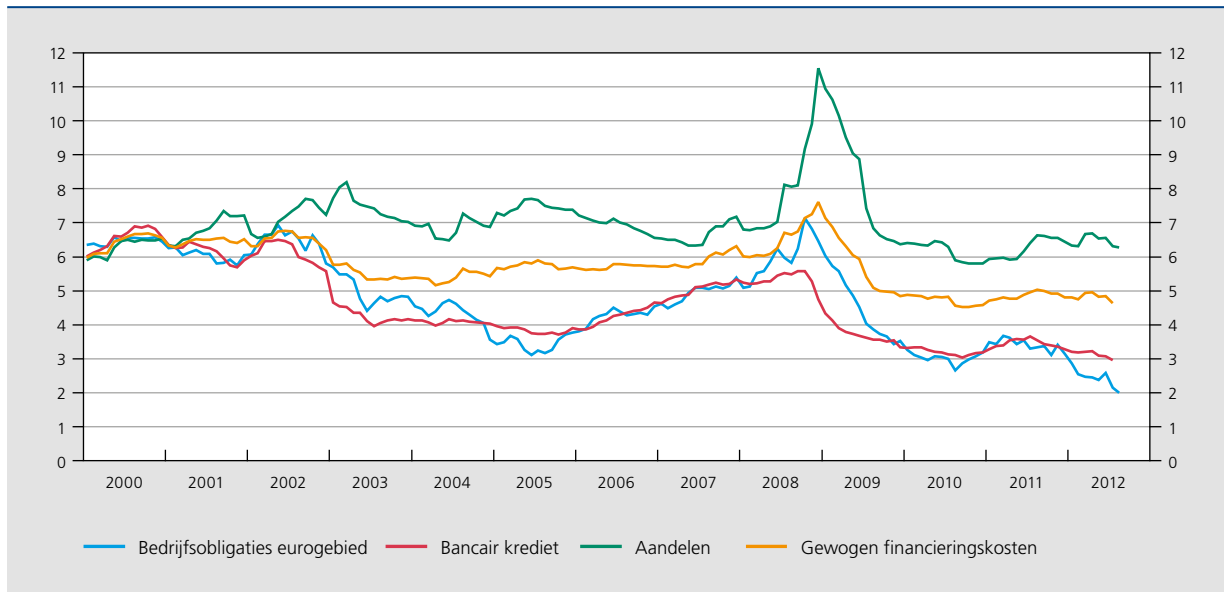
hun producten, waardoor de bedrijfsmarges aanzienlijk werden aangetast. Hoewel deze marges in 2009 opnieuw toenamen – omdat de kosten sterker daalden dan de verkoopprijzen van de producten van de Belgische ondernemingen – blijkt de sterke daling van de vraag het bruto-exploitatietoerschoot toch te hebben gedrukt. De Belgische bedrijven eindigden het jaar 2009 met een negatief verloop van het bruto-exploitatietoerschoot, wat de mogelijkheden tot interne financiering fnuikte. In het jaar 2010 gaf het bruto-exploitatietoerschoot echter een stevig, maar tijdelijk, herstel te zien, vooral omdat de vraag naar producten heropleefde, waarbij vooral de voor de uitvoer bestemde productie belangrijk was. Hoewel de vraag in 2011 opnieuw vertraagde en de marge niet veranderde, bleef de groei van het bruto-exploitatietoerschoot positief. Voor het jaar 2012 wordt een beperkte groei van het bruto-exploitatietoerschoot verwacht als gevolg van een sterke achteruitgang van de finale vraag. Zowel de binnenlandse vraag als de vraag naar producten voor de uitvoer zou dit jaar worden gekenmerkt door een stevige inzinking. In 2013 wordt opnieuw een matige verbetering verwacht, vooral doordat de vraag naar uitvoer weer zou aantrekken, terwijl de groei van de binnenlandse vraag bescheiden blijft. Al bij al zou het groeitempo van het bruto-exploitatietoerschoot geringer blijven dan in de jaren vóór de economische en financiële crisis, in een algemene context van matige economische groei en hoge onzekerheid.

2.2.3 Kosten van externe financiering voor de ondernemingen

Naast de economische vraag en de ontwikkeling van de interne financieringsmogelijkheden kunnen nog andere elementen ten grondslag liggen aan de inzinking van de bedrijfsinvesteringen. De financieringskosten van de ondernemingen zijn bijvoorbeeld vanaf januari 2008 sterk toegenomen. Hoewel de rentetarieven van de bedrijfsobligaties van het eurogebied reeds langere tijd aan het stijgen waren, liepen ze vanaf begin 2008 nog sterk op.⁽¹⁾ Enkel de kosten van het bancaire krediet schijnen begin 2008 niet echt te zijn versneld en zetten hun sinds 2005 stijgende trend voort. Vooral door de aanzienlijke toename van de kosten van financiering via aandelen in een context van kelderende beurskoersen gingen de gewogen financieringskosten voor de niet-financiële vennootschappen vanaf mei 2008 fors omhoog. Een gedeeltelijke verklaring voor de stijging van de financieringskosten nog vóór de crisis toesloeg, wordt verschaft door de contractuele impulsen van het monetaire beleid, gezien de aanpassingen van de beleidsrentes progressief in rekening worden gebracht in de rentes die aan de bedrijven worden aangerekend. Dit mechanisme kan deels verklaren waarom in periodes van hoogconjunctuur een stijging

(1) Deze trend werd ook waargenomen voor de Belgische bedrijfsobligaties. Hier worden echter de bedrijfsobligaties van het eurogebied geanalyseerd omdat de markt voor deze obligaties dieper en meer liquide is.

GRAFIEK 8 KOSTEN VAN EXTERNE FINANCIERING VOOR DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN
(in %)



Bronnen : NBB, Thomson Reuters Datastream.

wordt waargenomen van de financieringskosten, samen met een toename van de bedrijfsinvesteringen zelf. Nadat de crisis had toegeslagen, stegen de financieringskosten echter verder, omdat de banken en financiële markten de hoge onzekerheid en onstabiele verwachtingen in de aan de bedrijven aangerekende nominale rentes incorporeerden via een hogere risicopremie.

Hoewel de financieringskosten in december 2008 een piek bereikten, bleven ze tot mei 2009 hoger dan vóór de crisis. De hoge financieringskosten tijdens de economische en financiële crisis hebben er dus zeker toe geleid dat ondernemingen bepaalde investeringsprojecten uitstelden of schrapten omdat de hoge financieringskosten het rendement ervan niet meer konden garanderen. Nadien zakten de financieringskosten voor de investeringen van de ondernemingen echter wel tot een historisch laag peil, wat bijdroeg tot de opleving. Toch kan het historisch laag blijvende peil van de nominale financieringskosten de vertraging van de investeringsgroei vanaf medio 2011 niet verklaren, wat opnieuw aangeeft dat de financieringskosten slechts een van de determinanten van een investeringsbeslissing vormen.

2.2.4 Kredietvoorwaarden

Ook het verloop van de kredietvoorwaarden heeft mogelijk een rol gespeeld in de daling van de investeringen na de financiële crisis. In België werden de

kredietvoorwaarden voor leningen aan de niet-financiële vennootschappen door de financiële instellingen systematisch verstrengd vanaf medio 2007, met een absoluut dieptepunt aan het einde van 2008. Tot medio 2009 bleven sommige Belgische banken hun kredietvoorwaarden verstrengen. Na het faillissement van Lehman Brothers is de interbancaire markt in september 2008 bovendien voor het eerst dichtgeslibd. Deze gebeurtenis had rechtstreekse gevolgen voor vele banken, die afhankelijk waren van het functioneren van de interbancaire markt om hun kredietverlening te financieren. De onzekerheid die hiermee gepaard ging, zette vele banken ertoe aan hun strengere kredietvoorwaarden te handhaven of deze zelfs nog te verscherpen om problemen te vermijden, zowel omdat ze zelf moeilijker aan financiering raakten als omdat ze twijfelden aan de kredietwaardigheid van sommige van hun kredietnemers.

Met uitzondering van het tweede kwartaal van 2012 hanteerden de Belgische banken vanaf het tweede kwartaal van 2009 echter ongewijzigde criteria bij de kredietverlening. In het eurogebied, daarentegen, ging de verstrenging van de kredietvoorwaarden onafgebroken door. In het laatste kwartaal van 2011 meldde bijvoorbeeld nog netto 20% van de Europese banken dat ze de kredietvoorwaarden hadden verstrengd⁽¹⁾. Voor het

(1) Gewogen nettoprocentage van banken die een verstrenging (-) of een versoepeling (+) van de kredietvoorwaarden aangeven gedurende de laatste drie maanden.

tweede kwartaal van 2012 werd voor de Belgische markt wel een verstrenging van de kredietvoorwaarden opgetekend. Deze verstrakking werd met name toegepast bij de toekenning van hypothecaire leningen, en in mindere mate ook bij de leningen aan niet-financiële ondernemingen en het consumentenkrediet. Ondanks de ongunstige recente ontwikkelingen wijst deze verstrakking van de kredietvoorwaarden in België voor het tweede kwartaal van 2012 zeker nog niet op een *credit crunch*. De sterke daling van de bedrijfsinvesteringen in 2009 zou dus deels te wijten kunnen zijn aan de verstrenging van de criteria voor het verkrijgen van bankkrediet ter financiering van de investeringen. Aan de andere kant wogen ongunstige conjuncturele factoren in deze periode ook sterk op de vraag naar leningen, waardoor de verstrenging van de kredietvoorwaarden uiteindelijk slechts een beperkte invloed kan hebben gehad op de investeringsbeslissingen.

De halfjaarlijkse enquête naar de investeringen in de verwerkende nijverheid van de Bank bevestigt de voorgaande conclusies. In deze enquête worden de bedrijven expliciet ondervraagd over de determinanten van hun

investeringen. De deelnemers dienen voor een aantal determinanten aan te kruisen of ze deze belangrijk vinden of niet. Gemiddeld stippen slechts drie op de tien ondernemingen aan dat ze de kredietkosten als een belangrijke determinant van de investeringen beschouwen, terwijl acht op de tien het belangrijk achten om de productiekosten te verlagen en zeven op de tien om nieuwe productieprocessen te introduceren.

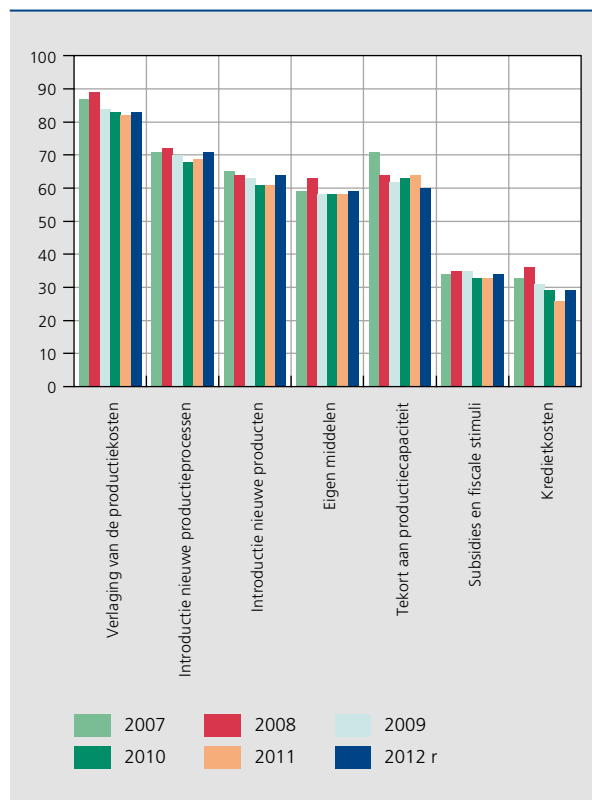
Daarnaast is het wel belangrijk op te merken dat de kredietvoorwaarden voor bepaalde soorten vennootschappen misschien toch een grotere rol hebben gespeeld in het terugdringen van de investeringen tijdens de crisis. Zo is de aanwendingsgraad van de kredieten gewoonlijk omgekeerd evenredig met de bedrijfsgrootte. Er wordt namelijk verondersteld dat kleine ondernemingen meer afhankelijk zijn van bankkrediet en meer financieringsproblemen ondervinden dan grotere. Voor die kleine bedrijven kunnen de kredietvoorwaarden dus wel een belangrijkere rol hebben gespeeld in hun investeringsbeslissingen.

2.2.5 Onzekerheid en verwachtingen

Bij de bespreking van het recente verloop van de investeringen kwam reeds naar voren dat sommige factoren die de investeringsbeslissingen beïnvloeden, niet altijd worden onderkend bij analyses aan de hand van de klassieke determinanten van de investeringen. Nochtans bleken deze residufactoren in bepaalde omstandigheden een aanzienlijke invloed te hebben op de investeringsbeslissingen. Onzekerheid en verwachtingen zijn twee voorbeelden van zulke factoren die een belangrijke rol hebben gespeeld tijdens de crisis.

Onzekerheid is voor bedrijven een dagelijks fenomeen en speelt op verschillende niveaus een rol. Gelet op de tijdsperiode waarover een investering zich uitstrekt en het feit dat een investeringsproject vaak vele lags en aanpassingskosten meebrengt, bepalen de bedrijven hun investeringen immers niet alleen op grond van de huidige economische bedrijvigheid maar ook van de toekomstige. Hoewel een bedrijf dus verwachtingen vormt over de toekomstige vraag en economische bedrijvigheid, zijn deze altijd aan verandering onderhevig. Daarnaast worden de bedrijven geconfronteerd met onzekerheid over de toekomstige prijzen en de toekomstige financieringskosten van de financiële instrumenten. In dit kader kan onzekerheid over de gestelde verwachtingen een domper zetten op de investeringen. De onzekerheid van een bedrijf omtrent de toekomstige vraag en economische bedrijvigheid maakt het immers moeilijker om te beoordelen of een investeringsproject al dan niet winstgevend is. Bedrijven moeten dus niet alleen rekening houden met de mogelijke return-on-investment, maar ook met de risico's om die winst te

GRAFIEK 9 DETERMINANTEN VAN DE INVESTERINGEN VOLGENS DE INVESTERINGSENQUÊTE VAN DE BANK IN DE VERWERKENDE NIJVERHEID (percentage ondernemingen⁽¹⁾ dat de determinant aanstipt)



Bron: NBB.

(1) De ondernemingen mogen meer dan één determinant vermelden.

behalen. In het licht van de crisis is het dan ook mogelijk dat onzekerheid de vereiste return van een investeringsproject heeft verhoogd voor risico-averse investeerders. Daardoor verlaagde de onzekerheid het plafond van de financieringskosten waarboven investeringen als te duur worden beschouwd en niet worden uitgevoerd, met een vermindering van de investeringen tot gevolg.

2.3 Waarom is de daling van de investeringen tijdens de crisis toch relatief beperkt gebleven?

Hoewel de Belgische bedrijfsinvesteringen naar volume de sterkste daling sinds 1980 vertoonden, bleef de afname van de Belgische bedrijfsinvesteringen in internationale context beperkt. In deze paragraaf wordt nagegaan welke factoren de daling van de Belgische bedrijfsinvesteringen tijdens de crisis hielpen intomen.

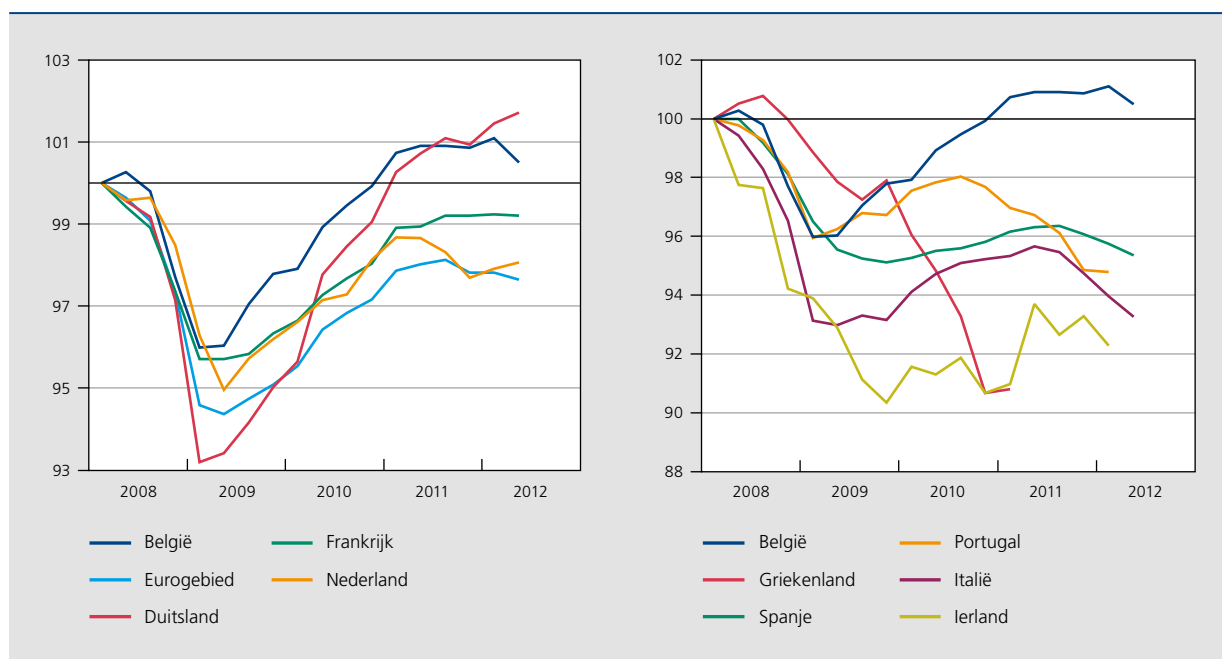
2.3.1 Weerstandsvermogen van de Belgische economie tegen de wereldwijde crisis

In dit kader is het belangrijk te vermelden dat het bbp in België tijdens de crisis relatief gezien minder sterk is gedaald dan in de buurlanden en het eurogebied. Omdat de daling van de macro-economische vraag in België al bij al beperkt bleef, konden de bedrijven zich een iets hoger productieniveau permitteren dan die in de buurlanden en

zagen zij zich minder genoodzaakt om hun investeringen sterk terug te schroeven. Ook het herstel van het bbp verliep sneller in België: op basis van een index met het 1^{ste} kwartaal van 2008 gelijk aan 100, is het duidelijk dat het Belgische bbp zich begin 2011 alweer had hersteld naar pre-crisisniveau. Wat het eurogebied betreft, was dit duidelijk nog niet het geval in Frankrijk en Nederland. Enkel Duitsland volgde dezelfde koers, maar moest uit een dieper dal klimmen waardoor het er iets later dan België in slaagde om het bbp van vóór de crisis opnieuw te bereiken. Het verschil is nog meer uitgesproken in vergelijking met de perifere landen, die tijdens de crisis met ernstige problemen kampten (Griekenland, Spanje, Portugal, Italië en Ierland). In geen van deze landen komt het bbp, zelfs nu, nog maar in de buurt van het peil vóór de crisis. De sterke bbp-dalingen in die landen hebben tevens gewogen op het bbp-verloop in het eurogebied, dat aanmerkelijk slechter was dan de ontwikkeling van het Belgische bbp.

Zelfs rekening houdend met de verschillen in de omvang van de recessie, blijkt België op internationaal vlak de crisis goed te hebben doorstaan. De investeringsquote liep in België immers minder sterk terug dan in het eurogebied en de buurlanden, omdat, bekeken over de periode van het tweede kwartaal van 2008 tot het vierde kwartaal van 2009, de investeringen niet abnormaal meer achteruitgingen ten opzichte van het bbp dan tijdens voorgaande

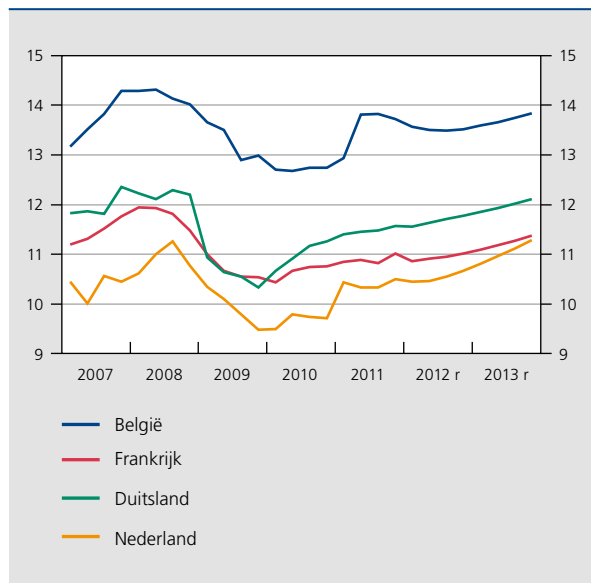
GRAFIEK 10 BELGISCH BBP VANUIT EEN INTERNATIONAAL PERSPECTIEF
(indexcijfers, 1^{ste} kwartaal van 2008 = 100)



Bronnen: NBB, OESO.

GRAFIEK 11 **INVESTERINGSQUOTE VANUIT EEN INTERNATIONAAL PERSPECTIEF**

(bedrijfsinvesteringen in vaste activa in % van het bbp, kwartaalgegevens)



Bron: OESO.

recessieperiodes⁽¹⁾. Terwijl de investeringsquote zich in Duitsland echter gaandeweg herstelde vanaf eind 2009, werd voor België een stabilisatie van de investeringsquote waargenomen voor 2010, waarna een geleidelijk herstel volgde met een versnelling in de eerste twee kwartalen van 2011. De Belgische investeringen herstelden zich dus trager dan die in de buurlanden, waarbij de ondernemingen zich in 2010 afwachtend opstelden, maar dit werd gevolgd door een sterke groeiperiode in de eerste helft van 2011. Nadien trad er een stabilisatie in.

Naast de conjunctuurschommelingen van de investeringsquote toont de bovenstaande grafiek tevens dat het niveau van de investeringsquote in België structureel hoger ligt dan in de buurlanden. Bij het interpreteren van zulke verschillen moet echter een grote voorzichtigheid aan de dag worden gelegd: ze kunnen immers ook door verschillen in de onderliggende structuur van de economie

(1) Wanneer voor elk van de landen de procentuele daling wordt beschouwd vanaf het absolute hoogtepunt van de investeringsquote vóór de crisis tot het absolute dieptepunt (dat in de verschillende landen in uiteenlopende kwartalen werd bereikt), was in België de inzinking van de investeringsquote het geringst, op Frankrijk na.

(2) De piek van 3,4% bbp die het nettofinancieringssaldo in 2005 bereikte, moet met zeer grote omzichtigheid worden behandeld. De cijfers in dat jaar zijn immers vertekend doordat het grootste deel van de NMBS-schuld werd overgenomen door het Fonds voor Spoorweginfrastructuur (waarvan de activa in 2008 van rechtswege werden overgedragen aan Infrabel), dat deel uitmaakt van de overheidssector (ten belope van € 7,4 miljard). De overige van de overheid ontvangen kapitaaloverdrachten waren in dat jaar dan ook buitenproportioneel hoog. Ook in 2003 is het nettofinancieringssaldo licht vertekend: dat jaar zijn de aan de overheid te betalen kapitaaloverdrachten onevenredig hoog door de overname van de pensioenverplichtingen van Belgacom ten belope van € 5 miljard.

worden veroorzaakt. De hogere investeringsquote komt tot uiting in een groter aandeel van kapitaal in de productie in België, wat tevens aanleiding geeft tot een hoger niveau van zichtbare arbeidsproductiviteit.

2.3.2 Financiële soliditeit

De gezonde financiële situatie van de Belgische ondernemingen is een andere factor die kan verklaren waarom de Belgische investeringen in 2009 minder sterk krompen dan de investeringen in alle buurlanden. Die goede gezondheid blijkt onder meer uit het peil van het bruto-exploitatieoverschot en van het nettofinancieringssaldo.

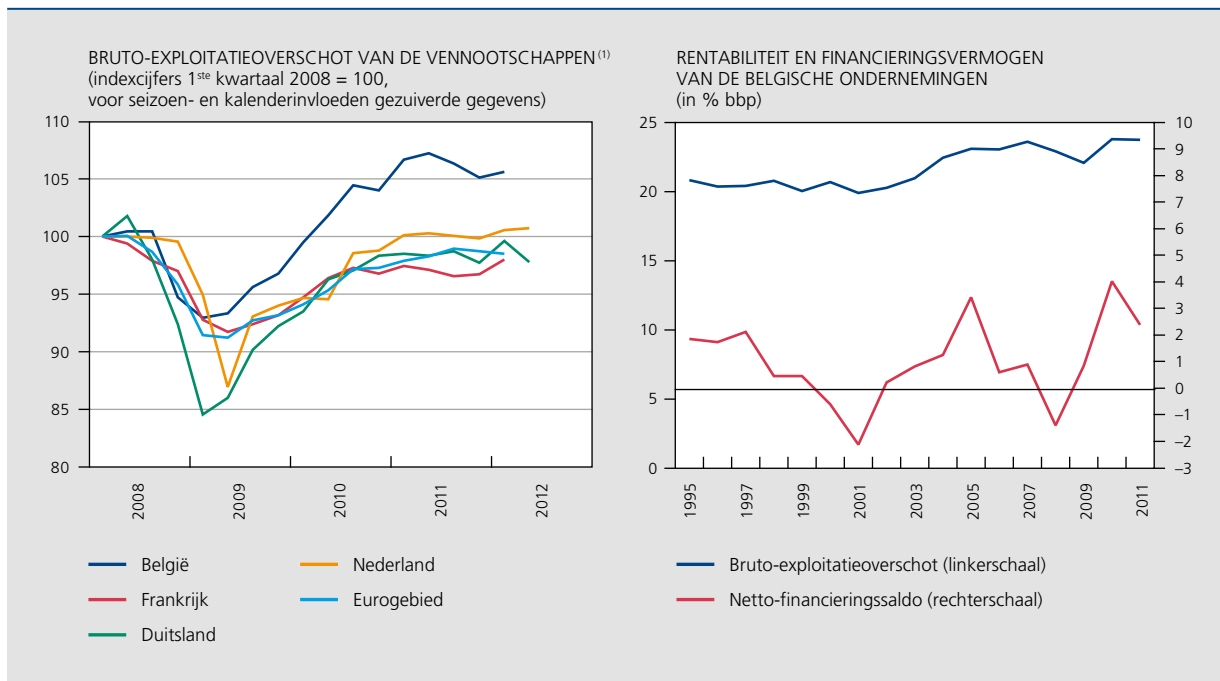
De daling van het bruto-exploitatieoverschot van de Belgische ondernemingen bleef in 2008 en 2009 achter bij die in de buurlanden en het overschot herstelde zich sneller. Zo bereikte het in het tweede kwartaal van 2010 alweer het niveau van vóór de crisis, terwijl het in de andere landen (met uitzondering van Nederland) nog steeds onder dat peil lag. Dat goede resultaat is zowel te danken aan de reeds vermelde weerbaarheid van de bedrijvigheid en de vraag als, ten dele, aan de hogere inflatie in België. Op langere termijn houdt die toestand echter risico's in, omdat deze het concurrentievermogen van de ondernemingen aantast.

Al met al liep het bruto-exploitatieoverschot tussen 2007 en 2009 terug van 24% bbp naar 22% bbp, maar deze waarde ligt nog altijd hoger dan het historisch gemiddelde. Tussen 1995 en 2011 bedroeg het bruto-exploitatieoverschot immers gemiddeld 21,7% bbp. Bovendien liep het in 2010 en 2011 weer op tot bijna 24%, een niveau dat vergelijkbaar is met het peil in de jaren net vóór de crisis en dat hoger is dan in de tweede helft van de jaren negentig en aan het begin van het nieuwe millennium.

Het nettofinancieringssaldo van de Belgische ondernemingen als geheel ging tijdens de financiële crisis eveneens slechts tijdelijk achteruit. Dat saldo was enkel in 2008 negatief, waarna het zich zeer snel en krachtig herstelde tot het in 2010 een piek van 4% bbp bereikte. Ondanks de macro-economische strubbelingen bleef het op een hoog peil in 2011. Afgezien van het jaar 2005, waarin het resultaat van 3,4% bbp werd beïnvloed door een louter statistisch effect⁽²⁾, genereerden de bedrijven tijdens de afgelopen twee jaar het hoogste financieringsvermogen sinds 1997. Naast een hoge rentabiliteit weerspiegelt dat ook de voorzichtigheid die de ondernemingen aan de dag leggen bij hun investeringen.

Het belang van interne financieringsmogelijkheden wordt in de enquête van de Bank naar de investeringen in de verwerkende nijverheid door de bedrijven zelf

GRAFIEK 12 BRUTO-EXPLOITATIEOVERSCHOT EN NETTOFINANCIERINGSSALDO VAN DE BELGISCHE ONDERNEMINGEN

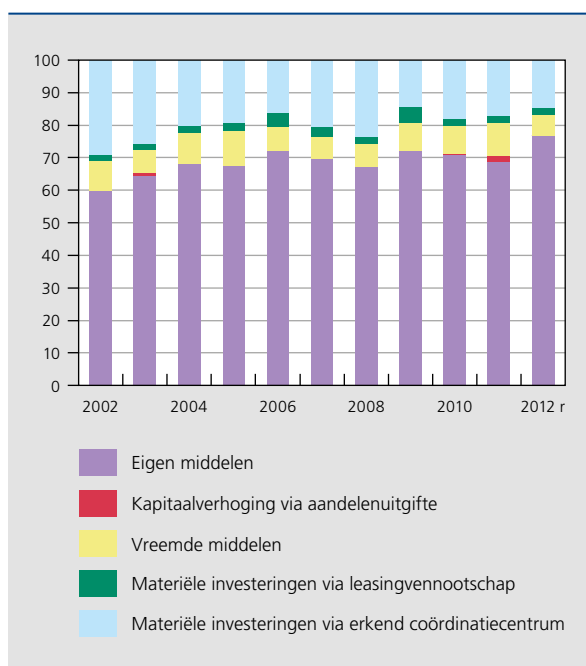


Bronnen: ECB, INR, NBB.

(1) Voor seizoeninvloeden maar niet voor kalendereffecten gezuiverde gegevens voor Frankrijk, Duitsland en Nederland.

aangegeven. Ze worden immers expliciet ondervraagd over de financieringswijze van hun investeringen. De bedrijven uit de verwerkende nijverheid delen in de investeringsenquête mee dat ze 70% van hun investeringen in 2011 met eigen middelen financierden, en dit percentage zou verder oplopen tot 77% in 2012. Hoewel dit percentage altijd al hoog geweest is, steeg het tussen 2002 en 2011 met 10%, wat de toenemende aantrekkelijkheid van interne financiering voor de bedrijven aantoont. De notionele interestaftrek, die de benadeling van de financiering met eigen middelen ten opzichte van de financiering met vreemde middelen trachtte weg te werken, heeft hier mogelijk een invloed op gehad. Het op een na belangrijkste financieringsinstrument zijn de materiële investeringen via erkende coördinatiecentra. Hoewel deze vorm van financiering duidelijk onderhevig is aan een dalende trend – met een aandeel dat gedaald is van 29% van de investeringsbedragen in 2002 tot 17% van de investeringsbedragen in 2011 – door de afschaffing van het gunstige stelsel voor de coördinatiecentra, blijft hij voorlopig een belangrijke rol spelen. Het aandeel van investeringen die met vreemde middelen werden gefinancierd, blijft rond de 10% schommelen, terwijl financiering via kapitaalverhoging verwaarloosbaar klein is (2%) ondanks de sterke stijging in 2011. Voor het jaar 2012 wordt trouwens verwacht dat de financiering via kapitaalverhoging terugloopt tot nul.

GRAFIEK 13 FINANCIERINGSWIJZE VAN DE INVESTERINGEN VOLGENS DE INVESTERINGSENQUÊTE VOOR DE VERWERKENDE NIJVERHEID VAN DE BANK
(in % van de totale investeringsbedragen)



Bron: NBB.

3. Aandachtspunten voor de toekomst

Zoals gewoonlijk het geval is wegens het sterk procyclische karakter van de bedrijfsinvesteringen, werd het verloop ervan tijdens de recente periode van economische recessie en financiële crisis gekenmerkt door omvangrijke bewegingen. Net als andere economische variabelen, zoals de bedrijvigheid, de werkgelegenheid of de particuliere consumptievraag, kan de scherpe daling van de investeringen in 2008-2009, gelet op de omvang van de schokken, in België als relatief gematigd worden beschouwd, een resultaat waartoe met name de gezonde financiële situatie van de niet-financiële vennootschappen heeft bijgedragen. Het eind 2010 en in de eerste helft van 2011 opgetekende herstel van de investeringen, dat zich iets later voordeed dan de verbetering van de vraagvoorwaarden, werd in de tweede helft van het jaar ondermijnd door de sterk toenemende onzekerheid in het eurogebied als gevolg van de intensivering van de overheidsschuldencrisis, en door een forse conjunctuurverslechtering.

Die bevindingen herinneren eraan dat verschillende factoren moeten samengaan om de vraag naar investeringen aan te wakkeren: positieve vraagvooruitzichten, een stabiele macro-economische omgeving – zonder al te veel onzekerheden – en een fundamenteel gezonde en evenwichtige onderliggende toestand van de rentabiliteit en de financiële positie van de ondernemingen.

In een context van geleidelijke versteviging van de bedrijvigheid en de vraag in België en bij zijn handelspartners, en gelet op het lage rentepeil, wordt op middellange termijn over het algemeen een gematigd herstel verwacht.

Dat herstel is evenwel onderhevig aan diverse risico's en potentiële conjunctuurschommelingen. In de eerste plaats is het herstel van de investeringen onderhevig aan de risico's die resulteren uit de onzekerheden omtrent de economische situatie bij onze voornaamste partners, tegen de achtergrond van grote spanningen in het eurogebied.

Wanneer vervolgens de vraag naar bankkredieten weer aantrekt, kan het vermogen van de financiële instellingen om hun rol in de financiering van de economie volop te spelen, terwijl ze hun businessmodel moeten blijven heroriënteren en zich moeten aanpassen aan de strengere prudentiële regels die in de toekomst zullen worden opgelegd, gevolgen hebben voor de financiering van de investeringen en meer algemeen voor een vlottere toegang tot krediet. Bovendien werden wijzigingen goedgekeurd in de vennootschapsbelasting en in de toekenning van investeringssubsidies door de overheid en zouden er, in een context van noodzakelijke begrotingsconsolidatie, nog meer kunnen worden ingevoerd. Die wijzigingen zouden eventueel de investeringsbeslissingen van de ondernemingen kunnen beïnvloeden.

Op lange termijn zijn de bedrijfsinvesteringen één van de doorslaggevende elementen om een robuuste, evenwichtige en dus duurzame langetermijntontwikkeling mogelijk te maken van het potentieel om toegevoegde waarde te creëren en dus inkomens in de economie te genereren. Het aangetrokken kapitaal is immers een complement van de arbeid en maakt het mogelijk de productiviteit (en dus de beloning) ervan te verhogen door het zogeheten kapitaalverdiepingseffect. De investeringen zijn eveneens een bron van integratie van technologische vooruitgang en van innovatie, om zowel de geproduceerde goederen en diensten te kunnen verbeteren als de productiemethodes ervan efficiënter te maken, met name inzake de aanwending van grondstoffen en energie.

Daarnaast hangt het productiepotentieel eveneens af van de algemene efficiëntie waarmee de productiefactoren arbeid en kapitaal kunnen worden ingezet en van een adequate allocatie van de beschikbare financieringsmiddelen in de economie. In dat opzicht is een stabiele macro-economische omgeving noodzakelijk om te voorkomen dat er vermijdbare onzekerheid ontstaat bovenop de gewone onzekerheid die inherent is aan alle economische vooruitzichten op middellange termijn.

Bibliografie

Afonso A. en M. St. Aubyn (2008), *Macroeconomic rates of return of public and private investment: Crowding in and crowding out effects*, ECB, Working Paper 864, February.

Aghion P. en al. (2012), 'Volatility and growth: Credit constraints and the composition of investment', *Journal of Monetary Economics (in Press)*.

Baatra G. en A.H.W. Stone (2008), 'Investment climate, capabilities and firm performance: Evidence from the world business environment survey', *OECD Journal: General Papers*, Issue 1, 6, 1–37, July.

Barnes S. en C. Ellis (2005), 'Indicators of short-term movements in business investment', Bank of England, *Quarterly Bulletin*, 30–38, Spring.

Campello M., J. Graham en R.H. Campbell (2009), *The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis*, NBER, Working Paper 15552, December.

ECB (2008), 'Business investment in the euro area and the role of firms' financial positions', *Monthly Bulletin*, 10, 57–68, April.

ECB (2009), 'U.S. recessions: What can be learned from the past?', *Monthly Bulletin*, Box 1, 10–12, April.

ECB (2010), 'Business investment, Capacity Utilisation and Demand', *Monthly Bulletin*, Box 5, 46–49, April.

ECB (2012a), 'Bedrijfsinvesteringen in 2012: gegevens afkomstig van korte-termijnindicatoren en enquêtes', *Maandbericht*, Kader 8, 92–96, juni.

ECB (2012b), 'Corporate indebtedness in the euro area', *Monthly Bulletin*, 87–103, February.

Federaal Planbureau (2012), *Economische vooruitzichten 2012-2017* (voorlopige versie mei).

Fuss C. en P. Vermeulen (2006), *The response of firms' investment and financing to adverse cash flow shocks: The role of bank relationships*, ECB, Working Paper 658, July.

Jeanfils P. en K. Burggraeve (2005), *Noname – A new quarterly model for Belgium*, NBB, Working Paper 68.

Jorgenson D.W. (1967), 'The theory of investment behavior', in Ferber R. (ed.), *Determinants of investment behavior*, 129–188.

Martinez-Carrascal C. en A. Ferrando (2008), *The impact of financial position on investment: An analysis for non-financial corporations in the euro area*, ECB, Working Paper 943, September.

Mizen P. en P. Vermeulen (2005), *Corporate investment and cash flow sensitivity: What drives the relationship?*, ECB, Working Paper 485, May.

NBB (2012), *Verslag 2011*, februari.

NBB (2012), 'Economische projecties voor België – Voorjaar 2012', *Economisch Tijdschrift*, juni.

OECD (2007), 'Corporate saving and investment: Recent trends and prospects', *Economic Outlook*, 82, Chapter 3.

OECD (2011), *Economic Outlook* N° 90, December.

OECD (2012), *Economic Outlook* N° 91, June.

Stockhammer E. en L. Graf (2010), 'Financial uncertainty and business investment', *Review of Political Economy*, 22, (4), 551–568.

Vartia L. (2008), *How do taxes affect investment and productivity? : An industry-level analysis of OECD countries*, OECD, Economics Department Working Papers, 656.

Vermeulen P. (2000), *Business fixed investment: Evidence of a financial accelerator in Europe*, ECB, Working Paper 37, November.

Arbeidsmarkten van het eurogebied en de crisis

J. De Mulder
M. Druant

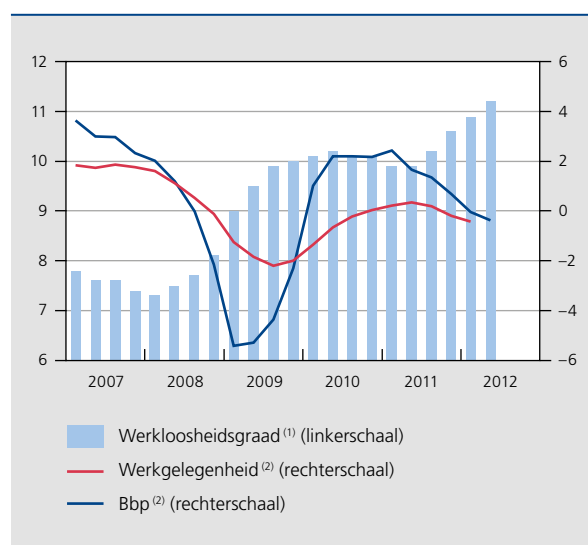
Inleiding

Tussen het uitbreken van de economische en financiële crisis in 2008 en het begin van 2010 gingen op de arbeidsmarkten in het eurogebied bijna vier miljoen banen verloren. In de eerste helft van 2011 nam de werkgelegenheid opnieuw toe, maar tegen het einde van dat jaar vertoonde ze een nieuwe krimp en werden ongeveer drie miljoen werknemers minder geteld dan vóór de crisis. Gelet op de forse daling van het bbp bleek de aanpassing van de werkgelegenheid echter relatief beperkt, wat hoofdzakelijk toe te schrijven was aan de aanzienlijke *labour hoarding* in verschillende landen van het eurogebied. Terwijl het bbp van het eurogebied van hoogte- tot dieptepunt met 5,5% slonk, namen de werkgelegenheid en het totale aantal gewerkte uren immers met respectievelijk 2,5 en 4,5% af. Sedert het uitbreken van de crisis steeg de werkloosheidsgraad niettemin met 3,6 procentpunt, tot 11,3% in juli 2012, het hoogste peil sinds 1999. In sommige landen van het eurogebied oefende de crisis een geringere of kortstondiger invloed uit, maar in andere landen werden forse wijzigingen in de werkgelegenheids- en werkloosheidsgraad opgetekend; uit recente gegevens blijkt trouwens dat de crisis opnieuw verscherpt.

In dit artikel worden de voornaamste bevindingen samengevat van het Structural Issues Report (SIR) 2012 van het Eurosysteem. Specifieke aspecten voor België worden, indien ze verduidelijkend zijn, extra belicht. Het rapport 'Euro area labour markets and the crisis'⁽¹⁾ werd opgesteld door een werkgroep van het Eurosysteem waar ook de NBB deel van uitmaakte. Dit rapport was er eerst en

(1) ECB (2012).

GRAFIEK 1 BBP, WERKGELEGENHEID EN WERKLOOSHEID IN HET EUROGEBIED
(kwartaalgegevens)



Bron: EC (nationale rekeningen en EAK).

(1) Percentages van de beroepsbevolking van 15 jaar of ouder.

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

vooral op gericht de opmerkelijke heterogeniteit te begrijpen van de arbeidsmarktaanpassingen in het eurogebied, rekening houdend met de rol van verschillende schokken, arbeidsmarktinstuties en beleidsmatige antwoorden in de reacties van de nationale arbeidsmarkten; de tweede grote doelstelling was het analyseren van de gevolgen op middellange termijn van deze arbeidsmarktontwikkelingen. Dit artikel is dienovereenkomstig gestructureerd. In het eerste deel worden de voornaamste ontwikkelingen

toegelicht die zich sedert het uitbreken van de crisis op de arbeidsmarkten hebben voorgedaan, het tweede deel handelt over de invloed van de crisis op mismatches tussen arbeidsaanbod en -vraag en op de langdurige werkloosheid. Tot slot worden de voornaamste beleidsconclusies opgesomd.

1. Voornaamste ontwikkelingen op de arbeidsmarkten van het eurogebied sinds het uitbreken van de crisis

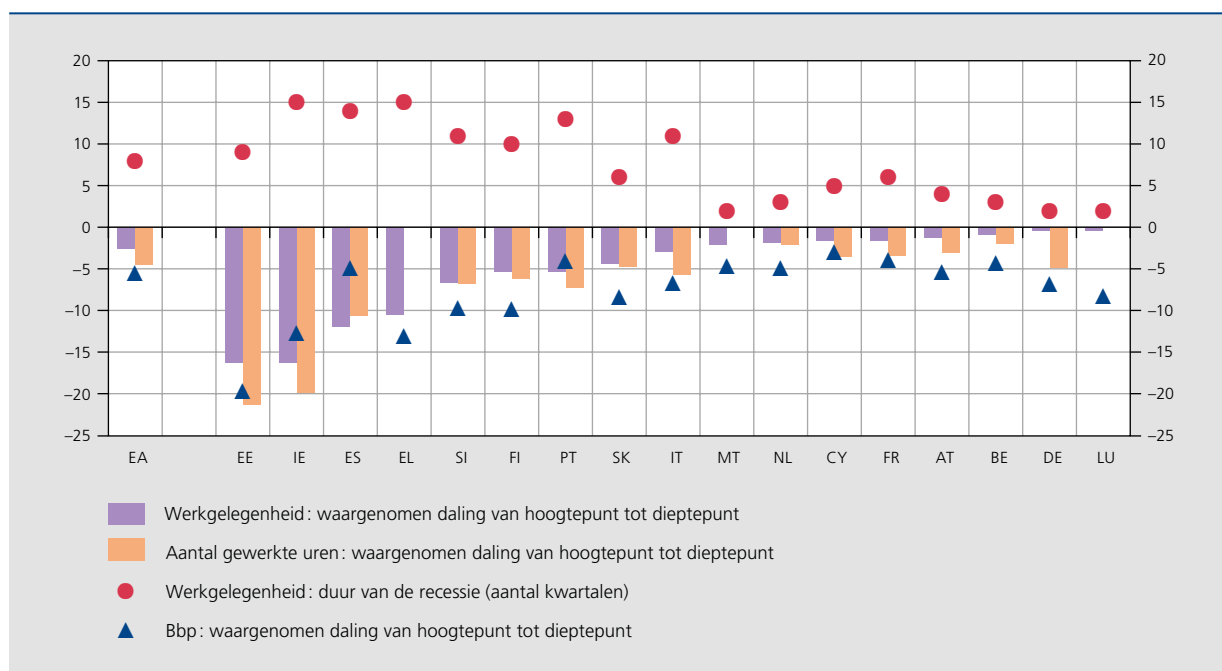
1.1 Verschillende reacties van land tot land

Hoewel, in het eurogebied als geheel, de werkgelegenheid relatief gematigd reageerde op de scherpe daling van de bedrijvigheid, had de crisis een van land tot land sterk verschillende invloed op de arbeidsmarkt. Het totale werkgelegenheidsverlies van hoogte- tot dieptepunt ging van -16% in Estland en Ierland tot -0,4% in Duitsland en Luxemburg. België behoort tot de landen die het minst zwaar door de crisis werden getroffen: de werkgelegenheid daalde er met slechts 0,8% en hoewel de werkloosheidsgraad in het tweede kwartaal van 2010 tot 8,5% steeg, liep hij nadien opnieuw terug tot het peil van vóór

de crisis, namelijk ongeveer 7%. Net als in Duitsland, bijvoorbeeld, werd in België op grote schaal arbeidstijdverkorting toegepast, waardoor de werkgelegenheid minder sterk afnam dan het totale aantal gewerkte uren.

De sterk uiteenlopende aanpassingen van de arbeidsmarkten weerspiegelen slechts voor een deel de verschillen in hevigheid van de crisis en de invloed daarvan op het bbp. De elasticiteit van de werkgelegenheid en van de werkloosheid ten opzichte van het bbp liep tijdens de recessie inderdaad sterk uiteen tussen de verschillende landen van het eurogebied: de arbeidsmarkt reageerde gematigd in bijvoorbeeld Duitsland en Luxemburg, maar bijzonder scherp in Spanje. De heterogene reacties geven voor een deel de aard weer van de schokken waardoor de economieën van het eurogebied werden getroffen alsook het feit dat er in de aanloop naar de crisis evenwichtsverstoringen waren, zoals eerdere periodes van hoogconjunctuur in de bouwsector of geaccumuleerd verlies van concurrentiekracht. In landen waar de conjuncturele neergang veroorzaakt werd door een verzwakking van de binnenlandse vraag, was de jobdestructie relatief groter; de gematigde arbeidsmarktaanpassing in landen die hun export zagen afnemen, werd ondersteund door de tijdelijke aard van de inkrimping van de wereldhandel. Ook andere landenspecifieke factoren oefenden een

GRAFIEK 2 AANPASSING VAN DE WERKGELEGENHEID AAN DE CRISIS⁽¹⁾
(veranderingspercentages van hoogte- tot dieptepunt, tenzij anders vermeld)



Bron: EC (nationale rekeningen).

(1) Er zijn geen nationale kwartaalrekeninggegevens beschikbaar over het totale aantal gewerkte uren in Griekenland, Malta en Luxemburg. NBB-raming voor België. De hoogte- en dieptepunten worden per land berekend en zijn dus landenspecifiek.

invloed uit. Arbeidsmarkten, bijvoorbeeld, met vóór de crisis een groter aandeel tijdelijke arbeidsovereenkomsten, tekenden een veel groter banenverlies en forsere werkloosheidstoename op. Dit was meer bepaald het geval in Spanje.

1.2 Werknemersgroepen reageren verschillend

Tussen de werknemersgroepen werden in de landen van het eurogebied aanzienlijke verschillen opgetekend. De crisis had de zwaarste impact op de verwerkende nijverheid en op de bouwsector, met grote verschillen van land tot land. Deels als gevolg van de sectorale concentratie van het banenverlies werd de groep van de lagergeschoolde en jonge werknemers het hardst getroffen, ook hier met grote verschillen tussen de landen. In het eurogebied als geheel lag de werkgelegenheidsgraad van laaggeschoolden en van 15-24-jarigen in 2011 ongeveer 4 procentpunt lager dan vóór de crisis. Maar ook bij hogergeschoolden nam de werkgelegenheidsgraad in vrijwel alle landen af, behalve in Malta en Duitsland⁽¹⁾. Hoewel dus zogoed als alle werknemersgroepen werden getroffen, was de groep van de oudere werknemers een opmerkelijke uitzondering omdat hun werkgelegenheidsgraad steeg, deels als gevolg van eerdere institutionele hervormingen (bijvoorbeeld hervormingen van pensioenrechten en verhogingen van de wettelijk vastgelegde

pensioengerechtigde leeftijd). Deze algemene tendensen werden ook in België opgetekend: terwijl de werkgelegenheidsgraad van alle scholingsniveaugroepen en van de 15-24-jarigen en de 25-54-jarigen met 1 tot 2 procentpunt afnam, steeg die van de 55-64-jarigen met zowat 4 procentpunt.

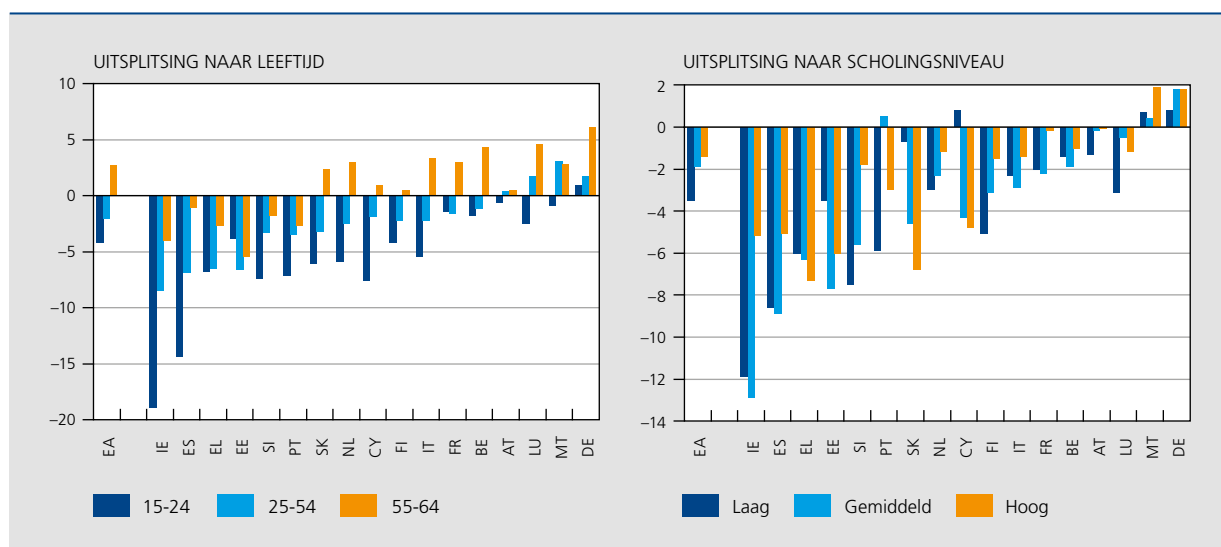
1.3 Invloed op het arbeidsaanbod

Ook het arbeidsaanbod vertraagde als reactie op de neergang, zij het wel relatief gematigd vergeleken met voorgaande conjuncturele schommelingen. De algemene activiteitsgraad bleef, weliswaar trager, stijgen. Ook hier weer was er een grote heterogeniteit tussen de landen en tussen de bevolkingsgroepen. De activiteitsgraad van vrouwen en oudere arbeidskrachten bleef gunstiger evolueren, wellicht dankzij *added worker*-effecten die voortvloeien uit de ongunstige inkomens- en vermogens-effecten van de crisis en door de verminderde mogelijkheden om vervroegd met pensioen te gaan. Ook in België bleef de activiteitsgraad van de 55-64-jarigen stijgen, maar de activiteitsgraad van de vrouwen ging, in overeenstemming met de algemene tendens, trager groeien.

Uit gegevens blijkt tevens dat, in een aantal landen van het eurogebied die harder door de crisis werden getroffen, migratiestromen zijn ontstaan als reactie op de huidige crisis. Dit strookt met modelresultaten waaruit blijkt dat de negatieve reactie van het bbp op de recessie zou kunnen worden versterkt in landen die vóór de crisis een

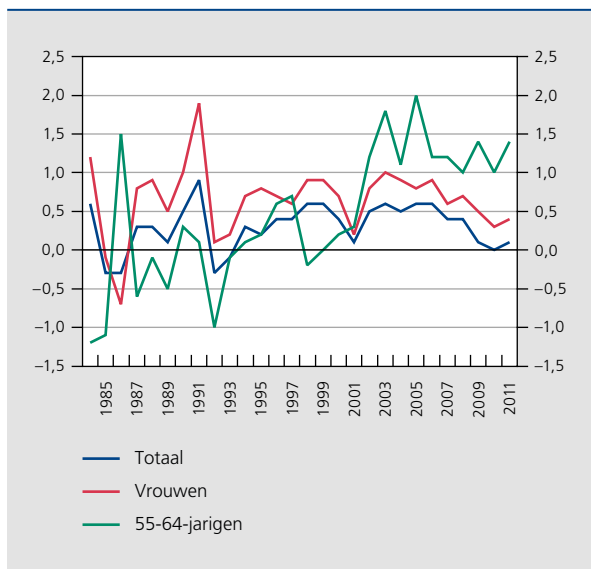
(1) In beide landen steeg de werkgelegenheidsgraad van alle scholingsniveaugroepen.

GRAFIEK 3 WERKGELEGENHEIDSGRAAD: UITSPLOTSING NAAR LEEFTIJD EN SCHOLINGSNIVEAU
(veranderingen, in procentpunt, tussen de eerste drie kwartalen van 2011 t.o.v. de overeenstemmende periode in 2008)



Bron: EC (EAK).

GRAFIEK 4 **ACTIVITEITSGRAAD IN HET EUROGEBIED**
 (15-64-jarigen, tenzij anders vermeld, jaargegevens, veranderingen in procentpunt t.o.v. het voorgaande jaar)



Bron: EC (EAK).

groot aandeel (mobielere) buitenlandse arbeidskrachten in de beroepsbevolking hadden. Dit verschijnsel was het meest frappant in Ierland, waar de uitgaande migratie van niet-Ierse burgers – vooral Oost-Europese burgers – snel en krachtig steeg als gevolg van de toenemende verzwakking van de arbeidsmarkt.

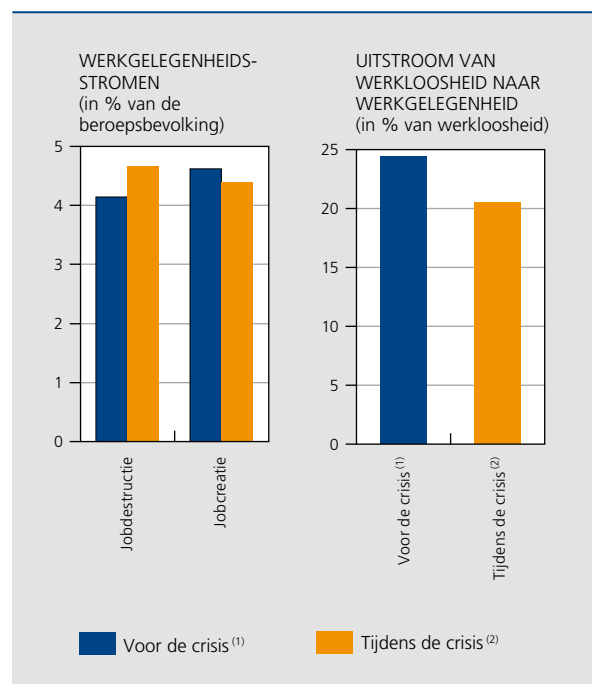
1.4 Invloed op de arbeidsstromen

Op basis van de microgegevens van de enquête naar de arbeidskrachten (EAK) – die beschikbaar zijn voor dertien van de zeventien landen van het eurogebied⁽¹⁾ – konden, op kwartaalbasis, afzonderlijke arbeidsmarkttransities worden berekend tussen werkgelegenheid, werkloosheid en inactiviteit, wat een gedetailleerde analyse opleverde van de dynamische aanpassing van de arbeidsmarkten uit het eurogebied. In die analyse komen zeer grote verschillen naar voren in de omvang van de arbeidskrachtenstromen op de afzonderlijke arbeidsmarkten van het eurogebied, wat erop wijst dat de aanpassingen aan schokken qua dynamiek sterk verschillen van land tot land. Sommige arbeidsmarktinstuties, waaronder die met betrekking tot arbeidsbescherming en loononderhandelingen, hebben blijkbaar te maken met de tussen de landen opgetekende verschillen.

(1) De gegevens zijn niet beschikbaar voor België, Duitsland, Luxemburg en Portugal.

Wat de ontwikkelingen sinds het uitbreken van de crisis betreft, is de werkloosheidstoename blijkbaar in hoofdzaak toe te schrijven aan de stijging van de graad van jobdestructie, hoewel de werkloosheid ook toenam door een lagere graad van jobcreatie. Ook de uitstroom uit de werkloosheid vertraagde, wat aanleiding gaf tot een forse stijging van de gemiddelde werkloosheidsduur en van het aandeel van de langdurige werkloosheid, meer bepaald de personen die reeds meer dan een jaar werkloos zijn (tot ongeveer 46 %, wat 12 procentpunt méér is dan vóór de crisis). De analyse van de uitstroomcijfers volgens werkloosheidsduur leert echter dat de crisis een beperkte invloed had op de uitstroom van langdurig werklozen; in de landen waarvoor meer up-to-date gegevens over arbeidskrachtenstromen beschikbaar zijn, lijkt de uitstroom evenwel sterker te vertragen. Tijdens de crisis bleef de uitstroom uit de werkloosheid naar de werkgelegenheid voor oudere arbeidskrachten in een aantal landen stabiel, bijvoorbeeld Oostenrijk en Nederland. Bij werkloze jongeren, daarentegen, werd de uitstroom meestal zwakker; dit was het meest zichtbaar in Finland.

GRAFIEK 5 **WERKNEMERSSTROMEN VÓÓR EN TIJDENS DE CRISIS**



Bron: EC (microgegevens EAK).

(1) Periode van het eerste kwartaal van 2004 tot het tweede kwartaal van 2008.

(2) Periode van het derde kwartaal van 2008 tot het derde kwartaal van 2010.

1.5 Loonaanpassingen

Ondanks de ernst van de recessie werden de lonen in het eurogebied slechts in relatief geringe mate aangepast. Aan het begin van de crisis werden de aanpassingen aanvankelijk uitgesteld, deels vanwege meerjarenovereenkomsten die in verschillende landen vóór het uitbreken van de crisis waren afgesloten. In de overheidssector reageerden de lonen sneller en sterker op de crisis dan in de private sector, dit door de maatregelen inzake begrotingsconsolidatie, terwijl de loonsom per uur in de private sector tot begin 2009 een opwaartse tendens bleef vertonen. Een van de redenen daarvoor was de in een aantal landen van het eurogebied opgetekende aanzienlijke neerwaartse aanpassing van het aantal gewerkte uren en een minder dan proportionele afname van de loonsom. Toen de arbeidsduur per werknemer niet langer werd ingekort, begon de toename van de loonsom per uur te vertragen tot een dieptepunt aan het begin van 2010; nadien ging ze opnieuw opwaarts. Wordt een onderscheid gemaakt tussen de loonsom per uur vóór en sinds de aanvang van de recessie, waarbij het omslagpunt overeenstemt met de

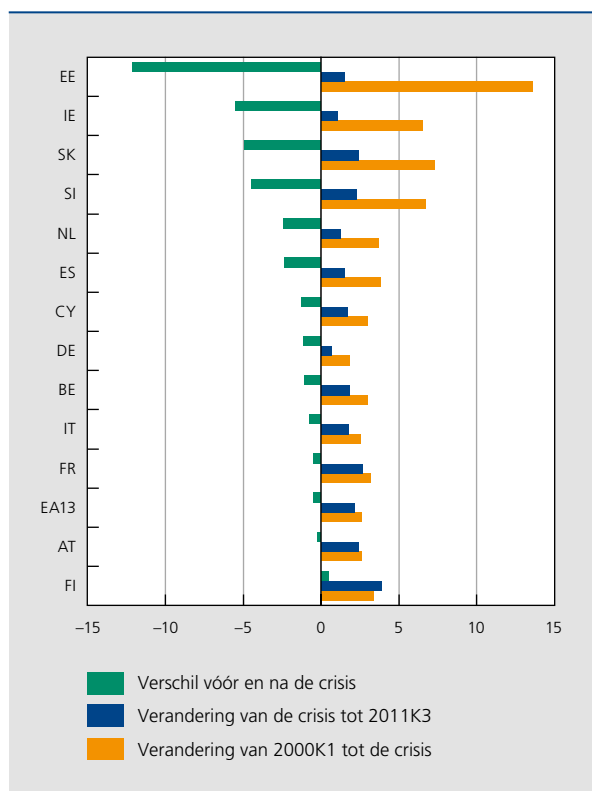
piek inzake werkgelegenheid voor het eurogebied als geheel, dan waren de gemiddelde loonsverhogingen in het eurogebied als geheel in beide periodes nagenoeg gelijk.

Dat er kennelijk geen aanpassingen plaatsvonden, bevestigt de resultaten van loonvergelijkingen, die worden geraamd teneinde inzicht te verwerven in de gevolgen die de stijgende werkloosheid heeft voor de loonontwikkeling tijdens de crisis. Die vergelijkingen bevestigen het negatieve verband tussen de loonsom per werknemer en de werkloosheid, zoals dat blijkt uit de helling van de regressielijn; ze wijzen ook op een geringere gevoeligheid van de lonen tijdens de neergang van 2008-2010 en verschaffen derhalve additionele aanwijzingen voor neerwaartse loonrigiditeiten in het eurogebied.

Hoewel de loonaanpassingen in het eurogebied als geheel beperkt bleven, werden tussen de landen onderling grote verschillen opgetekend. Vergeleken met de periode vanaf 2000 tot de aanvang van de neergang, liet de stijging van de uurlonen sinds het begin van de recessie overal, behalve in Finland, een vertraging optekenen. Die vertraging was het duidelijkst in Estland, Ierland, Slowakije en Slovenië. In België was de matiging van de uurlonen vergelijkbaar met die in Duitsland, geringer dan die in Nederland en sterker dan die in Frankrijk. Die heterogene aanpassingen kunnen voor een deel toe te schrijven zijn aan het feit dat de respectieve landen niet allemaal in dezelfde mate door de recessie worden getroffen alsook aan verschillende loononderhandelingsinstituties.

Uit de resultaten van de bijgewerkte vragenlijst van het Wage Dynamics Network (WDN) met betrekking tot de loononderhandelingsinstituties in het eurogebied – de conclusies van de eerste in 2008 ter zake gehouden enquête werden in een eerdere editie van dit Tijdschrift geanalyseerd⁽¹⁾ – blijkt dat het institutioneel kader tijdens en sinds de crisis slechts zeer weinig is gewijzigd. De loononderhandelingen worden sedertdien wel meer decentraal gevoerd, wat tot uiting komt in een intensievere toepassing van 'opt-out'-clausules of het vaker sluiten van overeenkomsten op bedrijfsniveau in Duitsland, Slovenië, Griekenland, Italië, Portugal en Spanje (hoewel zelden toegepast in de laatste vier landen). Bovendien werd in twee landen met een automatisch loonindexeringssysteem, namelijk Luxemburg en Spanje, tijdelijk van het geldende mechanisme afgeweken. De automatische koppeling van de lonen aan de inflatie bleef behouden in België en Malta, en ze staat momenteel ter discussie in Cyprus.

GRAFIEK 6 LOONSOM PER UUR IN DE PRIVATE SECTOR⁽¹⁾
(gemiddelde procentuele veranderingen op jaarbasis)



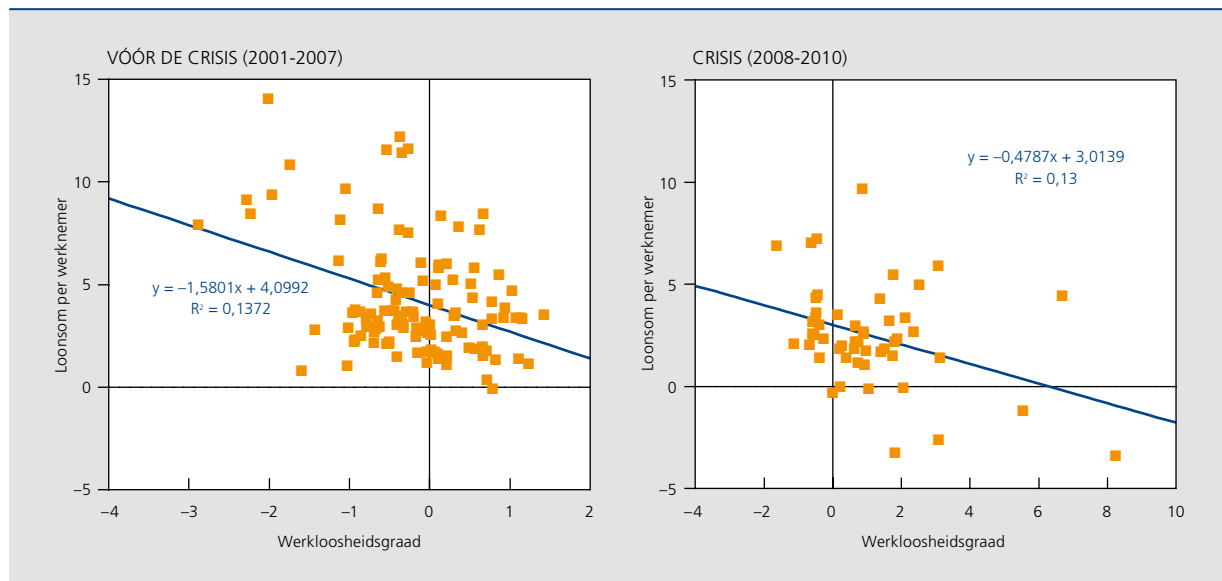
Bronnen: EC en SIR-berekeningen.

(1) Er zijn geen gegevens beschikbaar voor Griekenland, Luxemburg, Malta en Portugal. De omslagpunten stemmen overeen met de piek inzake werkgelegenheid voor elk afzonderlijk land en voor het eurogebied als geheel.

(1) de Walque et al. (2010).

GRAFIEK 7 PHILLIPSCURVE VOOR HET EUROGEBIED

(procentuele veranderingen t.o.v. het overeenkomstige kwartaal van het voorgaande jaar)



Bronnen: EC en SIR-berekeningen.

Hoewel een aantal indicaties op het bestaan van reële loonrigiditeiten wijzen, wat strookt met eerdere bevindingen van het WDN, blijkt uit een uitsplitsing van de reële loonsveranderingen dat de lonen toch in zekere mate op de crisis reageerden. De analyse werd uitgevoerd voor vijf landen en ze was gebaseerd op de inkomensgegevens van individuele werknemers. Aangenomen wordt dat de spreiding van de vaardigheden van de werknemers tijdens de beschouwde periode onveranderd is gebleven. Wordt de opgetekende geaggregeerde loonsverandering berekend

na correctie voor de wijzigingen in de samenstelling van de vaardigheden – in de tabel ‘prijs-effect’ genoemd –, dan daalden de reële lonen van de mannelijke werknemers inderdaad in vier van de vijf landen (België, Italië, Duitsland en Frankrijk) en bleek de loonsverhoging in Portugal veel geringer dan vóór de zuivering voor compositie-effecten. Soortgelijke conclusies gelden voor vrouwelijke werknemers. Dit impliceert dat de vermindering van het aandeel laaggeschoolde werknemers tijdens de crisis een opwaarts effect sorteerte op de gemiddelde reële lonen.

TABEL 1 UITSPLITSING VAN DE VERANDERING VAN DE REËLE LONEN TIJDENS DE CRISIS

(gecumuleerde procentuele veranderingen)

	Mannen			Vrouwen		
	Opgetekende loonsverandering	Prijs-effect	Compositie-effecten	Opgetekende loonsverandering	Prijs-effect	Compositie-effecten
Portugal 2007-2009	5,23	2,05	3,18	6,85	3,29	3,55
Frankrijk 2008-2009	1,65	-1,03	2,68	1,22	-0,44	1,66
België 2007-2009	0,87	-2,92	3,79	6,81	1,23	5,58
Duitsland 2007-2009	0,43	-1,48	1,91	1,58	-3,99	5,57
Italië 2008-2010	-0,62	-2,34	1,72	0,95	-1,88	2,83

Bronnen: SIR-berekeningen op basis van de enquête naar de arbeidskrachten in Frankrijk en Italië, het Duitse Sozio-oekonomische Panel, de Loonstructurenenquête in België en de Quadros de Pessoal in Portugal. Enkel de nettolonen van de voltijdwerkers, inclusief bonussen en extra betalingen (uitgezonderd voor Italië) en gedefleerd aan de hand van de HICP.

2. Effect van de crisis op mismatches tussen arbeidsaanbod en -vraag en langdurige werkloosheid

In dit deel van het artikel worden de gevolgen van de crisis op lange termijn beoordeeld, rekening houdend met de hierboven beschreven grote heterogeniteit tussen de landen op het vlak van de aanpassing van de arbeidsmarkt. In de economieën van het eurogebied worden toenemende mismatches opgetekend tussen de op de arbeidsmarkt aangeboden en gevraagde vaardigheden.

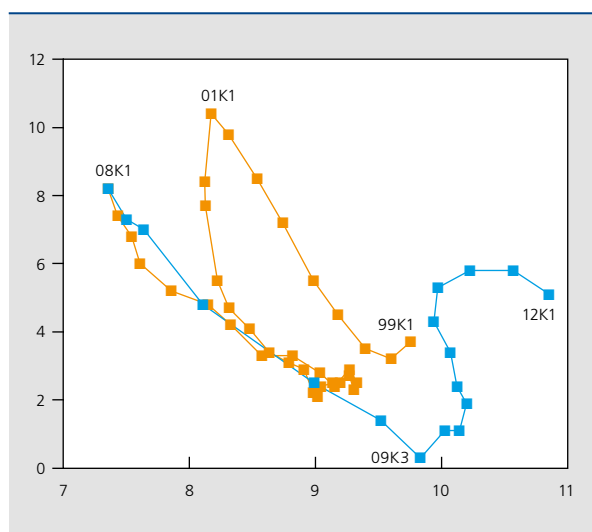
Volgens de analyse van de Beveridgecurve vertoonde de curve voor het hele eurogebied van bij het begin van de crisis een typische, met het conjunctuurverloop samenhangende verschuiving naar rechtsonder, met afnemende tekorten aan arbeidskrachten en stijgende werkloosheidsgraden. Sinds eind 2009 wordt evenwel een buitenwaartse verschuiving opgetekend, met stabiliserende hoge werkloosheidsgraden en toenemende tekorten aan arbeidskrachten, wat wijst op een verslechtering van het matchingproces. Zeer recent werd een verdere toename van de werkloosheidsgraad genoteerd, bij een gegeven niveau van arbeidskrachtentekorten. Er zijn aanzienlijke verschillen tussen de landen onderling, deels als gevolg van de uiteenlopende mate waarin ze aan de economische neergang worden blootgesteld en van

GRAFIEK 8 VERSCHUIVINGEN IN DE BEVERIDGECURVE VAN HET EUROGEBIED

(X-as: werkloosheidsgraad, in % van de beroepsbevolking)

(Y-as: tekorten aan arbeidskrachten, voor afwijkingen van het gemiddelde gecorrigeerde spreidingsindex van de vertrouwensenquête van de Europese Commissie)

(oranje lijnen: 1999K1-2008K1; blauwe lijnen: van 2008K1 tot recentste waarneming)



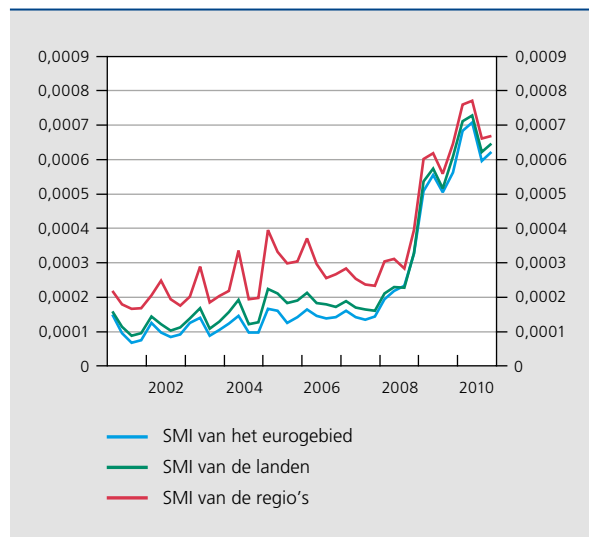
Bronnen: EC en SIR-berekeningen.

GRAFIEK 9 SKILL MISMATCH INDEX VAN HET EUROGEBIED⁽¹⁾

(niveau)

(vraag naar vaardigheden: scholingsniveau van de werkenden)

(aanbod aan vaardigheden: scholingsniveau van de beroepsbevolking)



Bronnen: EC, IMF, OESO en SIR-berekeningen.

(1) De SMI van het eurogebied wordt opgesteld aan de hand van de totale vaardigheidsverdeling tussen de vraag naar en het aanbod van arbeid op het niveau van het eurogebied. De SMI van de landen wordt berekend door samenvoeging van de SMI's van de 16 landen die zijn berekend aan de hand van de vaardigheidsverdeling op nationaal niveau. De SMI van de regio's is de samenvoeging van de op regionaal niveau berekende SMI's.

de institutionele kenmerken van de arbeidsmarkten. De recente buitenwaartse verschuiving van de gezamenlijke curve wordt aangedreven door landen zoals Frankrijk, Griekenland en Spanje. Een dergelijke verschuiving is ook in België merkbaar, zoals gedetailleerd wordt beschreven in het artikel 'Mismatches op de arbeidsmarkt' in dit Tijdschrift⁽¹⁾. In Duitsland, daarentegen, nemen de tekorten aan arbeidskrachten toe, terwijl de werkloosheidsgraad er sinds eind 2009 enigszins daalt.

De aanhoudende inkrimping van specifieke sectoren in een aantal landen van het eurogebied en het groter wordende verschil tussen de vraag naar en het aanbod van arbeidskrachten wat vaardigheden betreft, verklaren in hoge mate de buitenwaartse verschuiving van de Beveridgecurve. De laatstgenoemde verklaring wordt geïllustreerd door de skill mismatch index (SMI), die de ongelijkheid meet tussen de vereiste vaardigheden bij de vraag naar arbeidskrachten, namelijk het scholingsniveau van de werkenden, en bij het aanbod van arbeidskrachten, meer bepaald het scholingsniveau van de beroepsbevolking. Blijkbaar neemt de mismatch inzake vaardigheden sinds het begin van de crisis in het eurogebied als geheel toe, in het bijzonder in de landen die het zwaarst door

(1) Zimmer (2012).

de neergang zijn getroffen. De SMI stijgt sedert kort op alle niveaus van aggregatie: de SMI van het eurogebied, opgesteld aan de hand van de totale vaardigheidsverdeling tussen de vraag naar en het aanbod van arbeid, de SMI van de landen, berekend door de SMI's van de zestien landen samen te voegen, en ook de SMI van de regio's, waarbij de regionaal berekende SMI's zijn samengevoegd. Hieruit blijkt dat het probleem van de toenemende mismatch inzake vaardigheden structureel van aard is en dat, in het licht van het kleiner wordende verschil tussen de SMI's, de potentiële rol van de arbeidsmobiliteit om de mismatches te verminderen, veeleer beperkt is. Zoals in het in dit Tijdschrift opgenomen artikel 'Mismatches op de arbeidsmarkt' wordt uitgelegd, spoort de vaststelling in België met die in het eurogebied.

De toenemende mismatch is nauw verbonden met de hogere structurele werkloosheid. Ramingen van internationale instellingen zoals de EC, het IMF en de OESO maken gewag van een uitgesproken opwaartse tendens in de totale structurele werkloosheid in het eurogebied met, bovendien, groter wordende verschillen tussen de lidstaten. De meeste landen zagen hun structurele werkloosheid toenemen; dit gold ook voor België, zij het in zeer beperkte mate. In Duitsland en Slowakije nam de structurele werkloosheid af, terwijl ze zich in Malta en Oostenrijk stabiliseerde. Het feit dat de recente stijging van de werkloosheidsgraad gepaard ging met een toename van de geraamde structurele werkloosheidsgraad,

in tegenstelling tot wat zich voordeed in de periode 2001-2005, wijst erop dat de stijging van de werkloosheid voor een deel structureel is geworden en dat zich bijgevolg hysteresiseffecten zouden kunnen voordoen.

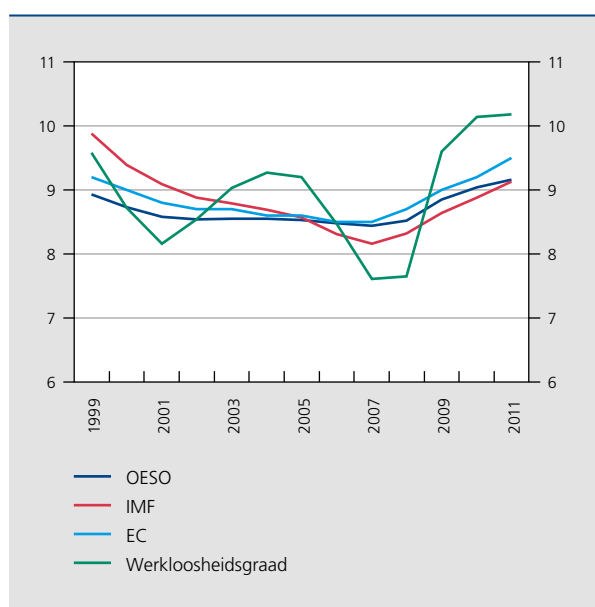
3. Beleidsconclusies

Dit artikel is een samenvatting van de voornaamste bevindingen van het Structural Issues Report 2012 van het Eurosysteem. Het toont de grote discrepanties aan die nog steeds bestaan tussen de arbeidsmarkten van de landen van het eurogebied. De situatie op de arbeidsmarkt was reeds vóór de crisis verschillend, maar dat verschil werd door de grote recessie nog verscherpt. De landen werden getroffen door diverse soorten schokken die bovendien varieerden qua intensiteit. Derhalve liepen ook de beleidsreacties uiteen, afhankelijk van de schokken, de (begrotings)mogelijkheden en de arbeidsmarktinstuties zoals de wettelijke ontslagbescherming of het loonvormingsproces. Als gevolg hiervan had de crisis uiteenlopende gevolgen voor de arbeidsmarkt, gaande van vrijwel geen effect (bijvoorbeeld in Duitsland) tot zeer ingrijpende aanpassingen (bijvoorbeeld in Estland, Ierland, Spanje en Griekenland). Doordat veel gebruik werd gemaakt van arbeidstijdverkorting, bleef het effect op de Belgische arbeidsmarkt veeleer beperkt. Er zij trouwens beklemtoond dat de crisis nog niet voorbij is en in verschillende landen blijft de economische situatie verslechteren. Het SIR werd afgerond in maart 2012, waardoor de meest recente ontwikkelingen er niet in opgenomen zijn.

Tegen de achtergrond van de sterk uiteenlopende situaties op landenniveau en de aanslepende crisis, bleek het moeilijk om 'best practices' aan te bevelen waardoor de arbeidsmarkt in de toekomst beter zou functioneren. Niettemin werden verschillende beleidsconclusies opgesteld.

De reactie van de lonen op de crisis bleef beperkt, wat wijst op neerwaartse loonrigiditeiten die het herstel van de concurrentiekracht – en bijgevolg van de werkgelegenheid – in de weg staan, vooral in de landen van het eurogebied die voorheen externe onevenwichten hadden geaccumuleerd. In geval van hoge werkloosheid zou een soepele reactie van de lonen op de arbeidsmarktsituatie absolute voorrang verdienen. Bovendien zou een dergelijke reactie ook de noodzakelijke sectorale reallocatie kunnen vergemakkelijken waar werkgelegenheidscreatie en vermindering van de werkloosheid op steunen. In dit opzicht, en hoewel de arbeidstijdverkorting in sommige lidstaten, waaronder België, met succes het veroorzaakte banenverlies helpt opvangen, zou deze maatregel, indien hij te lang in stand wordt gehouden, de reallocatie van

GRAFIEK 10 FEITELIJKE EN STRUCTURELE WERKLOOSHEID IN HET EUROGEBIED
(in % van de beroepsbevolking)



Bronnen: EC, IMF, OESO en SIR-berekeningen.

de beroepsbevolking van krimpende naar groeiende sectoren kunnen belemmeren. Tegen de achtergrond van toenemende mismatches op de arbeidsmarkt is daarnaast ook een grotere loondifferentiatie tussen de verschillende soorten werknemers en banen noodzakelijk om ertoe bij te dragen dat het aanbod van en de vraag naar arbeid correct op elkaar worden afgestemd; deze differentiatie zal vooral ten goede komen aan sommige van de zwaarst getroffen werknemersgroepen.

Gelet op de bruuske impact van de crisis op enkele specifieke werknemersgroepen en de toename van de structurele werkloosheidscomponent, zou een actief arbeidsmarktbeleid er voornamelijk op gericht moeten zijn om, voor zover mogelijk, de risico's op aanzienlijke hysteresiseffecten van de toegenomen werkloosheid te beperken, vooral omdat bijna de helft van de werklozen reeds meer dan een jaar geen werk heeft. In dit opzicht zou het actief arbeidsmarktbeleid dusdanig moeten worden uitgestippeld dat vooral jongeren en lagergeschoolden gemakkelijker opnieuw werk vinden; het zou een gepast opleidingsbeleid moeten omvatten teneinde de kloof te dichten tussen de aangeboden en de gevraagde arbeidsvaardigheden, vooral in de landen die zwaarder getroffen worden door de eventuele permanente inkrimping van bepaalde sectoren. Een dergelijk beleid zou tevens helpen om de door de werklozen uitgeoefende neerwaartse druk op de lonen te verhogen en om de aan een hogere structurele werkloosheid verbonden daling van het potentieel productievermogen te beperken.

Arbeidsmarktsegmentatie vergroot blijkbaar de correctie van de werkgelegenheid als gevolg van negatieve schokken en veroorzaakt een onevenredige druk van het aanpassingsproces op specifieke werknemersgroepen (tijdelijke contracten, jongere werknemers, laaggeschoolden).

Hoe langer deze groepen werkloos zijn, hoe groter het risico wordt dat hun vaardigheden erop achteruit zullen gaan. Daardoor zullen zij in de toekomst moeilijker werk vinden, wat mogelijk tot een hogere structurele werkloosheid zal leiden. Reglementeringen inzake arbeidsovereenkomsten zouden moeten vermijden dat de verschillende werknemerstypes in hoge mate ongelijk worden behandeld en zouden moeten focussen op een verlaging van de aanpassingskosten van de werkgelegenheid in de hele economie. Inmiddels kunnen arbeidsmarktinstuties die meer interne flexibiliteit bevorderen (bv. wat werkuren en lonen betreft), bedrijven helpen om negatieve schokken op te vangen met minder verlies aan werkgelegenheid.

Grondige arbeidsmarkthervormingen zijn voor de lidstaten van fundamenteel belang om de werkgelegenheidscreatie te bevorderen, de werkloosheid te verlagen en het concurrentievermogen te herstellen en om tegelijkertijd ook de risico's op een permanente daling van het potentieel productievermogen te verminderen. Een allesomvattende hervormingsstrategie om de arbeidsmarktflexibiliteit te verhogen, vormt een basisbestanddeel van een stevig economisch herstel, met additionele positieve overloopeffecten op het corrigeren en het voorkómen van macro-economische onevenwichtigheden, op de begrotingsconsolidatie en op de financiële stabiliteit. In een monetaire unie zoals het eurogebied zorgt een soepele en vlot functionerende arbeidsmarkt voor een economisch klimaat dat sterk bevorderlijk is voor het op prijsstabiliteit gericht monetair beleid van de ECB. Hervormingen die leiden tot meer flexibiliteit op het vlak van werkgelegenheid en lonen zullen de aan idiosyncratische schokken verbonden aanpassingskosten verlagen en de efficiëntie en doelmatigheid van het transmissiemechanisme van het monetair beleid verhogen.

Bibliografie

de Walque G., M. Druant, Ph. Du Caju en C. Fuss (2010), 'Wat heeft het Wage Dynamics Network ons geleerd?', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 57-79, juni.

ECB (2012), 'Euro area labour markets and the crisis', *Structural Issues Report*, September.

Zimmer H. (2012), 'Mismatches op de arbeidsmarkt', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september.

Mismatches op de arbeidsmarkt

H. Zimmer⁽¹⁾

Inleiding

In België raakt een groot aantal vacatures niet vervuld, terwijl de werkloosheid aanhoudt. Een vaststelling die de vraag opwerpt naar de 'match' tussen de vraag naar en het aanbod van arbeid. De mismatches hebben verschillende oorzaken, die conjunctureel, frictioneel of structureel kunnen zijn, dit laatste bijvoorbeeld wanneer het scholingsniveau van de werkzoekenden niet overeenstemt met de profielen die op de arbeidsmarkt worden gevraagd of vanwege een gebrek aan geografische mobiliteit. Het zijn deze structurele oorzaken van spanningen op de arbeidsmarkt die in dit artikel worden behandeld.

Wordt dit probleem macro-economisch benaderd, dan toont een voor België en zijn gewesten ontwikkelde mismatch-index aan dat, wat scholingsniveau betreft, de structuur van het arbeidsaanbod onvoldoende is afgestemd op die van de vraag naar arbeid aangezien de werkzoekenden blijkbaar onvoldoende gekwalificeerd zijn ten opzichte van de behoeften van de ondernemingen. De aard van de problemen kan daarnaast ook micro-economisch worden bepaald aan de hand van door de gewesten opgestelde lijsten van knelpuntberoepen; het diploma is immers niet de enige factor die bepaalt hoe groot de kans is om een baan in de wacht te slepen.

De ontmoeting van vraag en aanbod op de arbeidsmarkt behelst ook een ruimtelijke dimensie; zo zou kunnen worden nagegaan of een grotere mobiliteit opportuun is als gedeeltelijke oplossing voor de wervingsproblemen. De analyse van het woon-werkpendelverkeer toont aan dat vanuit Vlaanderen en Wallonië een grote stroom richting

Brussel plaatsheeft, terwijl de mobiliteit tussen het noorden en het zuiden van het land klein is.

Dit artikel bestaat uit drie delen. Het eerste deel biedt een overzicht van de verschillende soorten van spanningen op de arbeidsmarkt en stelt voor ons land een Beveridgecurve voor die aangeeft hoe de werkloosheidsgraad en de vacaturegraad zich tot elkaar verhouden. Het tweede deel is gewijd aan de mismatches inzake scholingsniveau die worden gemeten aan de hand van de mismatch-index, zowel op nationaal, regionaal als Europees niveau. Afgezien van het behaalde diploma wordt de structuur van het arbeidsaanbod en die van de vraag naar arbeid ook beschouwd vanuit het standpunt van de beroepen. Vervolgens verschaft de analyse van de knelpuntberoepen gedetailleerde informatie over de beroepen waarvoor de vacatures moeilijk vervuld raken. In het derde en laatste deel wordt nader ingegaan op de geografische mismatches; daarbij wordt een analyse gemaakt van de werkloosheidsspreiding en van het pendelverkeer tussen de verschillende Belgische provincies.

1. Het afstemmen van de arbeidskrachten op de banen

1.1 Soorten van spanningen op de arbeidsmarkt

Het aantal banen hangt te allen tijde af van de ontmoeting tussen vraag en aanbod op de arbeidsmarkt. Bij gegeven vraag- en aanbodniveaus, wanneer de arbeidskrachten perfect afgestemd zijn op de aangeboden functies en de beschikbare informatie geen enkele lacune vertoont, stemt het aantal banen overeen met het minimum van de vraag en het aanbod en functioneert de arbeidsmarkt doeltreffend (Cahuc en Zylberberg, 1996).

(1) De auteur dankt Eurostat en de ADSEI voor het verstrekken van de in dit artikel gebruikte microgegevens die afkomstig zijn van de enquête naar de arbeidskrachten. Eurostat en de ADSEI zijn niet verantwoordelijk voor de resultaten en conclusies die uit deze gegevens worden afgeleid.

In werkelijkheid zijn de arbeidsplaatsen en de arbeidskrachten evenwel heterogeen (zo verschillen bijvoorbeeld de gevraagde en aangeboden ervaring, kennis en competenties) en circuleert de informatie nooit helemaal optimaal. Op die manier dreigen sommige arbeidskrachten geen baan te vinden, terwijl sommige ondernemingen vacatures te vervullen hebben.

De spanningen op de arbeidsmarkt hebben diverse oorzaken, die conjunctureel, frictioneel of structureel kunnen zijn. In tijden van hoogconjunctuur, wanneer de vraag naar arbeidskrachten stijgt, zijn het de ondernemingen die matchingmoeilijkheden ervaren. Bij een vertraging van de economie of in geval van een recessie worden eerder de werkzoekenden met dergelijke problemen geconfronteerd, waardoor de conjuncturele werkloosheid stijgt.

De frictionele werkloosheid en de frictionele openstaande vacatures zijn van voorbijgaande aard: er is immers enige tijd nodig om het aanbod van en de vraag naar arbeid te doen samenvallen (zelfs wanneer ze volkomen met elkaar overeenstemmen), met name vanwege de imperfecte en niet-ogenblikkelijke transmissie van de informatie. Het toepassen van selectiecriteria die ten opzichte van de vereisten van de te vervullen vacatures overgewaardeerd zijn of die op persoonlijke kenmerken gebaseerd zijn zoals leeftijd of werkloosheidsduur, kenmerken die veeleer schiften dan dat ze de werkelijke vaardigheden voor de uitoefening van de vacante functies aan het licht brengen, kan de wervingsprocedures onnodig verlengen (zonder garantie voor een optimale matching). Het langer duren van de wervingsprocedure kan ook te wijten zijn aan een ontoereikende kandidatenstroom of aan een te lage acceptatiegraad van de banen, wat wordt beïnvloed door onder meer de intensiteit van de zoektocht naar een baan, het reservatieloon⁽¹⁾ of ook de vervangingsinkomens.

De mismatch tussen vraag en aanbod op de arbeidsmarkt kan ook structureel zijn, bijvoorbeeld omdat het scholingsniveau van de werkzoekenden niet overeenstemt met de gevraagde competenties of bij gebrek aan geografische mobiliteit. Dergelijke mismatches op de arbeidsmarkt vormen, enerzijds, een sociaal probleem vanwege de werkloosheid of de inactiviteit die daaruit voortvloeit en, anderzijds, een economisch probleem, zowel voor de ondernemingen als voor het land (door de vermindering van het groeipotentieel van de economie). De onderstaande analyse heeft betrekking op de structurele mismatches.

Deze verschillende soorten van spanningen kunnen elkaar beïnvloeden. Zo kan een laag scholingsniveau (structurele spanningen) het vinden van werk vertragen (frictionele spanningen)⁽²⁾ en kunnen conjuncturele wervingsproblemen worden verscherpt door structurele

mismatchproblemen, wat in een periode van laagconjunctuur overigens tot *labour hoarding* kan leiden.

1.2 De Beveridgecurve

Het matchingproces tussen de vraag naar en het aanbod van arbeid en het verloop van dat proces kunnen worden weergegeven aan de hand van een Beveridgecurve, die aantoont hoe de werkloosheidsgraad en de vacaturegraad zich tot elkaar verhouden. Deze curve stelt tussen deze beide variabelen, uitgedrukt in procenten van de beroepsbevolking, een negatief verband vast. De onderliggende redenering is intuïtief: *ceteris paribus* en indien het aantal vacante betrekkingen stijgt, vinden de werkzoekenden gemakkelijker een baan – waardoor de werkloosheid daalt – en omgekeerd. Terwijl de cyclische factoren de mogelijke combinaties van vacaturegraad en werkloosheidsgraad bepalen, dat wil zeggen de punten op de Beveridgecurve, verklaren de structurele en frictionele factoren de verplaatsing van de curve: naar buiten als het matchingproces verslechtert, naar de oorsprong als het verbetert.

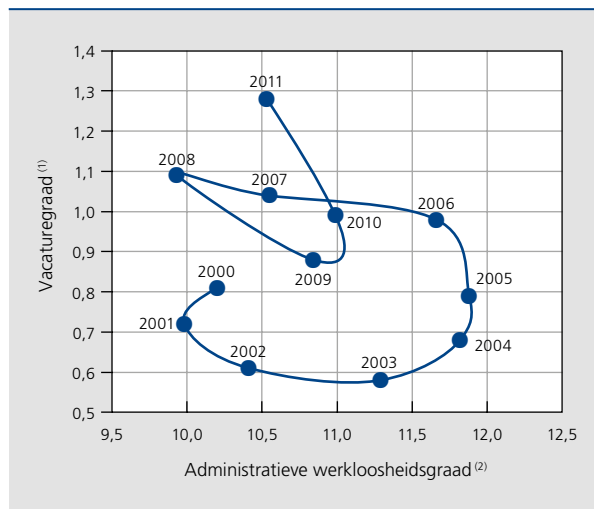
Het toepassen, op België, van de verhouding tussen de werkloosheidsgraad en de vacaturegraad blijft beperkt tot de statistieken met betrekking tot de openstaande vacatures die worden bijgehouden door de gewestelijke overheidsdiensten voor arbeidsbemiddeling, dat wil zeggen de via deze diensten aangeboden vacatures die aan het einde van elke maand noch vervuld noch ingetrokken zijn. Om bovendien een concept te hanteren dat een intergewestelijke vergelijking mogelijk maakt en teneinde reeksbreuken te vermijden, wordt alleen het normaal economisch circuit, ongerekend het uitzendwerk (dat dubbelstellingen bevat), in aanmerking genomen. De statistieken van de gewestelijke overheidsdiensten voor arbeidsbemiddeling die in het kader van dit artikel worden gebruikt, vertegenwoordigen slechts een deel van de vacatures in de economie. Er bestaan immers tal van wervingskanalen: pers, websites, openbare plaatsen, opleidingsinstellingen of ook nog – en dat zijn dan informele kanalen – interne vacatures en relaties. Het beroep dat werkgevers op de overheidsdiensten doen, kan schommelen in de tijd en varieert onder meer volgens de grootte van de onderneming en het type van de gezochte profielen. Bovendien werden in 2005 grote marktaandeelverschillen vastgesteld tussen de gewestelijke overheidsdiensten voor arbeidsbemiddeling⁽³⁾.

(1) Loonniveau waaronder de werkzoekende een aangeboden baan weigert.

(2) Wegens eventuele zwakke loonperspectieven.

(3) Volgens een studie die Idea Consult op vraag van Federgon in 2006 uitvoerde, verschilt de mate waarin werkgevers de gewestelijke overheidsdiensten voor arbeidsbemiddeling als wervingskanaal inschakelen aanzienlijk van gewest tot gewest: 48 % in Brussel, 71 % in Vlaanderen en 46 % in Wallonië. Bron: Federgon-Idea Consult (2006), *Werknemersstromen en wervingsbeleid in beeld*.

GRAFIEK 1 BEVERIDGECURVE IN BELGIË
(in % van de beroepsbevolking, jaargemiddelden)



Bronnen: Actiris, FOREM, INR, RVA, VDAB, NBB-berekeningen.

- (1) Openstaande vacatures opgetekend door de gewestelijke diensten voor arbeidsbemiddeling, ongerekend de vacatures afkomstig van de uitzendkantoren en de vacatures in het kader van gesubsidieerde programma's. Bij gebrek aan beschikbare gegevens vóór april 2009 werd het aantal openstaande vacatures bij de FOREM geraamd op basis van de stromen voor de periode 2000-2009.
- (2) Percentage berekend op basis van het door de RVA geregistreerde aantal niet-werkende werkzoekenden.

Om de concepten van arbeidsaanbod en arbeidsvraag met elkaar in verband te brengen, wordt de werkloosheidsgraad gemeten op basis van administratieve gegevens, namelijk het aandeel, binnen de beroepsbevolking, van de uitkeringsgerechtigde volledig werklozen en van de andere bij de gewestelijke diensten voor arbeidsbemiddeling verplicht of vrijwillig ingeschreven werkzoekenden⁽¹⁾.

Op het ogenblik van de conjunctuurvertraging aan het begin van de jaren 2000 ging de daling van de vacaturegraad gepaard met een stijging van de werkloosheidsgraad. Het herstel vertaalde zich, zoals verwacht, in een omgekeerde beweging van deze variabelen. Tussen 2008 en 2009, ten tijde van de grote recessie, volgde dan een periode waarin de vacaturegraad daalde, terwijl het aandeel van de werkzoekenden steeg. De conjunctuurverbetering, die tot uiting kwam in een forse stijging van de vacaturegraad tot 1,3 arbeidsplaats voor 100 actieven, vertaalde zich echter, gemiddeld over 2011, in een slechts gematigde daling van de administratieve werkloosheidsgraad tot 10,5% – die zodoende boven zijn niveau van vóór de crisis bleef. Hier is sprake van een verschuiving van de Beveridgecurve naar buiten toe: bij dezelfde werkloosheidsgraad als in 2007 ligt de overeenstemmende vacaturegraad hoger.

Bij historische vergelijkingen mogen reglementeringswijzigingen niet uit het oog worden verloren omdat die een impact kunnen hebben op het verloop van het aantal

werklozen⁽²⁾. Wordt aan de hand van de gegevens van de enquête naar de arbeidskrachten dezelfde oefening gemaakt om de werkloosheidsgraad – waarvan de definitie tussen 2000 en 2010 niet werd gewijzigd⁽³⁾ – op een alternatieve manier te meten, dan levert dat evenwel een vergelijkbaar beeld op.

Bij deze vaststelling rijst in de eerste plaats de vraag naar de aanwezigheid en het verloop van mismatches inzake scholingsniveau op de Belgische arbeidsmarkt, wat in het volgende hoofdstuk wordt besproken. Er moet inderdaad worden onderzocht in welke mate het scholingsniveau van de werkzoekenden aangepast is aan de veranderingen in België's economische structuur en, derhalve, aan de vraag van de ondernemingen.

2. Mismatches inzake scholingsniveau

2.1 Macro-economische benadering: mismatch-index

2.1.1 Methodologie

De benadering om de omvang te meten van de mismatches inzake scholing op de arbeidsmarkt is gebaseerd op die van Estevao en Tsounta (2011)⁽⁴⁾. Ze bestaat erin het aandeel van elk scholingstype in respectievelijk het aanbod van en de vraag naar arbeidskrachten te vergelijken – met andere woorden het verschil tussen het scholingsaanbod en de scholingsvraag – en de verschillen samen te voegen teneinde een mismatch-index te verkrijgen. In de vermelde studie komt de arbeidsaanbodindicator overeen met de indeling van de bevolking op arbeidsleeftijd naar opleidingsniveau (laag-, midden- en hooggeschoold⁽⁵⁾), terwijl de vraagindicator overeenstemt met de indeling van de werkgelegenheid volgens het vereiste opleidingsniveau. De auteurs moesten hiertoe diverse

- (1) Deze inschrijvings- en opnamecriteria behoren niet tot de kenmerken van de werkzoekenden zoals die worden geregistreerd in de op Europees niveau geharmoniseerde enquête naar de arbeidskrachten: de geharmoniseerde werkloosheidsgraad omvat uitsluitend de personen die tijdens de referentieweek geen baan hadden, die beschikbaar waren om te werken en die ofwel gedurende de laatste vier weken actief naar werk zochten ofwel al een baan hadden gevonden die binnen de drie volgende maanden aanving. In 2011 bedroeg de geharmoniseerde werkloosheidsgraad gemiddeld 7,2%, terwijl de administratieve werkloosheidsgraad op 10,5% uitkwam.
- (2) Zo heeft de geleidelijke verhoging (sedert 2002) van 50 naar 58 jaar van de leeftijd waarop vrijstelling van inschrijving als werkzoekende geldt, het aantal niet-werkende werkzoekenden sedert die periode doen toenemen. Het aantal werklozen van 50 jaar en ouder steeg van 33 000 in 2002 tot 127 000 in 2011 (bron: RVA).
- (3) In België is de precieze formulering van de enquêtevraag inzake de periode waarin naar werk werd gezocht onlangs bijgesteld, wat in 2011 een impact heeft gehad op de verdeling tussen werkzoekenden en inactieven.
- (4) Estevao M. en E. Tsounta (2011), *Has the Great Recession raised U.S. structural unemployment?*, IMF working paper, mei.
- (5) Laaggeschoolden hebben hun middelbare studies niet afgerond, middengeschoolden hebben hun middelbare studies afgerond, maar beschikken niet over een diploma van hogere studies ('bachelor' in de Verenigde Staten, doorgaans vier jaar hogere studies) en hooggeschoolden hebben ten minste een 'bachelor'-diploma.

gegevensbronnen gebruiken. De berekening wordt voor de afgelopen twintig jaar gemaakt voor iedere VS-staat⁽¹⁾. Het begrip arbeidsaanbod is zeer ruim aangezien iedereen op arbeidstijd als een mogelijke arbeidskracht wordt beschouwd.

De toegepaste formule is:

$$M_{it} = \sum_{j=1}^3 (S_{ijt} - D_{ijt})^2$$

waarbij S_{ijt} staat voor het percentage van de bevolking op arbeidstijd met een opleidingsniveau j , in de geografische zone i op het moment t en D_{ijt} staat voor het percentage van werkende personen met een opleidingsniveau j , in de geografische zone i op het moment t .

Er dient een onderscheid te worden gemaakt tussen mismatches inzake scholingsniveau en mismatches inzake competenties (Desjardins en Rubenson, 2011). Eerstgenoemde zijn eenvoudiger te meten⁽²⁾, maar ze maken het niet mogelijk rekening te houden met verschillen in de kwaliteit van de diploma's van eenzelfde niveau en vooral met de mogelijkheid dat competenties verbeteren of voorbijgestreefd raken in de 'postdiploma'-periode. Voor de nieuwkomers op de arbeidsmarkt blijft het behaalde diploma evenwel het voornaamste 'competentiesignaal'.

Een soortgelijke oefening wordt uitgevoerd voor België en voor elk van de gewesten van ons land. De geharmoniseerde enquête naar de arbeidskrachten bevat de vereiste variabelen om een dergelijke index op provinciaal niveau te berekenen⁽³⁾ en ze maakt het daarenboven mogelijk om niet te moeten teruggrijpen naar verschillende gegevensbronnen (bv. administratieve bronnen en enquêtes waarvan de behandelde bevolkingsgroepen en de methodologieën verschillen). De indexberekeningen zijn gebaseerd op de microgegevens van deze enquêtes van 2000 tot 2010⁽⁴⁾.

2.1.2 Structuur van de vraag naar en het aanbod van arbeid

De vraag naar arbeid kan worden verdeeld door in elk Belgisch gewest de banen⁽⁵⁾ op te splitsen naar het scholingsniveau van de werkenden. De scholingsniveaus stemmen overeen met de internationale classificatie ISCED 1997. De drie in aanmerking genomen groepen zijn: de laaggeschoolden (die hoogstens het preprimair of lager onderwijs of de eerste cyclus van het secundair onderwijs hebben afgerond – niveaus 0-2), de midden-geschoolden (tweede cyclus van het secundair onderwijs

en postsecundair onderwijs dat geen hoger onderwijs is – niveaus 3-4) en de hooggeschoolden (hoger onderwijs – niveaus 5-6).

Deze meting heeft bepaalde beperkingen. Enerzijds veronderstelt de tewerkstelling dat de werkgever de profielen heeft gevonden die hij nodig had en bijgevolg niet met een mismatch werd geconfronteerd. Om na te gaan in welke mate het aanbod kan voldoen aan de niet-gevulde vraag, veronderstelt het gebruik van de werkgelegenheidsvariabele dat de structuur van de huidige vraag van de werkgevers dezelfde is als die in het verleden (namelijk die welke reeds is ingevuld). De scholingsstructuur van de recentelijk gecreëerde arbeidsplaatsen kan evenwel verschillend zijn en de werkgevers kunnen andere eisen stellen aan de nieuwkomers op de arbeidsmarkt. Meer in het bijzonder hebben oudere werknemers een lager scholingsniveau dan jongeren indien wordt uitgegaan van het hoogst behaalde diploma⁽⁶⁾. Anderzijds wordt er impliciet van uitgegaan dat de ondernemingen niemand in dienst hebben genomen die te hoog geschoold zou zijn ten opzichte van hun werkelijke behoeften. Er wordt nochtans geraamd dat 22 % van de werkenden in België in 2010 overgekwalificeerd was⁽⁷⁾.

In theorie zou de vraag van de werkgevers op de meest betrouwbare manier kunnen worden gemeten aan de hand van de vacatures volgens vereist scholingsniveau. De (administratieve) gegevens voor België zijn evenwel onvolledig en zorgen voor interpretatieproblemen doordat heel wat werkgevers in de ingediende werkaanbiedingen niet systematisch het vereiste diplom niveau aangeven.

In de enquête naar de arbeidskrachten wordt een onderscheid gemaakt tussen de plaats waar het werk wordt uitgevoerd (in België of erbuiten) en de woonplaats van de respondent (uitsluitend in België). In het geval van België – een klein land met een groot aantal binnenlandse pendelaars – is het kenmerk van de plaats van tewerkstelling

(1) De resultaten wijzen gemiddeld beschouwd op een stijging van de mismatch-index gedurende de grote recessie, met verschillen tussen de staten onderling, afhankelijk van onder meer de kenmerken van hun economische bedrijvigheid.

(2) Enkele uitvoerige enquêtes van het type 'Enquête over de alfabetisering en competenties van volwassenen' (ALL of Adult Literacy and Life Skills survey) moeten bijvoorbeeld beperkt blijven tot de competenties in termen van alfabetisering en rekenvaardigheid.

(3) Niettemin worden enkel de op gewestelijk niveau verkregen resultaten weergegeven vanwege problemen inzake de representativiteit van de gegevens op een meer gedetailleerd geografisch niveau.

(4) Laatste volledig jaar dat beschikbaar is voor de microgegevens die voor de EU verschaft zijn door Eurostat en voor België (incl. de gewesten) door de ADSEI op het moment waarop het artikel werd opgesteld.

(5) De personen die tijdens de beschouwde week ten minste een uur bezoldigde arbeid hebben verricht of die niet hebben gewerkt, maar die normaal een baan hebben waarvoor zij tijdelijk niet aanwezig konden zijn wegens ziekte, vakantie, sociaal conflict of opleiding.

(6) Vanzelfsprekend geeft dit begrip niet de tijdens de beroepsloopbaan nieuw verworven competenties weer.

(7) Percentage werkenden met een hoog scholingsniveau, dat wil zeggen die hoger onderwijs (ISCED 5 of 6) hebben afgerond, die een baan voor laag- of middengeschoolden innemen (ISCO-beroepsgroepen 4 tot 9 zoals administratieve bedienden, landbouwers, arbeiders, enz.). Berekening uitgevoerd op basis van de gegevens van de enquête naar de arbeidskrachten van 2010 (EC).

van de werkende relevanter om het verschil te meten tussen de behoeften van de werkgevers en de competenties van de lokaal beschikbare arbeidskrachten.

Het arbeidsaanbod van zijn kant kan op verschillende manieren worden gemeten, afhankelijk van de vraag of de werkenden en de inactieven er al dan niet deel van uitmaken. Wij beperken ons tot een eerder restrictieve benadering, namelijk tot de werklozen, die in principe vrijwel onmiddellijk beschikbaar zijn om te werken. Net als voor de werkgelegenheid wordt de definitie van het IAB gehanteerd om de werkloosheid te bepalen: de personen die tijdens de beschouwde week geen baan hadden, beschikbaar waren om te werken en hetzij tijdens de laatste vier weken actief werk zochten, hetzij reeds een baan hadden gevonden en binnen de drie volgende maanden aan de slag gingen.

Aangezien de uiteindelijke index per definitie gebaseerd is op ratio's, zegt hij absoluut niets over het aantal werkenden noch over het aantal personen dat op zoek is naar een baan (zie verderop bij de Europese vergelijking). Er wordt evenwel van uitgegaan dat België tegelijkertijd een groot aantal vacatures en een groot aantal niet-werkende werkzoekenden telt en er wordt getracht de vraag naar en het aanbod van arbeid te kenmerken.

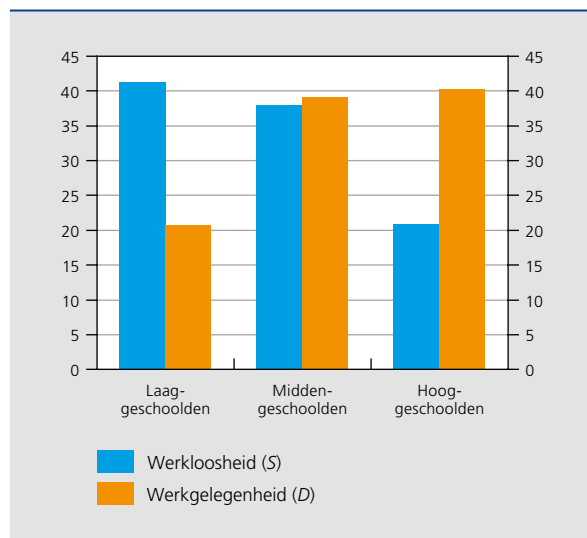
2.1.3 Verloop van de mismatch-index

Zoals hierboven is uiteengezet, meet de index het verschil tussen de verdelingen van het kwalificatieaanbod en de kwalificatievraag, die worden weergegeven door respectievelijk de werkloosheid en de werkgelegenheid. Momenteel vereist ongeveer 80% van de in België uitgeoefende banen midden- en hooggeschoolde arbeidskrachten, terwijl de beschikbare arbeidsreserve – namelijk de werkzoekenden – voor 80% laag- of middengeschoold zijn. Het indexpeil wordt verklaard door het geringe aandeel van hooggeschoolde werkzoekenden in het arbeidsaanbod en, omgekeerd, door het grote aandeel van werkzoekenden die hun secundaire studies niet hebben afgerond, terwijl de vraag van de bedrijven naar dit profieltype gering is.

Tussen 2003 en 2007 liet de voor België berekende index een lichte stijging optekenen die in 2008 werd onderbroken. In 2009 werd de mismatch kleiner als gevolg van een inkrimping van het aandeel van de laaggeschoolden bij de werkzoekenden (wat zich vertaalde in een groter aandeel van de hooggeschoolde werklozen). In 2010 nam de index aanzienlijk toe, wat de tijdens het jaar voordien opgetekende inkrimping ruimschoots compenseerde. Het is echter, enerzijds, nog te vroeg om te concluderen dat de mismatches tussen het aanbod van en de vraag naar

GRAFIEK 2 OPSPLITSING VAN DE WERKLOOSHEID EN DE WERKGELEGENHEID PER SCHOLINGSNIVEAU IN BELGIË IN 2010

(in % van de totale werkloosheid en werkgelegenheid van de 15-64-jarigen)



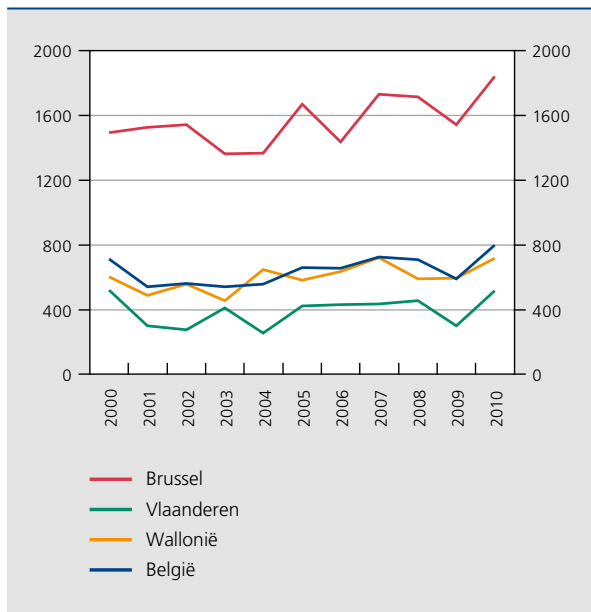
Bron: ADSEI (EAK, microgegevens).

arbeid mogelijkwijs groter worden, en anderzijds moet het indexverloop van het ene jaar tot het andere omzichtig worden geïnterpreteerd vanwege de volatiliteit van de enquêtegegevens.

Door per gewest een mismatch-index op te stellen, kunnen de verschillen worden geanalyseerd die binnen België eventueel bestaan. Het niveauverschil tussen de voor Brussel berekende index en die voor de twee andere Belgische gewesten is aanzienlijk: in 2010 lag de Brusselse index respectievelijk drie en een half en twee en een half keer hoger dan die van Vlaanderen en Wallonië.

Met een vergelijkbare structuur van de werkgelegenheid en de werkloosheid liggen het Waals en het Vlaams indexniveau vrij dicht bij elkaar. In deze beide gewesten worden de meeste banen (gemiddeld 40%) bekleed door middengeschoolden, gevolgd door de banen voor hooggeschoolden (gemiddeld 37%). De mismatch wordt in beide gevallen veroorzaakt doordat er meer laaggeschoolde werkzoekenden zijn dan waar de werkgevers behoefte aan hebben, en doordat er 'te weinig' hooggeschoolde werkzoekenden zijn. De in Wallonië beschikbare arbeidskrachten voorzien evenwel nog minder in de behoeften van de bedrijven vanwege het, ten opzichte van Vlaanderen, geringere gewicht van hooggeschoolde werkzoekenden in de arbeidsreserve.

GRAFIEK 3 MISMATCH-INDEX IN BELGIË EN IN DE GEWESTEN
(niveau)



Bron: ADSEI (EAK, microgegevens).

In Brussel vergen de arbeidsplaatsen vooral hooggeschoolde profielen – in 2010 was dat 55 % –, terwijl slechts 17 % van de banen laaggeschoolde arbeidskrachten vereist. Aangezien bijna de helft van de in dit gewest woonachtige werkzoekenden zijn secundaire studies niet heeft afgerond, hoeft het niet te verwonderen dat het absolute niveau van de index ruimschoots boven dat van de overige gewesten ligt.

Zoals reeds vermeld, kunnen de nieuwe verwachtingen van de bedrijven niet worden beoordeeld door de structuur van de totale werkgelegenheid te bestuderen. Teneinde dit te verhelpen, kan worden overwogen om als indicatoren van het aanbod van en de vraag naar arbeid enkel rekening te houden met de werkloosheid en de werkgelegenheid van de jongeren, voor wie de eisen in termen van formele scholing strenger zijn geworden en die de structuurverandering van de economie weerspiegelen. De mismatch-index berekend voor de leeftijdscategorie van 15 tot 34 jaar is hoger dan de algemene index: het scholingsniveau van de door jongeren beklede banen ligt doorgaans hoger dan het gemiddelde, maar de verbetering van het opleidingsniveau van de werkzoekenden is ontoereikend gebleken. Dit is geen verrassing gelet op

(1) De werkloosheidsratio wordt uitgedrukt in procenten van de totale overeenkomstige bevolking, terwijl de werkloosheidsgraad gewoonlijk wordt uitgedrukt in procenten van de overeenkomstige beroepsbevolking. Deze laatste beliep in 2010 22,4% voor de jongeren, bijna drie keer hoger dan het gemiddelde.

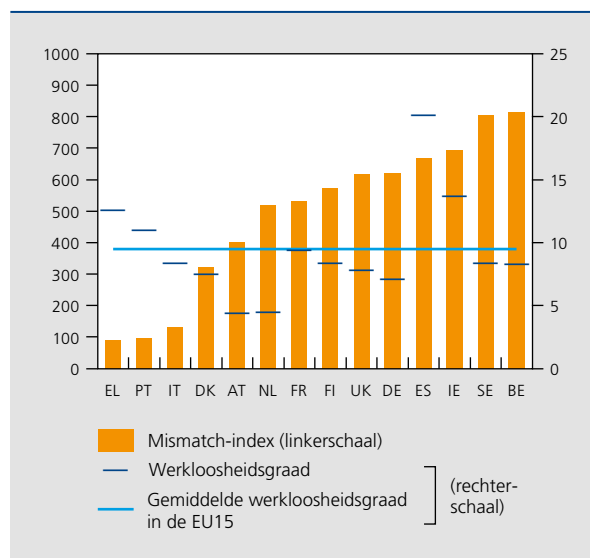
de inschakelingsproblemen die jonge werkzoekenden ervaren: de geharmoniseerde werkloosheidsratio⁽¹⁾ van de 15-24-jarigen beliep in 2010 7,3 %, dat was 1,3 keer hoger dan het gemiddelde.

2.1.4 Europese vergelijking

Voor elk land van de EU kan een mismatch-index worden berekend. In België is de index het hoogst, onmiddellijk gevolgd door Zweden waar het verschil tussen het aandeel van de laaggeschoolde werkenden en dat van de werkzoekenden zonder diploma eveneens zeer groot is. De landen in Zuid-Europa beschikken nog over een werkgelegenheidsstructuur waarin de laaggeschoolde arbeidskrachten een belangrijke plaats innemen (een derde in Griekenland en Italië, bijna twee derde in Portugal) en de werkloosheidsverdeling verschilt daar niet erg van. Aangezien de index geen aanwijzing geeft van het betreffende volume arbeidskrachten, kan de classificatie van de landen een vertekend beeld geven over het relatieve gemak waarmee vraag en aanbod op de arbeidsmarkt op elkaar worden afgestemd: bijvoorbeeld, hoewel de Spaanse mismatch-index lager ligt dan die van België en Zweden, beliep de geharmoniseerde werkloosheidsgraad er in 2010 20,1 %, tegen respectievelijk 8,3 en 8,4 %

GRAFIEK 4 MISMATCH-INDEXEN IN DE EU15 EN GEHARMONISEERDE WERKLOOSHEIDSGRADEN IN 2010⁽¹⁾

(respectievelijk niveaus en procenten van de overeenstemmende beroepsbevolking⁽²⁾)



Bron: EC (EAK, microgegevens en Eurostat).

(1) Luxemburg werd buiten beschouwing gelaten aangezien de resultaten met betrekking tot de werkzoekenden niet representatief waren. De Belgische index is enigszins hoger dan in de voorgaande grafiek omdat ditmaal de totale werkgelegenheid in aanmerking wordt genomen, met inbegrip van de grensarbeiders, net als voor de overige weergegeven landen.

(2) Personen van 15 jaar en ouder.

in België en Zweden, niveaus die lager liggen dan het Europees gemiddelde.

2.1.5 Aanbod van en vraag naar beroepen

Achter het criterium van het hoogst behaalde diploma gaan zeer uiteenlopende profielen schuil (uitgevoerd beroep, ervaring, studierichtingen, enz.). Op basis van de enquête naar de arbeidskrachten kan de (via de werkgelegenheid benaderde) structuur van de vraag naargelang van de uitgevoerde beroepen worden vergeleken met de (opnieuw via de werklozen benaderde) structuur van het aanbod naargelang van het laatste beroep⁽¹⁾: dit betekent dat de school- of universiteitsverlaters die voor het eerst een baan zoeken⁽²⁾ – voor de overgrote meerderheid de jongeren – niet in de opsplitsing begrepen zijn. Desondanks is het interessant het relatieve gewicht van de beroepsprofielen van de werkzoekenden te beschouwen ten opzichte van de vereisten van de arbeidsmarkt.

Uit deze analyse van het aanbod en de vraag blijken enkele markante feiten. Intellectuele en wetenschappelijke beroepen zijn het sterkst vertegenwoordigd in

de werkgelegenheid, veel meer dan in de werkloosheid, namelijk 23 tegen 11 % in 2010. Deze groep omvat zeer uiteenlopende beroepen zoals, om er maar enkele op te sommen, artsen, universiteitsprofessoren, ingenieurs, of ook nog juristen. Voor andere beroepen die een hoog scholingsniveau vereisen – bv. directeurs, directiekaderleden, bedrijfsbeheerders – of een gemiddeld opleidingsniveau – zoals de ondersteunende beroepen (diverse technische beroepen, bepaalde beroepen in de gezondheidszorg, het onderwijs, enz.) –, is de kloof aanzienlijk, hoewel minder groot. De mismatches inzake aanbod van en vraag naar arbeid zijn a priori zeer beperkt bij de administratieve bedienden (secretarissen, kantoorbedienden, kassiersters, enz.). De aandelen in de werkgelegenheid en werkloosheid van het personeel bij de rechtstreekse dienstverlening aan particulieren, handelaars en verkopers liepen in 2010 met respectievelijk 12 en 21 % sterk uiteen, waardoor dit de vaakst voorkomende beroepsgroep is bij de werkzoekenden. Bij verschillende andere laag- of middengeschoolde beroepen overstijgt het relatieve arbeidsaanbod de relatieve vraag: geschoolde beroepen in de industrie en de ambachtsector, bestuurders van uitrustingen en machines en assemblagearbeiders, elementaire beroepen.

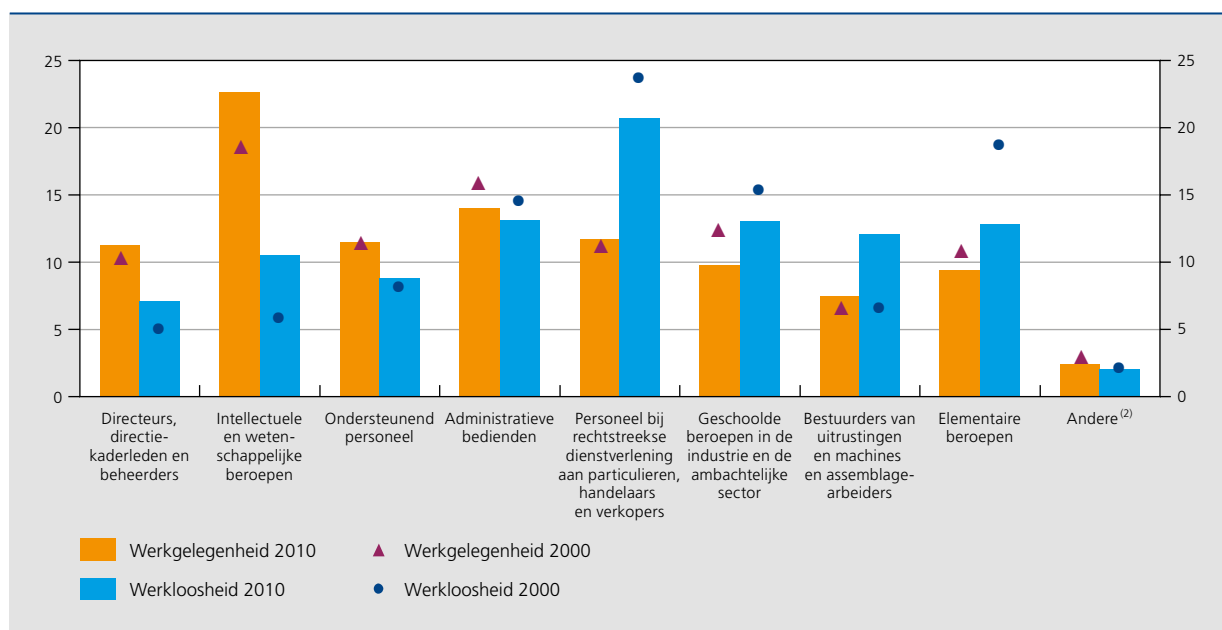
Twee door een verschillende economische conjunctuur gekenmerkte jaren met elkaar vergelijken, moet met

(1) Volgens de ISCO88-classificatie.

(2) In de enquête tellen de studentenjobs niet voor de classificatie per beroep. Word bovendien de laatste baan meer dan acht jaar geleden uitgevoerd, dan wordt de vraag van het beroep niet gesteld.

GRAFIEK 5 VERDELING VAN DE WERKGELEGENHEID EN DE WERKLOOSHEID VOLGENS HET BEROEP IN 2000 EN 2010⁽¹⁾

(in % van de totale werkgelegenheid en werkloosheid van de 15-64-jarigen)



Bron: EC (EAK, microgegevens).

(1) Laatste uitgevoerde beroep voor de werkloze.

(2) Beroepen bij de strijdkrachten, geschoolde landbouwers, bosbouwers en vissers.

de nodige omzichtigheid gebeuren. Bepaalde beroeps-categorieën zijn immers in meerdere of mindere mate gevoelig voor fluctuaties in de economische bedrijvigheid. Niettemin is het teken van het verschil tussen het relatieve aanbod en de relatieve vraag voor de verschillende bedoelde beroepen tussen 2000 en 2010 gelijkgebleven en de omvang van deze marge is niet ingrijpend veranderd (behalve bij de elementaire beroepen waar ze fors is verkleind⁽¹⁾). De opsplitsing van de werkgelegenheid wijst echter op een toegenomen behoefte aan scholing: directiefuncties en intellectuele en wetenschappelijke beroepen vertegenwoordigden in 2010 samen 34 % van de werkgelegenheid, tegen 29 % tien jaar eerder; gedurende die periode slonk het aandeel van de geschoolde beroepen in de industrie en de ambachtsector, van de administratieve bedienden en van de elementaire beroepen van 39 tot 33 %. De samenstelling van de werkloosheid volgde deze tendens: het aantal werkzoekenden dat als laatste betrekking een baan had uitgeoefend die een hoog scholingsniveau vereiste, was in 2010 verhoudingsgewijs groter dan in 2000; het aantal werkzoekenden dat in het verleden een industrieel, administratief beroep of een elementair beroep had uitgeoefend was in 2010 daarentegen verhoudingsgewijs minder groot dan tien jaar eerder.

Hoewel de verschillende beroeps-categorieën niet rechtstreeks in verband kunnen worden gebracht met de vereiste diploma's, bevestigt deze tendens dat het opleidingsniveau van de beschikbare arbeidskrachten geleidelijk verhoogt. In 2000 was de helft van de werklozen laaggeschoold, een verhouding die in 2010 terugliep tot 41 %.

2.2 Micro-economische benadering: de knelpuntberoepen

De mismatches werden voornamelijk gemeten op basis van de met een diploma afgesloten scholing, ongeacht de richting ervan en het ogenblik waarop het diploma werd behaald. Er spelen evenwel nog andere kenmerken van de werkzoekenden mee bij hun kansen om in dienst te worden genomen, en hoewel de aan banen verbonden profielbeschrijvingen uitgedrukt worden in termen van scholingsniveaus of studiedomeinen, reiken de reële verwachtingen van de bedrijven verder dan deze criteria, die meestal bedoeld zijn om de mogelijke kandidaten een eerste maal te selecteren. De analyse van de knelpuntberoepen, die elk jaar wordt uitgevoerd door de regionale overheidsdiensten voor arbeidsbemiddeling, brengt de

door bepaalde werkgevers ervaren wervingsproblemen onder de aandacht.

Het vervullingspercentage en de vervullingstijd van vacatures voor een knelpuntberoep liggen respectievelijk lager en hoger dan die van alle werkaanbiedingen. Aan deze statistische analyse worden nog de ervaringen van de adviseurs van de overheidsdiensten voor arbeidsbemiddeling en de bijdrage van de werkgevers toegevoegd om het 'knelpuntkarakter' van het beroep te bevestigen of te ontcrachten (en er eventueel andere aan toe te voegen).

Het duurt langer dan gemiddeld om vacatures voor knelpuntberoepen in te vullen. De werkgevers vinden moeilijk kandidaten aangezien deze schaars zijn op de arbeidsmarkt en vanwege moeilijke werkomstandigheden, kwalitatieve aspecten (vereiste diploma's, noodzakelijke ervaring, te beheersen talen) of een gebrek aan mobiliteit.

TABEL 1 AANTAL DOOR DE OVERHEIDSDIENSTEN VOOR ARBEIDSMIDDELING ONTVANGEN WERKAANBIEDINGEN VOOR KNELPUNTBEROEPEN PER BEROEPSCATEGORIE IN 2011⁽¹⁾

	Vlaanderen	Wallonië	Brussel
Kader- en communicatiefuncties	11 221	3 313	502
Onderwijzend personeel	9 510	– ⁽²⁾	2 774
Beroepen in de medische en sociale sector en in de personenzorg	17 053	2 592	523
Administratieve functies	11 156	–	1 615
Commerciële functies	29 298	8 594	1 372
Beroepen in de informatica	8 822	2 100	867
Technische beroepen	25 199	15 393	763
Beroepen in de bouwnijverheid	13 328	4 940	96
Beroepen in het transport en de logistiek	9 579	–	75
Beroepen in de horeca en het toerisme	10 378	3 450	409
Ambachtelijke beroepen	2 882	881	52
Schoonmaakpersoneel	24 189	4 870	–
Tuinbouw	896	–	–
Andere	3 238	349	–
Totaal	176 749	46 482	9 048

Bronnen: Actiris, FOREM, VDAB.

(1) De beroeps-categorieën zijn gebaseerd op deze die door Actiris zijn bepaald in zijn analyse van de knelpuntberoepen.

(2) Een Besluit van de Regering van de Franse Gemeenschap legt de lijst van de beroepen die met schaarste kampen vast voor het schooljaar 2010-2011. Tot de meest gevraagde leerkrachten behoren onderwijzers voor kleuter- en lager onderwijs, leerkrachten voor talen, wiskunde, wetenschappen, Frans, technische vakken en beroepspraktijk.

(1) Het verschil voor de bestuurders van uitrustingen en machines en voor assemblagearbeiders is vergroot, maar is van het ene jaar tot het andere volatiel als gevolg van de kleine omvang van de groep in kwestie.

Dergelijke werkaanbiedingen zullen wellicht gedurende verschillende opeenvolgende maanden deel blijven uitmaken van de openstaande vacatures.

Zoals uit tabel 1 blijkt, hebben de knelpuntberoepen betrekking op verschillende domeinen en betreffen ze niet uitsluitend geschoolde banen. Ter vereenvoudiging werden de verschillende 'probleem'-beroepen ingedeeld in meer algemene categorieën. Dit betekent niet dat alle beroepen die binnen deze categorie kunnen bestaan als knelpuntberoep moeten worden beschouwd.

Hoewel dit evenmin betekent dat alle voor een knelpunt-categorie ontvangen werkaanbiedingen moeilijk in te vullen zijn, tellen de commerciële functies en de technische beroepen (bv. onderhoudstechnici, elektriciens) in Vlaanderen het grootste volume werkaanbiedingen. In Wallonië gaat het in hoofdzaak om technische beroepen en in Brussel om beroepen in het onderwijs. Meestal versterken de factoren die het knelpuntstatuut van een beroep verklaren (kwantitatieve, kwalitatieve aspecten of arbeidsvoorwaarden) elkaar. Het feit dat tal van beroepen jaar na jaar opnieuw op de gewestelijke lijsten verschijnen, bevestigt de structurele aard van de ondervonden wervingsproblemen.

3. Geografische mismatches

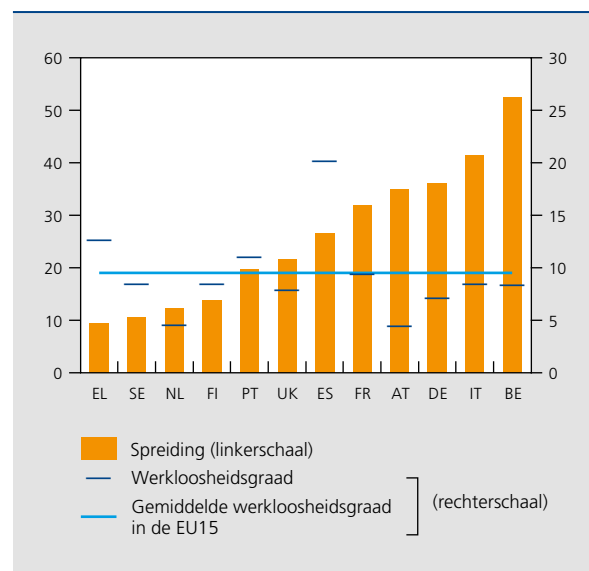
3.1 Spreiding van de werkloosheidsgraad

De indicator die meestal wordt gebruikt om de geografische mismatches op de arbeidsmarkt nader te bepalen, is de spreiding van de regionale werkloosheidsgraden. Zoals vermeld, verschilt de situatie op de arbeidsmarkt aanzienlijk van het ene gewest van het land tot het andere, maar dat geldt ook op het niveau van de provincies. In 2010 was, volgens de resultaten van de enquête naar de arbeidskrachten, de spreiding van de werkloosheidsgraden⁽¹⁾ in België het grootst van de hele EU. De geharmoniseerde werkloosheidsgraad beliep in 2010 maximaal 17,3%, in Brussel, en minimaal 3,8%, in West-Vlaanderen. Deze grote spreiding zou kunnen betekenen dat de banen niet worden aangeboden op de plek waar de werkzoekenden verblijven. Deze indicator geeft evenwel niet aan of de werkzoekenden (bv. in Brussel) de vereiste scholingsniveaus hebben om de beschikbare werkaanbiedingen (bv. in Vlaanderen) in te vullen. Is dat niet het geval, dan hangen de mismatches tussen vraag

en aanbod niet alleen af van een geografisch mobiliteitsprobleem. Het lijkt in ieder geval nuttig de vaststelling van de spreiding van de werkloosheidsgraden aan te vullen met een analyse van de mobiliteit van de arbeidskrachten (zie verderop).

In verhouding tot de bevolking op arbeidsleeftijd, ligt het aantal banen het hoogst in Brussel, namelijk bijna één arbeidsplaats per Brusselaar⁽²⁾. De situatie op de arbeidsmarkt vertoont er scherpe contrasten: er zijn veel arbeidsplaatsen beschikbaar, maar de werkloosheidsgraad is zeer hoog. Deze paradox valt deels te verklaren doordat in Brussel een aanzienlijk deel van de banen direct (ambtenaren die werken voor de verschillende beleidsniveaus) of indirect (personeel van ondernemingen die hun zetel in de hoofdstad of in de buurt van de centrale overheid vestigen) samenhangt met het statuut van deze stad als gewestelijke, nationale en Europese hoofdstad. Die arbeidsplaatsen zijn veeleer bestemd voor hogergeschoolden, terwijl een groot deel van de bevolking die in dat gewest woont een ander profiel heeft. Bij dit scholingsprobleem komt nog het feit dat in Brussel een belangrijke populatie van buitenlandse origine verblijft, die niet noodzakelijk voldoet aan de vacaturecriteria inzake nationaliteit of talenkennis en die bij indienstneming mogelijk

GRAFIEK 6 SPREIDING⁽¹⁾ EN GEMIDDELDE⁽²⁾ VAN DE WERKLOOSHEIDSGRADEN IN DE EU15 IN 2010
(in %, personen van 15 jaar en ouder)



Bron: EC (EAK, Eurostat).

(1) De spreidingsindicator, uitgedrukt in procenten, stemt overeen met de verhouding tussen de vierkantswortel van de variantie (gewogen aan de hand van het aandeel, per regio, van de beroepsbevolking in de totale beroepsbevolking) van de regionale geharmoniseerde werkloosheidsgraden op NUTS2-niveau (dat in België overeenstemt met de provincies) en de totale werkloosheidsgraad. Die indicator geeft dus aan in welke mate de werkloosheidsgraad verschilt tussen de administratieve onderverdelingen van een bepaald land. Ontbrekende gegevens voor Denemarken, Ierland en Luxemburg.

(2) Percentage werklozen (IAB-concept) in procenten van de beroepsbevolking.

(1) Op het niveau 'NUTS2', wat in België overeenstemt met de provincies.

(2) Regionale werkgelegenheid (bron: INR) en telling van de bevolking in 2010 (bron: ADSEI).

sterker wordt gediscrimineerd. Deze elementen dragen ertoe bij dat de mismatch tussen de vraag naar en het aanbod van arbeid in Brussel bijzonder scherp is (dat is trouwens gebleken uit de Brusselse mismatch-index, die hoger is dan die van de andere gewesten).

Een beperkte spreiding impliceert evenwel niet meteen een algemeen gunstiger situatie op de arbeidsmarkt. Ofschoon er tussen de Belgische provincies grote discrepanties in werkloosheidsgraad bestaan, ligt de gemiddelde werkloosheidsgraad in België lager dan in verschillende landen met een evenwichtiger territoriale spreiding van de werkloosheid. Zo was de spreiding in 2010 in België vijf en een half keer groter dan in Griekenland, waar de gemiddelde werkloosheidsgraad (12,6 %) beduidend hoger lag dan in ons land (8,3 %): alle Griekse regio's hebben een hoge werkloosheidsgraad, terwijl in België regio's met een relatief lage werkloosheid grenzen aan gebieden met een hoge werkloosheid. Deze relatieve posities kwamen reeds in 2007 – zij het minder scherp – tot uiting, dus vóór de grote recessie.

3.2 Geografische mobiliteit van de arbeidskrachten

Met het begrip 'geografische mobiliteit' worden de woon-werkverplaatsingen bedoeld. Die mobiliteit kan wijzen op een dagelijkse of ten minste regelmatige reis (pendelen), ofwel op de verhuizing naar een woonplaats die dichterbij het werk ligt. Dit deel gaat voornamelijk over de dagelijkse mobiliteit van de werkenden; door de lokale tekorten te compenseren met elders bestaande overschotten, kan deze mobiliteit ertoe bijdragen dat de geografische en scholingsmismatches tussen het aanbod van en de vraag naar arbeid kleiner worden.

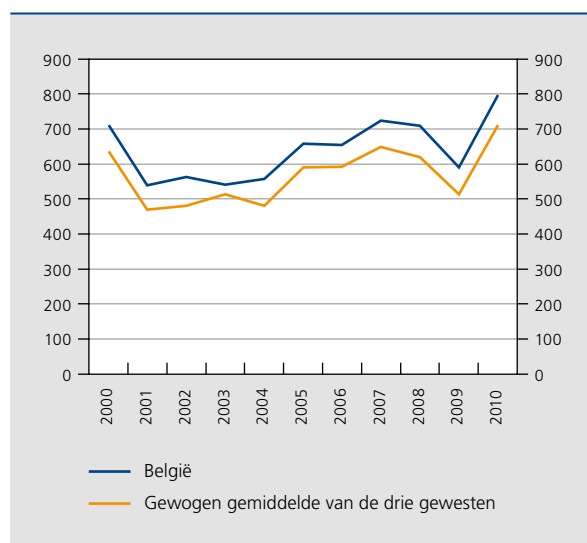
3.2.1 Mobiliteit als oplossing voor wervingsproblemen

Een manier om na te gaan of de omvang van de mismatch op de arbeidsmarkt samenhangt met het scholingsniveau of eerder met de mobiliteit van de arbeidsreserve, bestaat erin de totale mismatch-index van het land te vergelijken met het gewogen gemiddelde⁽¹⁾ van de regionale indexen (ECB, 2012). De twee aldus berekende indexen hebben betrekking op hetzelfde aggregatieniveau (België), maar de eerste geeft de verschillen in de geaggregeerde kwalificatieverdelingen weer, terwijl de tweede de gedesaggregeerde kwalificatieverdelingen uitdrukt. Zijn de mismatches in de verschillende gewesten

vergelijkbaar (zelfde soorten van onevenwichtigheden), dan zullen beide indexen hetzelfde resultaat opleveren⁽²⁾. Is er in bepaalde gewesten evenwel een tekort aan bepaalde vaardigheden dat wordt gecompenseerd door een overschot elders, dan zal de Belgische index onder de gewogen index uitkomen. Hoewel de nationale index in dit theoretische geval op een beperkte mismatch zou wijzen, aangezien de geaggregeerde kwalificatieverdeling die heterogeniteit zou verhullen, zou de gewogen index immers hoger uitvallen omdat de mismatches worden samengeteld. Om die reden kan het verschil tussen de beide indexen worden geïnterpreteerd als de omvang van de door een mobiliteitsprobleem veroorzaakte mismatch tussen vraag en aanbod.

De totale index voor België bevindt zich op ongeveer hetzelfde peil als de gewogen index: de Vlaamse en de Waalse mismatches zijn immers van hetzelfde type en het is het gewicht (op grond van de beroepsbevolking) van die twee gewesten dat bepalend is voor het nationaal gemiddelde. De soortgelijke structuur van de werkgelegenheid en de werkloosheid in beide gewesten doet vermoeden dat de mobiliteit (of meer mobiliteit) niet de enige oplossing is voor de wervingsproblemen. Deze vaststelling wordt bevestigd door het feit dat de lijsten van knelpuntberoepen in het noorden en in het zuiden van het land jaar na jaar op elkaar lijken.

GRAFIEK 7 TOTALE EN GEWOGEN MISMATCH-INDEX⁽¹⁾
(niveaus)



Bron: ADSEI (EAK, microgegevens).

(1) Totale index voor België en gewogen gemiddelde (aan de hand van de beroepsbevolking) van de gewestelijke indexen.

(1) Aan de hand van de beroepsbevolking.

(2) Wanneer bijvoorbeeld in een vereenvoudigde omgeving met twee regio's r1 en r2 en twee soorten van bekwaamheden q1 en q2 de beide regio's over meer arbeidskrachten met q1 beschikken dan gevraagd, kan het evenwicht op nationaal vlak (via binnenlandse mobiliteit) niet worden hersteld.

Dat geldt niet voor het Brussels Gewest, waarvan de eigenheid moet worden onderstreept. Er zij aan herinnerd dat de Brusselse mismatch de grootste van de drie gewesten is, wat aangeeft dat de plaatselijke arbeidskrachten te laaggeschoold zijn voor de behoeften van de werkgevers. Om na te gaan hoe dat 'tekort' wordt aangevuld, kan op basis van de enquête naar de arbeidskrachten worden gemeten welk aandeel van de banen in elke provincie door ingezetenen en door pendelaars wordt uitgeoefend en kan de geografische herkomst van deze laatsten worden vastgesteld.

3.2.2 Het pendelverkeer

Op basis van tabel 2, waarin de woonplaats wordt getoetst aan de plaats van tewerkstelling, wordt vooreerst vastgesteld dat het aandeel van door ingezetenen uitgeoefende banen in Brussel veel kleiner is dan in de twee andere gewesten. Gemiddeld over 2010 woonde 97% van de in Vlaanderen werkende personen in dat gewest, en dat was het geval voor 96% van de werkenden in Wallonië. Daarentegen werd amper de helft van de banen in Brussel door ingezetenen uitgeoefend: de hoofdstad

trekt inderdaad zeer veel arbeidskrachten uit de andere gewesten aan.

De meeste van die externe arbeidskrachten – namelijk ongeveer twee derde of 239 000 – zijn afkomstig uit Vlaanderen, vooral uit het aangrenzende Vlaams-Brabant en vervolgens uit Oost-Vlaanderen. De rest van de in Brussel uitgeoefende banen wordt ingenomen door personen die woonachtig zijn in Wallonië (19% of 132 000 in 2010), voornamelijk in Henegouwen en Waals-Brabant.

De werkenden die vanuit andere gewesten naar Vlaanderen pendelen – een relatief gering aantal (83 000 personen) – waren voor de helft afkomstig uit Brussel en voor de andere helft uit Wallonië. Wat de provincies betreft, vormt Vlaams-Brabant een uitzondering: ongeveer 13% van de werkgelegenheid wordt er uitgeoefend door arbeidskrachten uit Brussel of uit Wallonië, zodat dit de Vlaamse provincie met het laagste percentage ingezetenen werkenden is.

In Vlaanderen is een zekere mobiliteit binnen het gewest merkbaar. Zo trokken de provincies Antwerpen en

TABEL 2 UITSPLOTSING VAN DE IN ELK VAN DE PROVINCIES UITGEOEFENDE BANEN NAAR DE PROVINCIE VAN WOONPLAATS IN 2010
(in % van de totale werkgelegenheid uitgeoefend in elke provincie, tenzij anders vermeld)

Plaats van tewerkstelling	Brussel	Vlaanderen					Wallonië					Buitenland
		Antwerpen	Limburg	Oost-Vlaanderen	Vlaams-Brabant	West-Vlaanderen	Waals-Brabant	Henegouwen	Luik	Luxemburg	Namen	
Woonplaats												
Brussel	47,7	0,8	n.r.	n.r.	8,2	n.r.	8,5	1,0	n.r.	n.r.	n.r.	6,3
Vlaanderen												
Antwerpen	4,3	86,1	3,2	2,3	8,4	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	13,4
Limburg	1,2	2,6	91,1	n.r.	3,7	n.r.	n.r.	n.r.	1,2 ⁽¹⁾	n.r.	n.r.	18,3
Oost-Vlaanderen	8,4	5,0	n.r.	88,9	6,8	4,8	n.r.	0,7 ⁽¹⁾	n.r.	n.r.	n.r.	3,5 ⁽¹⁾
Vlaams-Brabant	18,1	4,4	3,4	2,5	67,4	n.r.	5,1	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	3,0 ⁽¹⁾
West-Vlaanderen	1,7	0,6 ⁽¹⁾	n.r.	4,8	0,7 ⁽¹⁾	93,4	n.r.	1,1	n.r.	n.r.	n.r.	3,1 ⁽¹⁾
Wallonië												
Waals-Brabant	6,8	n.r.	n.r.	n.r.	2,2	n.r.	59,0	1,6	n.r.	n.r.	2,5	n.r.
Henegouwen	7,2	n.r.	n.r.	n.r.	1,6	1,3	15,6	89,2	0,9 ⁽¹⁾	n.r.	7,3	8,3
Luik	2,3	n.r.	n.r.	n.r.	0,6 ⁽¹⁾	n.r.	2,9 ⁽¹⁾	0,7 ⁽¹⁾	93,7	3,8 ⁽¹⁾	6,1	14,6
Luxemburg	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	1,4	86,8	3,0	25,5
Namen	2,1	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	6,9	4,8	1,5	7,3	79,8	n.r.
Totaal	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>p.m. Absoluut aantal in duizenden</i>	709	743	325	545	410	480	139	387	363	80	160	109

Bron: EC (EAK, microgegevens).
(1) Weinig betrouwbare gegevens.

Vlaams-Brabant in 2010 arbeidskrachten uit de naburige provincies aan: in Antwerpen was meer dan 9 % van de werkenden afkomstig uit Oost-Vlaanderen en Vlaams-Brabant, en 19 % van de werkgelegenheid in Vlaams-Brabant is woonachtig in Antwerpen, Limburg of Oost-Vlaanderen. Limburg en West-Vlaanderen, daarentegen, hebben slechts een bescheiden instroom van pendelaars.

In Wallonië, dat in 2010 45 000 pendelaars aantrok, wijzen de vele niet-representatieve gegevens die worden opgetekend bij de uitsplitsing van pendelaars van buiten het gewest, opnieuw op een onvoldoende geografische mobiliteit van de arbeidskrachten. Tussen de Waalse provincies tekenen zich echter verschillen af: 59 % van de werkenden in Waals-Brabant is daar ook woonachtig, terwijl de andere arbeidskrachten vooral in Henegouwen en Brussel wonen. In de provincie Namen wordt 80 % van de banen uitgeoefend door ingezetenen, de overige door inwoners van de aangrenzende provincies, voornamelijk Henegouwen. Elders wordt tussen 87 en 94 % van de banen uitgeoefend door inwoners van de provincie, terwijl de pendelaars eerder verspreid zijn.

Terwijl, ten slotte, heel veel werkenden naar Brussel pendelen, is er tot dusver geen grote mobiliteit tussen het noorden en het zuiden van het land merkbaar. Pendelaars uit Brussel gaan meestal in Vlaams- en Waals-Brabant werken. Nochtans resten nog veel openstaande vacatures, vooral in Vlaanderen dat baat zou hebben bij de inbreng van de arbeidsreserve uit de andere gewesten van het land.

Ter bevordering van de interregionale mobiliteit van de werkzoekenden werd in 2005 tussen de drie gewesten, de Vlaamse Gemeenschap, de Duitstalige Gemeenschap en de Franse Gemeenschapscommissie een multilateraal samenwerkingsakkoord gesloten. Dit akkoord bevat verschillende verbintenissen, waaronder de uitwisseling van

informatie over het aanbod van en de vraag naar arbeid of het stimuleren van taalcursussen en de organisatie van transregionale opleidingen. Sinds juni 2006 wisselen de diensten voor arbeidsbemiddeling automatisch vacatures voor knelpuntberoepen en doorgaans moeilijk in te vullen vacatures onder elkaar uit. Rekening houdend met de op de Vlaamse arbeidsmarkt heersende structurele schaarste voor tal van beroepen, zoekt de VDAB ook geschoolde arbeidskrachten in de andere gewesten. Deze bevordering van de interregionale mobiliteit van werkzoekenden neemt de vorm aan van partnerschappen tussen de VDAB en zijn tegenhangers FOREM en Actiris⁽¹⁾, teneinde – naast de automatische uitwisseling – ook meer specifieke vacatures door te geven en in te vullen met de Brusselse en Waalse werkzoekenden.

3.2.3 Profiel van de pendelaars

Zoals verwacht, geeft de uitsplitsing van de pendelaars naar scholingsniveau aan dat laaggeschoolden minder geneigd zijn in een andere regio te gaan werken vanwege de relatieve kosten die een baan ver van de woonplaats met zich brengt (bv. voor vervoer en kinderopvang) ten opzichte van de financiële winst die ze eruit kunnen halen.

In Brussel beschikten de meeste uit Vlaanderen en Wallonië afkomstige pendelaars over een diploma hoger onderwijs, namelijk 59 % in 2010. Zeldzamer zijn laaggeschoolden die in de hoofdstad komen werken; ze vertegenwoordigen 11 % van de Vlaamse en 12 % van de Waalse pendelaars.

In Vlaanderen zijn de pendelaars van buiten het gewest evenwichtiger verdeeld naar scholingsniveau: 43 % van

(1) De 'Werkweken', de 'Jobbeurzen' en de 'Job datings' zijn eveneens instrumenten om de interregionale mobiliteit te bevorderen.

TABEL 3 UITSPLITSING VAN DE WERKENDEN PER SCHOLINGSNIVEAU NAAR WERK- EN WOONGEWEST IN 2010
(in % van het overeenstemmende totale aantal werkenden volgens woonplaats)

Plaats van tewerkstelling	Brussel			Vlaanderen			Wallonië		
	Laag-geschoold	Midden-geschoold	Hoog-geschoold	Laag-geschoold	Midden-geschoold	Hoog-geschoold	Laag-geschoold	Midden-geschoold	Hoog-geschoold
Brussel	22,4	26,9	50,7	29,3	28,2	42,6	13,5	25,5	61,0
Vlaanderen	11,3	29,4	59,4	20,3	42,6	37,1	21,8	35,0	43,2
Wallonië	11,9	29,3	58,9	25,1	33,6	41,3	23,9	39,2	37,0

Bron: EC (EAK, microgegevens).

de Brusselaars die er in 2010 kwamen werken, was hooggeschoold, terwijl de overige Brusselaars gelijk verdeeld waren over houders van een diploma secundair onderwijs en laaggeschoold personeel. Personen die in Wallonië wonen en in het noorden van het land gaan werken, zijn in 41 % van de gevallen hooggeschoold; een derde van de Waalse pendelaars is middengeschoold en een kwart heeft het secundair onderwijs niet beëindigd. Verschillende factoren beïnvloeden die uiteenlopende verdeling, waaronder de structuur van de bedrijvigheid, die minder op diensten is gericht dan in de hoofdstad het geval is.

In Wallonië zijn de niet-ingezetenen arbeidskrachten voornamelijk hooggeschoold, ongeacht hun regio van herkomst. Meer dan 60 % van de Brusselaars die op en neer reizen naar het zuiden van het land, is hooggeschoold en ongeveer een kwart is middengeschoold. De overeenstemmende percentages voor de Vlaamse pendelaars bedragen respectievelijk 43 en 35 %. Die verdelingen contrasteren duidelijk met de werkgelegenheidsstructuur van de ingezetenen, die veel evenwichtiger gespreid is over de verschillende scholingsniveaus.

3.2.4 Factoren die het pendelen kunnen beïnvloeden

De beslissing om te pendelen, kan door tal van factoren worden beïnvloed. Aangezien er ter zake weinig literatuur en statistieken bestaan, blijft de analyse dan ook beperkt tot een beschrijving van de potentiële invloed van die factoren.

De omvang van het pendelverkeer is afhankelijk van de economische bedrijvigheid en van de arbeidsmarktsituatie in de woonregio en in de potentiële werkregio. Het bewijs hiervan is dat een meerderheid van de pendelaars gaat werken in Brussel, waar een aanzienlijk aantal banen voor Nederlandstaligen en Franstaligen voorhanden is. Dezelfde reden, met een relatief gunstiger economische situatie in Vlaanderen dan in Wallonië, verklaart zeer waarschijnlijk waarom er meer wordt gependeld van Wallonië naar Vlaanderen dan omgekeerd.

Het aantal pendelaars vertoont een negatief verband met de afstand tussen woon- en werkplaats. Deze hypothese wordt bevestigd door de voor België beschikbare gegevens, waaruit bijvoorbeeld blijkt dat het grootste percentage pendelaars naar Brussel afkomstig is uit

Vlaams-Brabant, een aangrenzende provincie. De transportinfrastructuur en de prijzen van de verschillende vervoermiddelen spelen een belangrijke rol bij het zoeken naar of het aanvaarden van een baan in een ander gewest.

Bij overigens gelijkblijvende omstandigheden zet de mogelijkheid om meer te verdienen ertoe aan van werk te veranderen. In dat verband kunnen de loonverschillen tussen gewesten (doordat de lonen hoger uitvallen bij een economisch gunstiger situatie) de geografische mobiliteit verhogen⁽¹⁾.

Aangezien mobiliteit kosten met zich brengt, moet, om pendelen financieel aantrekkelijk te maken, niet alleen het loonverschil voldoende groot zijn, maar moet ook het (elders) te ontvangen loon hoger uitvallen dan de sociale uitkeringen (dit is de met name voor laaggeschoolden belangrijke problematiek van de werkloosheidsvallen). In die berekening moeten de uit het pendelen voortvloeiende kosten voor vervoer, kinderopvang, enz. worden opgenomen.

Zoals vermeld, wordt er, afgezien van Brussel, het meest gependeld tussen provincies van eenzelfde gewest. Het aantal ingezetenen van Vlaanderen die in Wallonië werken en omgekeerd, is dus relatief beperkt, wat erop wijst dat de taalgrens nog steeds een belemmering vormt voor het pendelverkeer in ons land. De facto is de kennis van de tweede landstaal bij de werkzoekenden doorgaans beperkt (HRW, 2008).

De vastgoedprijzen, ten slotte, zijn een andere factor die het woon-werkverkeer kunnen beïnvloeden. Iemand die, om zijn kansen op de arbeidsmarkt te verhogen, wil verhuizen naar een gewest met meer economische bedrijvigheid en/of minder werkloosheid, zal wellicht met onder meer extra huisvestingskosten worden geconfronteerd. Dit kan een argument zijn om niet naar dat gewest te verhuizen en dus voor pendelen te opteren.

De invloed van sommige van die factoren kan meer of minder zwaar wegen op de beslissing om elders te gaan werken, afhankelijk van met name het scholingsniveau van de werkzoekenden en de werkenden, zoals is gebleken in het deel over het profiel van de pendelaars.

Conclusie

De problemen in verband met het matchen van het aanbod van en de vraag naar arbeid in België komen tot uiting in de Beveridgecurve, die de werkloosheidsgraad relateert aan de vacaturegraad. Hoewel de arbeidsvraag

(1) In België wordt het loonoverleg nog grotendeels centraal en op sectoraal niveau gevoerd, wat de regionale loonverschillen drukt. Niettemin worden tussen de gewesten loonverschillen opgetekend. Deze vallen niet enkel te verklaren door een uiteenlopende sectorale specialisatie in de gewesten: de beschikbare gegevens wijzen immers op loonverschillen binnen eenzelfde bedrijfstak tussen Vlaanderen en Wallonië. Die verschillen ontstaan onder meer doordat loonsverhogingen ook op het niveau van de ondernemingen zelf kunnen worden toegekend (HRW, 2006).

slechts gedeeltelijk wordt gemeten, blijkt dat de overeenstemmende vacaturegraad, voor eenzelfde werkloosheidsgraad als in het verleden, momenteel hoger ligt. De afstemming van de vraag en het aanbod wordt belemmerd door met name mismatches van structurele aard die te wijten zijn aan moeilijkheden in verband met het scholingsniveau of de woonplaats van de arbeidskrachten.

Een macro-economische benadering met de samenstelling van een mismatch-index – zoals in Estevao en Tsounta (2011) – maakt het mogelijk de omvang te ramen van de mismatches inzake scholing in België en zijn gewesten, maar ook op Europees vlak. Die benadering bestaat erin de verdeling van de werkloosheid (het arbeidsaanbod) en van de werkgelegenheid (de vraag) te vergelijken per scholingsniveau – namelijk het hoogste door werkzoekenden en werkenden behaalde diploma. Deze maatstaf heeft een aantal beperkingen, maar bij gebrek aan volledige en geharmoniseerde gegevens over de behoeften van de werkgevers vormt hij een goed alternatief en biedt hij een houvast om de ontwikkelingen op lange termijn en de noden inzake opleiding (basisopleiding en voortgezette opleiding) te achterhalen.

Het peil van de index is toe te schrijven aan het 'ontorekende' aandeel van hooggeschoolde werkzoekenden in het arbeidsaanbod en, omgekeerd, het relatief grote aandeel van de werkzoekenden die het secundair onderwijs niet hebben beëindigd, terwijl de vraag van de ondernemingen naar dit profiel eerder gering is. Op nationaal vlak is de index het hoogst in Brussel: de werkgelegenheid is er geconcentreerd in de diensten en vereist voor het merendeel hooggeschoolde of specifieke profielen vanwege de aanwezigheid van overheidsdiensten en internationale instellingen, terwijl de in dit gewest woonachtige werkzoekenden meestal laaggeschoold zijn. Vanuit een Europees perspectief vertoont België het hoogste indexcijfer van de EU15-lidstaten. Een hoog indexcijfer gaat echter niet noodzakelijk gepaard met een hoger dan gemiddelde werkloosheidsgraad; daarvan getuigt nu net de positie van ons land in vergelijking met het Europees gemiddelde.

Zware mismatches leveren echter problemen op, aangezien werkzoekenden in de langdurige werkloosheid of zelfs in de inactiviteit dreigen verzeild te raken, waardoor de situatie gaat verergeren. In die omstandigheden kan de groei van de bedrijvigheid worden afgeremd. Laaggeschoolden vormen een transversale risicogroep in de verschillende bevolkingscategorieën⁽¹⁾. De vraag van de ondernemingen is hoe langer hoe meer toegespitst op banen voor midden- en hooggeschoolden. Dat blijkt ook uit de uitsplitsing van de werkgelegenheid en de werkloosheid op grond van het (laatste) uitgeoefende

beroep. Intellectuele en wetenschappelijke beroepen hebben het grootste aandeel in de werkgelegenheid, met andere woorden banen waar de meeste werklozen geen aanspraak op kunnen maken, althans niet zonder extra opleiding. Dit betekent niet dat er geen vacatures zouden zijn voor werkzoekenden die geen hoger onderwijs hebben genoten. De knelpuntberoepen bestrijken een ruime verscheidenheid aan profielen die niet steeds een bijzonder diploma vergen. Gebrek aan ervaring, generieke competenties of taalbeheersing zijn enkele van de kwalitatieve factoren die een belemmering kunnen vormen voor de indienstneming van personeel.

Algemeen wordt aangenomen dat de mobiliteit van de arbeidskrachten bijdraagt tot een vermindering van de geografische mismatches op de arbeidsmarkt, omdat lokaal vacante betrekkingen kunnen worden ingevuld door personen die over de vereiste competenties beschikken doch elders wonen. De regionale spreiding van de werkloosheidsgraden is in België, vergeleken met andere Europese landen, zeer groot aangezien de werkloosheidsgraad in de ene provincie tot viermaal hoger kan liggen dan in een andere provincie. Zijn de Belgen mobiel? Terwijl Brussel ongeveer één arbeidsplaats per inwoner telt, worden die banen vaker uitgeoefend door ingezetenen van de andere gewesten. Een zeer groot deel van de banen in Vlaanderen en Wallonië is daarentegen ingenomen door eigen inwoners en de uitwisselingen van arbeidskrachten tussen het noorden en het zuiden van het land zijn relatief zeldzaam, net als het pendelverkeer vanuit Brussel, behalve naar de Brabantse provincies. De eigenschappen van de (potentiële) arbeidskrachten bepalen mee de kans dat ze elders gaan werken, zoals blijkt uit het geringe percentage laaggeschoolden onder de pendelaars. Daarnaast zijn er nog andere belemmeringen, zoals de taalbarrière, moeilijk toegankelijke werkplaatsen en de kosten verbonden aan de uitoefening van een beroep.

De wervingsproblemen van de werkgevers aan beide zijden van de taalgrens, met op elkaar lijkende knelpuntberoepen en de soortgelijke mismatch-index die in Vlaanderen en Wallonië werd berekend, geven echter aan dat de Belgische arbeidsmarkt niet alleen te kampen heeft met mismatches inzake woonplaats maar ook – en zelfs vooral – inzake scholingsniveau en competenties. Dit vergt structurele oplossingen die kansengroepen betere vooruitzichten kunnen bieden op het vinden van een baan.

(1) In België lag hun werkloosheidsgraad in 2010 vijfmaal hoger dan die van de hooggeschoolden.

Bibliografie

Actiris (2011), *Analyse van de knelpuntberoepen in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest in 2010*, Brussel.

Actiris (2012), *Lijst van de knelpuntberoepen in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest in 2011*, Brussel, juni.

Blanchard O. (1989), 'Les courbes de Beveridge et de Phillips comme outils d'analyse du chômage', *L'actualité économique*, 65 (3), 396–422, september.

Cahuc P. en A. Zylberberg (1996), *Economie du travail: la formation des salaires et les déterminants du chômage*, Paris, Bruxelles, De Boeck Université (ed).

CRB (2003), *Sociaal-economische nieuwsbrief*, januari.

CRB (2009), *Documentatienota: de geografische arbeidsmobiliteit*, oktober.

Desjardins R. en K. Rubenson (2011), *An analysis of skill mismatch using direct measures of skills*, OECD, Working Papers 63.

ECB (2012), 'Euro area labour markets and the crisis', *Structural Issues Report*, September.

Estevao, M. en E. Tsounta (2011), *Has the Great Recession raised US structural unemployment?*, IMF, Working Paper 105, mei.

FOREM (2012), *Détection des métiers et fonctions critiques en 2011*, Marché de l'emploi-Analyse, juni.

HRW (2006), *Jaarverslag 2006*.

HRW (2008), *Jaarverslag 2008*.

NBB (2002), *Jaarverslag 2001*.

Scarpetta S. et al. (2012), 'Challenges facing European labour markets: Is a skill upgrade the appropriate instrument?', *Intereconomics*, 47, (1), januari/februari.

Sneessens H. (1995), 'Persistance du chômage, répartition des revenus et qualifications', in *Economie et statistique* 287 (1), 17–25.

Synerjob (2010), *Jaarverslag 2010*, Brussel.

Van Haeperen B. (1998), *La courbe de Beveridge, Belgique, 1970-1993*, augustus.

Van Haeperen B. (2001), *Pénuries de main-d'œuvre et autres tensions sur le marché du travail: quelques balises théoriques*, Service des études et de la statistique, Ministère de la Région wallonne, Discussion paper n° 0104, november.

VDAB (2012), *Analyse vacatures 2011: Knelpuntberoepen*, Brussel.

Summaries of articles

What is the role played by the Eurosystem during the financial crisis?

Since the onset of the financial crisis, the Eurosystem has cut interest rates on several occasions and has assumed an increasingly prominent role as a financial intermediary. It stepped up its lending to liquidity-constrained banks and at the same time gave cash-rich banks the opportunity to place their liquidity surpluses with a safe counterparty, the central bank. The Eurosystem acts as an intermediary not only for individual banks, but increasingly for national banking sectors as well, especially as a result of the sovereign debt turmoil and the close link between the financial situation of sovereigns and that of resident banking sectors. As a consequence, the Eurosystem's balance sheet has expanded significantly and there has been dramatic growth in the TARGET2 positions of national central banks.

The Eurosystem's accommodative monetary policy is not without risks, however. The policy entails both financial risks for the central bank and possible negative macro-economic side effects. Nor do these actions offer a solution for all the challenges that the euro area is facing today. In order to tackle these challenges, structural measures and adjustments are needed. However, through its increased role as a financial intermediary the Eurosystem can buy the necessary time for the relevant actors to implement these measures in an orderly way.

JEL codes: E44, E58

Key words: Eurosystem, monetary policy, TARGET2, financial crisis

Belgian business investment in the light of the crisis

Against the backdrop of the worst economic crisis since the Great Depression of the thirties, the article analyses developments in business investment in Belgium.

Firstly, it should be noted that, in 2009, Belgian business investment witnessed the biggest slump since 1980. However, when this sharp fall is considered in relation to GDP, it appears that it was not of an exceptional magnitude, given the sheer scale of the fall in GDP during the recession. Investment in Belgium exhibits a pro-cyclical pattern, following GDP movements, albeit with a larger magnitude. Furthermore, Belgian business investment has done relatively well in an international context. During the recession, Belgian investment saw a smaller cumulative decline than in the neighbouring countries and the euro area as a whole.

The factors that lie behind the biggest decline in investment since 1980 include the huge slump in demand and economic activity during the recession, the sharp decline in the gross operating surplus of Belgian firms in 2009, the rise in external borrowing costs for businesses and the tightening up of credit conditions in the run-up to and throughout the financial crisis. The high degree of uncertainty and unstable expectations as a result of the crisis played a role here, too. The decline in investment nevertheless remained relatively small, especially in an international context and the Belgian economy's resilience to the crisis and the sound financial position of Belgian firms seem to be the main factors behind this.

Finally, given the importance of investment as a factor of innovation and technological progress, which contribute to balanced and sustainable economic growth, the article describes several factors that could become a threat to the gradual recovery of investment and, thus, to the Belgian economy's growth potential in the longer term.

JEL codes: E22, E32

Key words: investments, business fluctuations

[Euro area labour markets and the crisis](#)

The article summarises the main findings of the Eurosystem's 2012 Structural Issues Report (SIR) and highlights some specific aspects for Belgium. It describes the main developments on euro area labour markets since the start of the Great Recession and its impact on mismatches and long-term unemployment. The ensuing policy conclusions refer to detrimental factors like wage rigidities, hysteresis and labour market segmentation and aim at increasing labour market flexibility so as to facilitate the ECB's price-stability-oriented monetary policy.

JEL codes: J08, J21, J23, J24, J30, J64

Key words: Great Recession, labour market, wages, mismatches, labour flows, long-term unemployment

[Labour market mismatches](#)

The reasons for a mismatch between labour supply and demand can be cyclical, frictional or structural, which is typically when the educational level of job-seekers does not correspond to the profiles sought on the labour market or there is a lack of geographic mobility.

By using a macroeconomic-style approach involving the construction of a mismatch index, the size of the skill mismatch can be assessed by comparing the distribution of unemployment (labour supply) and employment (as a proxy for demand) by educational level, based on labour force survey data. The level of the index in Belgium suggests that job-seekers are proportionately not skilled enough to meet employers' needs. The index is highest in Brussels, where most jobs call for highly-skilled workers, while there is a shortage of them amongst Brussels residents. In a European context, Belgium has the highest index in the EU15, but this does not go hand in hand with an above-average unemployment rate. The nature of Belgium's recruitment problems can be discerned more precisely by looking at the distribution of labour supply and demand by profession, and especially through a regional analysis of critical functions, as a diploma is not the only factor determining the probability of getting a job.

Belgium has a relatively large dispersion of local unemployment rates. It is generally assumed that labour mobility helps reduce geographic mismatches on the labour market, because vacant positions

in one area can be filled by people with suitable qualifications who live elsewhere. In Brussels, posts are mostly occupied by people who live in other regions. By contrast, jobs in Flanders and Wallonia are overwhelmingly done by those who live in that region, and relatively few workers commute between the north and south of the country. Workers' characteristics play a role in the likelihood that they will commute, as witnessed by the small proportion of low-skilled workers amongst commuters. Other obstacles include the language barrier, difficulty getting to the workplace, and the costs entailed in exercising a profession. However, the fact that employers have trouble recruiting staff on both sides of the language boundary, where critical functions are similar, and that the mismatch indices for Flanders and Wallonia are alike indicates that the Belgian labour market not only has a mobility problem but also – and even chiefly – encounters qualifications and skills mismatches.

JEL codes: J21, J23, J24, J60, J61

Key words: mismatch, skill mismatch index, vacancies, Beveridge curve, commuting, labour demand, labour supply

Abstracts from the Working Papers series

225. Flemish maritime ports, Liège port complex and the port of Brussels – Report 2010, by C. Mathys, July 2012

The Flemish maritime ports (Antwerp, Ghent, Ostend, Zeebrugge), the Autonomous Port of Liège and the port of Brussels play a major role in their respective regional economies and in the Belgian economy, not only in terms of industrial activity but also as intermodal centers facilitating the commodity flow. Each year, an extensive overview of the economic importance and development of the Flemish maritime ports, the Liège port complex and the port of Brussels is done. The current edition covers the period 2005-2010, with an emphasis on 2010. Focusing on the three major variables of value added, employment and investment, it also provides some information based on the social balance and an overview of the financial situation in these ports as a whole. These observations are linked to a more general context, along with a few cargo statistics.

226. Dissecting the dynamics of the US trade balance in an estimated equilibrium model, by P. Punnoose Jacob and G. Peersman, August 2012

In an estimated two-country Dynamic Stochastic General Equilibrium model, the authors find that shocks to the marginal efficiency of investment account for more than half of the forecast variance of cyclical fluctuations in the US trade balance. Both domestic and foreign marginal efficiency shocks have a substantial impact on the variability of the imbalance. On the other hand, while traditional technology shocks can generate counter-cyclical trade balance dynamics, they matter very little for the overall forecast variance

Conventionele tekens

€	euro
\$	VS-dollar
£	Brits pond
–	het gegeven bestaat niet of heeft geen zin
n.	niet beschikbaar
n.r.	niet representatief
p.m.	pro memorie
r	raming

Lijst van afkortingen

Regio of land

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
EU15	Europese Unie van 15 landen, vóór de uitbreiding in 2004
EU	Europese Unie van 27 landen, na de uitbreiding in 2007
VS	Verenigde Staten

Andere afkortingen

Actiris	Brusselse gewestelijke Dienst voor Arbeidsbemiddeling
ADSEI	Algemene Directie Statistiek en Economische Informatie
ALL	Adult Literacy and Life Skills Survey
Bbp	Bruto binnenlands product
BIS	Bank for International Settlements
CDS	Credit Default Swap

CES	Constant Elasticity of Scale
CRB	Centrale Raad voor het Bedrijfsleven
EAK	Enquête naar de arbeidskrachten
EBA	Europese Bankautoriteit
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
EFFS	Europese faciliteit voor financiële stabiliteit
EFSM	Europees financieel stabilisatiemechanisme
ELA	Emergency Liquidity Assistance
EMS	Europees Monetaire Stelsel
EMU	Economische en Monetaire Unie
ESM	Europees stabiliteitsmechanisme
FOREM	Office communautaire et régional de la formation professionnelle et de l'emploi
HICP	Geharmoniseerde consumptieprijsindex
HRW	Hoge Raad voor de Werkgelegenheid
IAB	Internationaal Arbeidsbureau
IMF	Internationaal Monetair Fonds
INR	Instituut voor Nationale Rekeningen
ISCED	International Standard Classification of Education
ISCO	International Standard Classification of Occupations
NBB	Nationale Bank van België
NCB	Nationale Centrale Bank
MFI	Monetaire Financiële Instelling
NMBS	Nationale Maatschappij der Belgische Spoorwegen
NUTS	Nomenclatuur van territoriale eenheden voor de statistiek
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
OMT	Outright Monetary Transactions
RVA	Rijksdienst voor Arbeidsvoorziening
SIR	Structural Issues Report
SMI	Skill Mismatch Index
SMP	Securities Markets Programme
TARGET	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system
TFP	Totale factorproductiviteit
VDAB	Vlaamse dienst voor arbeidsbemiddeling en beroepsopleiding
WDN	Wage Dynamics Network

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 september 2012