

Economisch Tijdschrift

Juni 2014



© Nationale Bank van België

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

ISSN 1371 - 1229

Inhoud

ECONOMISCHE PROJECTIES VOOR BELGIË – VOORJAAR 2014	7
ZIJN DE OVERHEIDSUITGAVEN DE SLEUTEL VOOR EEN SUCCESVOLLE SANERING?	31
DE NIEUWE NATIONALE CONSUMPTIEPRIJSINDEX	49
ZIJN WERKNEMERS VAN 50 JAAR TE DUUR? DE COMPONENT 'LEEFTIJD' IN DE LOONVORMING	67
HET GEBRUIK VAN BREL OM DE BELGISCHE CONJUNCTUUR TE NOWCASTEN: DE ROL VAN ENQUÊTEGEGEVENS	83
FINANCIËLE INTEGRATIE EN FRAGMENTATIE IN HET EUROGEBIED	109
SUMMARIES OF ARTICLES	139
ABSTRACTS FROM THE WORKING PAPERS SERIES	143
CONVENTIONELE TEKENS	149
LIJST VAN AFKORTINGEN	151

Economische projecties voor België – Voorjaar 2014

Inleiding

Nadat de Belgische economie verschillende kwartalen lang een nul- of negatieve groei had laten optekenen, zette in de lente van vorig jaar een herstel in. Zoals verwacht in de najaarsprognoses, heeft dat herstel geleidelijk aan kracht gewonnen in de tweede jaarhelft, met een kwartaal-op-kwartaal groei van 0,3 %, en in het begin van 2014. Volgens de op dit ogenblik beschikbare statistieken zou de groei van de bedrijvigheid in 2013, ten gevolge van het negatieve overloopeffect, nog beperkt zijn gebleven tot 0,2 %. In het eerste kwartaal van 2014 zou de kwartaalgroei volgens de flash-raming van het INR nog iets verder zijn toegenomen in vergelijking met het tempo dat in de tweede helft van 2013 werd opgetekend.

Ook op wereldvlak had het herstel duidelijk voortgang. Hoewel de groei in het eerste kwartaal van dit jaar naar alle waarschijnlijkheid wat is afgenomen, o.m. ten gevolge van slechte weersomstandigheden in de Verenigde Staten, lijkt de mondiale bedrijvigheid sinds de tweede helft van vorig jaar te versnellen. De ontwikkelingen zijn daarbij wel niet gelijklopend in de verschillende delen van de wereld. De sinds medio 2013 opgetekende en ruim verspreide vertragingen in de opkomende landen worden gecompenseerd door hogere groeicijfers in enkele geavanceerde landen zoals de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, maar ook in het eurogebied. Daar is het herstel overigens evenwichtiger geworden: ook de meeste perifere eurolanden laten nu positieve groeicijfers optekenen. Toch blijven belangrijke risico's voor de wereld-economie bestaan: bovenop de blijvende onzekerheid rond de groeierugval in de opkomende landen zijn nu ook de recente geopolitieke spanningen rond het conflict in Oekraïne gekomen.

Op de financiële markten is de rust teruggekeerd. In het eurogebied zijn de spanningen met betrekking tot de perifere landen sterk afgenomen, zoals blijkt uit de forse daling van de rentetarieven op hun overheidspapier en de terugkeer van bepaalde landen naar marktfinanciering. Nominale rentes zijn ook in België verder gezakt – tot een ongewoon laag peil van minder dan 2 % voor tienjaars overheidsobligaties in mei 2014 – al moet ter zake ook herinnerd worden aan de heel lage inflatie. In de geavanceerde landen zijn de beurskoersen ondanks enkele haperingen, die onder meer te maken hadden met de geleidelijke afbouw van de monetaire stimulus in de Verenigde Staten en de recente geopolitieke spanningen, verder blijven toenemen.

Tegen die achtergrond sluiten de huidige voorjaarsprognoses die in dit artikel worden beschreven, heel dicht aan bij de in december 2013 gepubliceerde najaarsprognoses. De ramingen wijzen nog steeds op een verder aantrekende bedrijvigheid in een omgeving van lage inflatie. Terwijl de huidige statistieken voor de groei in 2013 perfect overeenstemmen met de najaarsprognose, werd de groeiraming voor 2014 licht opwaarts herzien, namelijk met zowat 0,2 procentpunt tot 1,3 %. De gemeenschappelijke technische en externe hypothesen, waarop de ramingen van het Eurosysteem zijn gebaseerd en waarvan de voornaamste worden beschreven in het Kader in de eerste paragraaf van dit artikel, zijn per saldo iets ongunstiger dan in de ramingen van december 2013. De licht neerwaarts bijgestelde groei van de uitvoermarkten en de relatief duurdere euro wegen in dat verband op de uitvoergroei. De beperkte negatieve impact van die nieuwe gemeenschappelijke hypothesen wordt evenwel meer dan gecompenseerd door twee andere elementen. Enerzijds kwam de groei in het eerste kwartaal van 2014 volgens de bovenvermelde flash-raming iets boven de

verwachtingen van de najaarsprognoses uit. Anderzijds werd de groei van de overheidsbestedingen (zowel de consumptie als de investeringen) voor 2014 opwaarts herzien. Dat is ten dele het gevolg van de bestaande begrotingsprocedures waarbij voor heel wat uitgaven-categorieën nominale uitgaven-niveaus worden vastgelegd: een lager dan verwachte inflatie leidt dan automatisch tot een hogere volumegroei.

In de twee volgende jaren zou de bedrijvigheid, op basis van de huidige hypothesen, tegen een gestaag tempo verder blijven groeien en, in grotere mate dan in 2013 en 2014, geschraagd worden door een sterker toenemende binnenlandse vraag. De jaargroei zou daarbij oplopen tot zowat 1,6 % à 1,7 %, een groeitempo dat gelijk is aan het langjarig gemiddelde dat werd opgetekend sinds 2000, maar dat wel hoger ligt dan de meeste inschattingen van de potentiële groei van de Belgische economie. Dat laatste is uiteraard niet ongewoon in een herstelfase.

Ook op de arbeidsmarkt is de opleving zichtbaar. Vorig jaar zouden uiteindelijk nog bijna 10 000 banen verloren zijn gegaan. Dat is iets minder dan in de najaarsprognoses aangezien de kentering op de arbeidsmarkt zich wat sneller dan verwacht, namelijk al vóór het jaareinde, heeft voorgedaan. Volgens de huidige prognoses zouden er dit jaar in nettoterminen evenwel bijna 12 000 jobs worden gecreëerd. Die jobcreatie zou in de volgende jaren verder uitbreiden, tot meer dan 20 000 in 2015 en meer dan 30 000 in 2016. Pas vanaf 2015 zou dat, rekening houdend met de aangroei van de beroepsbevolking, voldoende zijn om de werkloosheidsgraad terug te doen dalen.

De inflatie zou in 2014, net als in het eurogebied als geheel, een ongewoon laag peil bereiken, al is dat in België ten dele toe te schrijven aan de btw-verlaging op het elektriciteitsverbruik van gezinnen vanaf april 2014. Geschoond voor de volatiele componenten, zouden de prijzen wel enigszins sneller toenemen dan in 2013. Volgens de huidige prognoses zou dat onderliggende inflatietempo bovendien geleidelijk verder stijgen tot net geen 2 % tegen eind 2016.

Wat de overheidsfinanciën betreft, zou het begrotingstekort dit jaar ongewijzigd blijven maar vanaf volgend jaar opnieuw licht oplopen. Dat houdt in dat substantiële bijkomende consolidatie-inspanningen vereist zijn om de in het stabiliteitsprogramma vastgelegde doelstellingen te halen. Hierbij moet worden herinnerd aan het feit dat, overeenkomstig de regels voor dergelijke projectieoefeningen van het Eurosysteem, enkel rekening wordt gehouden met de maatregelen die door de overheid voldoende zijn gepreciseerd en reeds formeel zijn goedgekeurd – of die zeer waarschijnlijk goedgekeurd zullen worden – op de datum

dat de oefening wordt afgesloten, namelijk 21 mei voor de huidige prognoses. Bovendien kunnen de ramingen van de begrotingsimpact van bepaalde maatregelen, zoals deze inzake fraudebestrijding, afwijken van de in de begroting opgenomen bedragen. Het grote verschil tussen de huidige ramingen en de doelstellingen houdt tegelijk een belangrijk risico in voor de macro-economische ramingen aangezien het waarschijnlijk is dat de nieuwe federale en regionale regeringen belangrijke bijkomende maatregelen zullen nemen. Zoals wordt aangegeven in het artikel 'Zijn de overheidsuitgaven de sleutel voor een succesvolle sanering?', verderop in dit Economisch Tijdschrift, hangt de macro-economische impact van saneringsmaatregelen evenwel sterk af van het precieze type van maatregel en van bepaalde omstandigheden. Bovendien kunnen deze consolidatie-inspanningen vergezeld gaan van verdere structurele hervormingen. Het is op dit ogenblik dan ook onmogelijk de impact van een beleid gericht op het bereiken van de begrotingsdoelstellingen precies te kwantificeren.

Voor het eerst wordt de in dit artikel beschreven projectieperiode uitgebreid met het jaar t+2, in dit geval 2016. Hiermee sluit de Bank aan bij de nieuwe procedure voor de ramingen, door de ECB en het Eurosysteem, voor het eurogebied. Vanaf dit jaar wordt bij de publicatie van die prognoses immers telkens twee jaar vooruitgekeken. Zo werd in het ECB Maandbericht van maart 2014 voor het eerst een raming voor 2016 gepubliceerd. Het is vanzelfsprekend dat de foutenmarges groter worden voor verder afgelegde jaren, onder meer door de hogere onzekerheid met betrekking tot de internationale omgeving en de technische hypothesen. Bovendien moet worden herinnerd aan het feit dat voor de latere jaren enkel het nu reeds gekende beleid in de ramingen kan worden opgenomen. Dat geldt, zoals hierboven aangegeven, voor het begrotingsbeleid, maar evenzeer voor het monetaire beleid en structurele hervormingen. Afwijkingen van de hier voorgestelde prognoses kunnen dan ook voortkomen uit beleidsveranderingen in de toekomst. In dat verband zij opgemerkt dat in deze prognoses nog geen rekening kon worden gehouden met de impact van de beslissing inzake het monetaire beleid van de ECB die op 5 juni 2014 is genomen.

1. Internationale omgeving en hypothesen

1.1 Wereldeconomie

De vrij algemene vertraging van de bedrijvigheid in de opkomende economieën zorgde in 2013 voor een tragere groei van de wereldeconomie. De geavanceerde landen zijn in de loop van het jaar evenwel een grotere bijdrage gaan leveren onder impuls van de aantrekkende economie in de Verenigde Staten, de krachtiger groei in Japan en het langzaam herstel in het eurogebied. De internationale handel bleef in 2013 gemiddeld beschouwd zwak groeien, maar in de tweede helft van het jaar trok hij aan onder invloed van de opleving in de geavanceerde economieën. De recente indicatoren tonen een gemengd beeld van de internationale omgeving. Zo is de mondiale groei in het laatste kwartaal van 2013 opnieuw vertraagd en in de eerste maanden van 2014 heeft de wereldhandel zich gestabiliseerd. Dit neemt niet weg dat de internationale instellingen verwachten dat, over het geheel genomen, de mondiale groei in 2014 en 2015 geleidelijk zal aantrekken, terwijl de wereldhandel duidelijk zal verstevigen.

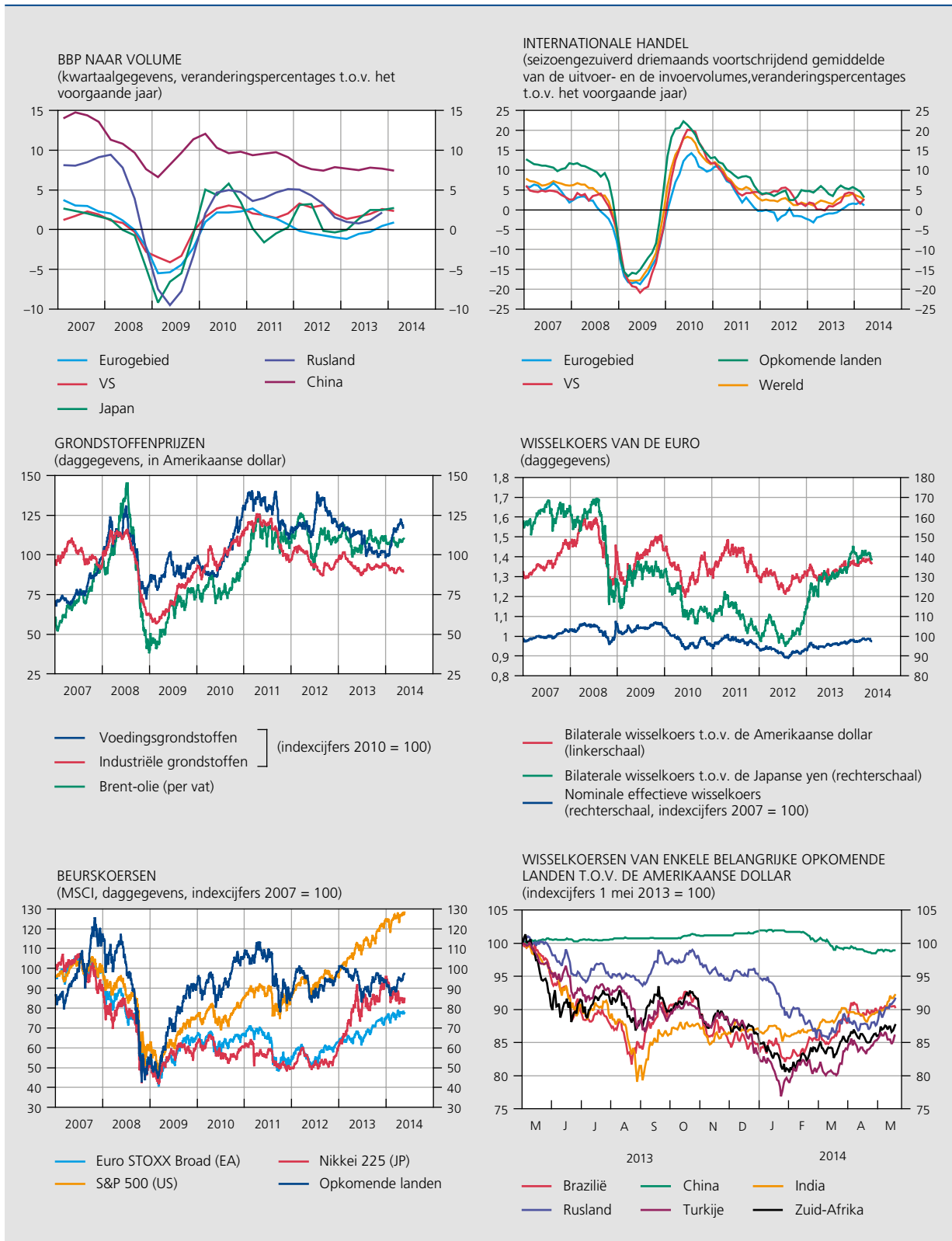
Voor de geavanceerde economieën kunnen tijdelijke factoren, zoals de strenge winter in de Verenigde Staten, een rol hebben gespeeld in het matige activiteitsverloop aan het begin van het jaar. Voor die landen stellen de internationale instellingen immers zowat een verdubbeling van de economische groei over de periode 2014-2015 in het vooruitzicht. In de Verenigde Staten zou de economische bedrijvigheid worden ondersteund door een minder krap en – dankzij de recente politieke akkoorden over de begroting en het schuldenplafond – minder onzeker begrotingsbeleid, alsook door de nog steeds gunstige financieringsvoorwaarden, de verbeterende arbeidsmarkt en de stijgende vastgoedprijzen en beurskoersen. In Japan zou de aan overheidsmaatregelen te danken expansie geleidelijk afnemen vanwege, met name, de noodzaak tot begrotingsconsolidatie. Na de jarenlange deflatie zijn de consumptieprijzen in Japan in 2013 licht gestegen dankzij de overheidsstimuli en de scherpe depreciatie van de yen. Voor 2014 wordt zelfs een aanzienlijke toename van de inflatie in het vooruitzicht gesteld, weliswaar voor een deel als gevolg van de verhoging van de consumptietaks; in 2015 zouden de prijzen vervolgens opnieuw gematigder stijgen.

Volgens de recentste prognoses van de EC zou de opleving in het eurogebied in 2014 en 2015 verder verstevigen. Daarbij zou het herstel in de lidstaten minder ongelijk worden. De vooruitzichten verbeteren namelijk ook voor de meest kwetsbare landen: enkel Cyprus zou

in 2014 zijn economische bedrijvigheid nog zien krimpen. De groei zou breder gedragen worden doordat ook de binnenlandse vraag zou aantrekken. De situatie op de arbeidsmarkt is immers aan de beterschap en de macro-economische aanpassingen en de schuldafbouw zouden die vraag geleidelijk minder afremmen. De binnenlandse vraag zou ook worden ondersteund door het minder krappe begrotingsbeleid en door de gunstige voorwaarden op de financiële markten, hoewel de kredietverlening door de banken zwak blijft. Daarbij is de fragmentatie tussen de lidstaten op het gebied van de bankvoorwaarden inzake kredietopneming groot gebleven. In het licht van de geleidelijk aantrekkende wereldeconomie zou de uitvoergroei in het eurogebied als geheel verstevigen. Ook de invoer zou evenwel sneller toenemen als gevolg van de aantrekkende binnenlandse vraag. Derhalve zou de netto-uitvoer, die tijdens de afgelopen jaren een aanzienlijke bijdrage tot de opleving heeft geleverd, gaandeweg minder aan de groei bijdragen.

In de opkomende economieën tekende zich daarentegen reeds in 2012 een groeivertraging af, onder meer in enkele grote landen zoals China, wat op de andere economieën negatieve effecten sorteerde. Medio 2013 kwamen daar nog strengere financieringsvoorwaarden bij, nadat de Amerikaanse centrale bank haar voornemen had bekendgemaakt om haar aankopen van effecten bij te sturen. Dat bracht op de financiële markten van enkele belangrijke opkomende landen grote onrust teweeg, die eind 2013 en begin 2014 opnieuw opflakkerde. De situatie in de diverse opkomende economieën is zeer verschillend en sommige van deze landen hebben zwakke fundamentals, maar de internationale instellingen gaan ervan uit dat de groei in al deze landen samen zich in 2014 al met al zal stabiliseren. In China zou de groei, die stilaan minder exportgericht wordt en meer op binnenlandse bronnen wordt gebaseerd, geleidelijk vaart minderen. In Rusland was de bedrijvigheid reeds in 2013 aanzienlijk trager gegroeid als gevolg van, met name, de scherpe vertraging van de private investeringen. Volgens voorlopige indicatoren is de groei in het eerste kwartaal van 2014 verder verzwakt, wat ongetwijfeld verband houdt met de spanningen rond het conflict in Oekraïne. Daarenboven is de onzekerheid over de Russische vooruitzichten sterk vergroot.

Sedert de laatste maanden van 2013 is de algemene daling van de grondstoffenprijzen, die reeds meer dan twee jaar aanhield en deels het gevolg was van de groeivertraging in de opkomende landen, tot stilstand gekomen. De noteringen van ruwe aardolie van het Brent-type schommelden van oktober tot mei rond \$ 109 per vat en ook de prijzen van de industriële grondstoffen vertoonden in die periode geen duidelijke trend. De voedingsgrondstoffen zijn sedert begin 2014 zelfs scherp gestegen, als



Bronnen: ECB, OESO, CPB, Thomson Reuters Datastream.

TABEL 1 PROJECTIES VOOR DE VOORNAAMSTE ECONOMISCHE ZONES

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

	2013	2014	2015
	Realisaties	Projecties	
Bbp naar volume			
Wereld	2,9	3,5	3,8
waarvan:			
Geavanceerde landen ...	1,2	2,2	2,5
Verenigde Staten	1,9	2,8	3,2
Japan	1,5	1,5	1,3
Europese Unie	0,1	1,6	2,0
Opkomende landen	4,6	4,7	5,1
China	7,7	7,2	7,0
India	3,9	4,7	5,4
Rusland	1,3	1,0	2,0
Brazilië	2,3	2,6	2,9
<i>p.m. Wereldinvoer</i>	2,2	4,4	5,7
Inflatie⁽¹⁾			
Verenigde Staten	1,5	1,7	1,9
Japan	0,4	2,5	1,6
Europese Unie	1,5	1,0	1,5
China	2,6	2,4	2,4
Werkloosheidsgraad⁽²⁾			
Verenigde Staten	7,4	6,4	5,9
Japan	4,0	3,8	3,8
Europese Unie	10,8	10,5	10,1

Bron: EC.

(1) Consumptieprijsindex.

(2) In % van de beroepsbevolking.

gevolg van de slechte weersomstandigheden in sommige landen die voedingsgrondstoffen produceren en vanwege de onrust over de situatie in Oekraïne, een belangrijk graanexporteur. Tegen deze achtergrond en ook gelet op het overschot aan productiecapaciteit is het prijsverloop in de geavanceerde economieën matig gebeven. In het eurogebied werd daar ook toe bijgedragen door de appreciatie van de euro.

In januari 2014 verloor de euro terrein, maar in het licht van een positief beleggerssentiment, is de euro vervolgens verder in waarde gestegen, een tendens die reeds medio 2012 had ingezet. In mei zakte de euro echter opnieuw, zowel bilateraal tegenover de Japanse yen en de Amerikaanse dollar als in nominaal-effectieve termen. Al met al lag de gewogen gemiddelde wisselkoers van de euro medio mei op een enigszins lager peil dan eind december. De depreciatie tegenover de yen houdt verband met de kentering die zich sedert begin 2014 lijkt voor te doen in de sinds medio 2012 opgetekende zeer sterke algemene waardevermindering van de Japanse valuta.

De mogelijke impact, op de internationale financiële markten en met name op die van de opkomende economieën, van het geleidelijk terugschroeven van de monetaire stimulus in de Verenigde Staten, alsook de onzekerheid over de Chinese economie houden voor de komende jaren risico's in voor de wereldeconomie. Als gevolg van de gebeurtenissen in Oekraïne is bovendien ook het geopolitieke risico vergroot, wat mogelijk gevolgen zal hebben voor de groei, vooral in Centraal- en Oost-Europa.

Kader 1 – Hypothesen voor de projecties

De in dit artikel voorgestelde macro-economische vooruitzichten voor België maken deel uit van de gezamenlijke projecties van het Eurosysteem voor het eurogebied. Deze voorspellingsoefening is gebaseerd op enkele technische hypothesen en vooruitzichten met betrekking tot de internationale omgeving, die gezamenlijk worden vastgelegd door de deelnemende instellingen, namelijk de ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied.

Bij de bepaling van de toekomstige wisselkoersen wordt ervan uitgegaan dat deze voor de volledige projectieperiode constant zullen blijven op het peil dat gemiddeld werd opgetekend tijdens de laatste tien werkdagen vóór de vastlegging van de hypothesen op 15 mei 2014. Wat de Amerikaanse dollar betreft, gold toen een wisselkoers van

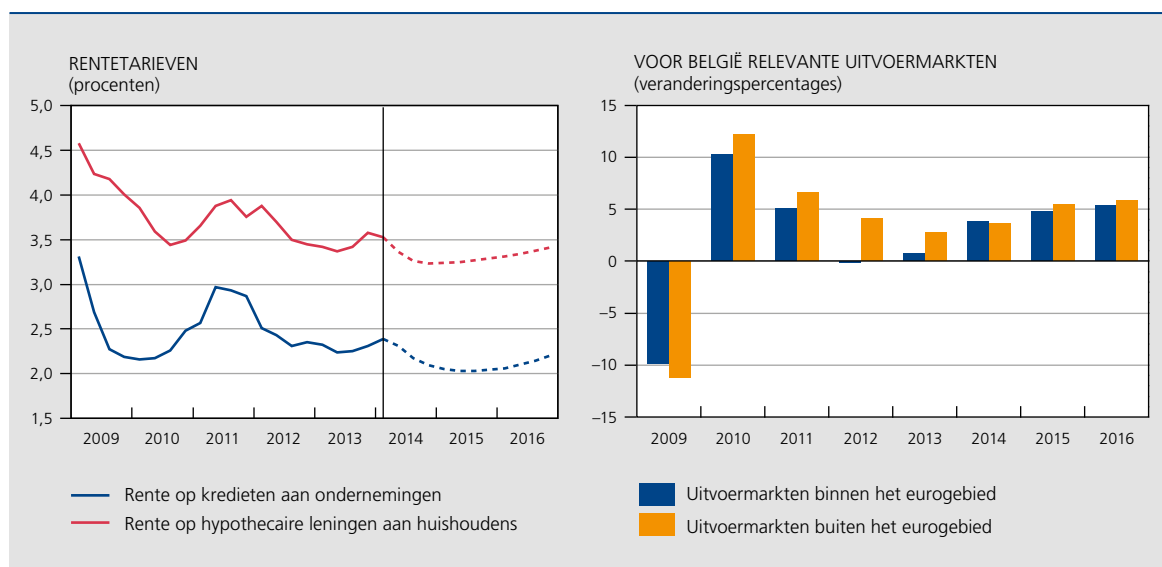
\$ 1,38 voor 1 euro. Dit houdt een duidelijke appreciatie van de euro in ten opzichte van het gemiddelde niveau van \$ 1,33 in 2013.

Wat de prijzen van minerale oliën betreft, wordt zoals gewoonlijk rekening gehouden met de marktverwachtingen die blijken uit de termijncontracten op de internationale markten. Medio mei 2014 gaf die indicator aan dat de prijs van een vat Brent-olie over de projectiehorizon geleidelijk zou dalen van gemiddeld \$ 108 in het eerste kwartaal van 2014 tot \$ 97 in het laatste kwartaal van 2016.

Ook de hypothesen met betrekking tot de rentetarieven berusten op marktvooruitzichten van midden mei 2014. De rente op driemaands interbancaire deposito's bevond zich in het eerste kwartaal van 2014 nog steeds op een uitzonderlijk laag peil van 30 basispunten. Voor eind 2015 wordt een soortgelijk niveau verwacht, waarna de rente zou stijgen tot 54 basispunten tegen het einde van 2016. Het peil van de Belgische lange rente zou geleidelijk aantrekken, van 2 % in het tweede kwartaal van dit jaar tot gemiddeld 2,8 % in 2016. Vooral de langetermijnrente werd, in vergelijking met de hypothesen voor de recentste najaarsramingen, voor 2014 en 2015 vrij sterk neerwaarts aangepast.

RENTETARIEVEN EN VOLUMEGROEI UITVOERMARKTEN

((procenten)



Bron: Eurosysteem.

In het verwachte verloop van de rentes die banken toepassen op investeringskredieten van ondernemingen en op hypothecaire kredieten van particulieren, wordt rekening gehouden met de transmissie die doorgaans wordt vastgesteld ten opzichte van de markrentes. Voor deze door banken vastgelegde retailrentes zijn de herzieningen sinds december algemeen beschouwd kleiner. In het eerste kwartaal van 2014 beliep de gemiddelde hypothecaire rente ongeveer 3,5 %, wat sterk gelijkaardig is aan de rente van een jaar eerder. Dit rentepeil zou in de loop van 2014 dalen met 30 basispunten, alvorens in 2015 en 2016 opnieuw aan te trekken. In vergelijking met de hypothesen van december 2013, vindt er enkel voor 2015 een lichte neerwaartse herziening plaats. De gemiddelde rente op kredieten aan ondernemingen, die dichter aansluit bij het kortetermijnsegment, laat ongeveer hetzelfde patroon zien: een verdere daling in 2014 tot een peil van iets meer dan 2 % in het laatste kwartaal, dat min of meer gehandhaafd blijft gedurende heel 2015 alvorens opnieuw licht te stijgen in de loop van 2016.



Sinds de najaarsprognoses van december 2013 werd de mondiale economische groei enigszins neerwaarts herzien. Deze neerwaartse bijstelling is nochtans geen globaal fenomeen want de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk zouden het zelfs beter doen dan toen werd verwacht. De voornaamste neerwaartse herziening vond plaats voor Rusland en zijn buurlanden, onder meer ten gevolge van de geopolitieke spanningen met betrekking tot het conflict in Oekraïne.

Gelet op de licht neerwaartse herziening van de wereldgroei, ongerekend het eurogebied, alsook op de veronderstelde lagere elasticiteit van de handel ten opzichte van het bbp, is het verloop van de voor België relevante buitenlandse afzetmarkten op jaarbasis enigszins neerwaarts bijgesteld in 2014 en 2015. Het algemene verloop van de buitenlandse afzetmarkten over de projectiehorizon toont weliswaar nog steeds een duidelijk positieve trend, met een groei van 3,7% in 2014 die verwacht wordt aan te trekken tot 5,5% in 2016. De Belgische afzetmarkten groeien in 2014 vooral onder impuls van de uitvoermarkten binnen het eurogebied, die sneller opleven dan aanvankelijk verwacht, ten gevolge van het economische herstel van de eurolanden. De groei van onze uitvoermarkten buiten het eurogebied is dan weer neerwaarts herzien ten opzichte van de uitgangspunten voor de ramingen van december 2013, en dit voor de volledige projectiehorizon. Niettemin geldt vanaf 2015 dat de uitvoermarkten buiten het eurogebied opnieuw sneller zullen groeien dan deze binnen het eurogebied.

Het verloop van de Belgische uitvoer wordt niet alleen bepaald door de groei van deze afzetmarkten, maar ook door het verloop van de marktaandelen en, derhalve, door het Belgisch concurrentievermogen. Wat de kostenaspecten van dit concurrentievermogen betreft, is het verloop van de door concurrenten op de uitvoermarkten gehanteerde prijzen van belang. Dat prijsverloop is sinds het laatste kwartaal van 2012 neerwaarts gericht: in 2014 zouden de prijzen van de concurrenten op de uitvoermarkten met 1,5% afnemen, nadat ze ook in 2013 al met gemiddeld 1,7% waren gedaald. Voor zowel 2015 als 2016 wordt uitgegaan van een opwaarts prijsverloop van meer dan 1%. Vooral voor 2014 betekent dit een scherp neerwaartse herziening (met 1,9 procentpunt) in vergelijking met de najaarsprognoses, wat onder meer te maken heeft met de opwaardering van de euro, gemeten aan de hand van de reële effectieve wisselkoers.

HYPOTHESEN BIJ DE PROJECTIES VAN HET EUROSISTEEM

(in %, tenzij anders vermeld)

	2014	2015	2016
	(jaargemiddelden)		
Wisselkoers van de euro t.o.v. de Amerikaanse dollar	1,38	1,38	1,38
Aardolieprijs (Amerikaanse dollar per vat)	107,16	102,24	98,22
Driemaands interbancaire rente in euro	0,26	0,25	0,43
Rente op tienjaars obligaties van de Belgische Staat	2,14	2,37	2,75
Rente op kredieten aan ondernemingen	2,24	2,04	2,13
Rente op hypothecaire leningen aan huishoudens	3,34	3,26	3,36
	(veranderingspercentages)		
Voor België relevante uitvoermarkten	3,7	5,1	5,5
Prijzen van de concurrenten bij de uitvoer	-1,5	1,1	1,4

Bron: Eurosysteem.



1.2 De ramingen voor het eurogebied

Volgens de voorjaarsprognoses van het Eurosysteem zou het herstel in het eurogebied, dat in de lente van 2013 is ingezet, verder aan kracht winnen. In 2014 zou de economie van het eurogebied met 1% groeien, maar die groei zou nog verder aantrekken in de twee volgende jaren. De groei bijdrage van de netto-uitvoer zou daarbij kleiner worden en plaats maken voor een aantrekkende binnenlandse vraag, die in de projectieperiode veruit de belangrijkste groeimotor wordt. Die toename van de binnenlandse vraag wordt o.m. ondersteund door de afnemende onzekerheid, het accommoderende monetaire beleid en de geleidelijke groei van de inkomens in een omgeving van lage inflatie. De noodzaak tot verdere schuldafbouw in tal van landen, zowel voor de overheid als in de private sector, blijft evenwel op de groeivoorzichten wegen.

Ook de inflatie, die in het voorjaar van 2014 een ongevoelbaar laag peil heeft bereikt, zou ten gevolge van de stijgende vraag geleidelijk toenemen, tot zowat 1,5% in het laatste kwartaal van 2016. De onderliggende inflatie, dat is de inflatie zonder rekening te houden met het volatiele prijsverloop van energiedragers en levensmiddelen, zou geleidelijk oplopen tot zowat 1,5% gemiddeld in 2016.

Hoewel de toegenomen productie in eerste instantie ook in bepaalde mate zou worden geschaagd door een

verbetering van de productiviteit en het aantal gewerkte uren per persoon, zou de werkgelegenheid al vanaf 2014 duidelijk opwaarts gericht zijn. De werkloosheidsgraad die in 2013 nog 12% beliep, zou in 2016 derhalve zowat 1 procentpunt lager liggen.

Het gemiddelde begrotingstekort van het eurogebied zou op drie jaar tijd met meer dan 1% bbp verkleinen, tot nog 1,9% bbp in 2016. Die verbetering is evenwel vooral toe te schrijven aan de aantrekkende conjunctuur, het verdwijnen van enkele tekortverhogende niet-recurrente factoren en de afname van de rentelasten. Het begrotingsbeleid zou over de beschouwde periode vrijwel neutraal zijn, aangezien verdere consolidatie-inspanningen in sommige landen grotendeels zouden worden gecompenseerd door een versoepeling van het begrotingsbeleid in andere landen.

2. Bedrijvigheid en vraag

Zoals in de najaarsprognoses van de Bank reeds werd voorzien, is het economisch herstel dat in de lente van 2013 inzette, in de tweede jaarhelft verder verstevigd tot een groeitempo van 0,3% per kwartaal. Uit de eind april 2014 beschikbaar geworden eerste volledige statistische gegevens voor het hele jaar blijkt overigens dat dat herstel breed wordt gedragen. Vanaf de tweede jaarhelft is de kwartaal-op-kwartaal groei van de toegevoegde waarde

TABEL 2 PROJECTIES VAN HET EUROSISTEEM VOOR HET EUROGEBIED
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

	2014 r	2015 r	2016 r
Bbp naar volume	1,0	1,7	1,8
Finale consumptieve bestedingen van huishoudens en izw/s	0,7	1,5	1,6
Finale consumptieve bestedingen van de overheid	0,4	0,4	0,4
Brutovorming van vast kapitaal	1,7	3,1	3,5
Uitvoer van goederen en diensten	3,6	4,8	5,3
Invoer van goederen en diensten	3,6	4,8	5,5
Inflatie (HICP)	0,7	1,1	1,4
Onderliggende inflatie ⁽¹⁾	1,0	1,2	1,5
Werkgelegenheid	0,3	0,5	0,7
Werkloosheidsgraad ⁽²⁾	11,8	11,5	11,0
Financieringsbehoefte (-) of -vermogen van de overheid ⁽³⁾	-2,5	-2,3	-1,9

Bron: ECB.

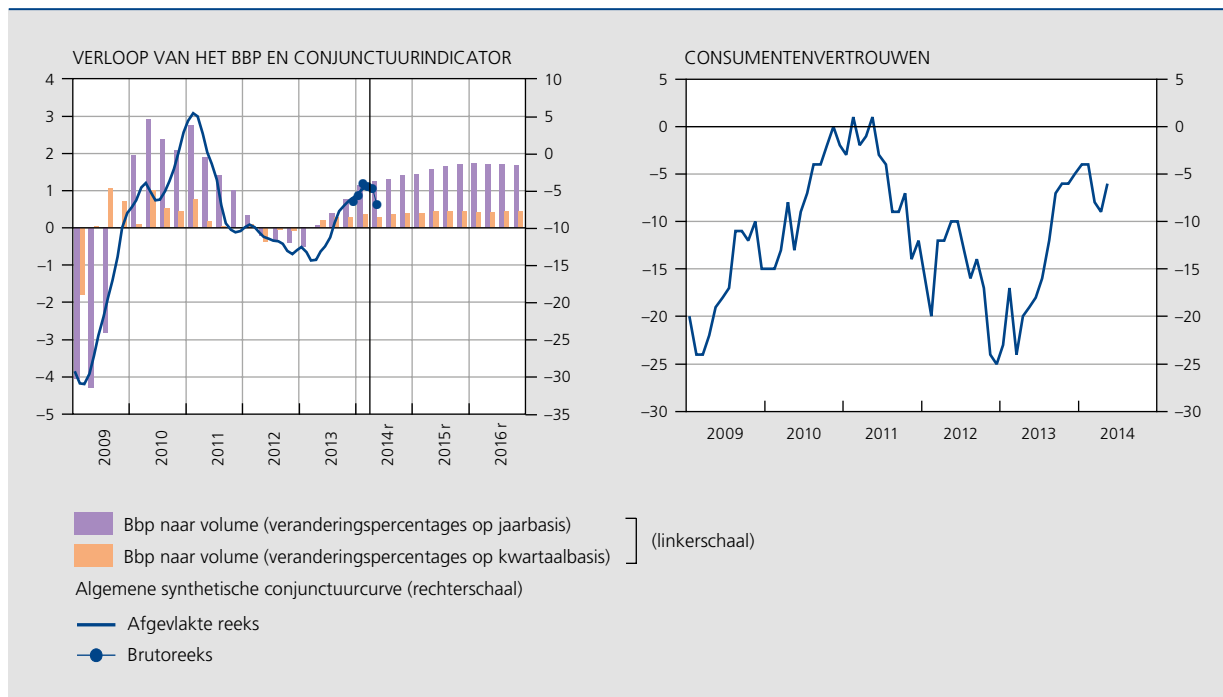
(1) Gemeten aan de hand van de HICP ongerekend voedingsmiddelen en energiedragers.

(2) In % van de beroepsbevolking.

(3) In % bbp.

GRAFIEK 2 BBP EN VERTROUWENSINDICATOREN

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



Bronnen: INR, NBB.

in zowat alle belangrijke bedrijfstakken duidelijk positief geworden. Dat geldt eveneens voor de groei bijdrage van alle bestedingscomponenten, met uitzondering van de voorraadwijziging, die nog een negatieve impact heeft gehad op het bbp naar volume in het derde en het vierde kwartaal van vorig jaar. Daarbij is de particuliere consumptie, na de sterke opleving in de eerste helft van het jaar, wel enigszins teruggevallen tot een lager groeipeil. Daartegenover staat dat de investeringen in woongebouwen iets vroeger dan in de najaarsramingen werd verwacht, opnieuw hebben aangeknoopt met een positieve groei.

Dit verloop spoort met de ontwikkelingen in de rest van het eurogebied. Ook in de andere Europese landen, waaronder heel wat van de zogenoemde perifere landen, heeft het economisch herstel voortgang. Dat herstel is evenwel nog broos en de kwartaalgroei cijfers blijven, met amper 0,1% à 0,2% voor het eurogebied als geheel, wel nog heel matig. In het eerste kwartaal van dit jaar liet het eurogebied, volgens de eerste flashramingen van Eurostat, opnieuw een groei van 0,2% optekenen. Hierbij zij wel opgemerkt dat de groei cijfers voor de individuele landen heel sterk uiteenlopen, met een forse toename in Duitsland en een bevestiging van het herstel in Spanje, een tegenvallende groei van ongeveer nul in Frankrijk en

Italië en een zware terugval in Nederland en Portugal. De grote dispersie zou in belangrijke mate te maken hebben met specifieke factoren: zo heeft de uiterst zachte winter de Duitse bouwnijverheid gestimuleerd, terwijl hij in Nederland en Frankrijk veeleer op de productie en het verbruik van energie en, dus, op de groei heeft gewogen. Niettegenstaande de volatiliteit van de kwartaalgroei cijfers zou de onderliggende tendens volgens de eerste analyses op een verder herstel van de Europese economie blijven wijzen.

Het conjunctuurherstel in de loop van 2013 kwam er tegen een achtergrond van een sterk verbeterd producenten- en consumentenvertrouwen. Volgens de enquêtes van de Bank zijn beide vertrouwensindicatoren in België sinds de lente van 2013 toegenomen. Begin dit jaar lagen beide vertrouwensindicatoren duidelijk boven hun langjarig gemiddelde. Sindsdien is het vertrouwensherstel op zijn minst wat afgebrokkeld. Zo is het producentenvertrouwen in de afgelopen maanden nog nauwelijks verbeterd en in mei verslechterd, terwijl het consumentenvertrouwen sinds februari is verzwakt, waarna het pas in mei terug is gestegen tot het eind vorig jaar bereikte peil.

In België zou de groei van de bedrijvigheid ook in het eerste kwartaal van 2014 iets hoger hebben gelegen dan in

het eurogebied. De huidige prognoses van de Bank gaan er van uit dat het conjunctuurherstel verder zal doorzetten en wijzen voor het tweede kwartaal opnieuw op een duidelijk positieve groei. Dit wordt gestaafd door met name de op de afsluitingsdatum beschikbare ramingen van de binnen de Bank gebruikte kortetermijn- of now-casting-modellen, onder meer het BREL-model dat in een ander artikel in dit Economisch Tijdschrift wordt beschreven. De bedrijvigheid zou dan volgens de huidige prognoses in de volgende kwartalen met gemiddeld zowat 0,4 % toenemen. Al met al zou de jaar-op-jaar groei in 2014 nog beperkt blijven tot 1,3 % maar in de twee volgende jaren oplopen tot 1,6 % à 1,7 %, waarbij nogmaals moet worden gewezen op de heel grote onzekerheidsmarge die inherent is aan ramingen voor verder afgelegen jaren. Zoals gebruikelijk is naarmate het herstel vordert, zal de economische groei geleidelijk meer door de binnenlandse bestedingen worden geschraagd en minder door de bijdrage van de netto-uitvoer die de groei in 2013 nog sterk heeft ondersteund. De voorraadwijziging weegt nog op de jaargroei van 2014 maar dat is enkel het gevolg van een sterk overloopeffect ten gevolge van het dalende verloop in 2013. Hoewel het geenszins uit te sluiten valt dat de ondernemingen in de nabije toekomst hun voorraden trager zullen afbouwen of sneller zullen opbouwen, is voor alle kwartalen in de projectieperiode uitgegaan van de technische hypothese dat de voorraadwijziging groei-neutraal zou zijn, ook al vanwege de grote statistische onzekerheid rond dit concept.

De bijdrage van de netto-uitvoer aan de groei zou dit jaar nog positief zijn maar in zowel 2015 als 2016 zou de invoer iets sneller toenemen dan de uitvoer, waarbij die bijdrage licht negatief zou worden. In de prognoses blijft de groei van de export enigszins onder die van de uitvoermarkten aangezien er wordt van uitgegaan dat België marktaandeelen zal verliezen. Het jaarlijkse verloop van deze marktaandeelen is vrij volatiel en Belgische uitvoerders hebben, volgens de nationale rekeningen en de bestaande statistieken over de groei van de invoervraag bij de handelspartners, in de recentste periode, van 2011 tot 2013, hun marktaandeelen in reële termen zien toenemen. Over een wat langere periode beschouwd, verliest de Belgische economie evenwel trendmatig marktaandeelen; dat verlies is in hoge mate toe te schrijven aan verschillen in concurrentiekracht die zowel op kosten- als op niet-kostenfactoren kunnen worden teruggevoerd. Volgens de prognoses zou dat verlies wel onder het langetermijngemiddelde blijven en kleiner worden naar het einde van de projectieperiode. Vooral door de maatregelen die een beperking van de loongroei beogen en die de aanzet geven tot een verkleining van de concurrentiekloof met de buurlanden, maar ook door de duidelijke toename van de loongroei in bijvoorbeeld Duitsland, zouden de arbeidskosten in België immers minder snel stijgen dan in het eurogebied als geheel. Hoewel het effect daarvan op het prijsverloop op de binnenlandse markt, zoals in paragraaf 4 wordt aangegeven, nog enigszins wordt getemperd door stijgende marges bij de ondernemingen,

TABEL 3 BBP EN VOORNAAMSTE BESTEDINGSCATEGORIEËN

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

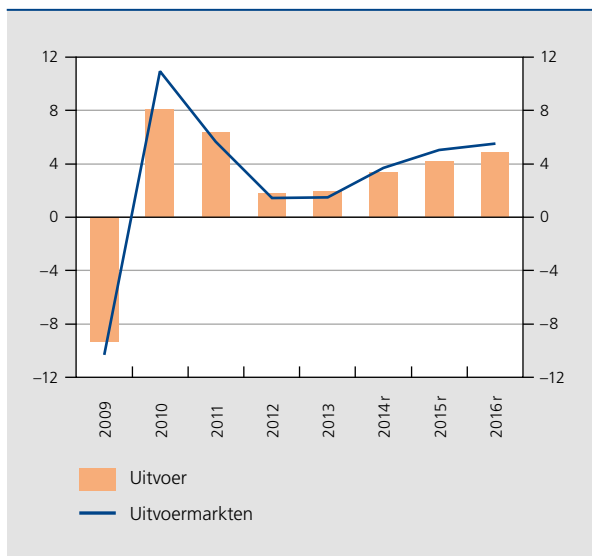
	2011	2012	2013	2014 r	2015 r	2016 r
Consumptieve bestedingen van de huishoudens en de izw's . . .	0,2	-0,3	0,8	1,1	1,3	1,6
Consumptieve bestedingen van de overheid	0,4	1,7	0,6	1,5	1,7	1,5
Bruto-investeringen in vaste activa	4,0	-2,0	-1,4	2,0	2,7	2,9
van de overheid	5,4	2,5	-5,0	-0,6	3,9	1,2
in woningen	-3,2	-3,2	-2,5	0,9	1,3	1,7
van de ondernemingen	7,3	-2,1	-0,5	2,9	3,2	3,6
<i>p.m. Binnenlandse bestedingen, ongerekend voorraadwijziging . .</i>	<i>1,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,3</i>	<i>1,4</i>	<i>1,7</i>	<i>1,8</i>
Voorraadwijziging ⁽¹⁾	1,0	-0,5	-0,6	-0,3	0,0	0,0
Netto-uitvoer van goederen en diensten ⁽¹⁾	-0,3	0,5	0,5	0,3	-0,1	-0,1
Uitvoer van goederen en diensten	6,4	1,8	1,9	3,3	4,2	4,9
Invoer van goederen en diensten	6,9	1,3	1,4	3,1	4,3	5,1
Bruto binnenlands product	1,8	-0,1	0,2	1,3	1,6	1,7

Bronnen: INR, NBB.

(1) Bijdrage aan de verandering van het bbp t.o.v. het voorgaande jaar, in procentpunt.

GRAFIEK 3 UITVOERMARKTEN EN UITVOER VAN GOEDEREN EN DIENSTEN

(voor seizoen- en kalenderinvloeden gezuiverde volumegegevens, veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bronnen: INR, NBB.

leidt dit toch tot een tragere groei van de uitvoerprijzen in vergelijking met de buitenlandse concurrenten. Dit ondersteunt de uitvoergroei, ook al zullen de effecten daarvan wellicht pas ten volle op langere termijn tot uiting komen.

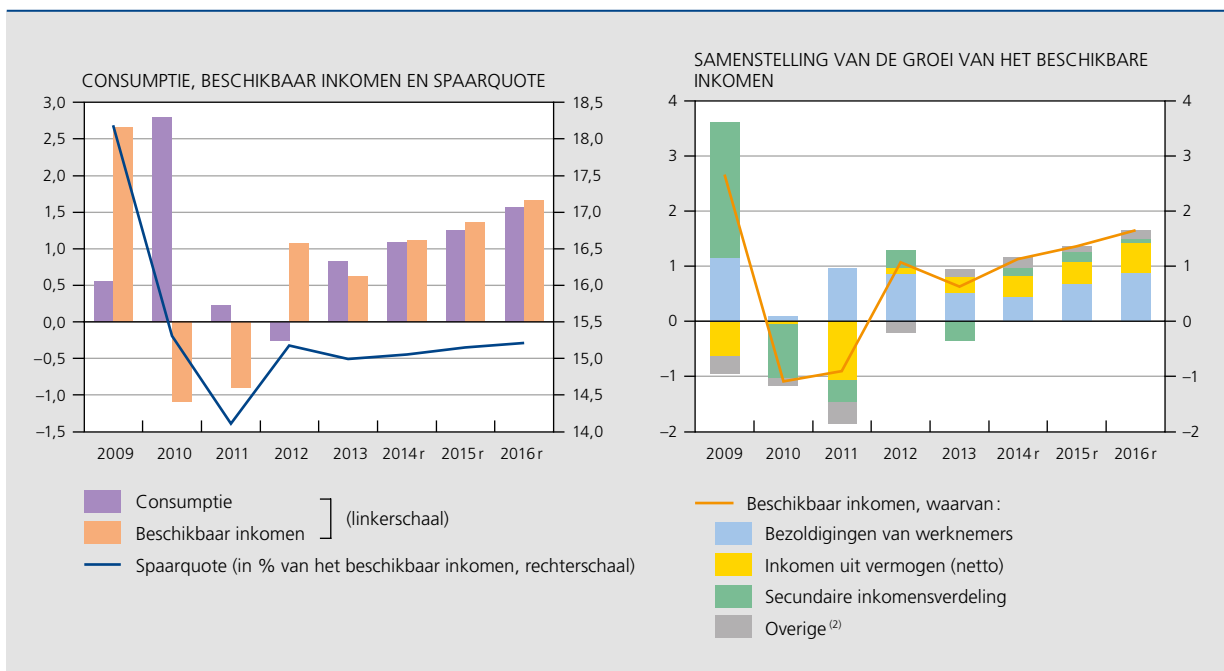
Al met al zou de volumegroei van de uitvoer dan ook geleidelijk oplopen tot iets minder dan 5% in 2016. Net als de uitvoer zelf, zou de stijgende binnenlandse vraag evenwel ten dele buitenlandse productie betreffen, waardoor de invoergroei uiteindelijk nog iets meer aantrekt dan de uitvoergroei.

Terwijl in de najaarsprognoses nog was uitgegaan van een reële nulgroei voor 2013, is de binnenlandse vraag (ongerekend de voorraadwijziging) uiteindelijk zelfs iets sneller opgeveerd dan verwacht en beliep de volumegroei vorig jaar al 0,3%. In de projectieperiode zou die groei verder toenemen tot bijna 1,5% dit jaar en nog iets meer in de twee volgende jaren.

Net als in 2013 is de particuliere consumptie daarbij opnieuw de belangrijkste groeimotor. Niettegenstaande de nog relatief ongunstige conjunctuur en de beperkte groei van hun koopkracht, zijn de gezinnen hun consumptie vanaf het begin van 2013 beginnen opdrijven. Daardoor

GRAFIEK 4 CONSUMPTIE, BESCHIKBAAR INKOMEN⁽¹⁾ EN SPAARQUOTE VAN DE PARTICULIEREN

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



Bron: NBB.

(1) Gegevens gedeïflecteerd aan de hand van de deflator van de consumptieve bestedingen van de particulieren.

(2) Bruto-exploitatieoverschot en bruto gemengd inkomen (van zelfstandigen).

kwam een einde aan een ongewoon lange periode waarin de particuliere consumptie naar volume is afgenomen. De opmerkelijke verbetering van het consumentenvertrouwen in de loop van 2013 en dan vooral de afnemende onzekerheid betreffende de werkgelegenheidsvooruitzichten speelden hierbij duidelijk een bepalende rol.

Ondanks de terugval van dat vertrouwen aan het einde van het eerste kwartaal van 2014 zou de particuliere consumptie in de ramingsperiode verder aantrekken. Hoewel de nominale inkomensgroei beperkt wordt door de door de overheid opgelegde loonmatiging en de, in eerste instantie, nog trage verbetering van de arbeidsmarkt, alsook de uitholling van de vermogensinkomens door het heel lage rentepeil, wordt de koopkracht opgedreven door de lage inflatie. In reële termen zou de groei van het beschikbare gezinsinkomen dan ook toenemen van 0,6% tot zowat 1% in 2014 en, naarmate de werkgelegenheidscreatie verder aandikt en ook de inkomens uit vermogen iets meer zouden groeien, tot 1,5% of meer in 2015 en 2016.

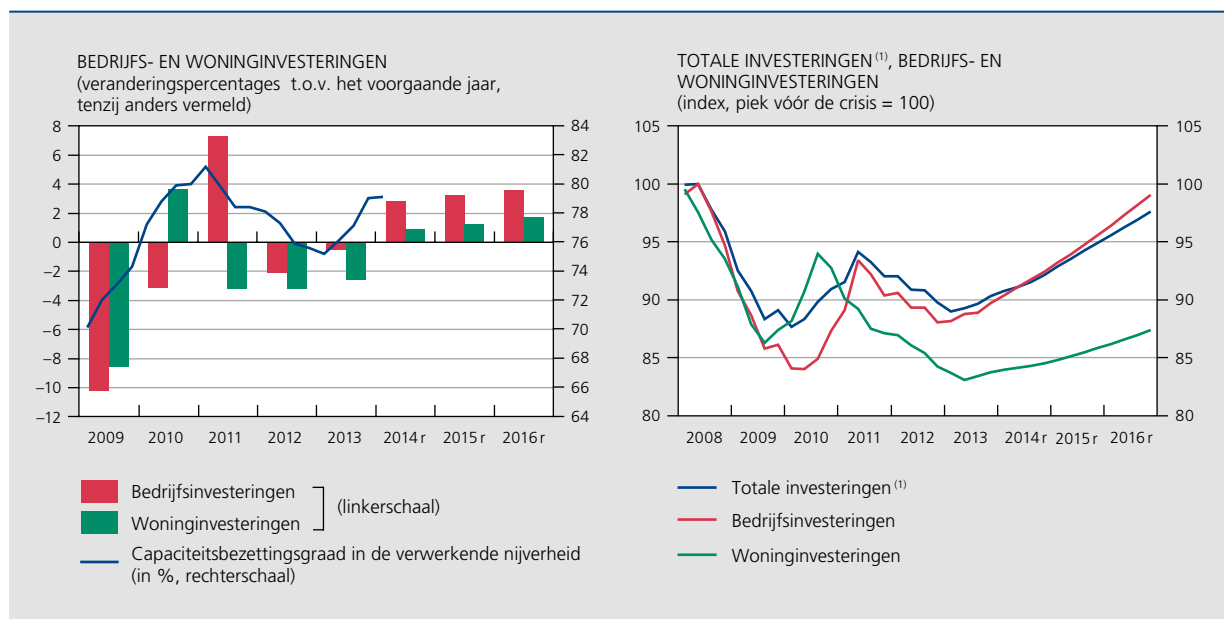
Dit inkomensverloop zou grotendeels weerspiegeld worden in de particuliere consumptie. Volgens de prognoses zou de spaarquote immers slechts in heel beperkte mate stijgen. Enerzijds zou het aandeel van de inkomens uit vermogen, die relatief meer worden gespaard, naar het einde van de beschouwde periode licht toenemen en

zouden heel wat gezinnen die de jongste jaren te kampen hadden met liquiditeitsbeperkingen, van het economisch herstel gebruik maken om hun spaarreserves enigszins aan te vullen. Daartegenover staat evenwel dat de afgenomen onzekerheid het voorzorgssparen wellicht verder zal doen verminderen en dat de return op sparen uiteraard historisch laag blijft. Vooral dat laatste element verklaart waarom de verwachte stijging van de spaarquote van de gezinnen, al met al, heel beperkt blijft en dat de spaarquote eind 2016 nog steeds ver onder het langjarig gemiddelde zou liggen.

Het herstel van het consumentenvertrouwen ging vorig jaar ook gepaard met een nog heel beperkte opleving van de investeringen in woningbouw. Na een val van bijna drie jaar hebben die investeringen in de tweede helft van 2013 een positieve volumegroei laten optekenen. De prognoses wijzen op een verder traag herstel in de bouw van nieuwe woningen over heel de projectieperiode. Dat wordt onder meer gesuggereerd door de forse toename van de bouw-aanvragen, die vooralsnog niet gevolgd is door een duidelijke stijging in het aantal opgestarte werven.

De geraamde toename van de investeringen in woningbouw zou evenwel relatief beperkt blijven en de scherpe inzinking in de afgelopen jaren slechts in beperkte mate compenseren: eind 2016 zouden deze investeringen zich in volumetermen nog ongeveer 13% onder het peil

GRAFIEK 5 PARTICULIERE INVESTERINGEN
(gegevens naar volume)



Bronnen: INR, NBB.
(1) Omvat ook de publieke investeringen.

bevinden dat vóór de Grote Recessie is bereikt. Twee specifieke factoren wegen op de groei. Enerzijds zijn de voorwaarden om een hypothecaire lening te bekomen in de afgelopen jaren duidelijk verstrakt, zoals o.m. blijkt uit de Bank Lending Survey, en is de rente op hypothecaire leningen, ondanks het historisch lage nominale peil, in reële termen gestegen. Anderzijds kan de onzekerheid rond de fiscale behandeling van hypothecaire leningen, nu de gewesten deze bevoegdheid van de federale overheid zullen overnemen, gezinnen ertoe aanzetten hun bouwprojecten nog wat uit te stellen.

Ook de bedrijfsinvesteringen hebben eind 2013 al opnieuw een positieve volumegroei laten optekenen. Deze investeringen zouden over de projectieperiode gestaag blijven toenemen en al in 2014 een jaargroei naar volume van bijna 3% laten optekenen, waarna de groei in de twee volgende jaren nog iets meer zou aantrekken. Het herstel van de bedrijfsinvesteringen heeft uiteraard te maken met de gunstigere vraagvooruitzichten bij een aantrekkende conjunctuur. Sinds begin dit jaar ligt de bezettingsgraad van het productievermogen in de verwerkende nijverheid bovendien opnieuw licht boven het langjarig gemiddelde. Een toenemende vraag zal dan ook, bovenop de vervangingsinvesteringen, meer en meer aanleiding geven tot uitbreidingsinvesteringen. Het opveren van het bruto-exploitatietoetschot vergroot naast de bestaande cash-reserves overigens de interne financieringsmogelijkheden van de ondernemingen, terwijl de kredietvoorwaarden voor ondernemingen, volgens de Bank Lending Survey, in de loop van 2013 versoepeld zijn. In tegenstelling tot de investeringen in woningbouw zou dit verloop inhouden dat de bedrijfsinvesteringen eind 2016 naar volume terug zijn gestegen tot ongeveer hetzelfde peil als bij het begin van de Grote Recessie.

Ondanks de consolidatie-inspanningen blijft de overheidsconsumptie in reële termen aangroeien. Het groeitempo is, met name vanwege de noodzaak om het begrotingstekort terug te brengen tot onder de grens van 3% bbp, in 2013 teruggevallen tot zowat 0,6%. In 2014 en de volgende jaren zou het evenwel weer aantrekken tot ongeveer 1,5%. Anderzijds zouden de overheidsinvesteringen in 2014 in reële termen nog iets verder afnemen, wat samenhangt met de gebruikelijke electorale cyclus. In 2015 en 2016 zou de volumegroei van deze investeringen evenwel positief worden.

3. Arbeidsmarkt

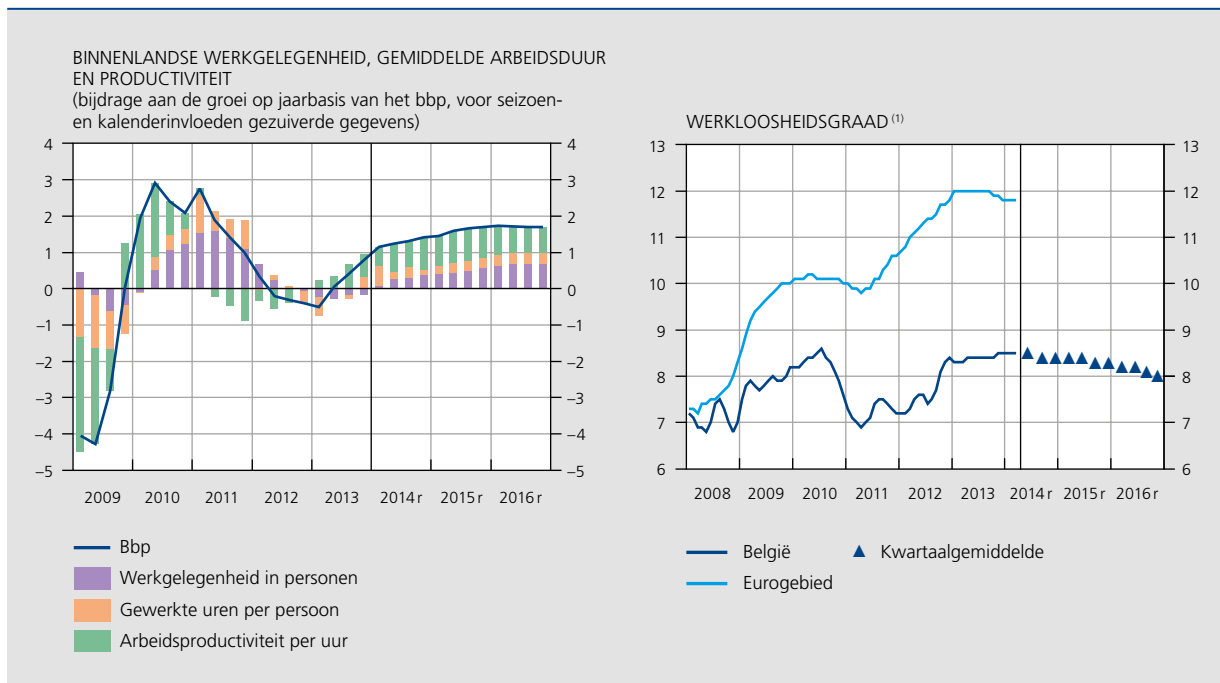
Vanwege de vertraging die optreedt tussen het verloop van de economische bedrijvigheid en de werkgelegenheid enerzijds en het bescheiden economisch herstel in 2013

anderzijds, liep het aantal werkzame personen met 0,2% terug, na gedurende drie opeenvolgende jaren een toename te hebben vertoond. In 2014 zou opnieuw een nettocreatie van banen van gemiddeld 0,3% plaatsvinden, dat is 12 000 werkenden meer, waardoor de verliezen van het jaar voordien volledig zouden zijn goedge maakt. Die groei zou aan kracht winnen in 2015 (0,5%) en nog meer in 2016 (0,7%), waardoor in totaal 53 000 extra banen zouden worden gecreëerd.

De arbeidsproductiviteit per uur zou in 2014 de belangrijkste variabele voor de aanpassing aan de vraag blijven, met een groei van 0,7%, terwijl het aantal gewerkte uren per persoon (inclusief die van de zelfstandigen) met 0,3% zou aangroeien. Dat groeitempo zou in 2015 en 2016 worden aangehouden, waardoor het aantal gewerkte uren opnieuw zou aansluiten bij het niveau van vóór de crisis, wat niet het geval is als men enkel de loontrekkenden beschouwt. De productiviteitswinst per arbeidsuur zou zich nagenoeg op hetzelfde peil handhaven tot het einde van de projectieperiode. De versterking van de positieve ontwikkeling van het totale arbeidsvolume vanaf 2015 zou aldus in grotere mate toe te schrijven zijn aan de banencreatie dan aan de langere werktijden van de werkenden.

De beroepsbevolking groeide in 2013 met 15 000 personen, dat is meer dan wat tijdens de vorige voorspellingsoefening werd verwacht. Het herstel van de werkgelegenheid is uiteindelijk iets vroeger ingetreden – in de tweede helft van 2013 – dan wat werd voorzien in de najaarsprognoses, en de toename op kwartaalbasis van het aantal niet-werkende werkzoekenden hield aan tot in 2014. Aangezien de activiteitsgraad zou stijgen, als gevolg van het gunstig verloop van de conjunctuur en met name van sommige hervormingen van de arbeidsmarkt die beogen de vervroegde uitstroom van de ouderen te beperken, zou de beroepsbevolking in 2014 29 000 personen meer tellen. De jaarlijkse groei van de beroepsbevolking in 2015 en 2016 zou circa 16 000 personen bedragen, bij een vrij stabiele activiteitsgraad. Het moet worden aangestipt dat de gehanteerde demografische vooruitzichten neerwaarts werden bijgesteld als gevolg van een lager dan verwachte bijdrage van de netto-immigratie.

Vanaf 2014 zouden zowel de zelfstandigen als de loontrekkenden een positieve bijdrage leveren aan de werkgelegenheid. De groei van het aantal zelfstandigen zou enigszins aantrekken in 2015 en 2016 als gevolg van een gunstiger conjunctuur. Terwijl het aantal loontrekkenden in de conjunctuurgevoelige bedrijfstakken nog licht zou afnemen in 2014 en er in de bedrijfstak 'overheid en onderwijs' meer banen verloren zouden gaan dan in 2013, zouden de 'overige diensten' (waartoe onder meer



Bronnen: EC, INR, RVA, NBB.

(1) Geharmoniseerde werkloosheidsgraad in % van de beroepsbevolking van 15 jaar en ouder, voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens. Kwartaalgegevens over de projectieperiode.

gezondheidszorg behoort) de enige bedrijfstak zijn die de gesalarieerde werkgelegenheid zou steunen, met een toename van 10 000 werknemers. Dat groeitempo zou in 2015 en 2016 aanhouden. Gedurende die periode zouden er respectievelijk circa 4 000 en 11 000 loontrekken bijkomen in de conjunctuurgevoelige bedrijfstakken. De werkgelegenheid in de overheidssector zou daarentegen verder teruglopen, zij het in minder belangrijke mate dan in 2014. Een daling van de werkgelegenheid in deze sector gedurende vijf opeenvolgende jaren is een uitzonderlijk verschijnsel, dat voornamelijk toe te schrijven is aan het niet-vervangen van de natuurlijke afvloeiingen. Tot slot zouden de gesubsidieerde banen in het kader van de dienstencheques, die grotendeels voorkomen in de conjunctuurgevoelige bedrijfstakken, de banencreatie moeten blijven ondersteunen, zij het in een tempo dat vanaf 2014 zou verzwakken.

Het aantal werkzoekenden zou in 2014 nog met 17 000 eenheden toenemen – waardoor een piek van 600 000 werklozen zou worden bereikt – terwijl de geharmoniseerde werkloosheidsgraad van de personen van 15 tot 64 jaar nog licht zou stijgen tot 8,6%. Pas vanaf 2015 zou het aantal personen dat op zoek is naar een baan aanvankelijk licht afnemen, waarna in 2016 een vermindering met 15 000 personen zou volgen. De daling

van de geharmoniseerde werkloosheidsgraad zou slechts een aanvang nemen in 2015 en krachtiger worden in 2016.

In een internationaal perspectief zij er evenwel aan herinnerd dat de Belgische werkloosheidsgraad in maart 2014 3,3 procentpunt onder die van het eurogebied lag, terwijl hij vóór de Grote Recessie even groot was.

4. Loonkosten en prijzen

In 2014 zullen de loonkosten nog steeds worden beïnvloed door de bevrozing van de reële conventionele lonen, zoals bepaald in het ontwerp van centraal akkoord dat de regering voor de periode 2013-2014 heeft opgelegd. De loonmatiging zou zich tijdens de periode 2015-2016 moeten voortzetten, maar beperkte reële stijgingen zouden gaandeweg optreden als gevolg van het geleidelijk ontstaan van spanningen in bepaalde segmenten van de arbeidsmarkt tegen de achtergrond van het economische herstel. Die opwaartse ontwikkelingen zouden niettemin deels moeten worden gecompenseerd door de maatregelen die de regering heeft genomen om de arbeidskosten terug te dringen. Zo werden de in december 2012 en oktober 2013 genomen maatregelen

TABEL 4

ARBEIDSAANBOD EN -VRAAG

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

	2011	2012	2013	2014 r	2015 r	2016 r
	(veranderingspercentages)					
Bbp in volume	1,8	-0,1	0,2	1,3	1,6	1,7
Arbeidsvolume	2,1	0,2	-0,3	0,6	0,7	1,0
Binnenlandse werkgelegenheid in personen	1,4	0,2	-0,2	0,3	0,5	0,7
	(veranderingen in duizenden personen)					
Bevolking op arbeidsleeftijd	45,3	21,9	14,8	13,2	14,6	12,8
Beroepsbevolking	43,4	25,0	15,0	29,0	16,0	16,3
Nationale werkgelegenheid	63,2	10,5	-9,5	11,9	21,5	31,0
Grensarbeiders	-0,1	1,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Binnenlandse werkgelegenheid	63,4	9,4	-9,7	11,9	21,5	31,0
Loontrekkenden	53,7	0,5	-16,3	5,8	14,0	22,2
Conjunctuurgevoelige bedrijfstakken	31,9	-6,0	-24,1	-1,7	4,1	11,1
Overheid en onderwijs	3,7	-0,6	-0,6	-2,5	-1,1	-0,1
Overige diensten	18,1	7,1	8,4	9,9	11,1	11,2
Zelfstandigen	9,7	8,9	6,6	6,1	7,4	8,8
Niet-werkende werkzoekenden	-19,8	14,4	24,5	17,1	-5,5	-14,8
<i>p.m. Geharmoniseerde werkloosheidsgraad⁽¹⁾</i>	<i>7,2</i>	<i>7,6</i>	<i>8,5</i>	<i>8,6</i>	<i>8,5</i>	<i>8,2</i>

Bronnen: FPB, ADSEI, EC, INR, RVA, NBB.

(1) In % van de beroepsbevolking (15-64 jaar).

(vermindering van de werkgeversbijdragen voor de sociale zekerheid in 2013 en 2014) bevestigd en uitgebreid door het 'Pact voor competitiviteit en werkgelegenheid' van november 2013, dat bovendien voorziet in aanvullende lastenverlichtingen ten belope van € 450 miljoen vanaf 2015 (additionele verlagingen van dezelfde orde van grootte zijn aangekondigd voor 2017 en 2019). Die inspanningen nemen echter deels de vorm aan van verminderingen van de bedrijfsvoorheffing, die niet in aanmerking worden genomen bij de berekening van de loonkosten volgens de definitie van de nationale rekeningen.

Voorts voorzagt het 'Pact voor competitiviteit en werkgelegenheid' in een verlaging van de btw op elektriciteit voor particulieren vanaf 1 april 2014. Door de inflatie te vertragen, en meer bepaald de gezondheidsindex, stelt deze maatregel de indexering van de lonen uit en draagt aldus bij tot het terugdringen van de arbeidskosten in 2014 en 2015. De projecties gaan daarom uit van een verdere vertraging van de stijging van de gezondheidsindex, die 0,7 % zou bedragen in 2014, na gedaald te zijn van 2,7 % in 2012 tot 1,2 % in 2013. De stijging van de gezondheidsindex zou vrij gematigd blijven met 1,2 % in 2015 en 1,7 % in 2016. Het dient overigens te worden

benadrukt dat de gezondheidsindex, net als de nationale consumptieprijsindex, in 2013 en 2014 door methodologische wijzigingen wordt beïnvloed. Voor nadere toelichtingen, zie het artikel 'Het nieuwe nationale indexcijfer van de consumptieprijzen' in dit Tijdschrift.

Zodra rekening gehouden is met de specifieke kenmerken ervan en met het feit dat de verschillende paritaire comités de indexeringsmechanismen niet allemaal op hetzelfde tijdstip toepassen, bepaalt het profiel van de gezondheidsindex grotendeels het stijgingstempo van de nominale loonkosten, dat sterk zou vertragen tot 0,9 % in 2014, tegenover 2 % in 2013. Daarna zouden de nominale loonkosten tot het einde van de projectieperiode matig versnellen tot 1,2 % in 2015 en 2 % in 2016.

De matige stijging van de uurloonkosten sorteert in combinatie met het geleidelijk herstel van de groei van de arbeidsproductiviteit, een gunstig effect op de vooruitzichten inzake de loonkosten per eenheid product in de private sector. De toename van de loonkosten per eenheid product in de private sector is aldus gezakt van een piek van 4,4 % in 2012 tot 1,8 % in 2013, en zou in 2014 en 2015 0,3 % bedragen, waarna zij opnieuw zou oplopen

TABEL 5 PRIJS- EN KOSTENINDICATOREN
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)

	2011	2012	2013	2014 r	2015 r	2016 r
Loonkosten in de private sector:						
Loonkosten per gewerkt uur	2,4	3,7	2,0	0,9	1,2	2,0
waarvan: Indexering	2,7	2,8	1,9	0,8	0,9	1,5
Arbeidsproductiviteit ⁽¹⁾	-0,2	-0,7	0,2	0,6	0,8	0,7
Loonkosten per eenheid product	2,6	4,4	1,8	0,3	0,3	1,3
Bbp-deflator	2,0	1,9	1,6	1,0	1,4	1,7
HICP	3,4	2,6	1,2	0,9	1,3	1,6
Gezondheidsindex	3,1	2,7	1,2	0,7	1,2	1,7
Onderliggende inflatietendens ⁽²⁾	1,5	1,9	1,4	1,6	1,5	1,8

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

(1) Toegevoegde waarde naar volume per gewerkt uur door loontrekkenden en zelfstandigen.

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

tot 1,3% in 2016. Het gevolg hiervan is dat het kostenconcurrentievermogen van de Belgische ondernemingen inzake lonen in verhouding tot dat van de drie belangrijkste handelspartners van België – namelijk Duitsland, Frankrijk en Nederland – wellicht zal verbeteren in 2014 en 2015, en in mindere mate in 2016.

Dit zeer gematigde verloop van de arbeidskosten, vooral in 2014 en 2015, zou zich volgens de ramingen evenwel niet integraal vertalen in de prijsvorming aangezien het deels zou worden gecompenseerd door een sterkere toename van de brutomarges van de ondernemingen. Die marges zijn in de periode 2011-2013 fors gedaald en de economische opleving zou zich ook weerspiegelen in een herstel ervan, wat niet ongewoon is in een periode waarin de groei uitstijgt boven het potentiële peil en de output gap dus verkleint. De prijzen zouden over de projectieperiode dus sterker stijgen dan de loonkosten.

Tegen deze achtergrond zou de onderliggende inflatietendens, die geen rekening houdt met de prijzen van levensmiddelen en energiedragers en die omstreeks medio 2013 vertraagd was tot 1,3% maar recentelijk weer ietwat is versneld, tijdens de komende kwartalen dan ook niet scherp dalen. In dat verband zij gewezen op de neerwaartse rigiditeit van de onderliggende inflatie in België.

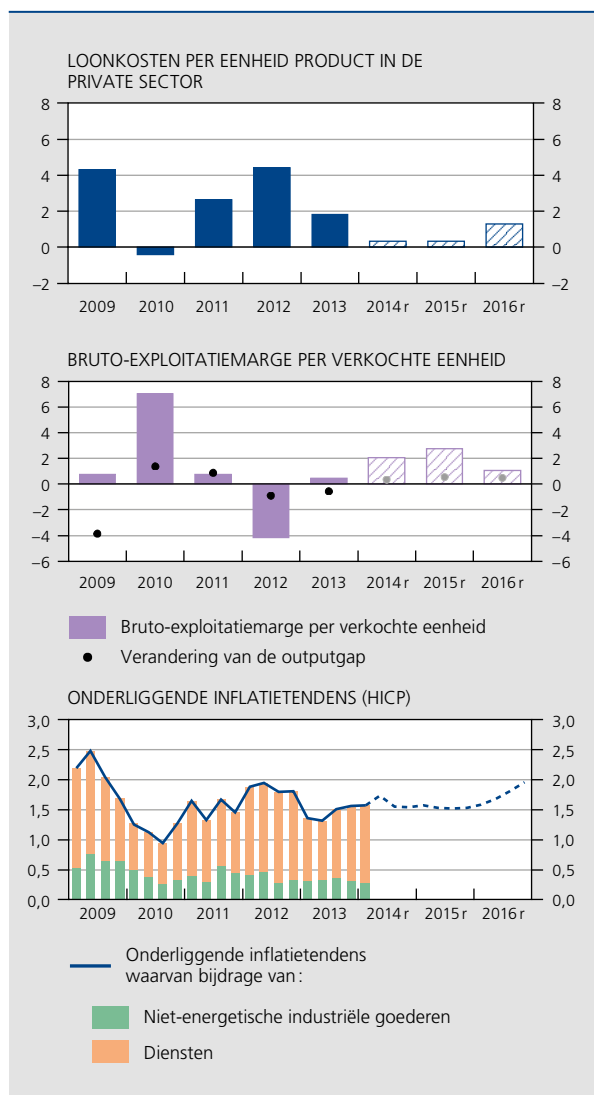
Meer bepaald de prijzen van de diensten leveren de grootste bijdrage tot die rigiditeit, terwijl de niet-energetische industriële goederen de afgelopen jaren een gematigder prijsverloop hebben vertoond. Dat contrast vloeit met name voort uit de prijsindexering van tal van diensten,

maar ook uit het feit dat de niet-energetische industriële goederen meer onderhevig zijn aan de internationale concurrentie, wat veelal de mogelijkheden beperkt om de marges en de prijzen te verhogen.

Het matige verloop van de loonkosten als gevolg van de bevrozing van de lonen en de additionele maatregelen die te maken hebben met het 'Pact voor competitiviteit en werkgelegenheid', zouden er toch moeten toe bijdragen dat de stijging van de onderliggende inflatietendens tijdens het grootste gedeelte van 2014 en 2015 enigszins wordt afgeremd. Vanaf eind 2015 en tot het einde van de projectieperiode wordt een geleidelijke toename van de onderliggende inflatie verwacht, met name als gevolg van het gecombineerde effect van de stijgende intra-Europese invoerprijzen en loonkosten, terwijl de verbetering van de marges gematigder zou moeten zijn.

Al met al zou de aan de hand van de HICP gemeten inflatie in 2014 0,9% bedragen – tegen 0,7% in het eurogebied – en uitkomen op 1,3% in 2015 en 1,6% in 2016, tegen 1,2% in 2013. Dat tempo van de prijsstijgingen is sterk neerwaarts gericht in vergelijking met de voorgaande jaren, aangezien de inflatie 3,4% beliep in 2011 en 2,6% in 2012. De vertraging van de totale inflatie vloeit voort uit het verloop van de prijzen voor levensmiddelen, en vooral uit het prijsverloop van de energiedragers. De energieprijzen vertonen sinds begin 2013 een neerwaartse tendens. De huidige projecties gaan uit van een prijsdaling met 5,2% in 2014 ten opzichte van 2013, toen die prijzen reeds met gemiddeld 4,6% waren gezakt. Hoewel de omvang van de daling gaandeweg

GRAFIEK 7 LOONKOSTEN, BRUTOMARGE VAN DE ONDERNEMINGEN EN ONDERLIGGENDE INFLATIETENDENS
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bronnen: EC, INR, NBB.

zou afnemen, worden in 2015 en 2016 nog negatieve groeicijfers op jaarbasis verwacht, met een gemiddelde jaarlijkse daling van respectievelijk 2% en 1%.

Deze ontwikkelingen zijn toe te schrijven, enerzijds, aan de noteringen voor aardolieproducten op de internationale markten, alsook aan het koersverloop van de euro ten opzichte van de dollar, en anderzijds, aan de verlaging van de btw op de consumptieprijzen voor elektriciteit. Zo zou de prijs van een vat Brent over heel 2014 licht moeten teruglopen, waarbij de huidige projecties uitgaan van een gemiddelde van 107 dollar per vat in 2014, tegen

109 dollar in 2013. Tegelijk zou de wisselkoers van de euro ten opzichte van de dollar 1,38 bedragen, tegen 1,33 in 2013. Een lagere Brent-notering in combinatie met een sterkere euro zorgt ervoor dat de olieprijs in 2014 sterker daalt dan in 2013.

5. Overheidsfinanciën

5.1 Financieringssaldo

Volgens de in april 2014 door het INR gepubliceerde overheidsrekeningen kwam het tekort van de Belgische overheid in 2013 op 2,6% bbp uit. Tegen de hierboven beschreven macro-economische achtergrond zou het in 2014 op hetzelfde peil blijven; in 2015 en 2016 zou het toenemen tot respectievelijk 2,8 en 2,9% bbp.

De tekorten zouden voornamelijk – en in 2014 zelfs uitsluitend – geconcentreerd zijn bij de federale overheid. De sociale zekerheid zou in 2014 nog een licht overschot vertonen, maar vanaf 2015 zou ze deficitair worden. De rekeningen van de gemeenschappen en gewesten zouden in 2014 opnieuw in evenwicht afsluiten, maar in 2015 en 2016 zou deze deelsector tekorten laten optekenen. Opdat de gemeenschappen en gewesten zouden bijdragen aan de sanering van de overheidsfinanciën werden, in het kader van de zesde staatshervorming, de aan hen toegewezen ontvangsten immers verminderd met € 1,25 miljard in 2015 en € 2,5 miljard in 2016. De financieringssaldi van de lokale overheid, ten slotte, zouden over de hele projectieperiode ongeveer in evenwicht zijn.

In de loop van de projectieperiode zou de conjunctuur een gunstige en geleidelijk sterker wordende invloed uitoefenen op de overheidsfinanciën. Ook de rentelasten zouden in 2014 en 2015 een positieve impact hebben op het begrotingssaldo; in 2016 zou de invloed ervan evenwel neutraal zijn. De niet-recurrente factoren, zoals de opbrengsten uit de fiscale regularisering, zouden in 2014 een aanzienlijke positieve impact hebben op het financieringssaldo, zij het in een ietwat mindere mate dan vorig jaar. In 2015 zou het wegvallen van die tijdelijke elementen sterk bepalend zijn voor de toename van het tekort. Het structureel primair saldo, ten slotte, zou in 2014 zogoed als ongewijzigd blijven; daarna zou het evenwel verslechteren.

Er zij opgemerkt dat bij deze projecties enkel rekening is gehouden met reeds aangekondigde en voldoende gepreciseerde begrotingsmaatregelen. Eruit blijkt dat een zeer omvangrijk consolidatieprogramma vereist is om in

TABEL 6 OVERHEIDSREKENINGEN ⁽¹⁾
(in % bbp)

	2011	2012	2013	2014 r	2015 r	2016 r
Gezamenlijke overheid						
Ontvangsten	49,6	51,0	51,8	51,5	51,2	51,1
Fiscale en parafiscale ontvangsten	43,6	44,8	45,6	45,7	45,6	45,5
Overige	6,0	6,2	6,2	5,8	5,6	5,6
Primaire uitgaven	50,1	51,6	51,3	51,0	51,2	51,1
Primair saldo	-0,5	-0,7	0,6	0,5	0,1	0,0
Rentelasten	3,3	3,4	3,2	3,1	2,9	2,9
Financieringsbehoefte (-) of -vermogen	-3,8	-4,1	-2,6	-2,6	-2,8	-2,9
<i>p.m. Effect van de niet-recurrente factoren</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,4</i>	<i>0,5</i>	<i>0,3</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Financieringssaldi per deelsector						
Federale overheid	-3,5	-3,6	-2,5	-2,6	-2,2	-1,9
Sociale zekerheid	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,3
Gemeenschappen en gewesten	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,7
Lokale overheid	-0,2	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0

Bronnen: INR, NBB.

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

2016 een structureel begrotingsevenwicht te bereiken. Het is de afdeling 'Financieringsbehoeften van de overheid' van de Hoge Raad van Financiën die in haar advies van maart 2014 deze doelstelling naar voren heeft geschoven. Ze werd louter indicatief overgenomen in het voor België uitgewerkte stabiliteitsprogramma van april 2014, waarin echter wordt beklemtoond dat het de taak is van de volgende regeringen om te beslissen over het begrotingstraject en over de verdeling ervan tussen de verschillende beleidsniveaus, alsook om de maatregelen te nemen die noodzakelijk zijn om de doelstellingen te halen.

5.2 Ontvangsten

Na vier jaar op rij te zijn gestegen, zouden de overheidsontvangsten – uitgedrukt in procenten bbp – teruglopen met 0,4% in 2014 en met nogmaals 0,2 en 0,1% in respectievelijk 2015 en 2016.

In 2014 is die trendwijziging het gevolg van de niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten. Het effect van de tijdelijke factoren, die neerwaarts gericht zijn in vergelijking met het voorgaande jaar, zou eveneens het volume van de ontvangsten moeten matigen. De structurele fiscale

en parafiscale maatregelen zouden daarentegen al met al gunstig zijn voor de overheidsontvangsten.

De inkrimping van de niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten in 2014 met 0,4 procentpunt bbp vloeit voornamelijk voort uit de afname van de door de financiële sector betaalde vergoedingen voor de steun en de waarborgen die hen werden verstrekt. Bovendien zullen de inkomsten die de Staat ontvangt als aandeelhouder in diverse financiële instellingen, sterk dalen.

Terwijl de tijdelijke factoren in 2013 nog ten belope van 0,3% bbp ten goede waren gekomen aan het verloop van de overheidsontvangsten, zouden ze in 2014 bijdragen aan de daling ervan ten belope van 0,2% bbp. Enerzijds zouden de verwachte ontvangsten van de fiscale regularisering nog groter moeten zijn dan in 2013. Anderzijds zullen twee belangrijke factoren die gunstig waren voor de ontvangsten van 2013, in 2014 niet meer voorkomen. De eerste factor was gerelateerd aan een overgangsmaatregel, die de uitkering van belangrijke dividenden in 2013 heeft bevorderd teneinde een verhoogde heffing op de liquidatieboni te voorkomen; dat heeft toen circa € 600 miljoen opgebracht. De tweede factor was verbonden aan prioritairere behandeling van de vooraf ingevulde belastingaangiften in het kader van de

TABEL 7 STRUCTURELE MAATREGELEN EN FACTOREN INZAKE FISCALE EN PARAFISCALE ONTVANGSTEN

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

	2014 r	2015 r	2016 r
Belastingen	1 622	977	-373
waarvan :			
Aftrek voor energiebesparende investeringen	713	438	56
Belastingen op goederen en diensten	93	-107	0
Veranderingspercentage van de belastingaftrek voor risicokapitaal	227	561	-429
Strijd tegen de fiscale fraude en betere inning ...	250	0	0
Heffingen op overige inkomsten en op kapitaal ..	421	135	0
Socialezekerheidsbijdragen	-132	-528	-79
Totaal	1 490	449	-452
<i>p.m. Idem, in % bbp</i>	<i>0,4</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,1</i>

Bronnen: Begrotingsdocumenten, NBB.

inkohieringen van de personenbelasting, die heeft geleid tot een vermindering van de terugbetalingen in 2013.

Een pakket structurele maatregelen sorteert in 2014 een gunstig effect op de overheidsontvangsten. Afgezien van de voortzetting van de strijd tegen de fiscale en parafiscale fraude, hebben de belangrijkste ervan betrekking op de afschaffing van een groot deel van de fiscale uitgaven voor de energiebesparende investeringen van de huishoudens, de accijnsverhogingen en de besparing die zou moeten worden gerealiseerd op de notionele interestaftrek dankzij de verlaging van de referentierente. Verscheidene maatregelen die betrekking hebben op het kapitaal of op de inkomsten die het genereert, met name de 'fairness tax' – die van toepassing is op sommige vennootschappen waarvan de dividenduitkering groter is dan de belastinggrondslag van de vennootschapsbelasting – en een verhoging van de belasting op spaardeposito's, zullen deze ontvangsten eveneens opvoeren. Andere maatregelen, zoals de verlaging van de btw op elektriciteit en nieuwe verlagingen van de sociale bijdragen, verminderen de ontvangsten en compenseren deels het effect van de maatregelen die extra inkomsten genereren.

De vermindering van de ontvangstenratio in 2015 zou opnieuw het gevolg zijn van het negatieve effect van de

tijdelijke factoren, omdat de aan de fiscale regularisering gerelateerde ontvangsten zouden wegvallen. De niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten zouden eveneens verder afnemen, met name als gevolg van de afname van de door de banken betaalde vergoedingen voor door de Staat verstrekte waarborgen. De verlaging van de referentierente die wordt gehanteerd voor de berekening van de notionele interestaftrek en het effect van het einde van de aftrekbaarheid van fiscale uitgaven voor energiebesparende investeringen, zouden een gunstig effect moeten sorteren op de overheidsontvangsten. Omgekeerd zullen de maatregelen die werden genomen in het kader van het 'Pact voor competitiviteit en werkgelegenheid', dat onder meer tot uiting zal komen in een belangrijke verlaging van de sociale bijdragen, alsook het residuele effect van de verlaging van de btw op elektriciteit, de al met al positieve invloed van de structurele maatregelen op de overheidsontvangsten beperken.

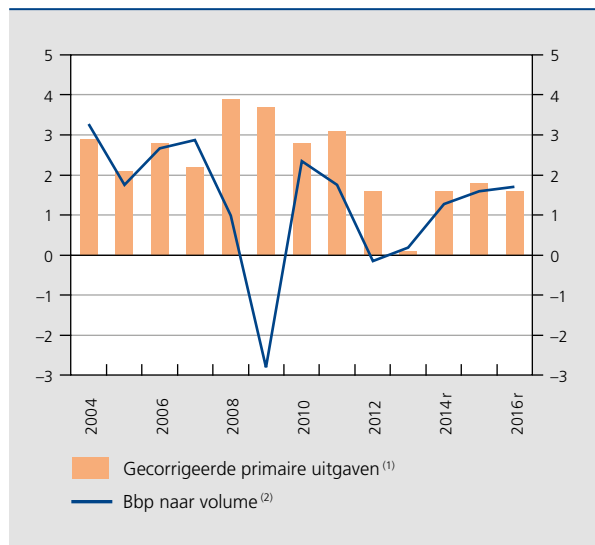
In 2016 zou de verdere afname van de ontvangstenratio voornamelijk het gevolg zijn van de stijging van de referentierente die wordt gehanteerd voor de berekening van de notionele interestaftrek, terwijl weinig andere maatregelen die na 2015 een effect zouden sorteren, nu reeds zijn aangekondigd.

5.3 Primaire uitgaven

In 2014 zouden de primaire uitgaven in verhouding tot het bbp dalen tot 51 %, waarna ze de twee daaropvolgende jaren opnieuw ietwat zouden oplopen. Die daling zou met name toe te schrijven zijn aan het feit dat dit jaar naar verwachting geen indexering van de sociale uitkeringen en bezoldigingen van het overheidsperoneel zou plaatsvinden. Na correctie voor de vertraging van de effectieve indexering ten opzichte van de inflatie, alsook voor de invloed van de niet-recurrente en conjuncturele factoren, zou de groei van de uitgaven in 2014 oplopen tot 1,6 % en licht uitkomen boven de groei van het reële bbp. De recente matiging van de uitgaven, die werd ingezet in 2012 en werd versterkt in 2013, zou dus enigszins verzwakken.

In 2014 zouden alle deelsectoren van de overheid een versnelling van de primaire uitgaven te zien geven. Na een afname in 2013 zouden de gecorrigeerde uitgaven van de federale overheid en de lokale overheden zich nagenoeg stabiliseren. De groei van de uitgaven van de gemeenschappen en gewesten zou net boven die van het bbp uitkomen. Tot slot zouden de socialezekerheidsuitgaven een procentpunt meer stijgen dan de economische bedrijvigheid, een stijging die voornamelijk toe te schrijven is aan de pensioenen en de gezondheidszorg.

GRAFIEK 8 PRIMAIRE UITGAVEN VAN DE OVERHEID EN BBP
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bronnen: INR, NBB.

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

(2) Voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

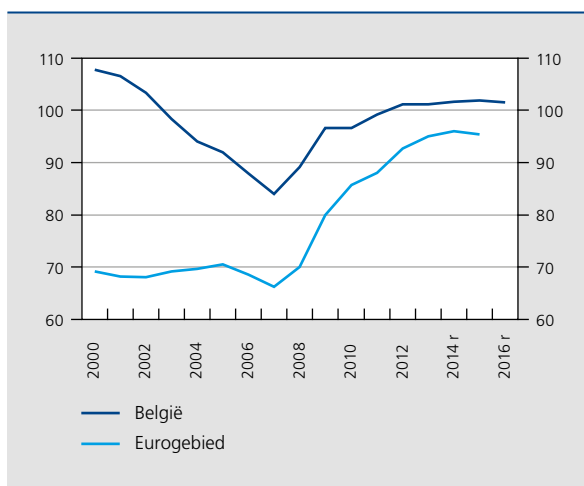
De in 2015 en 2016 verwachte groei van de primaire uitgaven is uiteraard moeilijker in te schatten, aangezien de overeenstemmende begrotingen nog door de volgende regeringen moeten worden opgemaakt. Bij ongewijzigd beleid zou het stijgingstempo van de gezuiverde uitgaven, naar verwachting, in de buurt van het verloop van de economische bedrijvigheid liggen en uitkomen op 1,8% in 2015 en op 1,6% in 2016. Die ontwikkelingen worden gedragen door de aanhoudende stijging van de uitgaven voor de sociale zekerheid, die verder worden opgedreven door de dynamiek van de uitkeringen onder invloed van de vergrijzing van de bevolking.

5.4 Schuld

Sinds 2008 is de schuldgraad onophoudelijk gestegen tot een niveau van 101,1% bbp in 2012. In 2013 heeft de overheidsschuld zich nagenoeg gestabiliseerd, op 101,2% bbp.

In 2014 zou de overheidsschuld met 0,5 procentpunt bbp aandikken tot 101,7% bbp aan het eind van het jaar. De endogene factoren zouden een negatief effect van zowat 0,3 punt bbp sorteren op de schuldgraad van 2014. De weerslag ervan wordt bepaald, enerzijds, door het verschil tussen de impliciete rente op de overheidsschuld en

GRAFIEK 9 GECONSOLIDEERDE BRUTOSCHULD VAN DE OVERHEID
(in % bbp)



Bronnen: EC, INR, NBB.

de groei van het nominale bbp en, anderzijds, door het niveau van het primair saldo. Hoewel in 2014 een verbetering van de groei van het nominale bbp wordt verwacht, zou die groei toch lager uitvallen dan de impliciete rente. Het niveau van het primair saldo, dat wordt geraamd op 0,5% bbp, zou de endogene stijging van de schuld niet kunnen voorkomen. De schuld zou tevens met 0,2 punt bbp worden opgedreven door de exogene factoren, die zo worden genoemd omdat ze een invloed hebben op de schuld maar niet op het financieringssaldo. De kredieten die worden verleend in het kader van het Europees fonds voor financiële stabiliteit (EFSF) en de geplande kapitaalinjectie in het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM) zouden immers het bedrag van de verwachte gedeeltelijke terugbetaling door een bank ruimschoots overtreffen.

In 2015 en 2016 zouden de endogene factoren een positief effect moeten sorteren op de schuldgraad; de verwachte groei van het nominale bbp zou de impliciete rente dan overtreffen. Als gevolg van de impact van de exogene factoren zou de schuldgraad evenwel blijven stijgen tot 101,9% bbp in 2015. In 2016 zou daarentegen een ombuiging van de schuldgraad worden opgetekend. Die zou dan, uitsluitend als gevolg van de endogene factoren, zeer licht teruglopen tot 101,5% bbp.

6. Beoordeling van de risicofactoren

De huidige groeiramingen van de Bank blijven in de lijn liggen van de prognoses van de andere instellingen, al is

TABEL 8 VERGELIJKING MET DE RAMINGEN VAN DE ANDERE INSTELLINGEN
(in %)

Instelling	Publicatie- datum	Volumegroei bbp			Inflatie (HICP)		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
IMF	April 2014	1,2	1,2	1,3	1,0	1,1	
EC	Mei 2014	1,4	1,6		0,9	1,3	
OESO	Mei 2014	1,5	1,9		0,8	1,0	
Consensus Economics	Mei 2014	1,2	1,4		1,0	1,5	
Federaal Planbureau	Juni 2014 ⁽¹⁾	1,4	1,8	1,7	0,7	1,1	1,5
NBB	Juni 2014	1,3	1,6	1,7	0,9	1,3	1,6

(1) Economisch Begroting (juni 2014) en Economische vooruitzichten 2014-2019 (maart 2014). Voor de inflatiecijfers in 2014 en 2015 wordt het NICP weergegeven, dat licht kan afwijken van het HICP.

bijvoorbeeld de OESO duidelijk iets meer optimistisch voor de groei in 2015, terwijl het IMF de groei net lager inschat. De bredere waaier van ramingen voor de volgende jaren, in vergelijking met 2014, illustreert de grotere onzekerheidsmarge. Ook de andere instellingen gaan uit van een geleidelijk aantrekkende inflatie. Het stijgingstempo verschilt wel: de raming van de Bank stemt overeen met die van de EC en het Federaal Planbureau, terwijl de andere internationale instellingen de inflatie iets trager zien oplopen in 2015.

De risico's met betrekking tot de voorjaarsprognoses lijken vooral neerwaarts gericht voor zowel de groei van de bedrijvigheid als de inflatie. De risico's voor de groei houden verband met de internationale omgeving maar ook met bepaalde binnenlandse factoren. Wat dat eerste punt betreft, is de Belgische economie door de bestaande handelsrelaties uiteraard in de eerste plaats sterk afhankelijk van de opleving in de andere eurolanden en dan vooral onze belangrijkste handelspartners. De fragiliteit van het herstel in Europa, die nog werd geïllustreerd door de tegenvallende groeicijfers voor het eerste kwartaal van 2014 in een aantal landen, blijft dan ook een risicofactor. Ook een onderschatting van de omvang van de vertraging in de opkomende landen – of een verkeerde interpretatie van het tijdelijke of permanente karakter ervan –, alsook een intensivering van de geopolitieke spanningen rond het conflict in Oekraïne, kunnen evenwel via verschillende kanalen wegen op de groei.

Wat de binnenlandse risicofactoren betreft, moet eerst worden gewezen op de geraamde ontwikkelingen inzake concurrentiekracht. Hierbij hangt veel af van de mate waarin de huidige beheersing van de loongroei, zoals

in deze prognoses wordt verwacht, ook na 2014 wordt voortgezet en kan leiden tot een vernauwing van de loonkloof met de belangrijkste partnerlanden. Daarnaast moet herinnerd worden aan het feit dat de loonkosten slechts één element van het verschil in concurrentiekracht vormen. Mocht het Belgische concurrentievermogen minder gunstig evolueren dan momenteel wordt verwacht, wat uiteraard ook afhangt van de ontwikkelingen in de andere landen, kan dit leiden tot een groter verlies aan marktaandeel en, dus, een lagere groei van de uitvoer en de bedrijvigheid, al zou de impact daarvan vooral op middellange termijn voelbaar worden.

Daarnaast speelt ook de verdere dynamiek van de arbeidsmarkt een belangrijke rol. Hoewel de werkgelegenheid al iets vroeger dan in de najaarsprognoses werd verwacht, heeft aangeknoopt met een positieve groei, blijven de verhoging van de werkloosheidsgraad en de bestaande mismatches op de arbeidsmarkt, die door de recente crisis mogelijk nog zijn toegenomen, een bron van bezorgdheid. Het risico bestaat dat het economisch herstel aan vaart verliest naarmate het moeilijker zou worden vacatures in te vullen. In dat geval kunnen bottlenecks op de arbeidsmarkt sneller voelbaar worden en kan de stijgende (binnenlandse en buitenlandse) vraag in een grotere mate leiden tot toenemende kostendruk i.p.v. een stijgende productie.

Verder kunnen bijkomende kredietbeperkingen wegen op het herstel van de investeringen van zowel de ondernemingen als de gezinnen. Ten slotte zij eraan herinnerd dat deze prognoses uiteraard nog geen rekening houden met bijvoorbeeld veranderingen in het beleid van de nieuwe federale en regionale regeringen.

Wat de risico's inzake inflatie betreft, kan concurrentiedruk een trager herstel van de marges van de ondernemingen inhouden, waardoor de onderliggende inflatie in mindere mate zou kunnen toenemen. Ook hier zijn de ontwikkelingen in de andere landen van belang: een trager prijsverloop van de buitenlandse concurrenten van de Belgische producenten kan de verwachte stijging van de onderliggende inflatie tot een normaler peil afremmen.

Bijlage

PROJECTIES VOOR DE BELGISCHE ECONOMIE: SYNTHESE VAN DE BELANGRIJKSTE RESULTATEN

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

	2013	2014 r	2015 r	2016 r				
Groei (voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens)								
Bbp naar volume	0,2	1,3	1,6	1,7				
Bijdragen tot de groei:								
Binnenlandse bestedingen, ongerekend de voorraadwijziging	0,3	1,4	1,6	1,8				
Netto-uitvoer van goederen en diensten	0,5	0,3	-0,1	-0,1				
Voorraadwijziging	-0,6	-0,3	0,0	0,0				
Prijzen en kosten								
Geharmoniseerde consumptieprijsindex	1,2	0,9	1,3	1,6				
Gezondheidsindex	1,2	0,7	1,2	1,7				
Bbp-deflator	1,6	1,0	1,4	1,7				
Ruilvoet	0,2	0,8	0,1	0,1				
Loonkosten per eenheid product in de private sector	1,8	0,3	0,3	1,3				
Uurloonkosten in de private sector	2,0	0,9	1,2	2,0				
Productiviteit per arbeidsuur in de private sector	0,2	0,6	0,8	0,7				
Arbeidsmarkt								
Binnenlandse werkgelegenheid (gemiddelde jaar-op-jaar verandering, in duizenden personen) ..	-9,7	11,9	21,5	31,0				
Totaal arbeidsvolume ⁽¹⁾	-0,3	0,6	0,7	1,0				
Geharmoniseerde werkloosheidsgraad ⁽²⁾ (in % van de beroepsbevolking)	8,5	8,6	8,5	8,2				
Inkomens								
Reëel beschikbaar inkomen van de particulieren	0,6	1,1	1,4	1,7				
Spaarquote van de particulieren (in % van het beschikbaar inkomen)	15,0	15,1	15,2	15,2				
Overheidsfinanciën⁽³⁾								
Financieringssaldo (in % bbp)	-2,6	-2,6	-2,8	-2,9				
Primair saldo (in % bbp)	0,6	0,5	0,1	0,0				
Overheidsschuld (in % bbp)	101,2	101,7	101,9	101,5				
Lopende rekening (volgens de betalingsbalans, in % bbp)					-1,6	-0,8	-0,6	-0,5

Bronnen: EC, ADSEI, INR, NBB.

(1) Totaal aantal gewerkte uren in de economie.

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

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

Zijn de overheidsuitgaven de sleutel voor een succesvolle sanering ?

M. Nautet
R. Schoonackers
P. Stinglhamber
L. Van Meensel

Inleiding

De financiële crisis, die in de loop van 2007 uitbrak en in 2008 verscherpte, en de eruit voortvloeiende economische recessie hebben de overheidsfinanciën in de meeste geavanceerde economieën uitermate zwaar getroffen. Daardoor zijn in die landen, waaronder België, het financieringstekort en de schuld van de overheid fors gestegen. Sedertdien hebben vrijwel alle landen aanzienlijke inspanningen inzake begrotingsconsolidatie geleverd teneinde de onhoudbare ontwikkelingen een halt toe te roepen. Een terugkeer naar een situatie van houdbare overheidsfinanciën zal echter de komende jaren in de meeste landen nog extra inspanningen vereisen.

In dit artikel wordt nagegaan welke begrotingsinstrumenten kunnen worden ingezet om de overheidsfinanciën verder te saneren. De rol van de overheidsuitgaven zal daarbij grondig worden geanalyseerd. Bijzondere aandacht zal worden besteed aan de situatie in België, onder meer door een vergelijking te maken met de overige landen van het eurogebied.

In het eerste hoofdstuk van dit artikel wordt het verloop van de overheidsfinanciën in kaart gebracht en wordt verklaard waarom de consolidatie-inspanningen voortzetting behoeven. Het tweede hoofdstuk handelt over de impact van de verschillende begrotingsinstrumenten op de economische bedrijvigheid, zowel op korte als op lange termijn. In het derde hoofdstuk wordt gefocust op de begrotingssituatie en op de potentiële consolidatie-instrumenten in België. Tot slot volgen enkele conclusies.

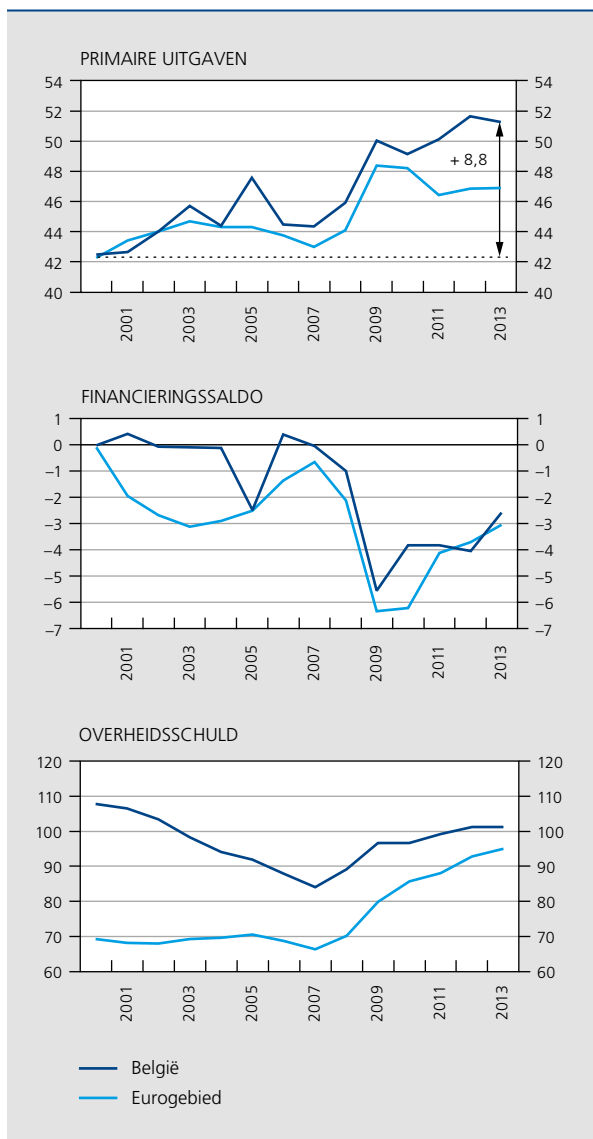
1. Recent verloop en huidige toestand van de overheidsfinanciën

Sedert het begin van de financiële en economische crisis zijn de begrotingstekorten in de meeste landen van het eurogebied fors vergroot. De zware economische recessie die eind 2008 inzette, veroorzaakte immers een verlies van overheidsontvangsten, terwijl de ratio's van de overheidsuitgaven aanzienlijk toenamen. De overheden zagen ook hun schulden sterk stijgen. Ze dienden immers middelen aan te trekken voor de financiering van zowel de kapitaalinjecties ten behoeve van de financiële sector als de fors opgelopen begrotingstekorten.

Ook in België zijn de overheidsfinanciën duidelijk verslechterd als gevolg van de financiële en economische crisis. Het financieringssaldo, dat sinds het begin van het millennium nagenoeg in evenwicht was, sloeg om in een omvangrijk tekort, dat in 2009 5,6% bbp bedroeg. Tevens kwam een abrupt einde aan de sedert de eerste helft van de jaren negentig ingezette daling van de schuldgraad.

De verslechtering van de overheidsfinanciën in de landen van het eurogebied leidde tot de overheidsschuldencrisis, die in 2010 begon. Sommige landen uit het eurogebied bevonden zich op dat ogenblik in de onmogelijkheid om zich via de markten te financieren. Om de in moeilijkheden verkerende landen te helpen en de stabiliteit in het eurogebied te vrijwaren, verleenden de overige landen van het eurogebied en het IMF financiële bijstand. Die steunverlening werd afhankelijk gemaakt van de implementatie van drastische budgettaire bezuinigingsplannen.

GRAFIEK 1 SLEUTELAGGREGATEN VAN DE OVERHEIDSFINANCIËN
(in % bbp)



Bronnen: EC, INR, NBB.

Sedertdien hebben de landen in kwestie, maar ook de overige landen van het eurogebied, consolideringsmaatregelen genomen om hun overheidsfinanciën gezond te maken.

Afgemeten aan het verloop van het structureel primair saldo – waarin de rentelasten, de niet-recurrente factoren en de conjunctuureffecten buiten beschouwing worden gelaten – beliep de begrotingsconsolidatie voor het eurogebied als geheel tussen 2010 en 2013 3,3 % bbp, tegen 0,9 % bbp voor België. Daaruit mag worden geconcludeerd dat België tot dusver een saneringsbeleid heeft gevoerd dat relatief bescheiden is in vergelijking

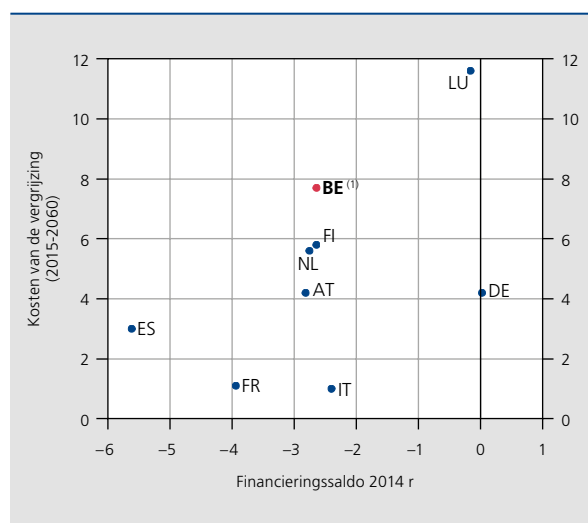
met de elders in Europa genomen begrotingsmaatregelen. Voorts valt op dat de ontvangsten in België aanzienlijk zijn toegenomen, maar dat ook de uitgaven in verhouding tot het bbp zijn gestegen, waardoor deze een negatieve bijdrage hebben geleverd tot de consolidatie van de overheidsfinanciën. Dit contrasteert met de situatie in het eurogebied als geheel, waar de hefbomen van de ontvangsten en de uitgaven gelijktijdig in werking werden gesteld om de overheidsfinanciën wezenlijk te saneren.

De meeste landen van het eurogebied, waaronder België, moeten evenwel hun inspanningen voortzetten om een begroting in evenwicht te bewerkstelligen en het traject van hun overheidsschuld om te buigen. Bovendien vormen de oplopende uitgaven verbonden aan de vergrijzing van de bevolking een belangrijke uitdaging voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn.

De budgettaire kosten van de vergrijzing zijn in België trouwens relatief hoog in vergelijking met die in de meeste andere Europese landen. Het is voor ons land derhalve van cruciaal belang dat de overheidsfinanciën verder worden gesaneerd en dat voldoende ruime budgettaire marges worden vrijgemaakt om het hoofd te kunnen bieden aan de impact van de vergrijzing.

Het ten uitvoer leggen van een op de gezondmaking van de overheidsfinanciën gericht programma vergt keuzes

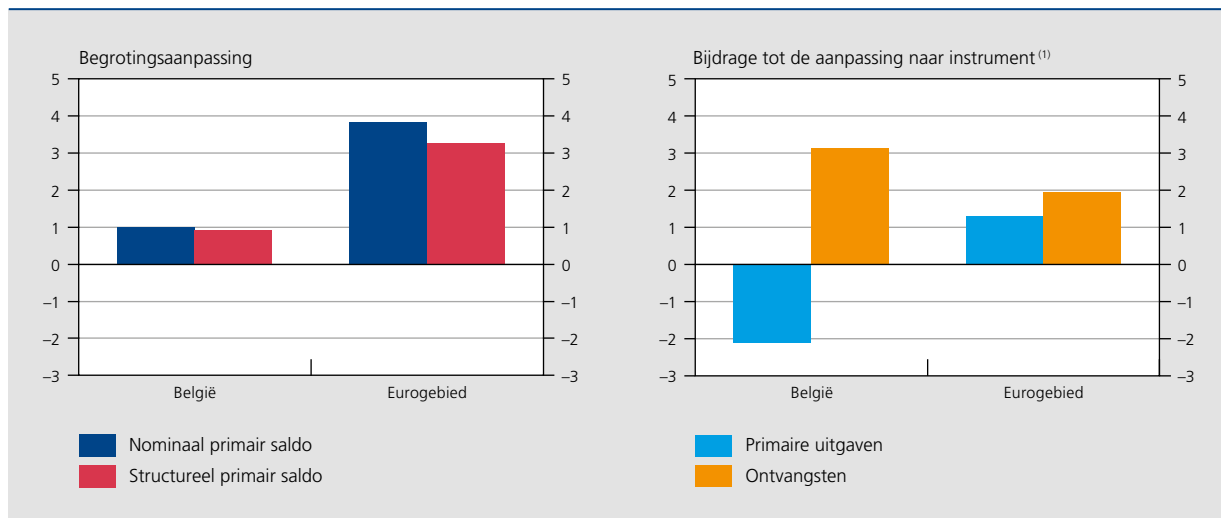
GRAFIEK 2 FINANCIERINGSSALDO VAN DE OVERHEID EN BUDGETTAIRE KOSTEN VAN DE VERGRIJZING
(in % bbp)



Bronnen: EC, NBB.

(1) De gegevens van deze grafiek zijn afkomstig uit het Fiscal Sustainability Report 2012 van de EC. Voor België raamt de SCvV eveneens de budgettaire kosten van de vergrijzing; deze raming ligt minder hoog. Het ecart tussen beide ramingen wordt verklaard door verschillen inzake de demografische en macro-economische hypothesen en de keuze van de uitgavencategorieën.

GRAFIEK 3 OMVANG EN SAMENSTELLING VAN DE BEGROTINGSCONSOLIDATIE
(verandering van 2010 tot 2013, in procentpunt bbp)



Bronnen: EC, NBB.
(1) Nominale gegevens.

inzake de in te zetten instrumenten, maar ook qua tempo. Daarom wordt in het volgende hoofdstuk nagegaan wat de impact op de economische bedrijvigheid is van een begrotingsconsolidatie die gebaseerd is op maatregelen aan de ontvangsten- of uitgavenzijde, en dit zowel op korte als op lange termijn.

2. Impact van een begrotingsconsolidatie op de economische bedrijvigheid

Over de effecten van een begrotingsconsolidatie bestaat er heel wat economische literatuur. Daarin wordt echter geen eenduidig antwoord geboden op de vraag naar het verband tussen begrotingsbeleid en economische bedrijvigheid. De impact is immers sterk afhankelijk van de omstandigheden, die aanzienlijk kunnen verschillen in de tijd en tussen de diverse landen.

Het is daarbij van cruciaal belang een onderscheid te maken tussen de impact op korte termijn en die op lange termijn. Een begrotingsconsolidatie zou doorgaans ten koste gaan van de economische groei op korte termijn, terwijl ze op lange termijn heilzaam zou zijn. Derhalve maakt het tempo waarin de consolidatiemaatregelen worden geïmplementeerd, maatregelen die noodzakelijk zijn om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn te waarborgen, soms het onderwerp uit van een geanimeerd debat onder economen en beleidsmakers.

2.1 Impact op korte termijn

Uit de meeste econometrische modellen en empirische studies blijkt dat de begrotingsmultiplicatoren – die aangeven in welke mate een bepaalde budgettaire impuls de groei van de bedrijvigheid beïnvloedt – op korte termijn positief zijn. Doorgaans kan een expansief begrotingsbeleid de economische bedrijvigheid op korte termijn stimuleren, terwijl consolidatiemaatregelen een remmend effect hebben.

De multiplicatoreffecten op korte termijn zijn echter sterk verschillend, afhankelijk van de verschillende instrumenten en van de omstandigheden. Ter belichting van de voornaamste factoren die bepalend zijn voor de omvang van de begrotingsmultiplicatoren worden de resultaten voorgesteld van aan de hand van het algemeen dynamisch evenwichtsmodel van de ECB verrichte simulaties.

Om te beginnen, hangt de impact van een begrotingsconsolidatie af van de economische en monetaire situatie waarin die consolidatie wordt uitgevoerd. Heeft ze plaats in een kleine open economie, dan is de kortetermijnpact ervan minder zwaar dan wanneer ze in verschillende landen tegelijkertijd plaatsvindt; in dit laatste geval zou de mondiale vraag immers sterker vertragen. Vooral door de gelijktijdigheid en de omvang van de in een periode van economische recessie uitgevoerde consolidatieprogramma's zou de economische bedrijvigheid duidelijk worden afgeremd. Een vaste wisselkoers versterkt het

negatieve effect van de consolidatie op de groei, dit in tegenstelling tot een zwevende wisselkoers, die doorgaans een bufferrol vervult. De begrotingsmultiplicator wordt tevens bepaald door de monetairbeleidskoers. Indien de centrale banken een accommoderend monetair beleid kunnen voeren, is de consolidatie minder penaliserend voor de groei. Ligger de rentetarieven dicht bij nul, dan zijn de centrale banken evenwel beperkt in hun mogelijkheden en is de consolidatie veelal schadelijker voor de groei.

Ook de initiële begrotings situatie is bepalend voor de waarde van de begrotingsmultiplicatoren. Zo is het negatieve effect van saneringsmaatregelen op de economische groei op korte termijn geringer of zelfs zo goed als onbestaand naarmate de situatie van de overheidsfinanciën verslechtert en deze als zorgwekkend wordt beschouwd. In dergelijke omstandigheden kunnen die maatregelen de soevereine risicopremie en het rentepeil drukken. Als gevolg daarvan slinken de financieringskosten van de

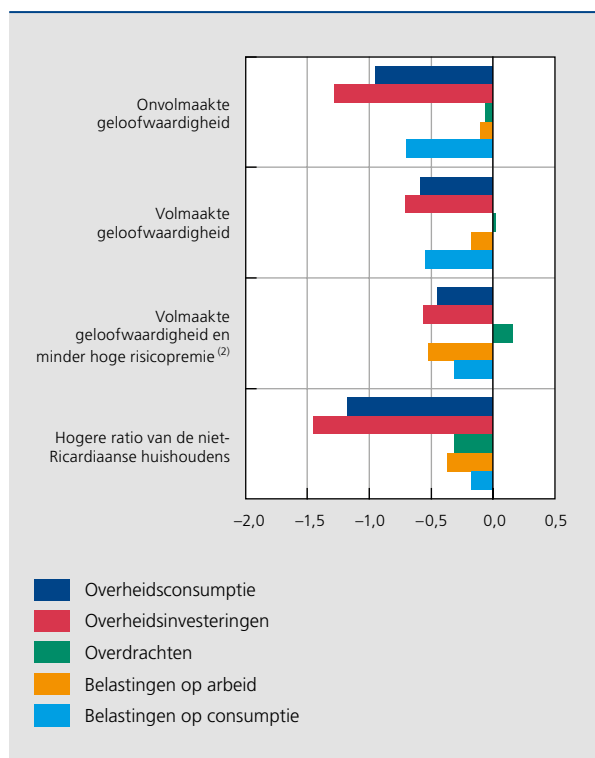
overheidssector, maar ook die van de private sector, wat bevorderlijk is voor de investeringen. Bovendien kunnen ze de spaarquote doen dalen omdat, bijvoorbeeld, de huishoudens minder aan voorzorgssparen gaan doen doordat, na een periode van budgettaire moeilijkheden, de maatregelen hun meer vertrouwen zullen inboezemen.

De geloofwaardigheid en het permanente karakter van de begrotingsconsolidatie zijn trouwens van primordiaal belang opdat de negatieve kortetermijnpact ervan op de economische bedrijvigheid beperkt zou blijven. Indien de markten geen geloof hechten aan de door de overheid aangegane verbintenis om de aangekondigde maatregelen succesvol te implementeren, sorteert de consolidatie op korte termijn een sterker negatief effect op de economische bedrijvigheid dan in een situatie met een volmaakte geloofwaardigheid. Dit laatste is het geval wanneer de markten ervan overtuigd zijn dat de aangekondigde begrotingsmaatregelen volledig geïmplementeerd zullen worden en duurzaam zullen blijven. Volmaakte geloofwaardigheid leidt er immers toe dat huishoudens en ondernemingen anticiperen op toekomstige belastingverlagingen die het gevolg zullen zijn van het aanwenden van de budgettaire manoeuvreerruimte, wat zich vertaalt in een gunstige impact op de economische bedrijvigheid die de kortetermijninkrimpingseffecten van de sanering afzwakt.

De omvang van de kortetermijnmultiplicatoren wordt eveneens beïnvloed door de mate waarin huishoudens en ondernemingen te maken hebben met liquiditeits- of kredietbeperkingen. Een groter aandeel van de zogeheten niet-Ricardiaanse huishoudens – dat zijn huishoudens die niet in staat zijn hun consumptie in de tijd af te vlakken teneinde het hoofd te bieden aan een daling van hun beschikbaar inkomen als gevolg van sommige consolidatiemaatregelen – leidt tot hogere negatieve begrotingsmultiplicatoren. Een vermindering van de overdrachten, bijvoorbeeld sociale uitkeringen, heeft in dit scenario een duidelijk sterk negatieve impact, terwijl in de andere scenario's een vermindering van de overdrachten een effect sorteert dat ongeveer gelijk aan nul is. Dit aspect verdient bijzondere aandacht wanneer een consolidatie wordt uitgevoerd in tijden van crisis omdat op dat ogenblik het aandeel van dergelijke huishoudens stijgt.

Tot slot hangen de multiplicatoreffecten op korte termijn af van de samenstelling van de saneringsmaatregelen. Verhogingen van de belastingen en verminderingen van de overdrachten gaan op korte termijn gepaard met aanzienlijk lagere multiplicatoreffecten dan dalingen van de overheidsconsumptie of van de overheidsinvesteringen. Op korte termijn oefenen de overheidsconsumptie en

GRAFIEK 4 **BEGROTINGSMULTIPLICATOREN OP KORTE TERMIJN**⁽¹⁾
(simulaties voor het eurogebied als geheel, volgens het New Area-Wide Model van de ECB)



Bron: ECB.

(1) Het betreft de verandering van het bbp als gevolg van een permanente wijziging van het beschouwde begrotingsinstrument ten belope van 1 % bbp. Op korte termijn wordt de door de sanering tot stand gebrachte budgettaire manoeuvreerruimte uitsluitend gebruikt om de overheidsschuldquote te verlagen. Op lange termijn wordt deze ruimte gebruikt om de belasting op het arbeidsinkomen te verlagen.

(2) In dit scenario wordt rekening gehouden met een daling van de risicopremie ten belope van 30 basispunten.

-investeringen immers een rechtstreekse invloed uit op het bbp, terwijl de andere overheidsuitgaven en de belastingen een indirect effect sorteren, namelijk via hun impact op het beschikbaar inkomen. Hierbij kan het sparen een bufferrol spelen en de impact van de daling van het beschikbaar inkomen op de consumptie of de investeringen temperen.

2.2 Impact op lange termijn

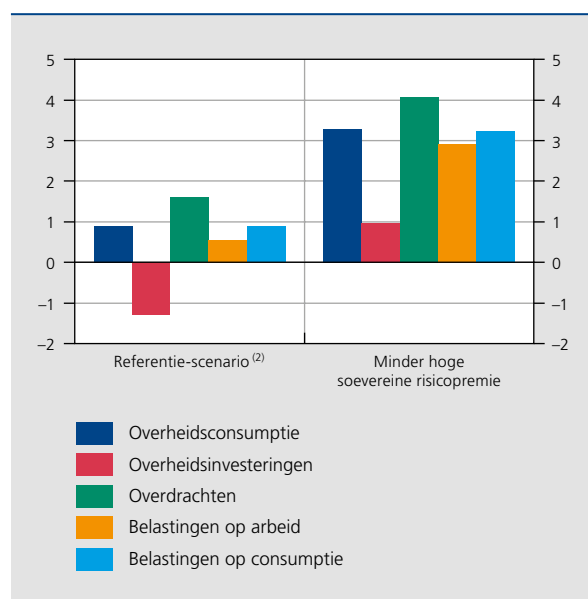
Een begrotingssanering die de houdbaarheid van de overheidsfinanciën vrijwaart, heeft op lange termijn – anders dan op korte termijn – onmiskenbaar positieve effecten. Zo kunnen door de vermindering van de rente-uitgaven, als gevolg van een lagere overheidsschuld, meer middelen worden vrijgemaakt voor productieve overheidsuitgaven of voor een verlichting van de fiscale en parafiscale druk. Deze effecten worden versterkt indien de begrotingsconsolidatie gepaard gaat met een daling van de lange rente als gevolg van een inkrimping van het op de markt aangeboden overheidspapier en met een verlaging van de in de rentetarieven vervatte risicopremies.

In een simulatie op basis van het algemeen dynamisch evenwichtsmodel van de ECB, waarbij de risicopremies constant blijven en de door het saneringsprogramma vrijkomende budgettaire marges worden aangewend om de heffingsdruk op arbeid te verlagen, sorteert de begrotingsconsolidatie op lange termijn voor vrijwel alle instrumenten positieve effecten op het bbp, behalve bij een vermindering van de overheidsinvesteringen. Dalingen van de overheidsconsumptie en van de overdrachten, waaronder sociale uitkeringen, hebben een positievere impact op de economische bedrijvigheid dan belastingverhogingen.

Wordt bovendien uitgegaan van de veronderstelling dat de begrotingssanering leidt tot een vermindering van

GRAFIEK 5 BEGROTINGSMULTIPLICATOREN OP LANGE TERMIJN ⁽¹⁾

(simulaties voor het eurogebied als geheel, volgens het New Area-Wide Model van de ECB)



Bron: ECB.

(1) Het betreft de verandering van het bbp als gevolg van een permanente wijziging van het beschouwde begrotingsinstrument ten belope van 1 % bbp. Op korte termijn wordt de door de sanering tot stand gebrachte budgettaire manoeuvreerruimte uitsluitend gebruikt om de overheidsschuldquote te verlagen. Op lange termijn wordt deze ruimte gebruikt om de belasting op het arbeidsinkomen te verlagen.

(2) Onvolmaakte geloofwaardigheid en vaste nominale korte rente.

de risicopremies op de overheidsschuld, dan blijkt het langetermijnvoordeel van de consolidatie nog veel groter te zijn. Dankzij de kostenverlaging voor overheidsfinanciering als gevolg van de daling van de lange rentes, ziet de overheid haar begrotingssituatie verbeteren, waardoor de mogelijkheden tot verlaging van de heffingsdruk op arbeid toenemen. De rentedaling leidt tevens tot een kostenverlaging voor de financiering van de private sector, met een verruiming van de kapitaalvoorraad tot gevolg.

Kader 1 – Impact van een daling van de overheidsuitgaven op de totale factorproductiviteit

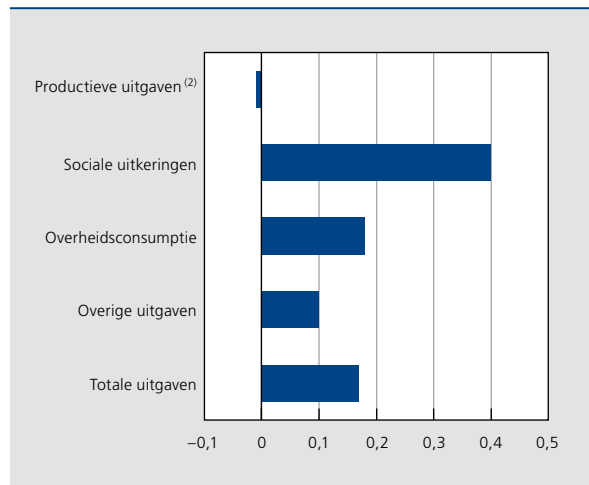
Voor een groep van vijftien OESO-landen onderzoeken Everaert et al. (2014) in een empirische analyse de effecten van het begrotingsbeleid op de langetermijnoutput. De gemeten impact verloopt uitsluitend via het kanaal van de totale factorproductiviteit.

De grafiek toont het effect van een verlaging van de overheidsuitgaven op de langetermijnoutput in België, waarbij de vrijgekomen budgettaire ruimte wordt gebruikt om het overheidstekort terug te dringen.



**IMPACT, OP DE LANGETERMIJNOUTPUT IN BELGIË,
VAN DE VERLAGING VAN DE OVERHEIDSUITGAVEN MET
1 PROCENTPUNT BBP⁽¹⁾**

(in %)



Bron: Everaert et al. (2014).

(1) Bovenstaande berekening is gebaseerd op een panelschatting van vijftien OESO-landen voor de periode 1970-2012 en op data van de budgettaire variabelen voor België in het jaar 2012.

(2) Uitgaven voor onderwijs, onderzoek en investeringen.

Worden de diverse uitgavencategorieën niet uitgesplitst, dan zal een vermindering van de totale overheidsuitgaven met 1 procentpunt bbp, ceteris paribus, de langetermijnoutput met gemiddeld bijna 0,2 % doen toenemen. Een verkleining van het overheidstekort zal op lange termijn immers worden geassocieerd met een stabielere omgeving en minder macro-economische onzekerheid. Dit bevordert investeringen in technologie en efficiëntie, wat resulteert in een toename van de algemene productiviteit.

Een daling van de zogeheten productieve uitgaven, zoals die voor onderwijs, onderzoek en investeringen, zou evenwel een lichtjes negatief effect hebben op de langetermijnoutput. De positieve invloed op de totale factorproductiviteit als gevolg van een daling van het overheidstekort wordt hier geneutraliseerd door de specifieke impact die verband houdt met de aard van deze uitgaven. Zo zal een daling van de overheidsuitgaven voor onderzoek zowel direct als indirect, via een daling van de soortgelijke particuliere uitgaven, tot een lagere totale factorproductiviteit leiden. Geringere uitgaven voor onderwijs resulteren in minder kennisopbouw, wat eveneens nefast is voor de algemene productiviteit. Tot slot zal ook een daling van de investeringen in infrastructuur de totale factorproductiviteit mee verzwakken. Bovendien zal een wijziging in de overheidsinvesteringen een rechtstreeks effect hebben op de kapitaalvoorraad en, via dat kanaal, op de langetermijnoutput. Dit laatste effect wordt echter niet in aanmerking genomen aangezien hier enkel de impact via het kanaal van de totale factorproductiviteit wordt gemeten. Het totale effect van een daling van de overheidsinvesteringen is dus negatiever dan wat hier blijkt.

Voor de andere uitgavencategorieën resulteert een daling van deze uitgaven in een positieve impact op de langetermijnoutput. Het grootste effect wordt hier bewerkstelligd door een vermindering van de sociale uitkeringen. Door middel van een hogere totale factorproductiviteit resulteert een teruggang van deze categorie met 1 procentpunt bbp in een toename van de langetermijnoutput met gemiddeld 0,4 %. Voor de overheidsconsumptie en de overige uitgaven worden stijgingen met respectievelijk 0,2 % en 0,1 % opgetekend.

3. De overheidsuitgaven in België

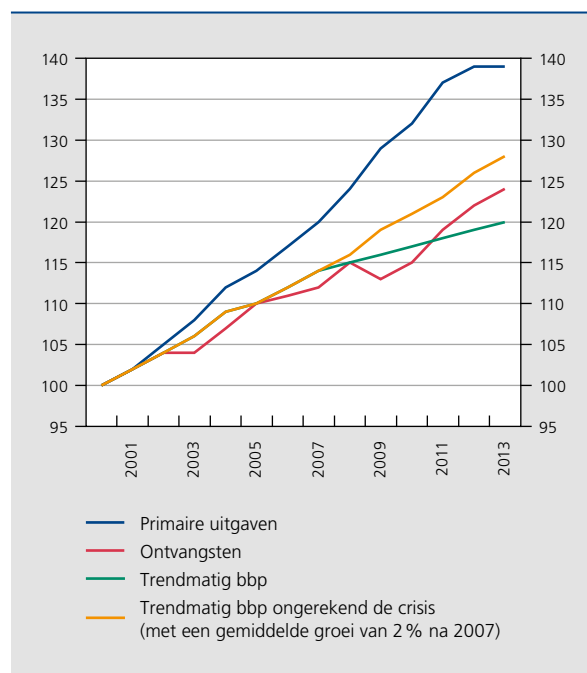
Het derde hoofdstuk van dit artikel behandelt de situatie van de overheidsuitgaven in België. Eerst wordt het verloop van deze uitgaven in kaart gebracht en dan volgt een vergelijking met de gegevens van de andere landen in het eurogebied. Voorts worden enkele specifieke uitgavencategorieën onder de loep genomen en wordt een simulatie op middellange termijn toegelicht waarin verscheidene scenario's worden uitgewerkt met betrekking tot het verloop van de primaire uitgaven in België. Tot slot wordt een studie voorgesteld op basis waarvan aanbevelingen worden geformuleerd over de instrumenten die bij de verdere begrotingsconsolidatie bij voorkeur worden gebruikt.

3.1 Verloop van de primaire uitgaven in België

Sinds het begin van het millennium zijn de overheidsuitgaven exclusief rentelasten, de zogeheten primaire uitgaven, in België fors toegenomen. Ze zijn gestegen van 42,5% bbp in 2000 tot maar liefst 51,3% in 2013. In alle deelsectoren van de overheid lag de toename van deze uitgaven immers ruim boven de trendmatige groei van het bbp. Aangezien de ontvangsten in die periode gemiddeld beschouwd ongeveer even snel toenamen als het trendmatig bbp, verslechterde het primair saldo. Een dergelijke dynamiek is onhoudbaar, aangezien ze ofwel een voortdurende verhoging van de heffingen in de economie zou teweegbrengen ofwel een toename van

GRAFIEK 6 ONTVANGSTEN EN PRIMAIRE UITGAVEN ⁽¹⁾ VAN DE GEZAMENLIJKE OVERHEID EN TRENDMATIG BBP

(gedefleerd aan de hand van de bbp-deflator, indexcijfers 2000 = 100)



Bronnen: INR, NBB.

(1) Gecorrigeerd voor conjuncturele (volgens de ESCB-methode) en niet-recurrente of budgettaire neutrale factoren, en voor indexerings-effecten.

het begrotingstekort zou veroorzaken en, derhalve, een oplopende schuld.

TABEL 1 GECORRIGEERDE PRIMAIRE UITGAVEN PER DEELSECTOR VAN DE OVERHEID ⁽¹⁾⁽²⁾

(gedefleerd aan de hand van de bbp-deflator, veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gemiddelde 2000-2013
Entiteit I	4,8	3,9	3,2	3,1	1,6	0,4	2,7
Federale overheid	5,5	3,6	4,5	2,6	-1,3	-1,7	2,4
Sociale zekerheid	4,5	4,1	2,7	3,2	2,8	1,3	2,8
Entiteit II	2,5	3,2	2,0	3,2	1,5	-0,5	2,4
Gemeenschappen en gewesten	3,1	3,4	1,8	3,0	0,8	-0,3	2,6
Lokale overheid	1,5	3,0	2,4	3,5	2,9	-0,9	2,0
Totaal	3,9	3,7	2,8	3,1	1,6	0,1	2,6
<i>p.m. Bbp naar volume</i>	<i>1,0</i>	<i>-2,8</i>	<i>2,3</i>	<i>1,8</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,2</i>	<i>1,2</i>

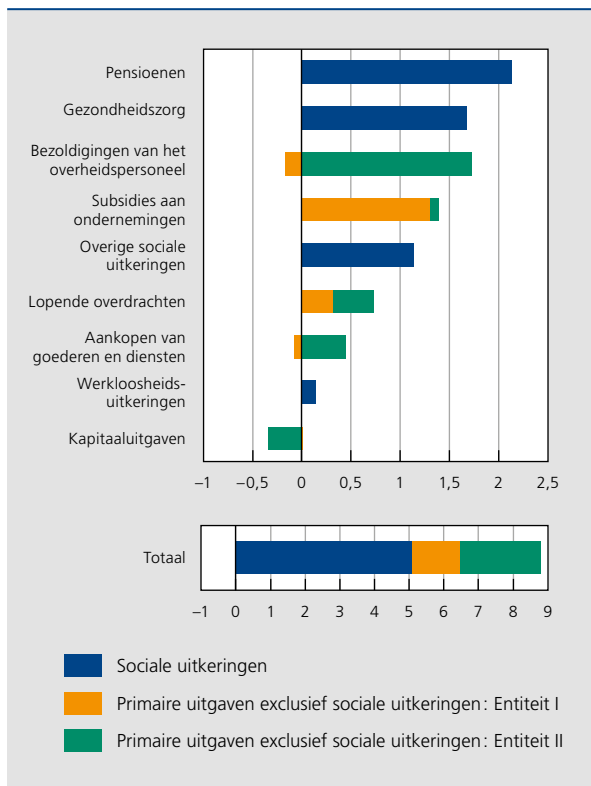
Bronnen: INR, NBB.

(1) De uitgaven van de deelsectoren van de gezamenlijke overheid omvatten niet de overdrachten tussen deze deelsectoren onderling.

(2) Primaire uitgaven gedefleerd aan de hand van de bbp-deflator en gecorrigeerd voor de invloed van de conjuncturele, niet-recurrente en budgettaire neutrale factoren, alsook het indexerings-effect. Het indexerings-effect is het effect dat voortvloeit uit het verschil tussen, enerzijds, de effectieve indexering van de bezoldigingen van het overheidspersoneel en de sociale uitkeringen en, anderzijds, het verloop van de bbp-deflator.

GRAFIEK 7 **PRIMAIRE UITGAVEN PER CATEGORIE EN PER ENTITEIT**

(veranderingen tussen 2000 en 2013, in procentpunt van het bbp)



Bronnen: INR, NBB.

(1) Entiteit I omvat de federale overheid en de sociale zekerheid.

(2) Entiteit II bestaat uit de gemeenschappen en gewesten en de lokale overheid.

In 2012 veranderde het begrotingsbeleid in België echter van koers. In dat jaar stegen de uitgaven veel gematigder dan tijdens het voorgaande decennium. In 2013 was de reële groei van de primaire uitgaven vrijwel gelijk aan nul. Dat moet worden beschouwd als het resultaat van de saneringsinspanningen die de federale overheid, de gemeenschappen en de gewesten en de lokale overheid recentelijk hebben geleverd.

De uitgavencategorieën die de afgelopen jaren het sterkst zijn toegenomen, zijn de sociale uitkeringen, de bezoldigingen van het overheidspersoneel en de subsidies. De toename van de primaire uitgaven tussen 2000 en 2013 was immers ten belope van 5,1 procentpunt bbp terug te voeren op de sociale uitkeringen die aanzienlijk sneller groeiden dan het bbp. De uitgaven voor pensioenen en gezondheidszorg stegen met respectievelijk 2,1 en 1,7 procentpunt. De bezoldigingen van het overheidspersoneel namen in deze periode met 1,6 procentpunt bbp toe, wat integraal toe te schrijven

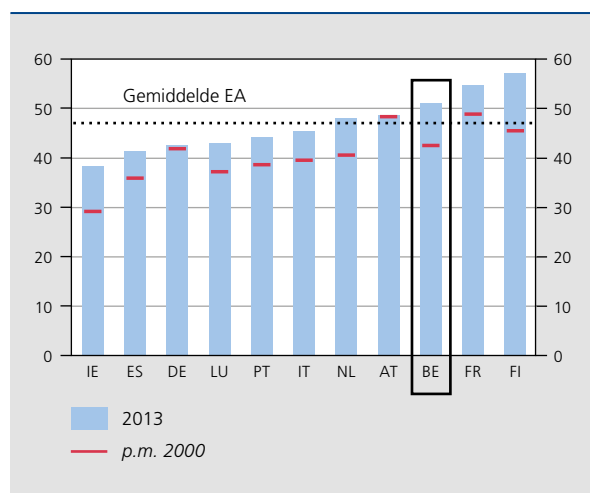
was aan de gemeenschappen en gewesten en de lokale overheid. Gedurende dezelfde periode stegen de subsidies aan ondernemingen met 1,4 procentpunt bbp. Voor deze stijging waren de federale overheid en de sociale zekerheid verantwoordelijk. De investeringen daarentegen – die als de meest productieve overheidsuitgaven worden beschouwd – liepen in verhouding tot het bbp terug, van 2% in 2000 tot 1,6% in 2013. Deze daling kan slechts ten dele – voor ongeveer de helft – worden verklaard door de invloed van de electorale cyclus op de investeringen van de lokale overheid.

3.2 De Belgische overheidsuitgaven vanuit een Europees perspectief

België behoort tot de Europese landen met de hoogste overheidsuitgaven. In 2013 bedroegen de primaire uitgaven er, zoals vermeld, 51,3% bbp. Dat is 4,4 procentpunt meer dan gemiddeld in het eurogebied.

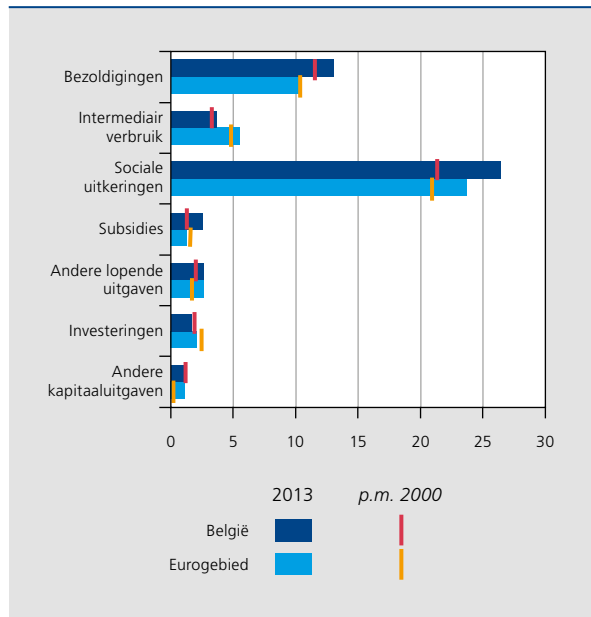
Uit een vergelijking van de primaire uitgaven per categorie blijkt voor welke begrotingsposten België relatief meer uitgeeft dan het gemiddelde in het eurogebied. De Belgische overheidsuitgaven voor sociale uitkeringen, bezoldigingen van het overheidspersoneel en subsidies zijn, in verhouding tot het bbp, hoger dan die van het eurogebied. Het intermediair verbruik en de overheidsinvesteringen, daarentegen, liggen in ons land iets lager.

GRAFIEK 8 **PRIMAIRE UITGAVEN VAN DE OVERHEID**
(in % bbp)



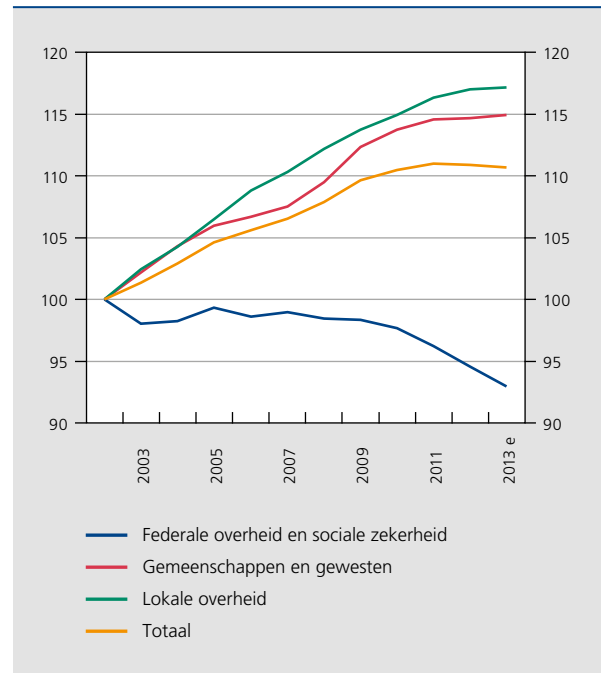
Bronnen: EC, NBB.

GRAFIEK 9 PRIMAIRE UITGAVEN PER CATEGORIE
(in % bbp)



Bronnen: EC, NBB.

GRAFIEK 10 WERKGELEGENHEID BIJ DE OVERHEID
(jaargemiddelden, indexcijfers 2002 = 100)



Bronnen: INR, NBB.

3.3 Analyse van specifieke uitgavencategorieën

In deze paragraaf worden de uitgaven voor bezoldigingen van het overheidspersoneel, subsidies en sociale uitkeringen grondig geanalyseerd. Het betreft immers uitgavencategorieën die de afgelopen jaren fors zijn gestegen en waarvoor België meer uitgeeft dan, gemiddeld beschouwd, de overige landen van het eurogebied.

BEZOLDIGINGEN VAN HET OVERHEIDSPERSONEEL

De loonsom van het overheidspersoneel is goed voor ongeveer een kwart van de uitgaven van de Belgische overheid. De omvang van de bezoldigingen hangt zowel af van het werkgelegenheidspeil als van de in de overheidssector uitbetaalde lonen. In België wijkt het niveau van de lonen in de overheidssector slechts in geringe mate af van de gemiddelde lonen in de private sector en het sluit nauw aan bij de in tal van Europese landen geldende salarissen van het overheidspersoneel⁽¹⁾. Daartegenover lijkt het aantal personeelsleden in overheidsdienst per inwoner de afgelopen jaren sterker te zijn toegenomen en hoger te liggen dan elders in Europa. De eventuele verlaging van de loonsom in het kader van de begrotingssanering zou dan ook vooral

(1) Zie Eugène B. (2011).

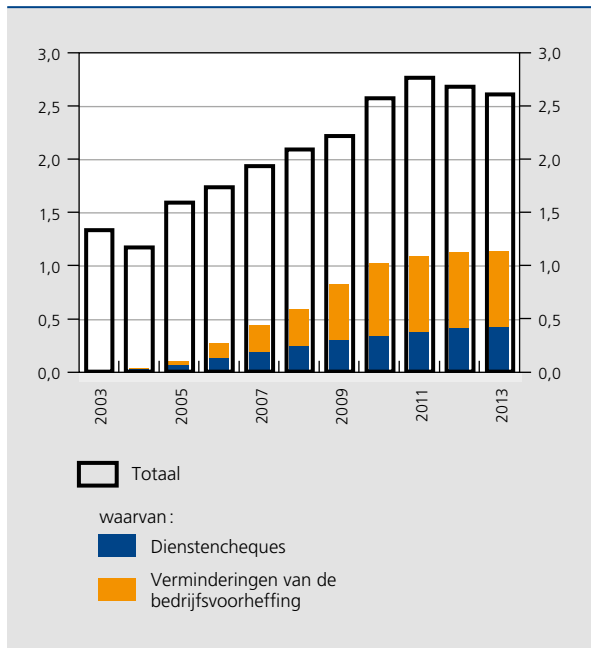
moeten worden bewerkstelligd door een inkrimping van de werkgelegenheid bij de overheid.

De werkgelegenheid bij de overheid steeg niet in alle deelsectoren. De gemeenschappen en gewesten zagen, net als de lokale overheid, tijdens het afgelopen decennium hun personeelsbestand fors groeien. Bij de federale overheid, daarentegen, daalde de werkgelegenheid tijdens die periode, voornamelijk door personeelsafvloeiingen bij landsverdediging. Sinds 2011 zorgt de stabilisatie van de werkgelegenheid bij de gemeenschappen en gewesten en bij de lokale overheid voor een lichte daling van de totale werkgelegenheid bij de overheid. Deze daling heeft de groei van de loonsom weliswaar helpen afremmen, maar het peil ervan blijft relatief hoog.

SUBSIDIES

De door de overheid aan de ondernemingen betaalde subsidies zijn de laatste jaren aanzienlijk toegenomen. Die uitgaven omvatten bijvoorbeeld de investeringstoelagen aan de NMBS of de uitgaven voor dienstencheques en andere activeringsmaatregelen die gericht zijn op werknemers uit bepaalde risicodoelgroepen. Volgens de nationale rekeningen zijn ook de verminderingen van de bedrijfsvoorheffing die de federale overheid aan de

GRAFIEK 11 SUBSIDIES AAN ONDERNEMINGEN
(in % bbp)



Bronnen : INR, NBB.

ondernemingen toekent, zowel de algemene vermindering als die voor ploegenarbeid en nachtwerk, subsidies aan bedrijven. Deze voordelen namen tijdens het afgelopen decennium fors toe, maar sedert 2010 blijven ze stabiel. Het bedrag dat wordt uitgetrokken voor dienstencheques is sedert de start van de regeling, tien jaar geleden, continu gestegen.

SOCIALE UITKERINGEN

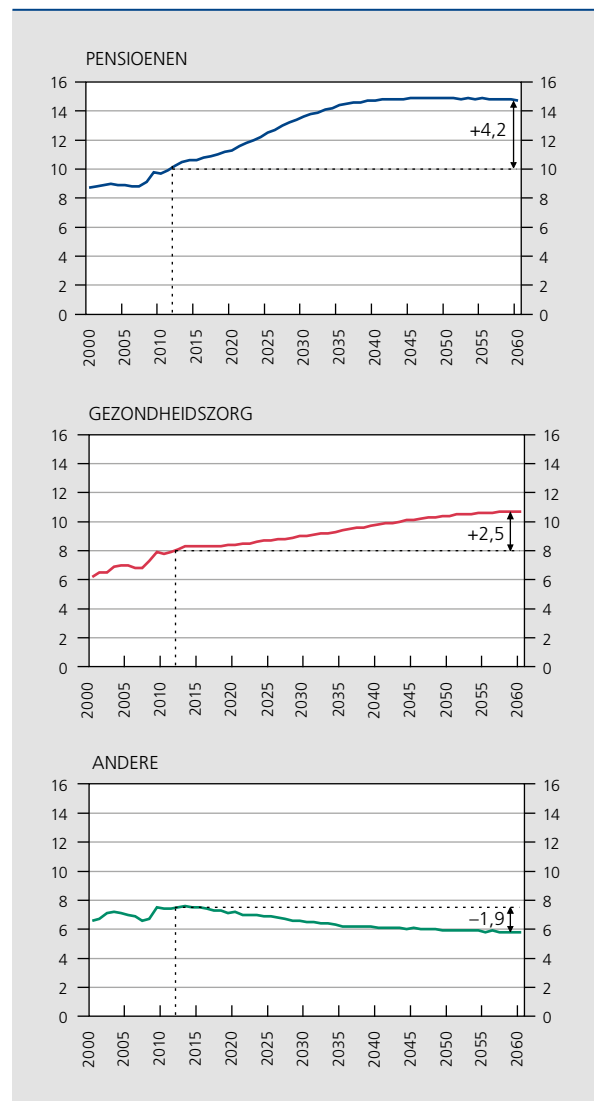
In België maken de sociale uitkeringen ongeveer de helft uit van de overheidsuitgaven. De pensioenen en de uitgaven met betrekking tot de diensten inzake gezondheids- en langetermijnzorg zijn de belangrijkste posten ervan. Die sociale uitkeringen, alsook de uitkeringen die worden betaald aan personen die omwille van ziekte of invaliditeit niet in staat zijn om te werken, zijn tijdens het afgelopen decennium naar volume zeer fors gegroeid, ruimschoots meer dan het bbp. De uitgaven voor gezondheidszorg hebben de laatste jaren een gematigder verloop te zien gegeven, dit in tegenstelling tot de pensioenen en de ziekte- en invaliditeitsuitkeringen, die zeer snel zijn blijven groeien.

Bij ongewijzigd beleid mag worden verwacht dat de groei van de sociale uitgaven niet zal vertragen. Door de vorming van de leeftijds piramide, die samenhangt met de vergrijzing van de bevolking, zullen de kosten van de sociale uitkeringen de komende decennia immers aanzienlijk

oplopen. Volgens de ramingen van de Studiecommissie voor de vergrijzing, die van nature omgeven zijn door een hoge mate van onzekerheid, zullen de sociale uitkeringen, als de overheid niet ingrijpt, tussen 2013 en 2060 stijgen van 26,4% tot 31,2% bbp, wat overeenstemt met budgettaire kosten ten belope van 4,8% bbp. Deze stijging is integraal toe te schrijven aan de verwachte toename van de uitgaven voor pensioenen en voor gezondheidszorg en langetermijnzorgstelsels, terwijl de overige categorieën van sociale uitkeringen algemeen beschouwd zouden teruglopen.

In die projecties is reeds rekening gehouden met de verwachte effecten van de recente pensioenhervorming,

GRAFIEK 12 VERWACHT VERLOOP VAN DE SOCIALE UITGAVEN BIJ ONGEWIJZIGD BELEID
(in % bbp)



Bron : SCvV.

GRAFIEK 13 SOCIALE UITKERINGEN

(gedefleerd aan de hand van de bbp-deflator, veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bronnen: INR, NBB.

waarbij de loopbaanduur wordt verlengd en de effectieve pensioenleeftijd wordt uitgesteld. Zo zullen de minimumvoorwaarden voor leeftijd en loopbaanduur geleidelijk worden opgetrokken: om vervroegd met pensioen te kunnen gaan, moet vanaf 2016 worden gewerkt tot 62 jaar, met een loopbaan van 40 jaar. Die maatregelen helpen de weerslag van de vergrijzing op de overheidsuitgaven voor pensioenen verzachten, maar toch verwacht de Studiecommissie voor de vergrijzing nog steeds een aanzienlijke toename van de pensioen-uitgaven op middellange en lange termijn. Dit toont aan dat de hervorming van de pensioenstelsels moet worden voortgezet. Daarbij dient de gemiddelde loopbaanduur verder te worden verlengd, rekening houdend met de levensverwachting, specifieke loopbaanelementen en het verloop van de beroepsbevolking. Die inspanningen zullen moeten worden aangevuld met hervormingen van de gezondheidszorg- en de langetermijnzorgstelsels

teneinde de toename van die uitgaven onder controle te houden. De eerstkomende jaren bieden dan ook een niet te missen kans om de verzorgingsproblematiek doortastend aan te pakken.

3.4 Simulaties met betrekking tot de uitgavengroei op middellange termijn

De matiging van de overheidsuitgaven zal gedurende langere tijd moeten worden aangehouden om België in staat te stellen zijn Europese verbintenissen inzake de gezondmaking van de overheidsfinanciën na te komen. Dit blijkt uit een mechanische oefening waarin – louter bij wijze van illustratie – drie technische scenario's met betrekking tot het verloop van de primaire uitgaven worden ontwikkeld. Het eerste scenario gaat uit van een bevroering van de uitgaven op hun nominaal bedrag

TABEL 2 SCENARIO'S VOOR HET VERLOOP VAN DE PRIMAIRE UITGAVEN

(gemiddelde veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar voor de periode van 2013 tot 2017, tenzij anders vermeld)

	Primaire uitgaven		Begrotingssaldo	Verskil met de doelstelling in 2017 ⁽²⁾
	Reële groei	Nominale groei	(in % bbp)	
Bevriezing van de nominale uitgaven	-1,5	0,0	2,9	2,3
Bevriezing van de reële uitgaven	0,0	1,5	0,0	-0,6
Projectie van de uitgaven bij ongewijzigd beleid ⁽¹⁾	1,2	2,8	-2,8	-3,4

Bronnen: Begrotingsdocumenten, NBB.

(1) Op basis van de macro-economische projecties van het Federaal Planbureau van maart 2014, die zijn gebruikt in het advies van de Hoge Raad van Financiën van maart 2014.

(2) Doelstellingen die vervat zijn in het stabiliteitsprogramma van april 2014, gebaseerd op het advies van de Hoge Raad van Financiën van maart 2014.

van 2013, wat een inkrimping naar volume impliceert. Een tweede scenario veronderstelt de bevriezing van de uitgaven in reële termen. Het derde scenario, ten slotte, geeft het vermoedelijke verloop bij ongewijzigd begrotingsbeleid weer. In de drie gevallen worden ook het bbp en de inflatie bij ongewijzigd beleid geraamd. Deze oefening wordt gemaakt in het huidig fiscaal en parafiscaal kader.

Tegen die achtergrond levert elk scenario een begrotingssaldo op, dat vervolgens wordt vergeleken met de voor België door de afdeling 'Financieringsbehoeften van de Overheid' van de Hoge Raad van Financiën in maart 2014 aanbevolen doelstellingen, namelijk een structureel begrotingsevenwicht in 2016 en een structureel overschot van 0,75 % bbp in 2017, overeenkomstig de in het Europees governancekader vastgelegde doelstelling op middellange termijn. Deze laatste doelstelling zou overeenstemmen met een nominaal surplus van 0,6 % bbp in 2017. Deze doelstellingen werden ook louter indicatief overgenomen in het stabiliteitsprogramma van april 2014, waarbij er werd op gewezen dat de beslissingen inzake het begrotingstraject en de verdeling ervan over de verschillende beleidsniveaus tot de bevoegdheid van de volgende regeringen behoren.

Bij ongewijzigde ontvangsten, zou het scenario waarin de nominale uitgaven worden gestabiliseerd, leiden tot een begrotingssurplus dat aanzienlijk groter zou zijn dan de voor 2017 aanbevolen doelstelling. Daartoe zouden echter maatregelen met een zeer hoog onmiddellijk rendement moeten worden genomen. Het scenario waarin de uitgaven in reële termen worden bevroren, zou in 2017 leiden tot een begrotingsevenwicht, wat betekent dat in dit scenario ten belope van 0,6 % bbp extra ontvangsten

zijn vereist. Mocht het verloop van de primaire uitgaven minder strikt blijken te zijn, dan zou de begrotingssanering in hogere mate op nieuwe ontvangsten moeten steunen teneinde in 2017 de middellangetermijndoelstelling voor België te halen.

3.5 Aanbevolen consolidatie-instrumenten

Een uitstekende overzichtsstudie betreffende de macro-economische impact van diverse consolidatie-instrumenten is die van Cournède et al. (2013), die werd gepubliceerd door de OESO. De analyse in deze studie stelt de auteurs in staat om, onder meer voor België, beleidsaanbevelingen te formuleren betreffende de instrumenten die bij voorkeur worden ingezet om een begrotingssanering te bewerkstelligen.

Eerst wordt onderzocht wat het effect is van verschillende consolidatie-instrumenten op de economische bedrijvigheid en op de inkomensgelijkheid, zowel op korte als op lange termijn. Concreet wordt nagegaan of er over de impact van een bepaald instrument een consensus bestaat in de literatuur. Op basis van deze meta-analyse worden de consolidatie-instrumenten in diverse categorieën uitgesplitst, van sterk positief tot sterk negatief, voor hun impact op zowel de economische groei als de inkomensgelijkheid. Indien voor een bepaald instrument geen consensus wordt gevonden in de literatuur, krijgt het instrument geen classificatie.

Aan de uitgavenzijde bestaat met betrekking tot een verlaging van de pensioenen enkel een consensus over het langetermijneffect op de economische bedrijvigheid. Dit effect is sterk positief, met als belangrijkste oorzaak

de toename van het arbeidsaanbod als gevolg van een daling van de pensioenuitgaven. De kortetermijnpact van deze daling op de economische groei en op de inkomensgelijkheid hangt af van de specifieke manier waarop ze ten uitvoer wordt gelegd. Voorts zij opgemerkt dat een verlaging van de loon- en werkingskosten van de overheid in een groot verschil tussen de korte- en langetermijneffecten op de economische groei resulteert. Op korte termijn is het effect sterk negatief, terwijl het op lange termijn positief wordt. De reden daarvan is dat de uit die verlaging voortvloeiende daling van de overheidsconsumptie een rechtstreekse impact heeft op het bbp, maar de negatieve Keynesiaanse vraageffecten spelen enkel op korte termijn. Op lange termijn verdwijnen ze en uiteindelijk leidt een verlaging van deze uitgaven tot een positief effect op de economische bedrijvigheid. Tot slot wordt gewezen op de sterk negatieve effecten die een verlaging van de uitgaven voor onderwijs sorteren op de economische bedrijvigheid en op de inkomensgelijkheid, dit zowel op korte als op lange termijn. Ook een daling van de overheidsinvesteringen heeft een sterk negatieve impact op de economische groei.

Aan de inkomstzijde zijn de korte- en langetermijneffecten van een toename van zowel de personenbelasting als de vennootschapsbelasting vergelijkbaar. De impact op de economische groei is op lange termijn sterk negatief. De effecten op de inkomensgelijkheid, van hun kant, zijn op korte en lange termijn gematigd positief. Uit theoretisch oogpunt is de invloed, op de economische bedrijvigheid, van een toename van de personenbelasting ambigu. Een toename zal de opbrengst van arbeid voor de werknemers doen dalen. Afhankelijk van de keuze van deze laatsten om meer te werken met als doel hun netto-inkomen te behouden (inkomenseffect), of minder te werken aangezien vrije tijd relatief goedkoper wordt (substitutie-effect), zal het effect op de economische groei respectievelijk positief of negatief zijn. Op basis van empirische studies bestaat er echter een consensus dat het substitutie-effect domineert, vandaar is het effect op de economische bedrijvigheid negatief. De impact van een stijging van de socialezekerheidsbijdragen op de economische bedrijvigheid is vergelijkbaar met die van de personen- en vennootschapsbelasting. Het effect op de inkomensgelijkheid is echter verschillend. Verhogingen van de socialezekerheidsbijdragen hebben immers meestal een negatieve invloed op de inkomensgelijkheid omdat deze bijdragen vaak geconcentreerd zijn op de arbeidsinkomens en de socialezekerheidsbijdragen in tal van landen enkel op de arbeidsinkomens tot een bepaald niveau worden geheven. Voorts sorteert een verhoging van zowel de milieubelastingen als de inkomsten uit de verkoop van goederen en diensten – het betreft voornamelijk gebruikskosten van openbare

goederen en diensten – een positief effect op de economische groei op lange termijn. Een stijging van deze gebruikskosten zorgt er immers voor dat het inefficiënt gebruik ervan daalt, wat op lange termijn bevorderlijk kan zijn voor de groei. Een verhoging van de milieubelastingen stimuleert op haar beurt duurzame productie, wat positieve effecten heeft op de langetermijnoutput.

Op basis van deze syntheseoefening stellen de auteurs vervolgens twee rangschikkingen op van de consolidatie-instrumenten: één is gericht op zowel de korte als de middellange termijn en één is uitsluitend gericht op de lange termijn. Hoe hoger in de rangschikking, hoe beter of hoe minder nefast een instrument is voor de economische groei en voor de inkomensgelijkheid. Op korte en middellange termijn wordt een clusteranalyse uitgevoerd om aan de doelstellingen inzake economische groei en inkomensgelijkheid gewichten toe te kennen. België wordt ingedeeld bij een groep landen waar de klemtoon iets meer op de economische groei ligt dan op de inkomensgelijkheid, aangezien het behoort tot de landen met een, in vergelijking met de andere OESO-landen, reeds relatief hoge inkomensgelijkheid. Er wordt dus van uitgegaan dat de uitdagingen, wat ons land betreft, voornamelijk het stimuleren van de economische bedrijvigheid betreffen. Het resultaat daarvan is dat de impact die de verschillende instrumenten op de economische groei hebben, relatief zwaarder weegt in de rangschikking. Voor de rangschikking op lange termijn wordt aan beide doelstellingen eenzelfde gewicht toegekend.

In de rangschikking op korte en middellange termijn komt een verlaging van de uitgaven voor pensioenen op de eerste plaats, gevolgd door, achtereenvolgens, een verlaging van de subsidies, een verhoging van de registratie- en successierechten en een verlaging van de werkloosheidsuitgaven. Onderaan de rangschikking bevinden zich een daling van de overheidsinvesteringen, van de uitgaven voor gezondheidszorg en van de uitgaven voor onderwijs. Dit zijn de consolidatie-instrumenten die het best worden vermeden. In de rangschikking op lange termijn wisselen een verlaging van de pensioenuitgaven en een daling van de subsidies onderling van plaats. De reden hiervan is dat voor de analyse op lange termijn de criteria van de economische groei en de inkomensgelijkheid even sterk wegen. Voorts worden deze instrumenten gevolgd door een daling van de werkloosheidsuitgaven, een daling van de loon- en werkingskosten van de overheid, een toename van de registratie- en successierechten en een toename van de inkomsten uit milieubelasting. Een daling van de uitgaven voor onderwijs en van de overheidsinvesteringen, daarentegen, is op lange termijn nefast voor de economische groei en, in het geval van onderwijs, ook voor de inkomensgelijkheid.

Ten slotte wordt voor elk land de consolidatiebehoefte geraamd en analyseren de auteurs via welke instrumenten de consolidatie het best kan gebeuren. Hierbij wordt ervan uitgegaan dat de pensioenuitgaven in verhouding tot het bbp constant blijven, wat op zich al omvangrijke hervormingen vereist. Idealiter zet een land uitsluitend de instrumenten in die zich bovenaan de rangschikking bevinden. Die hebben immers het beste effect op de economische bedrijvigheid en op de inkomensgelijkheid. Er moet in een bepaald instrument echter ook voldoende ruimte zijn teneinde het te kunnen aanwenden om de consolidatiedoelstelling te bereiken. De auteurs maken daartoe gebruik van de volgende vuistregel: bij de inkomsten zou er in een bepaald instrument ruimte zijn als ten minste een derde van de bestudeerde OESO-landen in verhouding tot het bbp meer inkomsten genereert

voor dit instrument; bij de uitgaven zou er ruimte zijn om een instrument te gebruiken als op z'n minst een derde van de OESO-landen minder spendeert in verhouding tot het bbp.

Gelet op de ruimte in een bepaald consolidatie-instrument en op de rangschikking, worden voor België verschillende instrumenten aanbevolen. Die zijn in tabel 3 in het groen omkaderd. Over de aanbevolen instrumenten die in het groen gearceerd zijn, bestaat er weinig twijfel. De overige omkaderde instrumenten zijn met iets meer onzekerheid omgeven.

De beleidsconclusies die daar voor België uit voortvloeien zijn uiteraard interessant, maar ze blijven indicatief. Volgens deze studie zijn de aanbevolen instrumenten

TABEL 3 VOOR BELGIË AANBEVOLEN CONSOLIDATIE-INSTRUMENTEN

	Impact op de economische bedrijvigheid		Impact op de inkomensgelijkheid		Rangschikking	
	Korte termijn	Lange termijn	Korte termijn	Lange termijn	Korte en middellange termijn	Lange termijn
Verlaging uitgaven						
Pensioenen		++			1	2
Subsidies	-	++	+	+	2	1
Werkloosheidsuitkeringen	-	+	-		4	3-6
Ziekte- en invaliditeitsuitkeringen	-	+	--	-	8	7-9
Loon- en werkingskosten overheidsadministratie	--	+	-		11	3-6
Kinderbijslag e.a.	-	-	--	--	14	15-16
Overheidsinvesteringen	--	--			15	13-14
Gezondheidszorg	--	-	-	--	16	13-14
Onderwijs	--	--	-	--	17	17
Toename inkomsten						
Registratierechten, successierechten e.a.	-		++	+	3	3-6
Milieubelasting	-	+	-		5	3-6
Lopende belasting op onroerende goederen	-				6	7-9
Verkoop van goederen en diensten	-	+	-	-	7	7-9
Personenbelasting	-	--	+	+	9-10	10-12
Vennootschapsbelasting	-	--	+	+	9-10	10-12
Consumptiebelasting (exclusief milieueffingen)	-	-	-		12	10-12
Socialezekerheidsbijdragen	-	--	-	-	13	15-16

Bron: Cournède et al. (2013).

waar bijna geen twijfel over bestaat en waarin ruimte is om maatregelen te nemen, verlagingen van de pensioen-uitgaven, de subsidies en de werkloosheidsuitkeringen. Op lange termijn wordt het ook raadzaam geacht om de loon- en overige werkingskosten van de overheid te verlagen. Een matiging van de overheidsuitgaven zou, volgens de in deze studie gevolgde benadering, dan ook de sleutel zijn voor een succesvolle sanering van de overheidsfinanciën in België. Aanbevolen instrumenten waar op korte en middellange termijn iets meer onzekerheid over bestaat, zijn ziekte- en invaliditeitsuitkeringen, milieuheffingen, lopende belasting op onroerende goederen en inkomsten uit de verkoop van goederen en diensten. Op lange termijn betreft het milieuheffingen en ziekte- en invaliditeitsuitkeringen.

Conclusies

De verslechtering van de overheidsfinanciën als gevolg van de financiële en economische crisis en de toenemende kosten die verbonden zijn aan de vergrijzing van de bevolking maken een voortzetting van de begrotingsconsolidatie onontbeerlijk, zowel in België als in de meeste andere landen van het eurogebied.

Hoewel een begrotingsconsolidatie doorgaans nadelig is voor de economische groei op korte termijn, is ze op lange termijn bevorderlijk voor de economische bedrijvigheid. Begrotingssaneringen op basis van uitgavenverminderingen hebben op lange termijn gunstiger effecten op de economische bedrijvigheid dan saneringen die berusten op verhogingen van de overheidsontvangsten, voor zover het daarbij niet gaat om de meest productieve uitgaven, bijvoorbeeld investeringen. Indien de consolidatiemaatregelen de onzekerheid met betrekking tot de houdbaarheid van de overheidsfinanciën wegnemen, en daardoor het vertrouwen verstevigd wordt, kan de kortetermijnpact op de economische bedrijvigheid evenwel beperkt blijven.

De gezondmaking van de overheidsfinanciën in België moet in de eerste plaats berusten op een afremming van de groei van de primaire uitgaven. Deze laatste zijn sedert

het begin van het millennium immers fors gestegen in verhouding tot het bbp. Ze liggen ook hoger dan in de meeste andere landen van het eurogebied, in het bijzonder wat de sociale uitkeringen, de bezoldigingen van het overheidspersoneel en de subsidies betreft. De matiging van de uitgavengroei die recentelijk kon worden vastgesteld – als resultaat van de inspanningen die de federale overheid, de gemeenschappen en gewesten en de lokale overheid leverden – moet dan ook worden versterkt om België in staat te stellen zijn Europese verbintenissen in verband met de sanering van zijn overheidsfinanciën na te leven. Gelet op de omvang van de inspanning, moet eveneens worden beoogd de inning van de ontvangsten te verbeteren. Er zal ook ruimte moeten worden gevonden om de reeds bijzonder hoge heffingen op inkomens uit arbeid te verlagen.

De overheidsuitgaven beheersen door, op alle beleidsniveaus, de kwaliteit en de efficiëntie van het overheidsop-treden te verbeteren is dan ook een belangrijke opdracht. Daarnaast kan men zich bij het maken van keuzes laten leiden door de bijdrage die de verschillende soorten van uitgaven leveren tot het bevorderen van het groeipotentieel, de duurzame ontwikkeling van de economie en het afzwakken van de sociale ongelijkheden. Uitgaven om de arbeidsmarktparticipatie aan te moedigen zijn vanuit dit oogpunt zeer doeltreffend. Werken ondersteunt immers niet enkel de economie, maar biedt ook de beste garantie tegen armoede en sociale uitsluiting. De investeringen en de uitgaven voor onderzoek, waarvoor België internationaal gezien niet goed scoort, moeten dan weer maximaal worden gevrijwaard en zelfs, zo mogelijk, worden gestimuleerd vanwege hun nut voor het groeipotentieel.

Ten slotte dienen die inspanningen te worden aangevuld met hervormingen van de pensioenstelsels waarbij de gemiddelde loopbaanduur verder wordt verlengd. Gelet op de vertraging waarmee die hervormingen zich doen gevoelen, zouden ze best zo snel mogelijk worden uitgetekend en goedgekeurd. Tevens dienen maatregelen te worden genomen om de toename van de uitgaven voor gezondheidszorg onder controle te houden. Enkel op deze manier kan het stelsel van sociale bescherming zowel adequaat als betaalbaar worden gehouden.

Bibliografie

Alesina A., C. Favero en F. Giavazzi (2012), *The output effect of fiscal consolidations*, NBER Working Paper 18336.

Alesina A. en S. Ardagna (2012), *The design of fiscal adjustments*, NBER Working Paper 18423.

Barrell R., D. Holland en I. Hurst (2012), Fiscal consolidation: Part 2. *Fiscal multipliers and fiscal consolidations*, OECD Economics Department Working Paper 933, ECO/WKP(2012)10, February.

Cournède, B., A. Goujard en Á. Pina (2013), *How to achieve growth- and equity-friendly fiscal consolidation? A proposed methodology for instrument choice with an illustrative application to OECD countries*, OECD Economics Department Working Paper 1088, October.

de Callataÿ E. en F. Thys-Clément (eds) (2012), *The return of the deficit: Public Finance in Belgium over 2000-2010*, Leuven University Press.

EC (2012), *Fiscal Sustainability Report 2012*, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Economy 8, December.

EC (2013a), *Commission staff working document accompanying the 2014 Annual Growth Survey: Overview of progress in implementing country-specific recommendations by Member State*, SWD(2013)800 final, 13 November.

EC (2013b), *Mededeling van de Commissie, Jaarlijkse groeianalyse 2014*, COM(2013)800 final.

ECB (2013), Groeieffecten van hoge overheidsschuld, *Maandbericht*, maart.

ECB (2012), De rol van het multiplicatieeffect in de huidige discussie over begrotingsconsolidatie, *Maandbericht*, december.

Eugène B. (2011), 'De lonen in de overheidssector', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 23-37, december.

Everaert G., F. Heylen en R. Schoonackers (2014), *Fiscal policy and TFP: Measuring direct and indirect effects*, submitted to *Empirical Economics*.

Hagemann R. P. (2012), *Fiscal consolidation: Part 6. What are the best policy instruments for fiscal consolidation?*, OECD Economics Department Working Paper 937, ECO/WKP(2012)14, 10 January.

Hoge Raad van Financiën, afdeling 'Financieringsbehoeften van de Overheid' (2014), *Advies: Begrotingstraject ter voorbereiding van het stabiliteitsprogramma 2014-2017*, maart.

IMF (2014a), *Fiscal Monitor, Public Expenditure Reform: Making difficult Choices*, World economic and financial surveys, April.

IMF (2014b), *Belgium Staff Report for the 2014 Article IV Consultation*, IMF Country Report 14/76.

Laubach T. (2009), 'New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt', *Journal of the European Economic Association*, Vol. 7(4), 858-885.

Molnar M. (2012), *Fiscal consolidation: Part 5. What factors determine the success of consolidation efforts?*, OECD Economics Department Working Paper 936, ECO/WKP(2012)13, 10 January.

Nautet M. en L. Van Meensel (2011), 'Economische impact van de overheidsschuld', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 7-20, September.

Studiecommissie voor de vergrijzing (2013), *Jaarlijks verslag*, juli.

Sutherland D., P. Hoeller en R. Merola (2012a), *Fiscal consolidation: How much, how fast and by what means?* OECD Economic Policy Paper 01, 12 April.

Sutherland D., P. Hoeller en R. Merola (2012b), *Fiscal consolidation: Part 1. How much is needed and how to reduce debt to a prudent level?*, OECD Economics Department Working Paper 932, ECO/WKP(2012)9, 10 January.

De nieuwe nationale consumptieprijsindex

J. Langohr⁽¹⁾

Inleiding

De nieuwe nationale consumptieprijsindex (NCPI), waarop de gezondheidsindex is gebaseerd, is in januari 2014 van kracht geworden. Zoals om de acht jaar gebruikelijk is, werd de index volledig herzien. In dit artikel worden de verschillende methodologische wijzigingen besproken. De meeste ervan stemmen overeen met de eind 2013 aangekondigde veranderingen die werden toegelicht in het artikel 'Inflatiemaatstaf: huidige stand van zaken en uitdagingen'⁽²⁾ in het Economisch Tijdschrift van de Bank van december 2013. Ook de herzieningen van het wegingsschema van de NCPI en de nog resterende verschillen met de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP) worden behandeld.

1. De nieuwigheden van 2014

1.1 Een nieuwe productenkorf

De nieuwe NCPI met basis 2013 omvat 611 goederen en diensten (de getuigen), tegen 535 voor de NCPI met basis 2004. In totaal werden er in vergelijking met de oude index 31 producten geschrapt en kwamen er 105 nieuwe bij. De veranderingen betreffen vooral de componenten 'bewerkte voedingsmiddelen', 'niet-energetische industriële goederen' en 'diensten'. De categorieën 'niet-bewerkte voedingsmiddelen' en 'energie' zijn daarentegen slechts weinig veranderd.

Zoals de methodologie van de HICP voorschrijft, zijn de wijzigingen voornamelijk bedoeld om alle producten in aanmerking te nemen waarvoor de gemiddelde uitgaven van de huishoudens goed zijn voor één per duizend van de totale uitgaven. Zo werden bepaalde producten

geschrapt, zoals de muziek-cd of de dvd-speler, waarvan het aandeel in de consumptie als gevolg van de recente technologische ontwikkelingen gekrompen is. Andere producten werden daarentegen representatief en werden dus opgenomen, bijvoorbeeld de Blu-ray-speler of de telecommunicatiepacks (die telefoondiensten, digitale televisie en internet samen aanbieden).

De nieuwe korf van goederen en diensten is gebaseerd op de uitgaven van de huishoudens zoals die blijken uit de laatst beschikbare en van 2012 daterende huishoudbudgetenquête (HBS). De Algemene Directie Statistiek en Economische Informatie (ADSEI) hield deze enquête bij 6 581 huishoudens, tegen ongeveer 3 600 huishoudens bij de voorgaande enquêtes. Daarnaast werd de methodologie van de huishoudbudgetenquête in 2012 aangepast teneinde ze kwalitatief hoogstaander te maken, beter te voorzien in de behoeften van de gebruikers en de gegevens sneller te verstrekken. De ADSEI stelde de resultaten van de huishoudbudgetenquête echter bij opdat ze zouden kunnen worden gebruikt in het kader van de consumptieprijsindex⁽³⁾.

(1) De auteur dankt D. Cornille en C. Swartenbroeckx voor hun bijdrage aan dit artikel.

(2) Langohr J. (2013), 'Inflatiemaatstaf: huidige stand van zaken en uitdagingen', Economisch Tijdschrift, NBB, december, 51-72.

(3) De voornaamste aanpassingen door de ADSEI zijn:

- het uitsluiten van levensverzekeringen als op sparen gebaseerde investeringen;
- voor de andere verzekeringen (woning, voertuigen, reizen, gezondheid), overgang van een concept van bruto- naar nettobestedingen (betaalde premies, min de vergoedingen voor schadegevallen – cijfers Assuralia van 2011);
- voor de uitgaven voor medische diensten, overgang van bruto- naar nettobestedingen (dat betekent na aftrek van de terugbetalingen) op basis van cijfers van het RIZIV voor 2011);
- het uitsluiten van zaken die niet behoren tot de monetaire consumptieve bestedingen van de huishoudens, zoals bijdragen aan politieke verenigingen, vakbondsorganisaties of beroepsverenigingen, en boetes.

TABEL 1 VOORBEELDEN VAN NIEUWE EN GESCHRAPTE PRODUCTEN IN DE NIEUWE NCPI⁽¹⁾

	Voorbeelden van nieuwe producten	Voorbeelden van geschrapte producten
Niet-bewerkte voedingsmiddelen	Kippenborstfilet	Oesters Zeekreeft
Bewerkte voedingsmiddelen	Energiedrank Couscous Melkpoeder voor baby's Pizza (diepgevroren) Diepgevroren zalm Australische wijn	Boerenpastei Pizza (vers) Diepgevroren kabeljauwfilet
Energie	Briketten Houtpellets	Antraciet
Niet-energetische industriële goederen	Hoortoestel Fietshelm Blu-ray-speler Keukenrobot Tablet	Visitekaartjes Muziek-CD Externe harde schijf DVD-speler Broek in ribfluweel
Diensten	Carwash Levering van bloemen Dagmenu Telecommunicatiepacks Parkings Sauna	Huur van een DVD Wassalon

Bron: ADSEI.

(1) De tabel met alle nieuwe en afgeschafte producten is als bijlage bij dit artikel gevoegd.

1.2 Een flexibeler index

Tot in december 2013 was de NCPI een Laspeyres-index met vaste basis, wat betekent dat het wegingsschema ervan onveranderd bleef zolang de basis ervan niet werd gewijzigd. Die wijziging vond om de acht jaar plaats, op het ogenblik van de grote herziening van de NCPI, hoewel sinds 2006 tweemaal minihertellingen mogelijk waren zonder dat evenwel mocht worden geraakt aan de wegingen van de twaalf hoofdcategorieën van de consumptiekorf.

De grote herziening van 2014 bood niet alleen de gelegenheid om over te stappen van een index met basis 2004 = 100 op een index met basis 2013 = 100, ze werd tevens te baat genomen om over te gaan op een Laspeyres-kettingindex. De onderliggende methodologie van deze laatste maakt het mogelijk om ieder jaar, in

januari, het wegingsschema bij te werken, zowel door de gewichten van alle in de korf begrepen getuigen te actualiseren als door producten toe te voegen of te schrappen. Voorts kunnen door de techniek van kettingindexcijfers elk jaar eventuele methodologische verbeteringen worden doorgevoerd.

In de praktijk wordt de referentieperiode van een kettingindex regelmatig geüpdatet, waardoor prijzen en hoeveelheden niet meer moeten worden vergeleken ten opzichte van een vaste referentieperiode, maar ten opzichte van een intermediaire referentieperiode. Zo worden meer bepaald de prijzen van de twaalf maanden van een jaar t vergeleken met de prijzen van de maand december van het jaar $t-1$. Vervolgens wordt een ketting gevormd door die kortetermijnindices met elkaar te vermenigvuldigen teneinde een langetermijnreeks te verkrijgen die op haar beurt zal worden uitgedrukt op basis van een gekozen referentiejaar.

Die belangrijke methodologische wijziging biedt een antwoord op de problematiek van de 'veroudering van de wegenen' waaraan de NCPI tot dusver onderhevig was. Omdat het wegingsschema ervan voor een aantal jaren vaststaat en op de uitgaven van de huishoudens tijdens een willekeurig gekozen basisjaar berust, wordt een index met vaste basis immers minder representatief naarmate het basisjaar verder af ligt en het consumptiepatroon evolueert. Zo werd de afgelopen jaren in de oude NCPI een bovenmatig gewicht verleend aan energie en vaste telefoon omdat de relatieve omvang van die twee uitgavenposten sinds 2004 afgenomen was door aanpassingen in het consumptiepatroon en omdat dit niet tot uiting kwam in de consumptiekorf van de NCPI. De HICP, daarentegen, was reeds gebaseerd op de kettingmethodologie. Dankzij een systematische toepassing van recente wegingsschema's kan een kettingindex dus de representativiteit van de index in de loop van de tijd garanderen. De – indien nodig jaarlijkse – aanpassingen aan het wegingsschema van de NCPI zullen worden aangebracht op basis van de (tweejaarlijks gepubliceerde) huishoudbudgetenquête of op de (jaarlijks gepubliceerde) nationale rekeningen, die trouwens als bron voor het wegingsschema van de HICP worden gehanteerd.

De kettingindex biedt tevens meer soepelheid wanneer de methodologie gaandeweg aanpassingen vergt, terwijl in het verleden methodologische wijzigingen slechts om de acht jaar konden worden aangebracht, meer bepaald naar aanleiding van de grote herziening. Bovendien kunnen andere ontwikkelingen in aanmerking worden genomen – bijvoorbeeld de opkomst van nieuwe spelers in de distributiesector – aangezien de steekproef van de verkooppunten waar de prijzen van de getuigen worden genoteerd, thans gemakkelijker regelmatig kan worden aangepast.

1.3 Een nieuw gemiddelde voor een meer getrouwe weergave

Voor elk product uit de consumptiekorf worden een aantal prijsnoteringen uitgevoerd (voor diverse merken en in verscheidene verkooppunten). Voor goederen bestemd voor grootverbruik, kleding, elektrische huishoudapparaten en multimedia worden die prijsnoteringen voor elke getuige voortaan elementair geaggregeerd op basis van een meetkundig gemiddelde (Jevons-index) en niet langer op basis van een rekenkundig gemiddelde (Dutot-index)⁽¹⁾.

Dankzij deze nieuwe methode, die voor de HICP reeds sinds januari 2013 wordt toegepast, kan rekening worden gehouden met het substitutie-effect. Dat effect verwijst naar de veranderingen in de verbruikte hoeveelheden als

reactie op prijswijzigingen. Door gebruik te maken van een meetkundig gemiddelde wordt er impliciet van uitgegaan dat de substitutie-elasticiteit gelijk is aan 1, met andere woorden dat de verbruikte hoeveelheden schommelen in verhouding tot de prijzen, terwijl een rekenkundig gemiddelde – weinig realistisch – uitgaat van een substitutie-elasticiteit gelijk aan nul, wat zou betekenen dat de verbruikte hoeveelheden volledig los zouden staan van de prijzen. Die wijziging is des te belangrijker daar ze betrekking heeft op goederen waarvan het prijspeil sterk kan verschillen tussen merken en winkels.

Een ander voordeel van de Jevons-index is dat de invloed van het prijsverloop op deze index niet afhangt van het niveau van deze prijzen, terwijl in de Dutot-index meer belang wordt gehecht aan relatief dure (bijvoorbeeld merkproducten) dan aan goedkopere producten (zoals 'witte' producten of distributeursmerken). Door beter rekening te houden met de substitutie-effecten ten voordele van minder dure producten, mag worden verondersteld dat de inflatie die wordt berekend op basis van een meetkundig gemiddelde op een elementair niveau iets lager zou kunnen uitvallen dan die welke wordt becijferd op grond van het rekenkundig gemiddelde, meer bepaald in het licht van veranderingen in de distributiesector, waarin discounters en distributeursmerken, die doorgaans interessantere prijzen aanbieden, een steeds groter aandeel gaan verwerven. Dat effect zou vrij beperkt blijven vermits de impact, op de totale inflatie volgens de HICP, van de toepassing van het meetkundig gemiddelde voor 2013 op –0,03 procentpunt kan worden geraamd.

1.4 Een betere weergave van het verloop van de huurgelden

De methodologie die werd gehanteerd om in de twee consumptieprijsindices het verloop van de private huurprijzen te meten, was gebaseerd op een enquête bij een steekproef van huurders. Vanwege de opzet van die enquête weerspiegelde de index van de huurgelden in de eerste plaats de indexeringen tijdens de huurovereenkomst – die gebaseerd zijn op de gezondheidsindex – en in mindere mate de verhogingen van de bij de ondertekening van nieuwe huurcontracten toegepaste huurgelden, terwijl die nochtans een belangrijke bron van huurprijsstijgingen zijn.

De wijzigingen die, zowel voor de NCPI als voor de HICP, in de index van januari 2014 werden ingevoerd om het verloop van de huurgelden beter weer te geven, bestaan er

(1) Voor meer informatie over de statistische eigenschappen van de Jevons- en de Dutot-index, zie ILO/IMF/OECD/EEC-UNO/Eurostat/World Bank (2004), 'Consumer Price Index Manual. Theory and Practice'.

onder meer in de non-respons op de gebruikte enquête te compenseren en te beperken door deze doelgerichter te maken dankzij de via de huishoudbudgetenquête verzamelde adressen, maar ook via de enquête in verband met de statistieken naar de inkomens en levensomstandigheden (SILC) en de enquête naar de arbeidskrachten (EAK). In de toekomst zou de steekproef nog representatiever worden dankzij de geaggregeerde gegevens uit de huurovereenkomsten die geregistreerd zijn bij de Algemene Administratie van de Patrimoniumdocumentatie (AAPD) van de FOD Financiën, waarvoor een toegangsverzoek werd ingediend bij en goedgekeurd door de Commissie voor de bescherming van de persoonlijke levenssfeer.

Wat de resterende non-respons betreft, vermindert de 'bridged overlap'-methode vanaf nu de gecreëerde vertekening aangezien het verloop van de niet-meegedeelde huurgelden voortaan wordt geraamd op basis van de huurprijzen voor andere woningen van dezelfde woningcategorie en in dezelfde provincie. De 'bridged overlap' wordt ook aangewend wanneer in de steekproef een woning wordt vervangen door een andere.

Doordat de nieuwe methode in hogere mate de vertekeningen beperkt die een gevolg zijn van de non-respons op de enquêtes, zorgt ze voor een betere weergave van de bij de ondertekening van nieuwe huurovereenkomsten toegepaste verhogingen van de huurgelden. Het is dan ook logisch dat de index van de private huurgelden in januari

2014 fors toenam naar aanleiding van de invoering van die nieuwe methodologie. De inflatie van de private huurgelden steeg immers van 1,5% in december 2013 tot 2,1% in januari 2014 en overschreed aldus voor het eerst sinds oktober 2009 de drempel van 2%. Het feit dat de nieuwe methodologie de zwaarste impact zal hebben op de twaalf maandcijfers van het jaar-op-jaar verloop voor het jaar 2014, betekent niet dat die impact vervolgens helemaal zal verdwijnen. Het toekomstige verloop van de index van de private huurgelden zou immers structureel moeten worden beïnvloed doordat bij de ondertekening van nieuwe huurovereenkomsten beter rekening wordt gehouden met de stijgingen van de huurgelden.

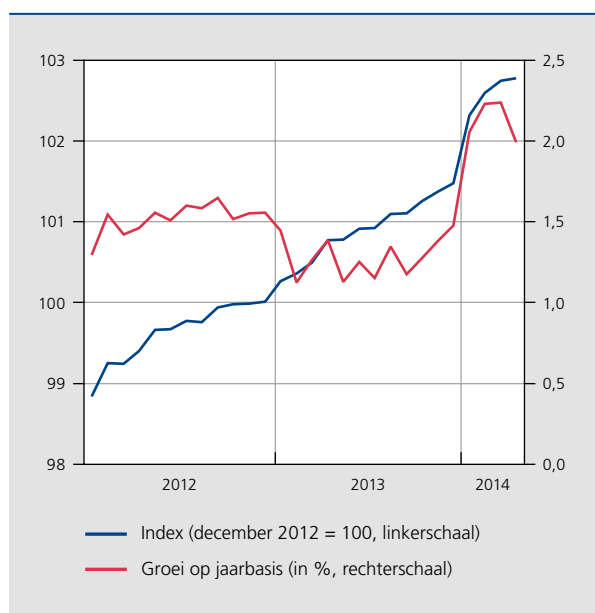
1.5 Modernisering van de registratie van de prijzen voor telecommunicatiediensten

De vroeger gebruikte methodologie om het verloop van de prijzen voor telecommunicatiediensten te meten, vertoonde twee grote tekortkomingen: er werd rekening gehouden noch met het verloop van de marktaandelen tussen de diverse leveranciers en contracten noch met de gebundelde aanbiedingen van diensten (packs waarin telefoon, internet en digitale televisie samen worden aangeboden).

De op het ogenblik van de grote herziening aangebrachte wijzigingen beantwoorden aan de grote ontwikkelingen die deze markt de afgelopen jaren heeft doorgemaakt, onder meer de forse vermindering van de uitgaven verbonden aan de vaste telefoon en het internet als individuele producten. De huishoudens kiezen immers steeds meer voor gebundelde aanbiedingen. Het feit dat de uitgaven in verband met mobiele telefonie stabiel zijn gebleven, verhult overigens dat de forse toename van het verbruik gecompenseerd werd door de daling van de prijzen. Gezien de verlaging van die tarieven, is het totale gewicht van de telecommunicatiediensten tussen 2004 en 2013 impliciet afgenomen. Door de bijwerking van de wegen bij de overschakeling op de basis 2013=100 kon de stijging worden weergegeven van het verbruik inzake mobiele gesprekken en packs, die de dalingen van het internet en vooral van de vaste telefonie als individuele producten ruimschoots compenseerden. De vaste telefonie was in 2013 nog goed voor twee derde van de telecommunicatiediensten in de NCPI.

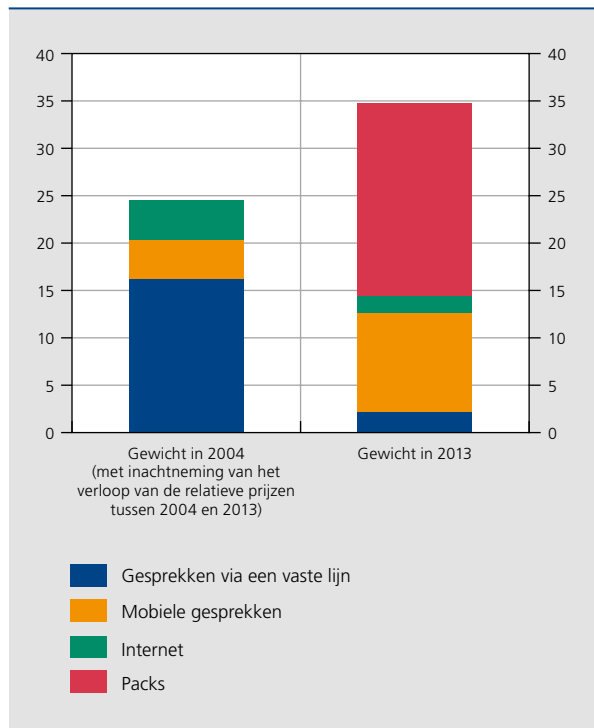
Hoewel de wegen absoluut moesten worden bijgewerkt teneinde deze ontwikkelingen te weerspiegelen en bijvoorbeeld het gewicht van de vaste telefonie te verminderen, diende een en ander bovendien gepaard te gaan met een methodologische hervorming die bedoeld was om de nieuwe realiteit getrouwer weer te geven. In

GRAFIEK 1 WERKELIJKE HUURGELDEN VOOR DE HUURDERS IN DE NCPI



Bronnen: ADSEI, NBB.

GRAFIEK 2 WEGINGEN IN DE TELECOMMUNICATIEDIENSTEN
(per duizend)



Bronnen: ADSEI, NBB.

dat opzicht startte de ADSEI een samenwerking met het Belgisch Instituut voor Postdiensten en Telecommunicatie (BIPT) en de telecommunicatiesector. Op die manier wordt, net als bij gas en elektriciteit, voortaan rekening gehouden met het consumptiepatroon per telecommunicatiedienst, het aantal klanten van elke operator en elke representatieve tarief formule. Volgens de nieuwe methodologie kan ook rekening worden gehouden met de oude contracten die de leveranciers niet meer actief op de markt brengen, maar die voor heel wat consumenten van toepassing blijven, vaak tegen minder voordelige tarieven. Het feit dat die contracten in het verleden geen aandacht kregen, kon dus leiden tot een onderschatting van het prijsverloop, in het bijzonder voor de mobiele telefonie waarvan de tarieven sterk zijn gedaald.

Het tot in 2013 buitensporige gewicht van de vaste telefonie in het wegingsschema van de NCPI komt tot uiting in het verloop van de index van de telecommunicatiediensten, waarvan de forse stijging met 4,3% van april tot mei 2013 toe te schrijven was aan forse tariefverhogingen voor vaste telefonie met zowat 7,5%. Die verhogingen op zich hadden toen een impact van 0,1 procentpunt op de inflatie volgens de NCPI, gelet op het blijvend grote aandeel van die uitgaven. In de HICP, daarentegen, steeg

GRAFIEK 3 PRIJZEN VAN DE TELECOMMUNICATIEDIENSTEN
(indexcijfer december 2012 = 100)



Bronnen: ADSEI, NBB.

de categorie van de telecommunicatiediensten tussen april en mei 2013 met slechts 1,3%, gelet op het veel geringere aandeel van de uitgaven voor vaste telefonie.

1.6 Andere methodologische wijzigingen

1.6.1 Nieuwe seizoencorrectie voor reizen

Aangezien sommige vakantieperiodes (paas- en krokusvakantie) niet systematisch ieder jaar in dezelfde maand vallen, was de tot 2013 gehanteerde methode voor seizoencorrectie niet altijd aangepast. Derhalve zullen daartoe voortaan econometrische modellen worden gehanteerd die reeds werden gebruikt om de seizoengebonden schommelingen te corrigeren in het kader van de conjunctuurstatistiek en die een raming mogelijk maken van de diverse componenten van een economische reeks. Hoewel de seizoencorrectie slechts een beperkte invloed heeft op de jaar-op-jaar schommelingen – de seizoeninvloeden variëren immers slechts weinig van het ene jaar tot het andere – weerspiegelt het peil van de index die seizoenschommelingen; deze laatste zouden in sommige specifieke gevallen dus een impact kunnen hebben op de van de NCPI afgeleide indices, bijvoorbeeld de gezondheidsindex. De seizoencorrectie voor reizen wordt niet toegepast in het kader van de HICP; ze is derhalve een van de nog resterende methodologische verschillen tussen de beide indices.

1.6.2 Behandeling van de prijzen van verse producten

Voorheen kende de methodologie die werd gehanteerd voor verse seizoenproducten zoals fruit, groenten en zeevruchten op maandbasis variabele gewichten toe aan de diverse getuigen, en zulks volgens de schommelingen in de maandelijkse consumentenuitgaven voor die producten. Deze techniek impliceerde dat de prijsindex van maand tot maand kon variëren als gevolg van veranderingen in de gewichten, terwijl de prijzen van de getuigen onveranderd bleven.

Voorts werden die maandelijks wisselende gewichten bepaald op basis van een vast referentiejaar, terwijl de consumptie van die producten van het ene jaar tot het andere kan variëren, met name naargelang van de weersomstandigheden. Ten slotte zijn die producten niet de enige waarvan de consumptie in de loop van het jaar verandert. Dat is immers in verschillende mate het geval voor bijna alle producten. Alle andere getuigen krijgen nochtans een op de jaarlijkse uitgaven gebaseerde weging, omdat het verloop van de uitgaven in de loop van het jaar niet relevant is voor de inflatiemaatstaf. In het geval van seizoenproducten is enkel de beschikbaarheid van belang, veeleer dan de schommelingen in de maandelijkse uitgaven. De nieuwe methodologie beoogt bijgevolg de veranderingen van de wegingscoëfficiënten per maand te beperken en een nulcoëfficiënt toe te kennen tijdens de maanden waarin een product niet op de markt beschikbaar is⁽¹⁾.

1.6.3 Methode voor de invoering van nieuwe producten

Wanneer twee producten niet meer vergelijkbaar zijn van maand tot maand, wordt voortaan de 'bridged overlap'-techniek toegepast. Op grond van die techniek wordt het prijsverloop van het nieuw opgenomen product geraamd op basis van het prijsverloop voor soortgelijke producten. Aangezien twee producten zelden dezelfde kwaliteit hebben, waardoor de prijzen van het oude en het nieuwe product niet direct vergelijkbaar zijn, wordt dus een prijs toegerekend de maand die voorafgaat aan de maand waarin het nieuwe product wordt ingevoerd, en zulks op basis van het prijsverloop van soortgelijke producten die vergelijkbaar blijven. Voordien werd voor alle producten, behalve voor auto's en pc's, de prijs van het nieuwe product gekoppeld aan die van het oude product, door

(1) De nieuwe methodologie levert echter wel een probleem op wanneer een product slechts één of twee maanden per jaar, maar in grote hoeveelheden, beschikbaar is. In dat geval is het nodig hetzij, zo mogelijk, de periode van de prijsnoteringen uit te breiden, hetzij de getuige af te schaffen. In het geval van de getuigen voor verse vis (kabeljauw, zalm, tong en forel) die niet meer in de seizoenkorf worden opgenomen, werd voor de eerste oplossing gekozen, terwijl voor de getuigen zeekeef en oesters, die uit de consumptiekorf van de NCPI werden weggelaten, voor de tweede mogelijkheid werd geopteerd.

het prijsverschil tussen beide weg te werken, met andere woorden door ervan uit te gaan dat er geen prijswijziging was geweest.

1.6.4 Afschaffing van het begrip lokaliteiten

Tot 2013 was de berekening van de NCPI gebaseerd op de in 65 lokaliteiten verrichte prijsnoteringen. Voor de meeste getuigen werd immers voor elke lokaliteit een indexcijfer berekend en die deelindexcijfers werden vervolgens, op basis van de bevolkingscijfers, geaggregeerd tot één enkel indexcijfer per getuige.

Die methode had in werkelijkheid slechts weinig nut aangezien de ADSEI recentelijk heeft aangetoond dat de prijzen in de verschillende lokaliteiten vrijwel hetzelfde verloop te zien geven doordat het prijsbeleid nog nationaler is geworden als gevolg van de sterke groei van de winkelketens. Bovendien wordt bij die methode uitgegaan van de weinig realistische hypothese dat alle goederen in alle lokaliteiten in dezelfde hoeveelheden worden aangekocht. In sommige lokaliteiten komen bepaalde goederen en diensten nochtans slechts sporadisch voor, wat resulteert in een beperkt aantal noteringen per lokaliteit. Consumenten kopen bijvoorbeeld bepaalde producten (zoals kleding) vooral in winkelcentra die vaak buiten de 65 lokaliteiten liggen. Die elementen nopen de ADSEI ertoe zich veeleer toe te spitsen op het product dan op de lokaliteit, zodat wordt afgestapt van het concept lokaliteit. Die verandering vereenvoudigt overigens de voor januari 2015 geplande invoering van de methodologie die gebaseerd is op de gegevens van de kassabonnen van de warenhuizen.

2. Wat leert ons het nieuwe wegingsschema?

2.1 Verloop van de wegingen ten opzichte van de korf met basisjaar 2004 = 100

Het nieuwe wegingsschema van de NCPI is gebaseerd op de laatst beschikbare huishoudbudgetenquête, namelijk die van 2012. Om de reële veranderingen ten opzichte van de oude NCPI met basisjaar 2004 correct te interpreteren, is enige omzichtigheid geboden. De officiële wegingen van 2004 geven immers een verkeerd beeld van de effectieve bijdrage die de prijsveranderingen voor een bepaald product de afgelopen jaren tot de totale inflatie hebben geleverd. Afhankelijk van het verloop van de relatieve prijzen werd die bijdrage ofwel groter ofwel kleiner dan de bijdrage tijdens de basisperiode. Voor de producten waarvan de prijzen tussen 2004 en 2013 sneller toenamen dan

TABEL 2 WEGINGSSCHEMA VAN DE NCPI
(per duizend)

	Wegingen 2004 rekening houdend met het verloop van de relatieve prijzen	Wegingen 2013	Verskil als gevolg van de actualisering van de wegingen
Niet-bewerkte levensmiddelen ...	85	78	-7
Vlees	47	42	-5
Bewerkte levensmiddelen	129	113	-15
Brood en granen	35	29	-6
Tabak	12	8	-4
Niet-energetische industriële goederen	301	327	26
Kleding	39	49	10
Aankoop van voertuigen	62	78	16
Kranten, boeken en schrijfwaren	22	15	-7
Diensten	359	364	4
Werkelijke huurgelden	62	76	14
Telecommunicatiediensten ...	25	35	10
Diensten inzake recreatie en cultuur	28	18	-10
Energie	126	118	-8
Brandstoffen en smeermiddelen	49	41	-7
Totaal	1 000	1 000	0

Bronnen: ADSEI, NBB.

de totale inflatie, zal de impliciete wegingscoëfficiënt voor 2013 hoger uitvallen dan de oorspronkelijke coëfficiënt⁽¹⁾. Dit is het geval voor de levensmiddelencomponenten en vooral voor de energiegebonden componenten, die aldus in de oude index impliciet (dat betekent zonder een expliciete actualisering van de wegingen) aan belang hebben gewonnen. Het tegendeel geldt voor de diensten en vooral voor de niet-energetische industriële goederen aangezien die een gematigder prijsverloop te zien gaven dan de totale inflatie.

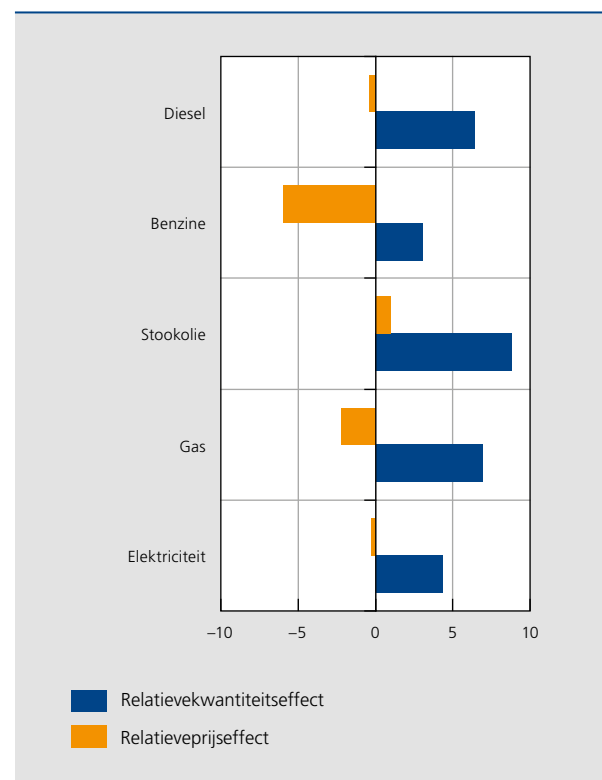
Om een raming te maken van de effectieve impact die de invoering van de nieuwe wegingen op de inflatie heeft, moeten die wegingen dus worden vergeleken met de impliciete wegingen van de oude index tegen de prijzen van

(1) Formeel worden de impliciete wegingscoëfficiënten berekend als het product van de oorspronkelijke wegingscoëfficiënt en de index van de relatieve prijzen van de categorie, waarbij deze laatste overeenstemt met de verhouding van de index voor de desbetreffende categorie tot de index voor het totaal.

2013. Uit een dergelijke vergelijking blijkt dat de bijdrage van de niet-energetische industriële goederen en, in mindere mate, van de diensten tot de inflatie toegenomen is. Dit ligt in de lijn van de ontwikkelingen op het ogenblik van de vorige herziening, toen het belang van deze categorieën ook reeds toenam. Deze laatste vertegenwoordigen voortaan respectievelijk 33 % en 36 % van de productenkorf, waardoor ze samen goed zijn voor meer dan twee derde van het totaal. Kleding, aankopen van voertuigen, huurgelden en telecommunicatiediensten zijn de categorieën waarvan de bijdrage het sterkst toeneemt, terwijl de categorieën 'kranten, boeken en schrijfwaren' en 'diensten inzake recreatie en cultuur' dan weer sterk teruglopen.

De bijdrage van de (niet-bewerkte en bewerkte) levensmiddelen tot de inflatie neemt met zowat 2 procentpunt af. Dat is logisch omdat het aandeel van dat type producten blijkbaar daalt wanneer de levensstandaard stijgt. Deze ontwikkeling, zoals die blijkt uit de huishoudbudgettenquête van 2012, past overigens in een langetermijnverloop, dat ook tijdens de vorige werd vastgesteld. Het zijn

GRAFIEK 4 EFFECT VAN DE HERVORMING OP DE WEGINGSCOËFFICIËNTEN VAN DE ENERGIEDRAGERS
(per duizend)



Bronnen: ADSEI, NBB.

meer bepaald de categorieën 'vlees', 'brood en granen' alsook 'tabak' die, volgens de huishoudbudgetenquête, hun gewicht in de bestedingen van de huishoudens het sterkst hebben zien verminderen.

Ook de component energie zal minder invloed uitoefenen dan aan het einde van de periode waarin de oude index van toepassing was, dit na de duidelijke aanpassing van de wegingen als gevolg van de veranderingen in het consumptiepatroon volgens de huishoudbudgetenquête van 2012. Zo hebben de energiedragers in de nieuwe index een aandeel van ongeveer 12%, tegen 13% tegen de prijzen van 2013 in de oude index. Dat is evenwel een stijging ten opzichte van het officiële gewicht van om en nabij 10% met basis 2004, een stijging die dus echter uitsluitend toe te schrijven is aan het verloop van de relatieve prijzen, tegen de achtergrond van de sterke verhoging van de energieprijzen die kenmerkend was voor de periode 2004-2013.

Tussen 2004 en 2013 had het relatieveprijs effect een positieve invloed op alle categorieën van energiedragers, doordat de prijzen van deze producten, in een periode van duurder wordende aardolie, sneller zijn gestegen dan de totale inflatie. Dit effect is het meest uitgesproken voor de categorie 'stookolie' omdat deze door de lagere accijnzen dan voor de overige olieproducten gevoeliger is voor de prijschommelingen van aardolie. Ook de categorie 'gas', waarvan de prijzen tot voor kort de schommelingen van de olieprijs op de voet volgden, ondervond een aanzienlijk positief relatieveprijs effect. Hoewel de prijs van de categorie 'elektriciteit' minder rechtstreeks afhangt van de aardolieprijs, werd ook deze categorie beïnvloed door een positief relatieveprijs effect, meer bepaald als gevolg van de verhogingen van de distributie- en transporttarieven.

Vergelijkt men de wegingen van 2004 tegen de prijzen van 2013 met de nieuwe wegingen, dan blijkt dat door de actualisering van de korf het aandeel van de component energie met 0,8 procentpunt is afgenomen. Die vermindering is hoofdzakelijk toe te schrijven aan de intrinsieke daling van het verbruik van brandstoffen en smeermiddelen zoals die blijkt uit de huishoudbudgetenquête 2012. Ondanks de scherpe stijging van de olieprijs nam het gewicht van deze categorie in het nieuwe wegingsschema immers met slechts 3 per duizend toe ten opzichte van het schema van 2004, namelijk van 38 tot 41 per duizend, terwijl het relatieveprijs effect 10 per duizend bedroeg. Vooral het aandeel van benzine nam af ten opzichte van de voorgaande wegingen tegen de prijzen van 2013, terwijl de weging van diesel constant bleef omdat deze brandstof sinds 2004 meer succes had bij de consumenten dan benzine.

Het feit dat de vermindering van de bijdrage van de energiecomponent tot de inflatie zo goed als integraal wordt verklaard door de categorie 'benzine', betekent dat, voor de gezondheidsindex, de bijdrage van de energiedragers ten opzichte van de oude wegingen tegen de prijzen van 2013 vrijwel niet is veranderd. Voor de overgang van de oude naar de nieuwe gezondheidsindex kozen de in de Nationale Arbeidsraad verzamelde sociale partners voor de mathematische omrekeningscoëfficiënt, terwijl ze het in 2006 eens waren geworden over een ratio die lichtjes verschilde van de mathematische coëfficiënt⁽¹⁾.

2.2 Wegingsverschillen tussen de NCPI en de HICP

Hoewel de korf van de NCPI in januari 2014 werd bijgewerkt, blijven er grote verschillen bestaan met die van de HICP, die zoals ieder jaar in januari laatstleden werd geüpdatet. Deze verschillen vloeien voort uit de methodologische verschillen die tussen de beide inflatiemaatstaven blijven bestaan; het gaat vooral om de demografische dekking – de bestedingen van niet-ingezetenen op Belgisch grondgebied worden wél in de HICP, maar niet in de NCPI opgenomen – en de statistische bron, aangezien het wegingsschema van de NCPI in de eerste plaats gebaseerd is op de huishoudbudgetenquête 2012, terwijl dat van de HICP op de nationale rekeningen van 2012 berust. Bovendien wordt de HICP aangepast voor het verloop van de relatieve prijzen in 2013; dat is niet het geval voor de NCPI.

De HICP kent dus een veel groter gewicht toe aan bewerkte levensmiddelen, meer bepaald aan alcohol en tabak. Dit komt doordat, enerzijds, de bestedingen van niet-ingezetenen op het Belgische grondgebied in aanmerking worden genomen en, anderzijds, dit soort van bestedingen in de huishoudbudgetenquête gewoonlijk wordt onderschat. De afgelopen jaren is dit verschil verkleind door de 'overmatige weging' van deze producten in de NCPI als gevolg van de 'veroudering' van de wegingen.

Het wegingsverschil in de categorie 'energiedragers' blijft bestaan, maar het is duidelijk verkleind bij de invoering van de nieuwe NCPI met basis 2013, waarvan de korf een aanzienlijk geringer gewicht aan brandstoffen omvat. Energie krijgt in de NCPI echter nog steeds een grotere weging toegekend, wat vooral te maken heeft met het feit dat in de HICP de gewichten werden aangepast aan

(1) Voor de overgang van de gezondheidsindex met basis 2004 naar die met basis 2013, werd de omrekeningscoëfficiënt vastgesteld op 0,828, dat is de ratio tussen 100 en het gemiddelde van de gezondheidsindexcijfers van het jaar 2013 met basis 2004 = 100.

TABEL 3 VERSCHILLEN TUSSEN DE WEGINGEN VAN DE HICP EN DE NCPI
(per duizend)

	HICP 2014	NCPI basis 2013	Vershil HICP-NCPI 2013	NCPI basis 2004 (price update 2013)	Vershil HICP-NCPI 2004
Niet-bewerkte levensmiddelen	82,0	77,5	4,4	84,8	-2,8
Bewerkte levensmiddelen	134,5	113,2	21,3	128,5	6,0
Energie	109,1	118,4	-9,3	126,0	-16,9
Elektriciteit	28,1	31,8	-3,7	32,1	-4,0
Gas	22,8	23,5	-0,6	25,6	-2,8
Stookolie	15,3	19,6	-4,2	18,6	-3,3
Vaste brandstoffen	0,6	2,1	-1,5	1,1	-0,5
Brandstoffen	42,2	41,4	0,8	48,6	-6,4
Niet-energetische industriële goederen	278,9	327,2	-48,3	301,4	-22,5
Diensten	395,4	363,6	31,8	359,4	36,0
Totaal	1 000,0	1 000,0		1 000,0	

Bronnen: ADSEI, NBB.

het verloop van de relatieve prijzen in 2013 – dat voor die component negatief was. In de NCPI werden die gewichten daarentegen niet aangepast.

Wat de niet-energetische industriële goederen betreft, vloeit het verschil vooral voort uit de categorie ‘aankoop van privévoertuigen’, die een veel groter gewicht heeft in de NCPI aangezien deze laatste een ‘brutobenadering’ volgt, waarbij rekening wordt gehouden met de transacties tussen huishoudens (op basis van de huishoudbudgetenquête), terwijl de HICP een ‘nettobenadering’ hanteert, ongerekend de transacties tussen huishoudens (en op basis van de inschrijvingsgegevens).

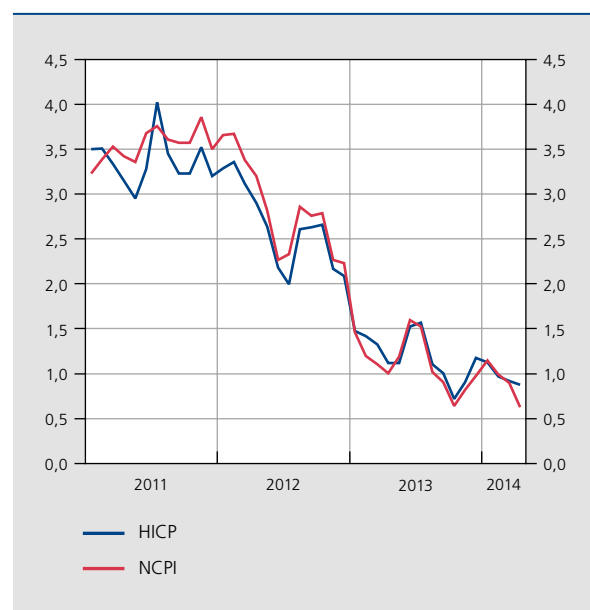
Bij de diensten hebben de huurgelden een groter gewicht in de NCPI – door het geschatte aantal huurders en de gemiddelde huurprijs, die in beide indices verschillend zijn –, maar dat wordt ruimschoots gecompenseerd door de categorieën ‘medische verzorging’ en ‘sociale bescherming’ die, als gevolg van de statistische bron, een veel groter gewicht hebben in de HICP. In de huishoudbudgetenquête (die wordt gebruikt voor de NCPI) zijn consumenten als ouderen en bewoners van instellingen (rusthuizen), immers ondervertegenwoordigd door de wijze waarop de enquête is opgesteld. De uitgaven voor gezondheid wegen evenwel relatief zwaar in de korf van deze consumenten. Ook het gewicht van de categorie ‘onderhoud en reparatie van privévoertuigen’ is groter in de HICP, die het door de verzekering betaalde deel omvat, terwijl dat in de NCPI volledig buiten beschouwing wordt gelaten.

2.3 Inflatie volgens de twee indices: de verschillen zijn nog niet verdwenen

In 2011 en 2012 was de inflatie hoger volgens de NCPI dan volgens de HICP, hoofdzakelijk als gevolg van de

GRAFIEK 5 INFLATIE VOLGENS DE HICP EN DE NCPI

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



Bronnen: ADSEI, NBB.

verschillen tussen de gewichten voor energie, waarvan de prijzen toen krachtig stegen. In 2013 deed zich het omgekeerde voor, dit tegen de achtergrond van dalende energieprijzen en als gevolg van de opnemings, vanaf januari 2013, van het effect van de koopjes in de NCPI. De impact hiervan werd echter enigszins afgezwakt door een andere methodologische hervorming die op hetzelfde ogenblik werd doorgevoerd, namelijk de 'betalings'-benadering voor huisbrandolie. Het hanteren van het voortschrijdend gemiddelde van de laatste twaalf maanden in plaats van de prijs van de maand waarvoor de index wordt berekend, had immers een opwaarts effect gezien de daling van de in euro luidende Brentprijs.

Al met al blijkt uit een vergelijking van de twee nieuwe wegingsschema's dat, indien geen rekening wordt gehouden met de koopjes, de inflatie volgens de HICP en die volgens de nationale index in 2014 zouden kunnen blijven uiteenlopen. Het verschil zou evenwel geringer moeten zijn dan voorheen, gelet op de verkleining van het wegingsverschil voor de categorie 'energie' dat de afgelopen jaren de voornaamste oorzaak van de onderlinge afwijking was.

Deze toenadering werd gestaafd door de inflatiecijfers die gedurende de eerste drie maanden van 2014 waren opgetekend vermits het prijsverloop op jaarbasis in januari 1,1% bedroeg, in februari 1,0% en in maart 0,9%, zowel volgens de HICP als volgens de NCPI. Deze cijfers verhullen echter het compenserende effect van bepaalde divergenties tussen het verloop van de verschillende categorieën, die toe te schrijven zijn aan de wegingsverschillen binnen deze categorieën, aan bepaalde methodologische afwijkingen die blijven bestaan en aan de weerslag, op het twaalfmaands verloop, van de invoering van de verschillende methodologische wijzigingen in de NCPI in het kader van de volledige herziening van deze laatste. Het jaar 2014 is immers een overgangsjaar waarin de door de NCPI gemeten inflatie nog tijdelijk wordt beïnvloed door de oude basis, aangezien de inflatie wordt berekend door de indexcijfers van 2014 (na de herziening) te vergelijken met die van de overeenstemmende maand van 2013 (vóór de herziening, maar omgezet teneinde een vergelijking mogelijk te maken). Ook het effect van de winterkoopjes heeft een rol kunnen spelen aangezien dat effect integraal is doorberekend in de HICP-index van januari, terwijl het verdeeld is over de NCPI-indices van de eerste zes maanden van het jaar. In april liepen de inflatiecijfers volgens beide indices opnieuw uiteen en bedroegen ze respectievelijk 0,9% volgens de HICP en 0,6% volgens de NCPI, onder meer door het effect van de daling van de btw op elektriciteitsstarieven en van de stijging van de tabaksprijzen.

3. Toekomstige ontwikkelingen

Aangezien bijwerkingen van het wegingsschema en methodologische wijzigingen dankzij de overschakeling op de techniek van kettingsindexcijfers vlotter kunnen worden geïntegreerd, zal de Indexcommissie, in samenwerking met de administratie, elk jaar een werkprogramma opstellen over de voor de toekomst geplande wijzigingen teneinde de representativiteit van de index te waarborgen. De te beoordelen thema's en het werkprogramma zullen aan het begin van elk kalenderjaar door die commissie worden vastgelegd.

De volgende, reeds voor januari 2015 geplande, belangrijke verandering is de integratie van de gegevens van de kassabonnen van supermarkten. Deze hervorming, waarvoor de winkelketens wekelijks statistieken zullen moeten doorgeven over de kenmerken van de producten, de omzet en de prijzen van de afzonderlijke producten, is bedoeld om beter rekening te kunnen houden met het werkelijke aankoopgedrag van de consumenten. Met behulp van deze gegevens zullen immers vrijwel alle effectief gekochte goederen kunnen worden gevolgd, en dit tegen de reële prijzen van de transacties en niet alleen meer tegen de aangeduide prijzen. Het prijsverloop zal worden gemeten op basis van de werkelijk door de consumenten gekochte producten, en niet langer op grond van een staal van representatief geachte producten. De kassabongegevens van de supermarkten zullen evenwel slechts voor een deel van de korf – ongeveer 22% – worden gebruikt. Bovendien zullen er zelfs voor de producten die voor deze verandering in aanmerking komen, nog aanvullende prijslijsten moeten worden opgesteld, meer bepaald in speciaalzaken zoals bakkerijen of slagerijen.

Conclusies

Door de invoering, in januari 2014, van de nieuwe NCPI met basis 2013 kan een halt worden toegeroepen aan de forse veroudering van de index, waarvan het wegingsschema niet meer het werkelijke aankoopgedrag van de consumenten weerspiegelde, wat niet zonder gevolgen bleef voor de inflatiemaatstaf. Bovendien zouden enkele methodologische wijzigingen die naar aanleiding van die herziening werden aangebracht, sommige van de voornaamste tekortkomingen van de NCPI structureel moeten helpen oplossen. Hoewel terzelfder tijd de methodologie van deze index nauwer ging aansluiten bij die van de HICP, zouden beide indices nog een uiteenlopend, zij het weliswaar minder dan tijdens de afgelopen jaren, verloop blijven vertonen vanwege de nog bestaande verschillen, onder meer in het wegingsschema.

De belangrijkste verandering is ongetwijfeld de overgang op het gebruik van een kettingindex in plaats van een vaste basis. Deze beslissing, die tevens impliceert dat de grote herziening van 2014 de laatste in haar soort was, maakt het niet alleen mogelijk in de toekomst geleidelijke methodologische verbeteringen vlotter aan te brengen, maar vooral ook elk jaar het wegingsschema aan te passen teneinde de in het consumptiepatroon vastgestelde veranderingen te weerspiegelen.

Ook de verbeterde metingsmethode voor het verloop van de huurgelden en van de tarieven van de telecommunicatiediensten waren prioritair, gelet op het gewicht van de huurgelden en op de ingrijpende veranderingen in de laatstgenoemde diensten. Andere ontwikkelingen zijn bijzonder welkom, bijvoorbeeld de verbeteringen in de methodologie van de huishoudbudgetenquête of de overgang op het meetkundig gemiddelde voor de aggregatie, op het elementaire niveau, van een groot deel van de getuigen. Deze laatste wijziging is des te belangrijker daar ze aansluit bij de fundamentele veranderingen in de distributiesector, waar de marktaandelen sterk schommelen tussen de verschillende distributeurs- en merktypes. Dankzij het meetkundig gemiddelde kan echter precies het substitutie-effect ten voordele van goedkopere verkooppunten of merktypes worden weergegeven. In dat opzicht zouden die ontwikkelingen nog nauwkeuriger moeten kunnen worden weergegeven door het aangekondigde gebruik, vanaf januari 2015, van de gegevens

afkomstig van de kassabonnen van de winkelketens; die praktijk verdient dus te worden aangemoedigd.

De overgang op het meetkundig gemiddelde en de nieuwe methodologie voor de telecommunicatiediensten zouden de inflatie volgens de NCPI neerwaarts beïnvloeden. In die methodologie wordt immers beter rekening gehouden met het verloop van het marktaandeel en wordt een een groter gewicht toegekend aan mobiele telefoongesprekken, waarvan de prijzen dalen, vooral ten opzichte van de vaste telefonie. Die effecten zouden deels worden gecompenseerd door de opwaartse invloed van andere wijzigingen, met name de nieuwe methodologie voor de huurgelden. Hoewel de impact van de andere methodologische veranderingen op de inflatie als neutraal of verwaarloosbaar mag worden beschouwd, geldt dat niet voor de bijwerking van het wegingsschema, die eveneens het verloop van de NCPI beïnvloedt.

De toepassing van kettingindexcijfers en de gelijktijdige invoering van een jaarlijks door de Indexcommissie opgesteld werkprogramma effenen thans het pad voor geleidelijke en aanhoudende verbeteringen die een antwoord bieden op de zich aandienende uitdagingen, zoals de groei van de internethandel. Bepaalde harmonisering met de HICP zijn trouwens nog mogelijk en wenselijk, onder meer het in aanmerking nemen van het verloop van de relatieve prijzen tussen het jaar van de voor het wegingsschema gebruikte bron en de bijwerking van dit schema.

Bijlage

NIEUWE EN GESCHRAPTE GETUIGEN

ECOICOP ⁽¹⁾	Nieuwe getuigen	Geschrapte getuigen
01	Voeding en niet-alcoholische dranken	
01.1.1.1	Rijst	
01.1.1.1.02	Rijst (los)	
01.1.1.5	Pizza en quiche	
01.1.1.5.01	Pizza (diepgevroren)	Pizza (vers)
01.1.1.6	Deegwaren en couscous	
01.1.1.6.03	Couscous	
01.1.1.7	Ontbijtgranen	
01.1.1.7.02	Muesli	
01.1.2.2	Varkensvlees	
01.1.2.2.04	Varkenslapje	
01.1.2.4	Gevogelte	
01.1.2.4.03	Kippenborstfilet	
01.1.2.7	Bereide vleeswaren (gezouten, gedroogd of gerookt vlees)	
01.1.2.7.xx		Boerenpastei
01.1.2.8	Andere vleesproducten	
01.1.2.8.09	Kip kerrie salade	
01.1.3.2	Diepgevroren vis	
01.1.3.2.02	Diepgevroren zalm	Kabeljauwfilet
01.1.3.3	Verse zeevruchten	
01.1.3.3.xx		Zeekreeft
01.1.3.1.xx		Oesters
01.1.3.4	Diepgevroren zeevruchten	
01.1.3.4.01	Diepgevroren tijgergarnalen	
01.1.4.5	Kaas	
01.1.4.5.09	Kaas: vers, smeerbaar	
01.1.6.3	Gedroogd fruit en noten	
01.1.6.3.02	Studentenhaver	
01.1.7.3	Gedroogde groenten, bereidingen en conserven van groenten	
01.1.7.3.03	Mais (zoet, in blik)	Witte bonen in tomatensaus
01.1.7.3.xx		Spliterwten
01.1.8.2	Confituur, marmelade en honing	
01.1.8.2.02	Honing	
01.1.8.2.03	Aardbeienjam	
01.1.8.3	Chocolade	
01.1.8.3.06	Melkchocolade met pralinévulling	
01.1.8.4	Snoepgoed	
01.1.8.4.02	Kauwgom	
01.1.9.1	Sauzen en kruiden	
01.1.9.1.03	Tomatenketchup	

Bron: ADSEI.

(1) ECOICOP: European Classification of Individual Consumption by Purpose. Deze Europese classificatie van de verbruiksfuncties van de huishoudens is de harmonisatie op Europese schaal van de door de Verenigde Naties uitgewerkte nomenclatuur van de consumptieve bestedingen.

NIEUWE EN GESCHRAPTE GETUIGEN (vervolg 1)

ECOICOP ⁽¹⁾	Nieuwe getuigen	Geschrapte getuigen
01.1.9.2	Zout, specerijen en keukenkruiden	
01.1.9.2.01	Zout	
01.1.9.2.02	Peper (zwart)	
01.1.9.3	Voeding voor baby's	
01.1.9.3.02	Melkpoeder voor baby's	
01.1.9.4	maaltijden	
01.1.9.4.01	Diepvriesmaaltijd – vlees	
01.2.2.2	Frisdranken	
01.2.2.2.05	Energiedrank	
01.2.2.2.06	Sportdrank	
01.2.2.3	Fruitsap en groentesap	
01.2.2.3.02	Multivruchtensap	
02	Alcoholische dranken en tabak	
02.1.1.1	Likeuren en sterke dranken	
02.1.1.1.04	Wodka	
02.1.1.2	Alcoholhoudende frisdranken	
02.1.1.2.01	Kant-en-klare cocktail	
02.1.2.1	Wijn (op basis van druiven)	
02.1.2.1.05	Italiaanse wijn	
02.1.2.1.06	Chileense wijn	
02.1.2.1.07	Australische wijn	
02.1.2.1.09	Cava	
02.1.2.2	Wijn (op basis van ander fruit)	
02.1.2.2.01	Cider	
03	Kleding en schoenen	
03.1.2.1	Herenkleding	
03.1.2.1.12	Zwembroek	Sportvest
03.1.2.1.xx		Broek in ribfluweel
03.1.2.2	Dameskleding	
03.1.2.2.08A	Blazer	Mantelpak (winter)
03.1.2.2.08B	Broek synthetisch (zomer)	Mantelpak (zomer)
03.1.2.2.16	Bustehouder (push-up)	Bermuda (zomer)
03.1.2.2.xx		Slaapkleed
03.1.2.3	Baby- en kinderkleding	
03.1.2.3.08	Rok (M – 8 tot 12 jaar)	
03.1.2.3.09	Sokken (J – maat 28-33)	
03.1.3.1	Andere kledingartikelen	
03.1.3.1.01	Fietshelm	
03.1.4.1	Reiniging van kleding	
03.1.4.1.xx		Wassalon
03.1.4.2	Herstelling en huur van kleding	
03.1.4.2.01	Verstelwerk kleding	

Bron: ADSEI.

(1) ECOICOP: European Classification of Individual Consumption by Purpose. Deze Europese classificatie van de verbruiksfuncties van de huishoudens is de harmonisatie op Europese schaal van de door de Verenigde Naties uitgewerkte nomenclatuur van de consumptieve bestedingen.

NIEUWE EN GESCHRAPTE GETUIGEN (vervolg 2)

ECOICOP ⁽¹⁾	Nieuwe getuigen	Geschrapte getuigen
03.2.1.1	Herenschoenen	
03.2.1.1.02	Schoenen: sneakers	
04	Huisvesting, water, elektriciteit, gas en andere brandstoffen	
04.3.1.0	Producten voor onderhoud en reparatie van de woning	
04.3.1.0.03	Acrylverf	
04.3.1.0.05	Vliesbehang	
04.3.1.0.08	Silicone	
04.4.1.0	Leidingwater	
04.4.1.0.01	Water (verbruik)	Waterverbruik (inclusief zuivering)
04.4.3.0	Bijdrage voor riolering en afvalwaterzuivering	
04.4.3.0.01	Water (zuivering)	
04.5.4.9	Hout en andere vaste brandstoffen	
04.5.4.9.01	Briketten	Antraciet
04.5.4.9.02	Houtpellets	
05	Meubelen, huishoudelijke apparaten en normaal onderhoud van de woning	
05.1.1.1	Meubelen	
05.1.1.1.07	Bedframe	
05.1.1.1.08	Pocketverenmatras	
05.2.0.1	Gordijnen en overgordijnen	
05.2.0.1.03	Stores	
05.2.0.3	Bad- en tafellinnen	
05.2.0.3.03	Badhanddoek	
05.3.1.1	Koelkast en diepvriezer	
05.3.1.1.03	Koelkast: tafelmodel	
05.3.2.1	Voedselverwerkende huishoudtoestellen	
05.3.2.1.01	Keukenrobot	
05.3.2.3	Strijkapparatuur	
05.3.2.3.01	Strijkijzer met stoomgenerator	Stoomstrijkijzer
05.4.0.1	Vaat- en glaswerk	
05.4.0.1.02	Waterglas	
05.4.0.1.03	Plat bord in porselein	
05.5.1.2	Herstelling en huur van grote gereedschappen	
05.5.1.2.01	Huur tuingereedschap	
05.5.2.1	Niet-gemotoriseerde kleine gereedschappen	
05.5.2.1.03	Keukentrap	
05.5.2.2	Kleine toebehoren voor het huis en de tuin	
05.5.2.2.04	Buitenverlichting	
05.6.1.1	Reinigings- en onderhoudsproducten	
05.6.1.1.03	Geconcentreerd waspoeder	
05.6.1.1.07	WC-reiniger	
05.6.1.1.08	Reinigingsproduct voor ramen	
05.6.1.1.09	Wasverzachter	
05.6.1.1.10	Antikalkproduct	

Bron: ADSEI.

(1) ECOICOP: European Classification of Individual Consumption by Purpose. Deze Europese classificatie van de verbruiksfuncties van de huishoudens is de harmonisatie op Europese schaal van de door de Verenigde Naties uitgewerkte nomenclatuur van de consumptieve bestedingen.

NIEUWE EN GESCHRAPTE GETUIGEN (vervolg 3)

ECOICOP ⁽¹⁾	Nieuwe getuigen	Geschrapte getuigen
05.6.1.2	Andere kleine niet-duurzame huishoudartikelen	
05.6.1.2.05	Schuursponsje	
05.6.1.2.06	Vloerwisserdoeken	
05.6.1.2.07	Huishoudrol	
06	Gezondheid	
06.1.3.1	Brilglazen en lenzen	
06.1.3.1.01	Brilglazen (kunststof)	Brilglazen (glas)
06.1.3.2	Hoorapparaten	
06.1.3.2.01	Hoortoestel	
06.1.3.9	Andere therapeutische apparaten en materialen	
06.1.3.9.02	Koortsthermometer	
06.2.3.9	Andere paramedische diensten	
06.2.3.9.xx		Verpleegkundige verzorging
06.3.0.0	Verpleging in ziekenhuis	
06.3.0.0.03	Tweepersoonskamer (RVV)	Gemeenschappelijke kamer (WIGW)
06.3.0.0.xx		Gemeenschappelijke kamer
07	Vervoer	
07.2.1.3	Toebehoren voor privévoertuigen	
07.2.1.3.02	Fietsverlichting	
07.2.2.4	Smeermiddelen	
07.2.2.4.01	Koelvloeistof	
07.2.3.0	Herstelling en onderhoud van privévoertuigen	
07.2.3.0.05	Fietsherstelling	
07.2.3.0.06	Carwash	
07.2.4.2	Parkeerterreinen en retributies	
07.2.4.2.01	Parkings	
08	Communicatie	
08.3.0.4	Telecommunicatiepacks	
08.3.0.4.01	Telecommunicatiepacks	
09	Recreatie en cultuur	
09.1.1.2	Videoapparatuur	
09.1.1.2.02	Blu-ray-speler	DVD-speler
09.1.1.2.xx		DVD-recorder
09.1.3.1	Computers	
09.1.3.1.02	Tablet	
09.1.3.1	Toebehoren voor computers	
09.1.3.1.xx		Externe harde schijf
09.1.3.3	Software	
09.1.3.3.01	Softwarepakket	
09.1.4.1	Voorbespeelde opslagmedia	
09.1.4.1.02	Blu-ray disk	Muziek-CD
09.1.4.1.xx		Educatieve CD-ROM

Bron: ADSEI.

(1) ECOICOP: European Classification of Individual Consumption by Purpose. Deze Europese classificatie van de verbruiksfuncties van de huishoudens is de harmonisatie op Europese schaal van de door de Verenigde Naties uitgewerkte nomenclatuur van de consumptieve bestedingen.

NIEUWE EN GESCHRAPTE GETUIGEN (vervolg 4)

ECOICOP ⁽¹⁾	Nieuwe getuigen	Geschrapte getuigen
09.2.2.1	Muziekinstrumenten	
09.2.2.1.01	Gitaar	
09.3.1.1	Spel en hobby	
09.3.1.1.04	Gezelschapsspel	Woordspel
09.3.1.2	Speelgoed en feestartikelen	
09.3.1.2.04	Speelgoedkeukentje	
09.3.2.2	Campinguitrusting en artikelen voor buitenrecreatie	
09.3.2.2.01	Rugzak	
09.3.3.2	Planten en bloemen	
09.3.3.2.xx		Hypericum
09.3.3.2.xx		Solidago
09.3.3.2.xx		Cyclamen
09.3.4.2	Artikelen voor huisdieren	
09.3.4.2.05	Kattenbakvulling	
09.3.4.2.06	Hondenshampoo	
09.4.1.1	Sportieve en recreatieve evenementen (bijwonen)	
09.4.1.1.03	Eendagsattracties (pretparken)	Eendagsattracties (pretparken en andere)
09.4.1.2	Sportieve en recreatieve evenementen (deelnemen aan)	
09.4.1.2.04	Huur springkasteel	Huur van een DVD
09.4.2.2	Musea, bibliotheken en dierentuinen	
09.4.2.2.01	Eendagsattracties (andere)	Eendagsattracties (pretparken en andere)
09.5.1	Boeken	
09.5.1.0.xx		Toeristische reisgids
09.5.1.0.xx		Verklarend woordenboek
09.5.3.0	Verschillende drukwerken	
09.5.3.0.01	Wenskaart	Visitekaartjes
09.5.4.1	Papierartikelen	
09.5.4.1.02	Papier (A4-formaat)	
09.5.4.9	Materiaal om te schrijven en te tekenen	
09.5.4.9.03	Potlood	
11	Hotels, restaurants en cafés	
11.1.1.1	Restaurants en cafés	
11.1.1.1.07	Dagmenu	
11.1.1.1.08	Spaghetti	
11.1.1.1.09	Steak tartaar	
11.1.1.1.10	Vol-au-vent	
11.1.1.1.16	Witte wijn	Aperitief

Bron: ADSEI.

(1) ECOICOP: European Classification of Individual Consumption by Purpose. Deze Europese classificatie van de verbruiksfuncties van de huishoudens is de harmonisatie op Europese schaal van de door de Verenigde Naties uitgewerkte nomenclatuur van de consumptieve bestedingen.

NIEUWE EN GESCHRAPTE GETUIGEN (vervolg 5)

ECOICOP ⁽¹⁾	Nieuwe getuigen	Geschrapte getuigen
12	Diverse goederen en diensten	
12.1.1.2	Haarverzorging voor dames	
12.1.1.2.01	Haarsnit	
12.1.1.3	Diensten voor lichaamsverzorging	
12.1.1.3.02	Sauna	
12.1.2.1	Elektrische toestellen voor lichaamsverzorging	
12.1.2.1.02	Tandenborstel (elektrisch)	
12.1.3.1	Niet-elektrische apparaten voor lichaamsverzorging	
12.1.3.1.01	Scheermes: vullingen	
12.1.3.1.02	Tandenborstel (manueel)	
12.1.3.2	Producten voor lichaamsverzorging en schoonheidsproducten	
12.1.3.2.08	Toiletzeep: vloeibaar	
12.1.3.2.09	Wattenstaafjes	
12.1.3.2.10	Incontinentiemateriaal	
12.1.3.2.11	Badolie	
12.1.3.2.12	Badschuim	
12.1.3.2.20	Deodorant: roll-on	
12.3.1.1	Juwelen	
12.3.1.1.02	Ketting	
12.4.0.3	Gezins- en bejaardenzorg aan huis	
12.4.0.3.01	Catering voor senioren	
12.7.0.4	Andere diensten n.e.g.	
12.7.0.4.02	Plaatsen advertentie	
12.7.0.4.03	Levering van bloemen	

Bron: ADSEI.

(1) ECOICOP: European Classification of Individual Consumption by Purpose. Deze Europese classificatie van de verbruiksfuncties van de huishoudens is de harmonisatie op Europese schaal van de door de Verenigde Naties uitgewerkte nomenclatuur van de consumptieve bestedingen.

Zijn werknemers van 50 jaar te duur ? De component 'leeftijd' in de loonvorming

Y. Saks

Inleiding

De werkgelegenheidsgraad van de 55-64-jarigen bedraagt in België 40 %⁽¹⁾, dat is 9 procentpunt onder het Europese gemiddelde en 10 punten onder het cijfer dat de Belgische autoriteiten tegen het jaar 2020 beogen.

Net als in de andere EU-landen is dat cijfer de afgelopen jaren gestegen, maar België liet een snellere toename optekenen (14,5 procentpunt tegen 12,1 procentpunt tussen 2000 en 2012 voor alle 55-plussers samen), deels omdat die ratio in 2000 in ons land veel lager lag (namelijk 25 %, tegen 36,8 % in de EU). De werkgelegenheidsgraad van de mannelijke 55-plussers steeg over deze periode met bijna 11 punten, terwijl hij bij de vrouwen van dezelfde leeftijdscategorie nog sterker toenam (met bijna 18 procentpunt), meer bepaald doordat de wettelijke pensioenleeftijd tussen 1998 en 2009 geleidelijk opgetrokken werd van 60 tot 65 jaar.

In het licht van de vergrijzing van de bevolking op arbeidsleeftijd is de arbeidsvraag voor deze leeftijdsgroep een cruciale economische en sociale opgave. De relatieve loonkosten worden vaak aangehaald als oorzaak van een geringere arbeidsparticipatie. In dit artikel wordt nagegaan in hoeverre deze bewering gegrond is.

Uit onze analyse blijkt dat de vergrijzing van de bevolking een potentieel probleem is voor het concurrentievermogen van onze ondernemingen, zowel inzake loonkosten als beschikbaarheid van arbeidskrachten en ze weegt tevens op de houdbaarheid van de overheidsfinanciën.

1. Vergrijzing van de bevolking en van het personeel in de ondernemingen

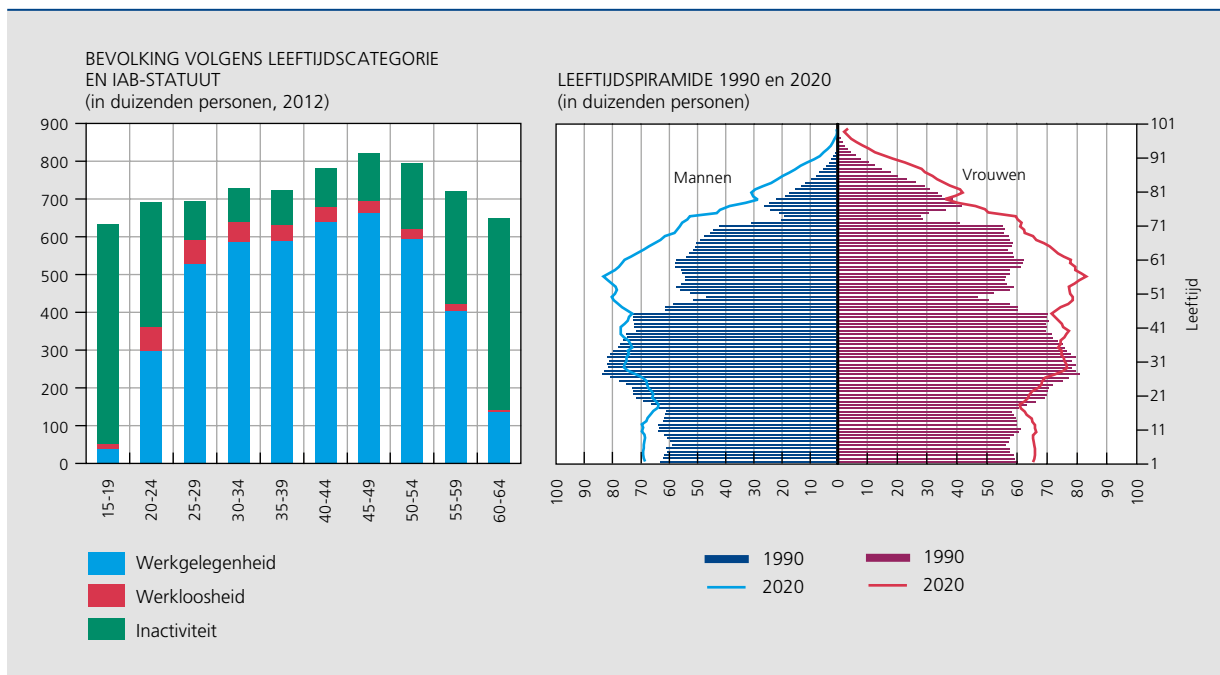
Uit de situatie van de verschillende leeftijdscategorieën op de arbeidsmarkt blijken sterke contrasten. Terwijl in de leeftijdsgroep van 30 tot 44 jaar meer dan acht personen op tien een baan hebben, neemt de werkgelegenheidsgraad vervolgens geleidelijk af. Hij bedraagt ongeveer 75 % bij de 50-54-jarigen, 56 % bij de 55-59-jarigen, en in de leeftijdsgroep van 60 tot 64 jaar is nog amper één persoon op vijf aan het werk.

De omvang van de verschillende cohorten is echter zeer variabel. De leeftijds piramide – waarin de structuur van de Belgische bevolking qua leeftijd en geslacht zoals die er in 1990 uitzag, wordt vergeleken met de voor 2020 verwachte structuur – geeft de demografische uitdaging weer waarvoor ons land zich geplaatst ziet.

Uit de piramide blijkt de omvang van de generatie baby-boomers die geboren werden tussen 1946 en 1965. In 1990 maakten zij als volwassenen deel uit van de groep 25-44-jarigen, met andere woorden de leeftijdscategorieën met de hoogste werkgelegenheidsgraad. In 2020 zullen een groot aantal van deze werknemers het beroepsleven hebben verlaten; de jongsten onder hen zullen op dat ogenblik deel uitmaken van de leeftijdscategorie van 50 jaar en ouder, met andere woorden de categorie waar de werkgelegenheidsgraad momenteel veel lager ligt. In de zeer nabije toekomst zullen dus meer 55-plussers actief aan de arbeidsmarkt moeten deelnemen, wil onze economie niet nog sterker de weerslag ondervinden van de schaarste aan geschoolde werknemers die vandaag reeds de ontplooiing van nieuwe economische activiteiten in bepaalde regio's bemoeilijkt.

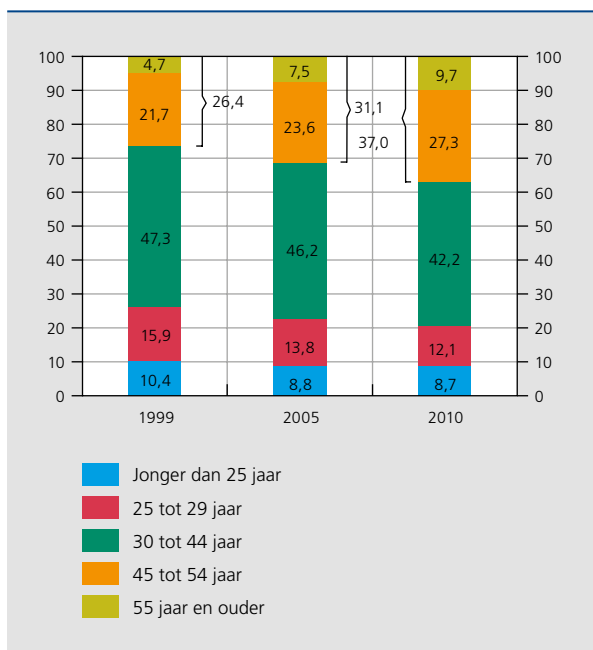
(1) Jaargemiddelde in 2012.

GRAFIEK 1 ARBEIDSMARKTPARTICIPATIE EN DEMOGRAFISCHE UITDAGING



Bronnen : ADSEI, FPB.

GRAFIEK 2 VERLOOP VAN DE LEEFTIJDSTRUCTUUR VAN DE WERKNEMERS IN DE ONDERNEMINGEN UIT DE PRIVATE SECTOR (in %)



Bron: ADSEI (SES).

De vergrijzing van de bevolking komt nu al tot uitdrukking in de leeftijdsstructuur van de werknemers in de ondernemingen.

Op basis van een representatief steekproef van ondernemingen uit de private sector blijkt dat de 45-54-jarigen en de 55-plussers in 1999 respectievelijk 21,7% en 4,7% van het personeelsbestand uitmaakten; hun aandeel vergrootte tot 23,6% en 7,5% in 2005 en tot 27,3% en 9,7% in 2010. De gemiddelde leeftijd van de loontrekkers in de private sector steeg tussen 1999 en 2011 aldus met meer dan twee jaar. In de overheidssector tekende zich een vergelijkbaar verloop af.

Naast de bestaande werkgelegenheid geeft ook de in- en uitstroom van werknemers een sterk contrasterend leeftijdsprofiel te zien. Beschouwt men het geheel van de indienstnemen⁽¹⁾ in 2012, dan blijkt dat – private en overheidssector samen – 46% van de in dienst genomen werknemers tot de leeftijdscategorie van 20 tot 29 jaar behoort, terwijl het aandeel van de 55-plussers minder dan 3% bedraagt. Er wordt een monotoon dalende relatie met de leeftijd vastgesteld. Tussen 45 en 49 jaar en

(1) Het betreft de personen op arbeidsleeftijd die, volgens de enquête naar de arbeidskrachten, sinds drie maanden of korter een baan hebben. Hier wordt geen onderscheid gemaakt tussen werknemers of zelfstandigen.

50 en 54 jaar wordt de indienstnemingsgraad gehalveerd, van 8,1 % tot 4,2 %, wat lijkt te wijzen op een gedragswijziging bij de bedrijven, die duidelijk minder 50-plussers in dienst nemen.

In België worden dus, ook vanuit een internationaal perspectief, weinig oudere werknemers in dienst genomen. Uit een recente studie van de OESO (2014) blijkt dat de indienstnemingsgraad van de 55-64-jarigen in alle Europese landen aanzienlijk lager ligt dan bij de 25-54-jarigen, maar van de 24 vergeleken economieën scoort België het slechtst.

Het leeftijdsprofiel bij het beëindigen van een baan verschilt zeer sterk van dat bij de indienstnemingen. De beëindigingen betreffen voor een groot deel personen in de jongste leeftijdscategorieën, voornamelijk omdat die verhoudingsgewijs meer banen met een contract voor bepaalde duur hebben, inclusief uitzendbanen. Zo maakt het banenverlies bij de 20-29-jarigen 28 % van het totaal uit, terwijl die groep goed is voor slechts 19 % van het personeelsbestand. Vanaf 55 jaar neemt het beëindigen van arbeidsrelaties echter fors toe, tot meer dan 25 % van het totaal.

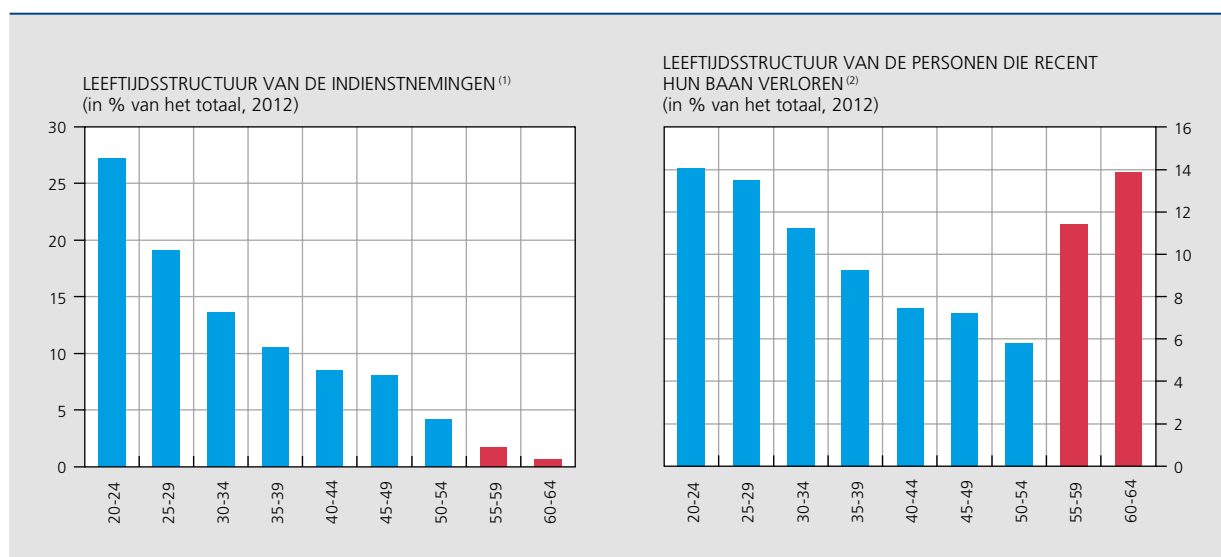
Deze profielen zijn vrij stabiel in de tijd. In de drie hoogste leeftijdscategorieën stegen de indienstnemingen over de periode 1999-2012 bij de 45-49-jarigen alsook, zij het in mindere mate, bij de 50-54-jarigen. In de leeftijdsgroep van de 55-64-jarigen, daarentegen,

werd volgens de enquête naar de arbeidskrachten een zeer klein aantal indienstnemingen opgetekend (in 2012 werden in deze leeftijdscategorie voor het hele land ongeveer 5 000 werknemers in dienst genomen, wat op het randje is van de grens van de statistische significantie). In deze laatste groep is er evenmin een trendmatige toename van de indienstnemingen.

De stijging van de werkgelegenheidsgraad van oudere werknemers, meer bepaald 55-plussers, is dus het resultaat van het feit dat deze personen langer in dienst worden gehouden, aangezien het voor werkloos geworden arbeidskrachten uit deze leeftijdsgroep moeilijk blijft om opnieuw werk te vinden. Dit is een belangrijke vaststelling aan het begin van een periode waarin een groter aandeel van deze werknemers zal moeten worden ingeschakeld; daarbij dient te worden gewaakt over hun inzetbaarheid en over de afstemming tussen arbeidskosten en arbeidsproductiviteit.

Net als de meeste andere Europese landen heeft België aan het einde van de vorige eeuw een aantal voorzieningen getroffen die een vervroegde uittreding uit het beroepsleven mogelijk maken. Deze regelingen spelen nog steeds een doorslaggevende rol wanneer een werknemer vóór de wettelijke pensioenleeftijd de arbeidsmarkt verlaat. Vroeger werd het gebruik van deze regelingen zowel door de werkgever als door de werknemer als positief ervaren. De afgelopen jaren zijn de mogelijkheden om van deze voorzieningen gebruik te maken, geleidelijk

GRAFIEK 3 INDIENSTNEMINGEN EN BEËINDIGINGEN VAN BANEN VOLGENS LEEFTIJDGROEP



Bron: EC (EAK).

(1) Personen die maximaal drie maanden geleden een baan hebben gevonden.

(2) Beëindiging van een baan gedurende het jaar van de enquête of het voorgaande jaar. Alle redenen door elkaar genomen, inclusief het beëindigen van een tijdelijke arbeidsovereenkomst, pensioering, brugpensioen, enz.

beperkt door de verhoging van de leeftijd waarop men vervroegd kan uittreden en door de verzwarende van de vereiste loopbaanvoorwaarden. Dat was in het bijzonder het geval voor het brugpensioen (herdoopt tot 'werkloosheid met bedrijfstoelage', omdat men deze personen nu wil activeren) en voor de tegenhanger ervan voor de vroegere werknemers van kleinere ondernemingen (stelsel van de oudere werklozen die zijn vrijgesteld van het zoeken naar werk). Ook de controle op de beschikbaarheid van werklozen, voordien beperkt tot werklozen jonger dan 50 jaar, werd op 1 januari 2013 opgetrokken tot 55 jaar (in 2016 wordt dat 58 jaar).

Op basis van de som van het aantal gepensioneerden, niet-werkzoekende werklozen met bedrijfstoelage, oudere werklozen vrijgesteld van het zoeken naar werk, oudere werknemers met volledige loopbaanonderbreking of voltijds tijdskrediet en invaliden, kan worden geraamd hoeveel personen in de bevolking van 50 tot 64 jaar gebruik maken van een regeling om vóór de wettelijke pensioenleeftijd de arbeidsmarkt te verlaten. In 2013 maakte in totaal 27 % van de 50-64-jarigen gebruik van een of andere vervroegde-uittredingsregeling. Het ging daarbij meestal om pensionering (ongeveer 10 %), gevolgd door invaliditeit (zowat 9 %).

Er is niettemin een sterke daling ten opzichte van het jaar 2000, toen bijna 36 % van de 50-64-jarigen voor een van de regelingen opteerde. Dit verloop is waarneembaar in

elk van de in aanmerking genomen regelingen, met uitzondering van de invaliditeit. Uitgedrukt in procentpunt, werd de grootste vermindering opgetekend voor de regeling van de oudere werklozen en voor de pensioenen.

Voor de 50-54-jarigen heeft vooral de afschaffing van de mogelijkheid om gebruik te maken van de regeling van oudere werklozen die vrijgesteld zijn van het zoeken naar werk een rol gespeeld. In 2013 deed in totaal nog slechts 9 % van de personen uit deze leeftijdsgroep een beroep op een van de uittredingsregelingen, tegen 16,6 % in 2000.

In de groep 55-59-jarigen vergrootte enkel het aandeel van de invaliden, maar die toename werd in zeer hoge mate gecompenseerd door een daling van het percentage niet-werkzoekende werklozen met bedrijfstoelage en, vooral, van het percentage oudere werklozen. In totaal kromp het aandeel van de verschillende regelingen in deze leeftijdsgroep van ongeveer 30 % tot 19 %.

Het beroep op het stelsel van werkloosheid met bedrijfstoelage verminderde daarentegen slechts zeer licht bij de 60-64-jarigen, terwijl de percentages van de oudere werklozen en invaliden duidelijk stegen. Het aandeel van de gepensioneerden kromp echter aanzienlijk. Zo maakte ongeveer 58 % van de 60-64-jarigen in 2013 gebruik van een van de beschouwde regelingen, tegen 66 % in 2000.

TABEL 1 VERVROEGDE UITTREDINGEN UIT DE ARBEIDSMARKT VAN 50-64-JARIGEN ⁽¹⁾
(mannen en vrouwen, in % van de overeenstemmende bevolking)

	50-54 jaar		55-59 jaar		60-64 jaar		Totaal	
							50-64 jaar	
	2000	2013	2000	2013	2000	2013	2000	2013
Pensioenen	1,3	1,0	3,8	3,3	41,7	29,0	14,4	10,2
Werkloosheid met bedrijfstoelage, niet-werkzoekend	1,3	0,0	7,2	3,7	13,0	12,3	6,6	4,9
Oudere niet-werkzoekende werkloze	8,1	0,0	11,1	2,5	5,3	8,2	8,2	3,3
Voltijds tijdskrediet en volledige loopbaanonderbreking	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,2	0,1
Invaliditeit	5,7	7,7	7,5	9,6	6,4	8,9	6,5	8,7
Totaal	16,6	8,9	29,8	19,2	66,5	58,4	35,8	27,2

Bronnen: ADSEI-FPB, PDOS, RIZIV, RVA, RVP.

(1) Geraamde totalen, verkregen door de combinatie van gegevens die niet noodzakelijk dezelfde periode of momentopname betreffen. Voor het jaar 2000, waarvoor bij de pensioenen geen gegevens voorhanden zijn om de dubbeltellingen bij de gemengde loopbanen private/overheidssector uit te sluiten, werd ervan uitgegaan dat het aandeel gemengde loopbanen in het totale aantal pensioenen hetzelfde was als in 2013. De aldus verkregen totale cijfers hebben dus slechts een indicatieve waarde. Bovendien stemmen ze niet noodzakelijkerwijs overeen met het aantal inactieven volgens de geharmoniseerde statistieken van de enquête naar de arbeidskrachten, aangezien soms een bezoldigde activiteit is toegestaan in combinatie met de ontvangen uitkering.

Deze gegevens bevestigen de noodzaak om de mogelijkheden tot vervroegde uittreding in België strikt te reguleren, aangezien de weerslag ervan op de arbeidsmarktparticipatie van de potentieel begunstigen onmiddellijk zichtbaar is. De eerder gunstige regelingen voor vervroegde uittreding, de talrijke beëindigingen van arbeidsrelaties en het geringe aantal indienstnemingen in deze leeftijdscategorieën zorgen ervoor dat de verwachte loopbaanduur in België relatief korter is dan bij de 'beste leerlingen' in Europa, voornamelijk de Scandinavische landen, Nederland en Duitsland. Al deze landen hebben de regelingen voor vervroegde uittreding uit de arbeidsmarkt drastisch hervormd. Sommige landen hebben ook de regels van hun pensioenstelsel herzien, met name door de normale pensioenleeftijd aan de levensverwachting te koppelen of door bij een vervroegde uittreding een grotere pensioenmalus te hanteren.

2. Loon en leeftijd

Op basis van de gegevens afkomstig van de enquête naar de loonstrucuur (Structural Earnings Survey – SES), die betrekking hebben op een representatief staal van ondernemingen uit de private sector met ten minste tien

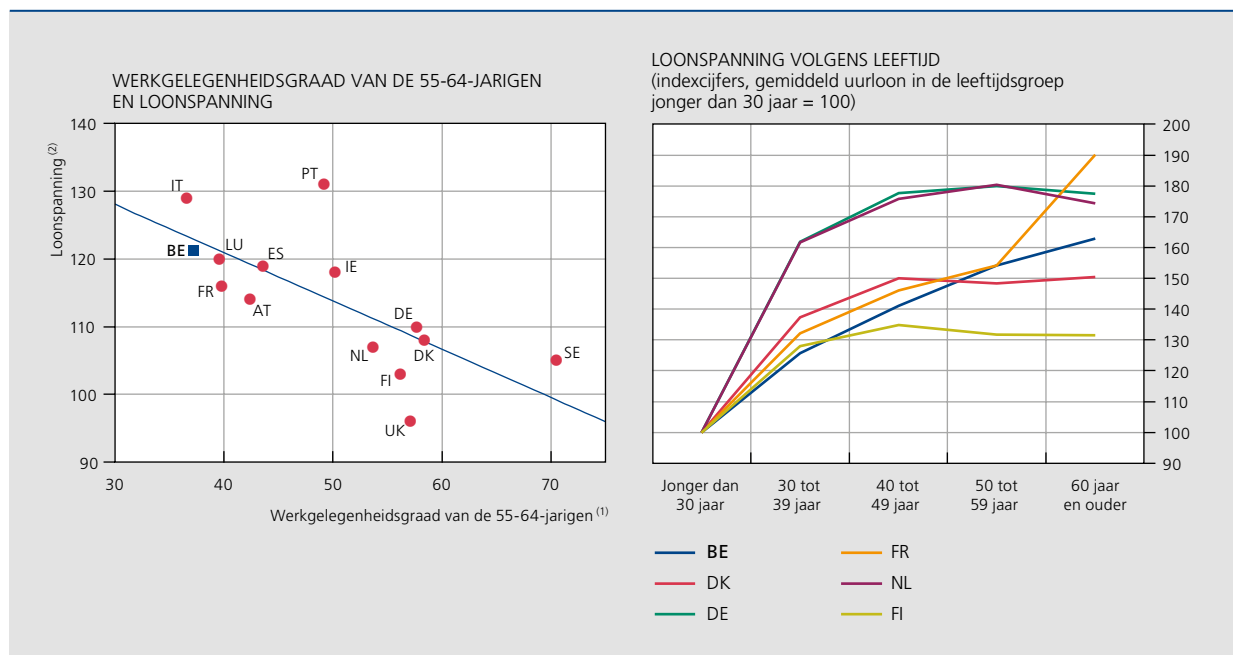
werknemers, wordt nagegaan wat in België en in verschillende EU-landen de verhouding is tussen leeftijd en loon.

De indicator 'loospanning' wordt gedefinieerd als de verhouding tussen het gemiddelde maandloon van de 50-59-jarige werknemers en dat van de 30-39-jarige werknemers.

De aldus gemeten loospanning is aanzienlijk groter in Portugal en Italië, maar ook in België, Luxemburg en Spanje. Ze is daarentegen veel gematigder in de Scandinavische landen en Nederland. Het Verenigd Koninkrijk valt nog sterker op aangezien de 50-59-jarigen er lagere lonen hebben dan de 30-39-jarigen.

Een bivariate verhouding wijst op een negatieve correlatie tussen de loospanning volgens leeftijd en de werkgelegenheidsgraad van de 55-plussers. Met andere woorden, volgens dit geheel van gegevens die betrekking hebben op de landen van de EU15, stemt een vlakkere loonstrucuur overeen met een hogere werkgelegenheidsgraad van de oudere werknemers. Op basis van deze vaststelling kan weliswaar geen conclusie worden getrokken over een eventueel oorzakelijk verband, maar toch mag worden aangenomen dat 55-plussers worden verdrongen om redenen van relatieve kosten. Deze financiële factor

GRAFIEK 4 LOOPBAAN EN LOOSpanNING VOLGENS LEEFTIJD IN VERSCHILLENDE EU-LANDEN



Bron: EC (EAK, SES).

(1) Verhouding, in %, tussen het aantal werkende 55-64-jarigen en de totale bevolking in die leeftijdscategorie.

(2) Verhouding tussen het gemiddelde maandloon van de 50-59-jarige werknemers en dat van de 30-39-jarige werknemers, waarbij het loonniveau van deze laatste gelijkgesteld wordt aan 100.

sluit uiteraard niet uit dat er nog andere mechanismen kunnen spelen.

Het verloop van de bezoldigingen is in feite in alle Europese landen, zij het in verschillende mate, gekoppeld aan de leeftijd⁽¹⁾. Toch blijkt dat het loonprofiel voor de 50-plussers in België blijft stijgen, terwijl dat in de Scandinavische landen, Nederland en Duitsland naar het einde van de loopbaan vlakker wordt. Het is evenwel niet uitgesloten dat dit verschijnsel deels kan worden toegeschreven aan compositie-effecten: de regelingen inzake vervroegde uittreding blijven gunstiger en worden, derhalve, meer gebruikt in België en in Frankrijk dan in andere beschouwde landen, waardoor mogelijk een (auto-)selectie plaatsvindt van de ouderen die na de leeftijd van 50 jaar aan het werk blijven: enkel de best bezoldigden zouden actief blijven, terwijl de anderen in hoge mate gebruik maken van de vervroegde-uittredingsregelingen. Deze situatie zal ongetwijfeld veranderen aangezien de mogelijkheden om de arbeidsmarkt vervroegd te verlaten, zullen afnemen. Op termijn zou de loonspanningscurve dus automatisch kunnen gaan afvlakken.

De sociale partners zouden in hun dialoog niettemin rekening moeten houden met deze problematiek teneinde de werknemers aan te moedigen langer aan het werk te blijven zonder evenwel de lasten van de ondernemingen bovenmatig te verzwaren. Het is de taak van

de overheid om akkoorden te stimuleren die erop gericht zijn de stijging van de loonkosten aan het einde van de loopbaan af te remmen, terwijl ze anciënniteit en ervaring blijven valoriseren (ter weerspiegeling van de productiviteitsstijging), eventueel door verlagingen van de sociale lasten.

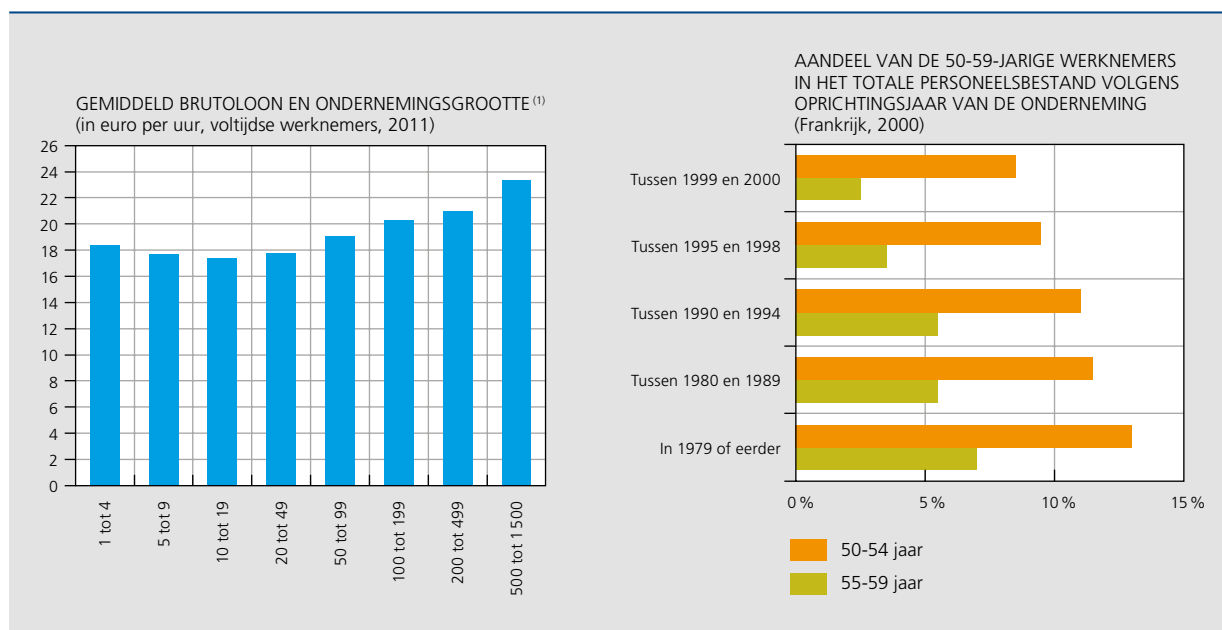
2.1 Het grootte-effect van de werkgever

Nog steeds uit de SES-enquête maar dan specifiek uit het Belgische onderdeel daarvan, blijkt dat de lonen (het betreft hier de uurlonen van voltijdwerkers) gemiddeld beschouwd toenemen met de grootte van de werkgever. Zelfs indien wordt gecontroleerd voor de kenmerken van de werknemers en voor de bedrijfstak, blijft dit grootte-effect bestaan.

Daar zijn verschillende verklaringen voor. Grotere ondernemingen zouden het makkelijker hebben om hoger gekwalificeerd personeel in dienst te nemen. Dankzij hun gemiddeld hogere rentabiliteit, en meer bepaald dankzij

(1) De Europese richtlijn 2000/78/EG van 27 november 2000 tot instelling van een algemeen kader voor gelijke behandeling in arbeid en beroep verbodt binnen de arbeidsrelatie elke vorm van discriminatie op basis van geloof of levensbeschouwing, handicap, leeftijd of seksuele geaardheid. In België voorzagen veel sectoren middels collectieve arbeidsovereenkomsten in leeftijdsafhankelijke loonschalen. In al deze teksten diende het leeftijds criterium te worden geschrapt.

GRAFIEK 5 DETERMINANTEN VAN DE LONEN: GROOTTE-EFFECT VAN DE WERKGEVER



Bronnen: ADSEI (SES), INSEE.

(1) Aantal loontrekkenden in de lokale eenheid.

hun marktmacht, zouden ze, vergeleken met de kleine ondernemingen, hogere lonen kunnen betalen. Nog een mogelijke verklaring is dat deze grote ondernemingen de acties van hun werknemers moeilijker kunnen controleren en dat ze derhalve hogere lonen zouden betalen om er zeker van te zijn dat de werknemers een voldoende inspanningsniveau leveren.

Er bestaat ook een verband tussen de oprichtingsdatum van de onderneming en de grootte ervan. Oudere ondernemingen zijn doorgaans groter en hebben meer 50-plussers in dienst. Analoog daarmee zijn kleinere ondernemingen, gemiddeld beschouwd, van recentere datum en is hun personeel jonger. De leeftijd van het personeel in de ondernemingen hangt inderdaad af van de geschiedenis van het bedrijf, van zijn oprichtingsdatum, van zijn indienstnemings- en ontslagbeleid, maar ook van de branche waartoe het behoort (een branche in opmars of op de terugweg). De in het rechterdeel van grafiek 5

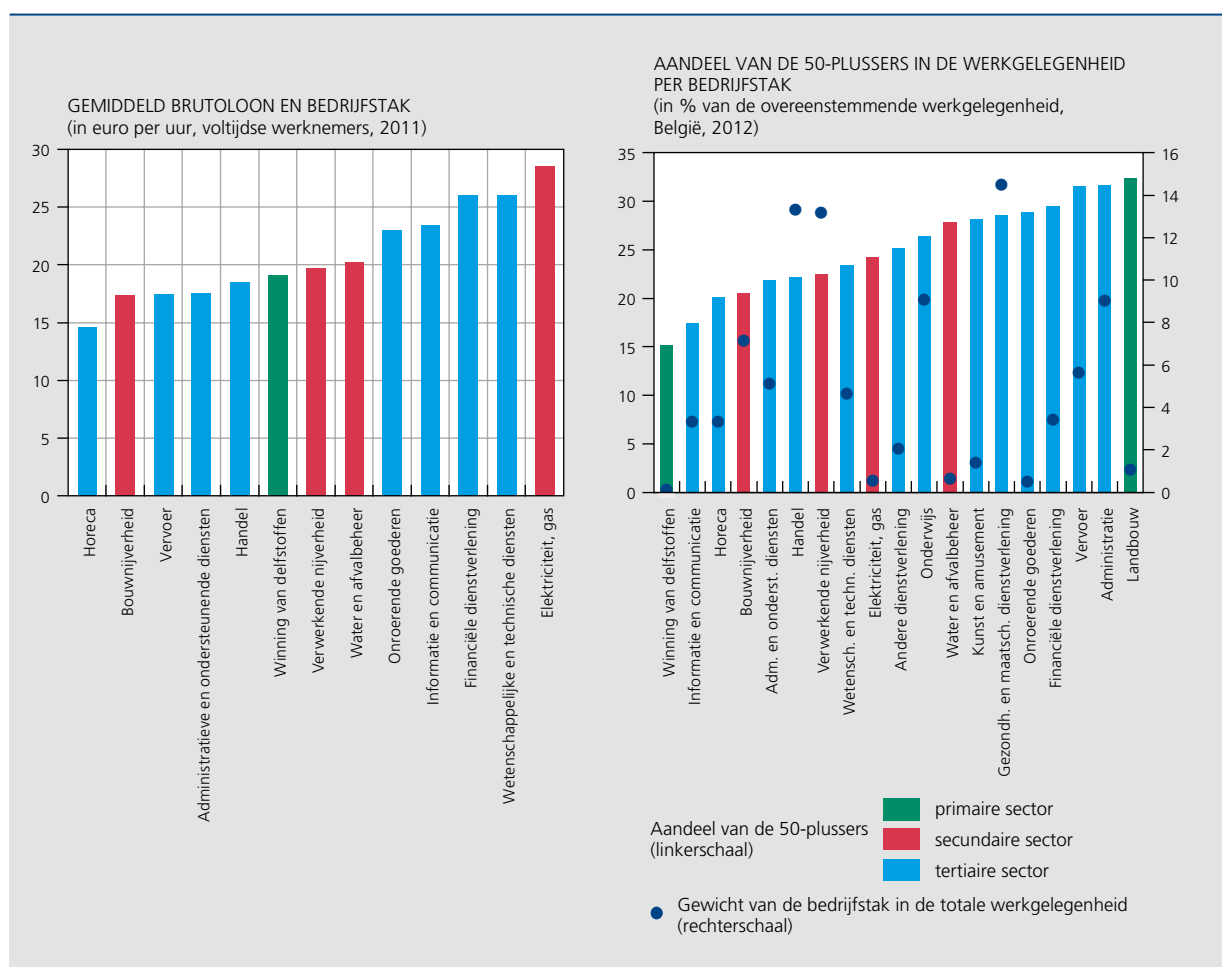
voorgestelde gegevens hebben betrekking op Frankrijk (Aubert en Crépon, 2003), want in de Belgische microgegevens van de SES-enquête wordt de oprichtingsdatum van het bedrijf niet vermeld.

2.2 Het branche-effect

Uit de geaggregeerde statistieken betreffende de lonen van de werknemers blijkt dat tussen de branches opmerkelijke verschillen bestaan. De lonen zijn lager dan gemiddeld in de horeca, de bouwnijverheid en het vervoer, en hoger in de financiële dienstverlening, de wetenschappelijke en technische diensten en de energiesector.

Deze verschillen houden deels verband met de kenmerken van het personeel: lager geschoolde werknemers zijn in verhouding sterker vertegenwoordigd in de horeca dan in de financiële ondernemingen of de energiesector.

GRAFIEK 6 DETERMINANTEN VAN DE LONEN: BRANCHE-EFFECT



Bronnen: ADSEI (SES), EC (EAK).

Zelfs indien wordt gecontroleerd voor de kenmerken van het personeel, blijven de verschillen tussen de branches groot. Derhalve spelen andere factoren een rol, met name de niet-vastgestelde kenmerken van de werknemers (competenties, risicoaversie, enz.) en de rentabiliteitsverschillen tussen de sectoren, die deels tot uiting komen in de lonen.

De rangschikking van de branches volgens het aandeel van de 50-plussers die er werkzaam zijn, stemt niet overeen met de ranglijst van de branches volgens het gemiddelde loon. Met andere woorden: de samenstelling in termen van leeftijd verklaart slechts in geringe mate de loonverschillen tussen de bedrijfstakken.

50-plussers zijn vooral werkzaam in de niet-marktdiensten, bijvoorbeeld de administratie of de gezondheidszorg en de maatschappelijke dienstverlening, maar ook in het vervoer, de exploitatie van en handel in onroerende goederen en de financiële dienstverlening. Ze zijn daarentegen minder aanwezig in de informatie en communicatie, de horeca, de bouwnijverheid of de handel.

Deze verdeling van de 50-plussers wordt deels verklaard door de arbeidssituatie en de zwaarte van het werk (horeca, bouwnijverheid), maar ook door de snelle technische

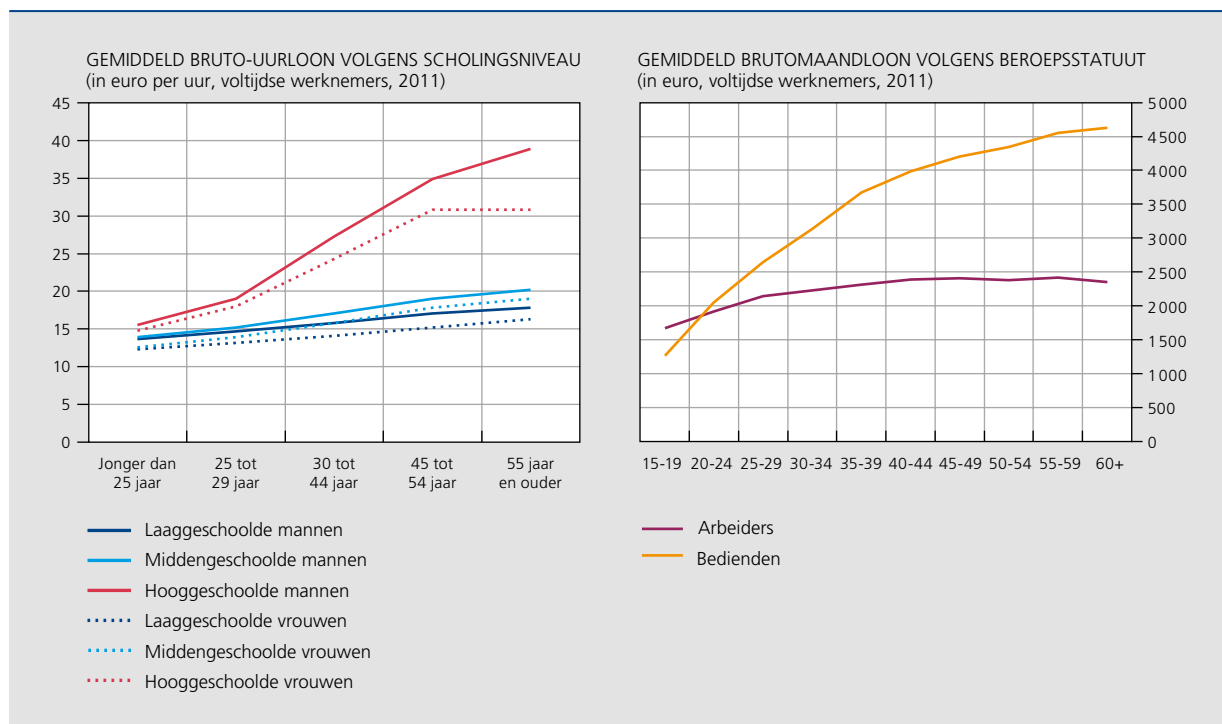
voortgang die maakt dat de verworven kennis gedeeltelijk achterhaald is. Uit deze verdeling blijkt tevens het effect van de herstructureringen in de verschillende activiteiten.

2.3 De effecten van de kenmerken van de werknemer: scholingsniveau en ervaring

Een hoger scholingsniveau opent meer carrièremogelijkheden en maakt het in principe mogelijk meer productieve taken te verrichten. Dit vertaalt zich derhalve in hogere lonen. In België ligt het loon van een hooggeschoolde jongere (iemand van minder dan 25 jaar met een diploma hoger onderwijs) 13 % hoger dan dat van een laaggeschoolde jongere (die het secundair onderwijs niet heeft afgemaakt). Een middengeschoolde jongere (met een getuigschrift van het hoger secundair onderwijs) verdient gemiddeld 2 % meer dan een laaggeschoolde jongere.

Deze verschillen worden doorgaans groter met de leeftijd. Voor mannen tussen 30 en 44 jaar ligt het uurloon van een hoog- en een middengeschoolde respectievelijk 73 % en 8 % hoger dan dat van een laaggeschoolde uit dezelfde leeftijdsgroep. De stijging is dus vooral groot

GRAFIEK 7 DETERMINANTEN VAN DE LONEN: SCHOLING, ERVARING EN BEROEPSSTATUUT



Bron: ADSEI (SES).

voor hooggeschoolden. Dit komt doordat in een moderne economie het vereiste competentieniveau stijgt en overeenkomstig wordt gevaloriseerd.

Dit positieve verband tussen scholingsniveau en loon kan worden verklaard door, onder meer, de theorie van het menselijk kapitaal of door de signaaltheorie. Volgens de theorie van het menselijk kapitaal verhoogt de accumulatie van kennis en competenties, vooral via onderwijs, het productief vermogen van het individu. Volgens de signaaltheorie stelt de verwerving van diploma's de werknemer vooral in staat de aandacht te vestigen op niet onmiddellijk waarneembare kenmerken (doorzettingsvermogen, talent, intelligentie, enz.). Deze beide theorieën verschillen dus van elkaar wat de reden betreft waarom werkgevers een aan scholing gekoppelde loonpremie betalen. Volgens de ene theorie verhoogt scholing de lonen omdat ze gepaard gaat met een hogere productiviteit. Volgens de andere zou scholing voor de werkgevers vooral een hulpmiddel zijn om te 'filtreren', maar is ze niet noodzakelijkerwijs een belangrijke determinant van de productiviteitsverschillen tussen werknemers. Deze twee effecten spelen vermoedelijk allebei.

Op geaggregeerd niveau worden vrouwen blijkbaar minder betaald dan mannen, voornamelijk omdat ze in bedrijfstakken werken die minder hoge lonen uitkeren en omdat ze, vaker dan mannen, hun loopbaan om gezinsredenen onderbreken. Indien het niet om een statistisch probleem gaat (aangezien de groepen in kwestie klein zijn), illustreert deze situatie ook het zogeheten 'glazen plafond' waarop hooggeschoolde vrouwen stoten: aan het einde van hun loopbaan blijken hun lonen immers geen gelijke tred te houden met die van hun mannelijke tegenhangers. Dit komt niet voor bij laag- of middengeschoolden.

In alle categorieën stijgt het loon met de leeftijd. Volgens de theorie van het menselijk kapitaal weerspiegelt die stijging de ervaring die de werknemer heeft opgedaan en, bijgevolg, de toename van zijn productiviteit. Ze meet tevens de veranderingen qua functies en taken tijdens de loopbaan.

De loontoename kan ook toe te schrijven zijn aan stimuleringsmotieven. Volgens de theorie van de uitgestelde beloning opteren werkgevers ervoor het loon gedurende de loopbaan sterker te laten stijgen dan de productiviteit, teneinde op die manier hun werknemers te behouden en de motivatie van deze laatsten op peil te houden. Jongere werknemers zouden dus aan het begin van hun loopbaan gemiddeld beschouwd onderbetaald zijn, terwijl bij het einde van hun loopbaan hun lonen de productiviteit veel eerder zouden overstijgen.

2.4 Het effect van de anciënniteit en van het professioneel statuut

Ook de ervaring bij eenzelfde werkgever, anciënniteit genaamd, wordt gevaloriseerd. Dit rendement van de anciënniteit weerspiegelt zowel de accumulatie van bedrijfsspecifieke ervaring als de kwaliteit van de matching. Anciënniteit is met andere woorden voor een deel een endogene variabele, want hoe bevredigender de matching voor beide partijen is, hoe minder werknemers van werkgever zullen veranderen.

Zonder verdere hypothese kunnen de effecten van de ervaring, de anciënniteit en de leeftijd van de werknemer onmogelijk gelijktijdig van elkaar worden onderscheiden. Deze drie grootheden vertonen immers een vergelijkbaar verloop indien de persoon bij dezelfde werkgever blijft.

In België is het sociaal overleg georganiseerd in paritaire comités die veelal verschillend zijn voor arbeiders en voor bedienden. In deze paritaire instanties worden over allerlei punten afspraken gemaakt die dan van toepassing zijn op alle ondernemingen die onder dat paritair comité vallen. De collectieve overeenkomsten die de functies en de overeenkomstige loonschalen vastleggen, voorzien voor de bedienden meestal in een baremiek verloop op basis van de anciënniteit van de werknemer. Over het algemeen komt een dergelijke aanpassing evenwel niet voor in de paritaire comités voor arbeiders, behalve voor korte anciënniteiten (minder dan zes maanden, tussen zes maanden en een jaar, en meer dan een jaar).

Dit uit zich op geaggregeerd niveau in een groot verschil tussen arbeiders en bedienden wat het leeftijdsgebonden bezoldigingsprofiel betreft. De geringe loonstijging bij de arbeiders heeft ook te maken met het feit dat ze gemiddeld lager geschoold zijn en dat de opgedane ervaring minder wordt gevaloriseerd in het type functies dat ze uitoefenen.

De ramingen in het kader waarvan de ervaring (benaderd als de leeftijd van de werknemer min de geschatte duur van zijn studies, rekening houdend met zijn hoogste diploma) en de anciënniteit (waarvoor exacte gegevens beschikbaar zijn) van elkaar worden gescheiden, tonen aan dat het verschil in loon tussen arbeiders en bedienden vooral wordt verklaard door de ervaring (en dus de leeftijd), aangezien het effect van de anciënniteit voor de beide statuten niet echt veel van elkaar verschilt.

Het verschil tussen het arbeiders- en bediendenstatuut gaat terug tot het begin van het Belgisch arbeidsrecht. Het wettelijk criterium op basis waarvan een onderscheid wordt gemaakt tussen arbeiders en bedienden vloeit voort

uit de aard van het verrichte werk. Naargelang de werknemer hoofdzakelijk handen- of intellectuele arbeid uitvoert, zal hij als arbeider of als bediende worden gekwalificeerd. Op het ogenblik dat deze wetgeving werd ingevoerd, was dit een gegrond criterium. Mettertijd veranderde echter de sociale en economische context en werd het alsnog lastiger om dit onderscheidend criterium toe te passen. Nog moeilijker werd het door de functies die steeds complexer werden als gevolg van de grote technologische vooruitgang tijdens de afgelopen decennia.

In de meeste andere Europese landen werd dit onderscheid in de arbeidswetgeving geleidelijk weggewerkt. In België sleepten de onderhandelingen hieromtrent uiterst lang aan. In juli 2011 oordeelde het Grondwettelijk Hof dat het bestaan van verschillende regels voor arbeiders en bedienden inzake opzeggingstermijnen en carenzdag bij arbeidsongeschiktheid door ziekte of ongeval een discriminatie inhield die de Grondwet schendt. Dit arrest van het Hof zette het onderhandelingsproces in gang. Uiteindelijk werd een compromis bereikt, dat werd omgezet in de wet van 26 december 2013 betreffende de invoering van een eenheidsstatuut voor arbeiders en bedienden. Deze wet is op 1 januari 2014 in werking getreden. De nieuwe bepalingen voeren voor alle werknemers eenzelfde ontslagregeling in, dus zowel voor arbeiders als voor bedienden, waarbij de in het verleden door werknemers en werkgevers verworven rechten worden geëerbiedigd teneinde het voor de ondernemingen mogelijk te maken op een betaalbare wijze van de oude op de

nieuwe regeling over te schakelen. In dit eenheidsstatuut zijn de opzeggingstermijnen voor arbeiders aanzienlijk langer dan voordien, terwijl ze voor bedienden ietwat korter zijn geworden⁽¹⁾.

Zoals reeds vermeld, stijgen de lonen van arbeiders veel minder met de anciënniteit dan die van bedienden. In de huidige wetgeving wordt dit verschillende baremieke verloop niet ter discussie gesteld.

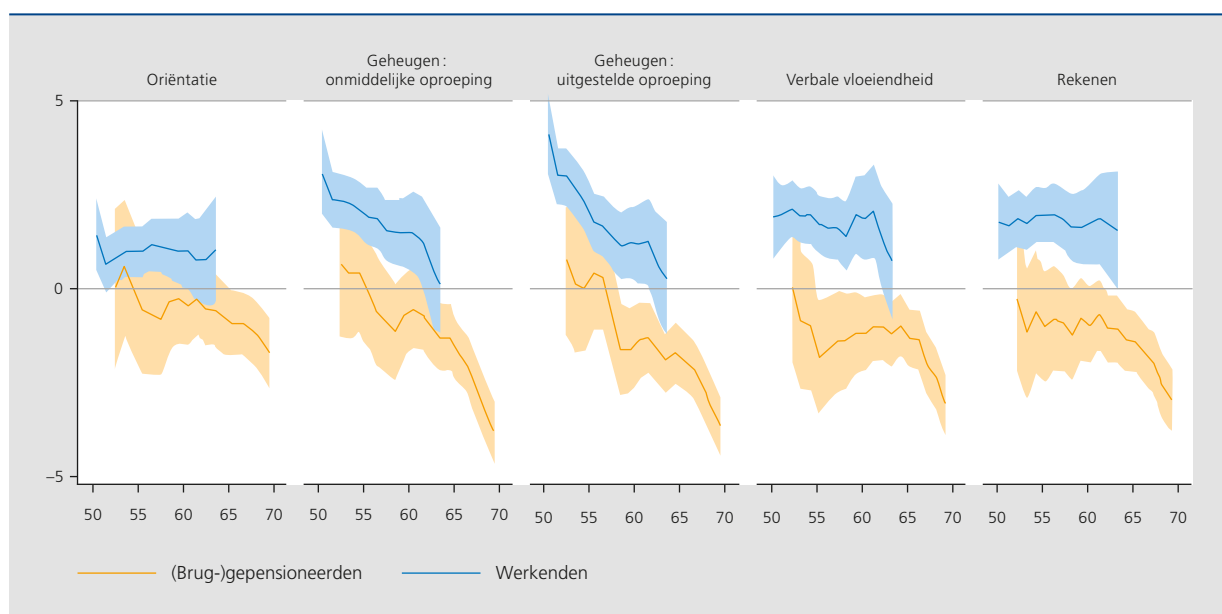
3. Productiviteit en leeftijd

3.1 Leeftijd en prestaties

In een recente studie hebben Mazzonna en Peracchi (2012) het verband onderzocht tussen de leeftijd en vier aspecten van het cognitief vermogen (oriëntatie, geheugen (onmiddellijk en uitgesteld geheugen), verbale vloeiendheid⁽²⁾ en rekenen); ze maken daarbij een onderscheid tussen nog werkende personen en (brug)gepensioneerden⁽³⁾, dit op basis van de SHARE-gegevens (Survey on Health, Ageing

- (1) Op termijn, wanneer de nieuwe regeling haar volle effect zal hebben bereikt, zullen de opzeggingstermijnen aanzienlijk korter zijn dan vóór 1 januari 2014, vooral voor bedienden met een grote anciënniteit.
- (2) Het gaat om het meten van een goede taalbeheersing. Als test wordt de persoon bijvoorbeeld gevraagd binnen een bepaalde tijd alle namen op te sommen die tot eenzelfde categorie behoren (fruit of dieren), of alle woorden te zeggen die met een door de examinator gekozen letter beginnen.
- (3) In deze groep van (brug)gepensioneerden zijn ook de werklozen opgenomen, want in de meeste Europese landen wordt werkloosheid aangewend als mogelijkheid tot een vervroegde uittreding uit de arbeidsmarkt.

GRAFIEK 8 GEMIDDELDE SCORES PER LEEFTIJD VOLGENS HET STATUUT OP DE ARBEIDSMARKT



Bron: Mazzonna en Peracchi (2012), op basis van de SHARE-gegevens.

and Retirement in Europe)⁽¹⁾. Tussen beide groepen wordt een duidelijk onderscheid vastgesteld: de resultaten voor de werkenden liggen voor vrijwel alle geteste aspecten stelselmatig hoger. Met de leeftijd wordt tevens enige achteruitgang in de scores vastgesteld, ook bij de nog werkzame personen, met name inzake geheugen en verbale vloeiendheid. Deze achteruitgang is opvallender bij de gepensioneerden.

Hun resultaten lijken erop te wijzen dat de cognitieve achteruitgang toeneemt na de uittreding uit het beroepsleven.

Daaruit concluderen de auteurs dat, om te beginnen, de sociale en economische kosten verbonden aan de stimuli om vervroegd de arbeidsmarkt te verlaten, nog hoger zijn dan verondersteld. Het verlaten van de arbeidsmarkt resulteert in een verlies aan menselijk kapitaal, onder meer omdat de personen minder zouden worden aangemoedigd om het tijdens hun beroepsleven verzamelde kapitaal in stand te houden. Voorts doet het verlies zich niet enkel voor op het ogenblik van de uittreding uit het beroepsleven; het wordt groter naarmate men langer gepensioneerd is.

Volgens andere resultaten zijn de verliezen aan menselijk kapitaal gemiddeld minder zwaar voor hoger geschoolden, hoewel de individuele situaties zeer verschillend blijven.

3.2 Meting van de productiviteit van de werknemers aan de hand van hun bijdrage tot de productiviteit van de onderneming

Wil men de individuele productiviteit van de werknemers niet nagaan door middel van psychometrische tests omdat deze laatste onvoldoende rekening houden met de ervaring van de personen of met de samenwerkingsaspecten en 'social skills' die een belangrijke rol spelen in de productiviteit op het werk, of omdat er niet uit blijkt dat de aard van de uit te voeren taken tijdens de beroepsloopbaan verandert, dan moet men er genoeg mee nemen de geaggregeerde productiviteit te meten. Hellerstein et al. (1999) hebben als eersten dit probleem aldus benaderd.

De productiviteit van elke werknemer wordt geacht een invloed te hebben op de totale productiviteit van de onderneming en omgekeerd. Zo wordt getracht het aandeel van de categorieën van werknemers in de werkgelegenheid van de ondernemingen te koppelen aan de

economische prestaties van die ondernemingen. Voor het onderzoek naar de leeftijdsgebonden productiviteit zijn de categorieën hier de verschillende leeftijdsgroepen. Men poogt te achterhalen of een hoger dan gemiddeld percentage werknemers uit een bepaalde leeftijdsgroep in een onderneming zich al dan niet vertaalt in een hoger dan gemiddelde zichtbare productiviteit van die onderneming.

De productiviteit van een onderneming hangt van heel wat factoren af (kapitaalintensiteit, bedrijfstak, ...). Een van de moeilijkheden is derhalve om bij de determinanten van de productiviteit een onderscheid te maken tussen het effect van de leeftijdsstructuur van het personeel van de onderneming en het effect van de overige factoren.

De eenvoudige correlatie tussen de productiviteit van een onderneming en de leeftijdsstructuur van haar personeel is niet voldoende. Als bijvoorbeeld wordt vastgesteld dat de ondernemingen die een groot aantal oudere werknemers in dienst hebben gemiddeld beschouwd productiever zijn, betekent dit dan dat oudere werknemers productiever zijn? Of komt het erop neer dat oudere werknemers talrijker zijn in ondernemingen die, om andere redenen, productiever zijn? Deze vraag kan niet worden beantwoord zonder op een of andere wijze te controleren voor de overige determinanten van de productiviteit.

De verschillen tussen ondernemingen uit eenzelfde land⁽²⁾ zijn het gevolg van heel wat factoren, waaronder de datum van oprichting, hun personeelsbeleid alsook de verschillende conjunctuurschommelingen waarmee ze, afhankelijk van hun activiteit of vestigingsplaats, werden geconfronteerd.

Sommige krimpende bedrijfstakken hebben zowel een geringe productiviteit als een veeleer ouder werknemersbestand. Hieruit blijkt echter vooral dat het eerder om oude branches gaat dan om een technische daling van de productiviteit als gevolg van de vergrijzing van de werkzame arbeidskrachten. Algemeen beschouwd, zal een onderneming die verschillende negatieve schokken ondergaat, geneigd zijn weinig personeel in dienst te nemen, of zelfs mensen te ontslaan. Hierdoor gaat het bestaande personeelsbestand automatisch vergrijzen, wat veeleer een gevolg, en niet zozeer een oorzaak is van de daling van de productiviteit.

Het komt er dus kort gezegd op aan voorzichtig om te springen met de schattingsmethoden, vanwege de mogelijkerwijs endogene aard van de indeling van de werknemers naar leeftijd; de leeftijdspiramide van een onderneming ontstaat immers uit het verloop van de indienstnemen en ontslagen sinds haar oprichting.

(1) Het betreft een enquête bij een representatief staal van Europeanen van 50 jaar en ouder, in elf landen (AT, BE, CH, DE, DK, ES, FR, EL, IT, NL en SE). De gebruikte golven zijn 2006 en 2008.

(2) Tussen de landen speelt ook het nationale regelgevende kader mee, dat al dan niet bevorderlijk kan zijn voor de functionele mobiliteit van de werknemers (regelgeving betreffende ontslagen, overdraagbaarheid van de anciënniteit en de geaccumuleerde rechten in het kader van de tweede pensioenpijler, enz.)

TABEL 2 RESULTATEN VAN DE RAMINGEN VOLGENS DRIE ECONOMETRISCHE METHODEN ⁽¹⁾

(voor de productiviteit en het uurloon)

Schattingsmethode / specificatie	Vaste effecten ⁽²⁾		GMM ⁽³⁾		Dynamisch ⁽⁴⁾	
	Afhankelijke variabele	Productiviteit	Loon	Productiviteit	Loon	Productiviteit
Aandeel van de werknemers						
jonger dan 30 jaar	0,03 (0,04)	-0,15*** (0,02)	0,00 (0,10)	-0,16*** (0,04)	0,02 (0,04)	-0,13*** (0,02)
ouder dan 50 jaar	-0,12** (0,05)	0,15*** (0,02)	-0,03 (0,14)	0,13*** (0,05)	-0,09** (0,05)	0,13*** (0,02)

Bron: Cataldi, Kampelmann en Rycx (2011).

*** significant bij 1%, ** significant bij 5%, * significant bij 10%, () standaardafwijkingen

(1) Zowel het model tot verklaring van de productiviteit als dat tot verklaring van het loon bevat andere verklarende variabelen die niet in de tabel zijn weergegeven, zoals het kapitaal, de bedrijfstak, de grootte van de onderneming, de overige kenmerken van het personeel (scholing, geslacht, type van arbeidsovereenkomst, . . .), enz.

(2) De individuele effecten (voor elke onderneming) worden behandeld als parameters en worden weggewerkt door het model in eerste verschillen te schatten.

(3) Generalised Method of Moments.

(4) Dynamisch model, dat wil zeggen een model waarvan een vertraagde waarde van de afhankelijke variabele tot de verklarende variabelen behoort.

3.2.1 Resultaten van de econometrische studies

Het betreft hier een toelichting bij de resultaten van Cataldi, Kampelmann en Rycx (2011) die werden verkregen op basis van gegevens die vergelijkbaar zijn met de in de voorgaande grafieken gebruikte gegevens.

De tabel geeft de resultaten weer van drie verschillende specificaties. Voor elke specificatie ramen ze de productiviteit – gemeten aan de hand van de toegevoegde waarde van de onderneming gedeeld door het aantal gewerkte uren – en het gemiddelde uurloon, rekening houdend met de kenmerken van de werknemers (geslacht, scholingsniveau, type arbeidsovereenkomst, uitgeoefend beroep) en met die van de onderneming (bedrijfstak, grootte, bestaan van een collectieve arbeidsovereenkomst op bedrijfsniveau).

In de drie specificaties wordt de geaggregeerde productiviteit van de onderneming blijkbaar gedrukt (negatief teken) door het aandeel van de werknemers ouder dan 50 jaar, terwijl het aandeel van de jonge werknemers geen effect sorteert; in beide gevallen is dit in vergelijking met de referentieleeftijdsgroep, in casu de 30-49-jarigen. Er zij evenwel opgemerkt dat deze ramingen in verband met de productiviteit onzeker blijven ⁽¹⁾, vermits de impact in slechts twee van de drie specificaties (vaste en dynamische effecten) statistisch significant is.

Voor de lonen zijn de resultaten eensluidend: het gemiddelde loon van werknemers jonger dan 30 jaar en van

50-plussers ligt respectievelijk beduidend lager en hoger dan dat van de referentiecategorie. Dit lijkt er op te wijzen dat jongere werknemers effectief onder hun productiviteit worden betaald, terwijl het omgekeerde geldt voor 50-plussers.

Een recente studie van Vandenberghe et al. (2012), waarin andere gegevens worden gebruikt, komt tot vergelijkbare conclusies. De relatieve loonkosten per eenheid product van 50-plussers liggen dus boven het gemiddelde, waardoor hun situatie in de ondernemingen verzwakt.

3.2.2 Beperkingen van de benadering

De voornaamste beperking van deze benadering houdt verband met de robuustheid van de ramingen en met het vermogen van die ramingen om vertekeningen te corrigeren die het gevolg zijn van de mogelijkerwijs endogene aard van de verdeling van de leeftijdsgroepen.

Hellerstein schuift voor het geheel van ondernemingen en werknemers gemiddelde productiviteits- en loonkostenprofielen naar voren, en geen individuele profielen. Zelfs indien de resultaten voor 50-plussers niet-significante verschillen tussen productiviteit en arbeidskosten aantonen (zoals het geval is voor studies betreffende onder meer Nederland), zou er een probleem kunnen bestaan voor sommige werknemerscategorieën in deze leeftijdsgroep (bijvoorbeeld de lagergeschoolden) of in bepaalde subgroepen van ondernemingen (bijvoorbeeld die welke ingrijpende technologische veranderingen ondergaan).

Productiviteit en loonkosten worden geraamd voor personen met een baan. Het is echter bekend dat een groot

(1) Bovendien blijft het verklarend vermogen van die modellen zeer gering: de productiviteit van ondernemingen is bijzonder heterogeen en de variabelen waarover de onderzoekers beschikken, verklaren slechts een zeer klein gedeelte van die verschillen.

gedeelte van de 50-plussers inactief of werkloos is. Er zou dus een selectieproces (en/of autoselectieproces) kunnen bestaan dat die personen ertoe heeft aangezet uit de werkgelegenheid te stappen. Mocht dat proces in aanmerking worden genomen, dan zou de productiviteit voor deze leeftijdsgroep wellicht nog ongunstiger worden ingeschat.

4. Aandachtspunten voor het economisch beleid

4.1 Macro-economische opties

Als sociaalprofessionele groep hebben de werknemers van 50 jaar en ouder drie gemeenschappelijke kenmerken: i) hun resterende beroepsloopbaan is beperkter in de tijd; ii) in vergelijking met jonge werknemers is hun menselijk kapitaal relatief specifiek voor hun werkgever/voor hun werkpost; iii) hun productiviteit neemt mogelijk af, hoewel dit, zoals reeds vermeld, sterk wordt betwist.

In de literatuur heeft men het over het 'end of game'-effect en het 'entitlement'-effect.

Feit is dat de resterende beroepsloopbaan beperkt is, wat een 'end of game'-effect teweegbrengt. Daardoor wordt voor de ouderen de arbeidsvraag negatief beïnvloed. De werkgevers zijn immers minder geneigd een arbeidsovereenkomst aan te bieden aan een ouder persoon omdat de indienstnemings- en opleidingskosten niet afhankelijk zijn van de leeftijd, terwijl voor een oudere werknemer de return-on-investment gemiddeld beschouwd lager zal liggen (aangezien hij in principe minder lang in de onderneming zal blijven). De wetgever kan nauwelijks inwerken op de indienstnemingskosten. Extra boetes invoeren wanneer 50-plussers worden ontslagen, biedt geen oplossing want het 'end of game'-probleem blijft bestaan. De mislukking van de Delalande-bijdrage⁽¹⁾ in Frankrijk toonde aan dat dit soort van maatregel er dus veeleer voor zorgt dat nog minder ouderen in dienst worden genomen, voor zover oudere en jongere werknemers onderling vervangbaar zijn.

De wetgever kan daarentegen wel proberen het verschil in ontslagkosten tussen de diverse leeftijdsgroepen te verkleinen; dat verschil weegt immers anticipatief op de indienstnemingen. In België zorgt het belang van de anciënniteit in de lonen, en bijgevolg in de opzegvergoedingen,

voor een uitgesproken differentiatie van de ontslagkosten volgens de leeftijd.

Een andere mogelijkheid om de impact van het 'end of game'-effect af te zwakken, is het optrekken van de wettelijke pensioenleeftijd, ook al wordt deze laatste ook nog door andere factoren bepaald. Elke maatregel krachtens welke de beroepsloopbaan effectief kan worden verlengd, onder meer door de toegangsvoorwaarden tot de vervroegde-uittredingsregelingen te verscherpen, stelt dit 'end of game'-effect (per definitie) uit.

Dit 'end of game'-effect zou ook verklaren waarom de opleidingsinspanningen overal afnemen met de leeftijd. In België zijn de opleidingsinspanningen, ongeacht de leeftijd, evenwel duidelijk geringer dan bij onze partners.

Wanneer een oudere werknemer werkloos wordt, is de kans dat hij een nieuwe baan vindt relatief kleiner, niet alleen vanwege factoren in verband met de arbeidsvraag (het 'end of game'-effect), maar ook door aanbodeffecten. Meestal oefent een oudere werknemer zijn werk reeds lange tijd uit en heeft hij ervaring opgedaan die deels gebonden is aan zijn (voormalig) werkgever. Het verschil tussen het reserveringsloon (het loon dat hij wil krijgen) en het loon dat de werkgevers aanbieden, is derhalve groter voor de oudere werknemers. Naar deze situatie wordt verwezen als het 'entitlement'-effect.

Dat verschil wordt tevens beïnvloed door het deel van de bezoldiging dat wordt verklaard door het motiverende mechanisme van de over de loopbaan uitgestelde betaling. De anciënniteitsgebonden loonontwikkeling werkt dit 'entitlement'-effect onmiskenbaar in de hand. Zodra een oudere werkzoekende geen baan meer heeft, speelt dit beschermingsmechanisme van de 'insiders' in zijn nadeel.

De wetgever kan dit 'entitlement'-effect afzwakken door ondoordachte reglementen bij te sturen. In de pensioenstelsels (onder meer in de overheidssector) werkt de berekening van het pensioen op basis van de X laatste jaren van de loopbaan in het voordeel van de oudere werknemers die aan het werk blijven, maar ze versterkt tevens het 'entitlement'-effect aangezien een werkzoekende aan het einde van zijn loopbaan veel minder geneigd zal zijn een minder goed betaalde baan aan te nemen. Vermits de werkloosheidsuitkering wordt berekend op basis van het laatst ontvangen loon, kunnen sommige werkzoekenden aarzelen om een minder goed betaalde baan aan te nemen uit vrees dat ze, bij een nieuw ontslag, een lagere uitkering zouden ontvangen. Om die reden is een door de gemeenschap betaalde compensatie wanneer de werkzoekende, ongeacht zijn leeftijd, een baan aanvaardt

(1) De Delalande-bijdrage werd in 1987 ingevoerd en was verschuldigd door elke werkgever die een 50-plusser met een arbeidsovereenkomst voor onbepaalde duur (ongerekend de proefperiode) ontsloeg. De opbrengst van deze speciale bijdrage ging naar de werkloosheidsverzekering. Vanaf 2007 werd de bijdrage afgeschaft.

die minder goed wordt betaald dan zijn vorige baan, een optie die het voor ouderen gemakkelijker maakt om weer aan de slag gaan. Een dergelijke maatregel bevoordeelt vooral oudere werkzoekenden, zonder daarom jongeren te discrimineren.

4.2 Acties op het niveau van de onderneming: opleiding, beheer van beroepservaring, arbeidsomstandigheden, arbeidsorganisatie

De ondernemingen worden zich steeds meer bewust van de vergrijzing van de beroepsbevolking en beginnen structurele maatregelen te implementeren om het leeftijdgebonden risico op dekwalficatie te beperken en beter te werken met een meer leeftijdsdivers personeelsbestand.

De inzetbaarheid van oudere werknemers is een verantwoordelijkheid die wordt gedeeld door de onderneming en door de werknemer zelf. Beroepsopleiding is een van de middelen om dekwalficatie tegen te gaan, zonder evenwel een wondermiddel te zijn. Wil beroepsopleiding doeltreffend zijn, dan moet ze in rechtstreeks verband staan met de loopbaanplanning van de werknemer om, bijvoorbeeld, zijn vaardigheidsniveau op peil te houden in het licht van de technologische ontwikkelingen met betrekking tot zijn arbeidsplaats, of nog, om hem voor te bereiden op een andere functie.

Is zulks niet het geval, dan blijkt uit studies dat ouderen niet echt vragende partij zijn (HRW, 2012) en – volgens een vaak geciteerde Duitse studie (Zwick en Göbel, 2013) – dat opleidingsinspanningen niet garanderen dat mensen langer aan de slag blijven. De wijze waarop opleiding wordt aangeprezen, moet tevens aangepast zijn aan de leeftijd en de basisopleiding van de betrokkenen. De voorkeur geven aan een ‘schools’ formaat voor laaggeschoolden is niet verstandig, hoewel dat om redenen van kosten en gemakshalve nog vaak de norm blijft. Zo ook komt het toespitsen van de opleidingsinspanningen op laaggeschoolde 50-plussers voor deze scholingsgroep te laat (OESO, 2014).

Het is duidelijk dat de in België gevestigde ondernemingen ter zake aanzienlijke vooruitgangsmarges hebben; de gemiddelde participatie aan beroepsopleidingen blijft er immers, internationaal beschouwd, laag ongeacht de leeftijdscategorie of de basisopleiding van de werknemer.

Dankzij ergonomische verbeteringen in de werkposten kunnen leeftijdseffecten (veroudering van de zintuigen (vooral gezicht en gehoor), snelheid van uitvoering, enz.) grotendeels worden gecompenseerd, zodat de

werknemer in optimale omstandigheden zijn werkpost kan behouden.

Functionele mobiliteit, met eventueel de overstap naar een fysiek minder belastende werkpost, moet worden gepland, en dat vereist van de onderneming zowel een vooruitziend beheer van de behoeften en vaardigheden als een goede samenwerking tussen de diensten die belast zijn met arbeidsorganisatie en opleiding. Zo kunnen ook mentorschapprojecten bijdragen tot de overdracht van vaardigheden tussen werknemers van verschillende leeftijden.

Sinds 1 januari 2013 moet elke werkgever die meer dan 20 werknemers in dienst heeft, een werkgelegenheidsplan voor oudere werknemers opstellen dat alle ondernemings-eigen maatregelen bevat die erop gericht zijn de werkgelegenheid van 45-plussers te verhogen of te handhaven, onder meer de maatregelen zoals opleiding, arbeidsomstandigheden, organisatie, maar ook de erkenning van verworven vaardigheden en de gezondheid van de werknemer.

Zowel de ergonomische verbeteringen als de veranderingen van functie of de opleidingen kunnen, onder bepaalde voorwaarden, door de overheid worden gesubsidieerd, onder meer via het Ervaringsfonds.

De indienstneming van 50-plussers blijft in België zeer gering. In alle landen heerst terughoudendheid om oudere werknemers in dienst te nemen, niet alleen vanwege de kosten, maar ook omdat de werkgever vreest voor een moeilijke integratie in de bestaande teams, vooral wanneer de hiërarchische meerderen jonger zijn. Ook al is de leeftijd geen neutrale factor, duidelijk discriminerend gedrag moet worden bestraft.

De arbeidsvraag naar oudere werknemers wordt ook benadeeld door de loonpraktijk van de ondernemingen die grotendeels gebaseerd blijft op leeftijds- en anciënniteitscriteria, vooral voor werknemers met een bediendenstatuut. Nochtans bestaat er een specifieke loonsubsidie, namelijk de bijdragevermindering ‘doelgroep oudere werknemer’, die geldt voor werknemers van 54 jaar en ouder. In het kader van de zesde staatshervorming bepaalt het institutioneel akkoord dat het ‘doelgroepenbeleid’ wordt overgeheveld naar de gewesten. Het zullen dus de gewesten zijn die uitspraak moeten doen over de gepastheid en doeltreffendheid van een dergelijke maatregel om de loonkosten van oudere werknemers te verlagen en hun werkgelegenheidsgraad te bevorderen.

De sociale partners staan hoe dan ook voor een zware opdracht, namelijk de modernisering van het arbeidsrecht waarin ze een fundamentele taak te vervullen hebben.

Bibliographie

Aubert P. en B. Crépon (2003), 'La Productivité des salariés âgés: une tentative d'estimation', *Économie et Statistique*, 368.

Cataldi A., S. Kampelmann en F. Rycx (2011), *Does It Pay to Be Productive? The Case of Age Groups*, DULBEA Working Papers, 11-10.RS.

FOD Werkgelegenheid, Arbeid en Sociaal Overleg (2012), *Ervaringsfonds: jaarverslag 2011*, Brussel.

Hellerstein J., D. Neumark en K. Troske (1999), 'Wages, Productivity, and Worker Characteristics: Evidence from Plant-Level Production Functions and Wage Equations', *Journal of Labor Economics*, 17(3).

Hoge Raad voor de Werkgelegenheid (2012), *Verslag 2012: Actief ouder worden*, Brussel.

Mazzonna F. en F. Peracchi (2012), 'Ageing, cognitive abilities and retirement', *European Economic Review*, 56(4).

OCDE (2014), Vieillessement et politiques de l'emploi: France 2014: *Mieux travailler avec l'âge*, mars.

Vandenberghe V. (2011), 'Boosting the Employment Rate of Older Men and Women', *De Economist*, 159(2).

Vandenberghe V., F. Waltenberg en M. Rigo (2012), 'Ageing and employability. Evidence from Belgian firm-level data', *Journal of Productivity Analysis*, 40(1).

Saint-Paul G. (2009), *Does the Welfare State Make Older Workers Unemployable?*, C.E.P.R. Discussion Papers, 7490.

Zwick T. en C. Göbel (2013), 'Are personnel measures effective in increasing productivity of old workers?', *Labour Economics*, 22.

Het gebruik van BREL om de Belgische conjunctuur te nowcasten: de rol van enquêtegegevens

Ch. Piette
G. Langenus

Inleiding

Het uitstippelen van een passend – vooral budgettair en monetair – macro-economisch beleid vereist accurate kennis van de lopende conjuncturele ontwikkelingen. De gegevens uit de nationale rekeningen, die voor de beleidsmakers richtinggevend kunnen zijn, worden gewoonlijk echter pas met enige vertraging beschikbaar gesteld. Voor de eerste zogenoemde flashramingen met betrekking tot de reële bbp-groei op kwartaalbasis is dat veelal lang na afloop van het referentiekwartaal. Voor de EU-landen worden de officiële Eurostat-gegevens betreffende het bbp op kwartaalbasis zo'n zeven weken na het einde van het bewuste kwartaal gepubliceerd, terwijl eerdere publicaties door sommige nationale statistische instituten – bijvoorbeeld voor het Verenigd Koninkrijk, Spanje en België – pas na ongeveer een maand verschijnen. De flashramingen voor het bbp worden bovendien vaak herzien.

In de loop van het referentiekwartaal worden echter verscheidene indicatoren gepubliceerd die informatie bevatten over de op dat ogenblik heersende economische situatie. Deze gewoonlijk maandelijks gepubliceerde indicatoren betreffen zowel 'concrete' als 'enquête'-gegevens. De concrete gegevens variëren van belangrijke productie- of bedrijfsstatistieken – bijvoorbeeld de industriële productie of de omzet volgens de btw-aangiften – die voor de opstelling van de Belgische nationale rekeningen worden gebruikt, tot specifieke informatie over bepaalde uitgavencategorieën zoals de wagenverkoop of nieuwbouwprojecten. Enquêtegegevens zijn afkomstig van diverse conjunctuurenquêtes en zijn meestal ook op

maandelijks basis beschikbaar. De enquêtes verschaffen synthetische indicatoren van het producenten- en consumentenvertrouwen, maar de eigenlijke vragen in de enquêtes bevatten meer gedetailleerde informatie over specifieke aspecten zoals de vraagvooruitzichten, de indienstnemingsintenties, het spaarvermogen of zelfs de investeringsplannen.

Het analyseren van de conjunctuur of het maken van voorspellingen op korte termijn komt er dan op neer de relevante informatie te distilleren uit deze maandelijks – of met een nog hogere frequentie – gepubliceerde concrete of enquêtegegevens. Golinelli en Parigi (2007) tonen aan dat modellen die van deze informatie gebruik maken, nauwkeuriger bbp-voorspellingen op kortere termijn mogelijk maken dan modellen die geen rekening houden met de informatie die in de loop van het referentiekwartaal beschikbaar wordt gesteld.

Zowel de centrale banken als de internationale organisaties hanteren hiertoe specifieke modellen, die doorgaans gebruik maken van een mengeling van concrete en enquêtegegevens. Hoewel de concrete gegevens, zoals de industriële productie, meestal nauwer aansluiten bij het bbp, hebben de enquêtegebaseerde gegevens twee belangrijke voordelen. Ten eerste zijn ze gewoonlijk vroeger beschikbaar. Ten tweede worden ze, in tegenstelling tot de concrete gegevens, in principe niet herzien in opeenvolgende gegevenspublicaties.

In dit artikel wordt nader ingegaan op de rol die enquêtegegevens spelen in de kortetermijnprognose van de

economische ontwikkelingen in België. Wij maken gebruik van en geven een korte toelichting bij het BREL nowcasting platform – een van de prognose-instrumenten van de NBB – dat gebaseerd is op **BR**idge vergelijkingen waarbij de voorspellende variabelen worden geselecteerd op basis van een **EL**astic net procedure (Piette, 2014). Voor het overige is dit artikel als volgt samengesteld. Hoofdstuk 1 bevat een beknopt literatuuroverzicht. In hoofdstuk 2 wordt kort stilgestaan bij de bestaande maand-, kwartaal- en halfjaarlijkse enquêtes met betrekking tot de economische situatie in België, die kunnen worden gebruikt voor economische voorspellingen op korte termijn. In hoofdstuk 3 wordt het model voorgesteld en in hoofdstuk 4 wordt de relevantie van de enquêtegegevens geëvalueerd, in het bijzonder voor de korte-termijn bbp-projecties waarbij rekening wordt gehouden met de specifieke kalender van gegevenspublicatie. Deze laatste analyse wordt in hoofdstuk 5 herhaald voor andere belangrijke macro-economische aggregaten en in hoofdstuk 6 voor het bbp van het eurogebied. Het laatste hoofdstuk bevat de conclusies.

1. Modellen voor kortetermijnprognoses en selectie van voorspellende variabelen: een kort literatuuroverzicht

Hoewel het ramen en analyseren van de economische schommelingen op korte termijn steeds hoog op de agenda van de beleidsinstellingen heeft gestaan, is de literatuur over nowcasting en het maken van economische voorspellingen op korte termijn vooral de laatste jaren aanzienlijk uitgebreid. Daarbij worden diverse benaderingen gevolgd.

Er wordt bijvoorbeeld een onderscheid gemaakt tussen de zogeheten partiële en gezamenlijke modellen. De eerstgenoemde categorie bestaat uit benaderingen met één vergelijking die er doorgaans op gericht zijn de bbp-groei op kwartaalbasis te ramen aan de hand van een reeks voorspellende variabelen die meestal gegevens met een maandelijkse of hogere frequentie omvatten. Aangezien de verklarende variabelen op kwartaalbasis moeten worden geaggregeerd en meestal slechts gedeeltelijk beschikbaar zijn, worden de ontbrekende waarnemingen voorspeld aan de hand van satellietmodellen. Deze partiële benaderingen zijn reeds lang gebruikelijk in centrale banken en internationale instellingen. Er wordt gewoonlijk naar verwezen als ‘bridge modellen’.

Gezamenlijke modellen zijn multivariate dynamische modellen waarin de afhankelijke variabele en het aantal als voorspellers gebruikte onafhankelijke variabelen samen worden geraamd teneinde de gezamenlijke dynamiek van

de beschouwde variabelen ten volle te benutten. Praktische toepassingen nemen meestal de vorm aan van Dynamische Factormodellen en, in veel mindere mate, van vector-autoregressieve (VAR) modellen. Behalve van bridge modellen maken centrale banken steeds meer gebruik van dergelijke modellen om projecties te verrichten. Wat België betreft, werd het eerste voorbeeld van een door de Nationale Bank van België gebruikt Dynamisch Factormodel ontwikkeld door Van Nieuwenhuyze (2006); dat Belgisch model werd ook opgenomen in Barhoumi et al. (2008). Het werd gebruikt in combinatie met en als toetsing voor andere instrumenten van kortetermijnprognose in een landenvergelijking voor het eurogebied. Meer recentelijk werd voor België en voor het eurogebied een gezamenlijk Dynamisch Factormodel uitgewerkt door de Antonio Liedo (2014). Dat model wordt nu, samen met BREL, waarvoor wordt verwezen naar hoofdstuk 3, alsook met andere instrumenten, gebruikt in de context van de analyses en prognoses van de Nationale Bank van België met betrekking tot de economische ontwikkelingen op korte termijn.

De technische aspecten buiten beschouwing gelaten, is het voornaamste verschil tussen een gezamenlijke en een partiële aanpak conceptueel van aard. Gezamenlijke modellen zijn beter geschikt om de specifieke impact van elk nieuw gegeven te ramen (Bańbura et al., 2013). Nieuwe gegevens voor één van de voorspellende variabelen kunnen gemakkelijk worden vergeleken met de door het model voorspelde waarde en de impact van de component ‘nieuws’ of ‘verrassing’ van de gepubliceerde gegevens op de afhankelijke variabele kan dan worden gekwantificeerd. Die modellen helpen dus de gegevensstroom interpreteren. De resultaten worden vaak voorgesteld als een opeenvolging van prognosebijwerkingen gerelateerd aan de publicatie van gegevens. Partiële modellen van hun kant zijn doorgaans eenvoudiger en flexibeler en kunnen derhalve gemakkelijker worden afgestemd op het specifieke schema voor de gegevenspublicatie, wat in dit artikel het geval is.

In principe kunnen beide benaderingen worden gecombineerd: factoren die omvangrijke datareeksen samenvatten, kunnen immers deel uitmaken van bridge vergelijkingen. Pioniers inzake de ‘bridging with factors’-benadering waren Giannone et al. (2008). Barhoumi et al. (2008) en ook Angelini et al. (2011) tonen aan dat deze benadering, in vergelijking met de traditionele bridge modellen, de nauwkeurigheid van de voorspellingen van het bbp van het eurogebied of van individuele eurolanden kan verbeteren.

In alle modellen is de selectie van passende voorspellende variabelen cruciaal. Het is duidelijk van wezenlijk belang dat de indicatoren worden aangewend die het meest

waarschijnlijk vooruitlopende informatie verschaffen over het reële bbp of over andere macroaggregaten, met andere woorden de indicatoren met de grootste voorspellingskracht. Daarentegen brengt het in aanmerking nemen van minder informatieve indicatoren een bovenmatige volatiliteit met zich die de voorspellende nauwkeurigheid van het model kan beïnvloeden. Wanneer met tal van potentiële voorspellende variabelen wordt gewerkt, worden dan ook selectieprocedures aanbevolen die zorgen voor een passend evenwicht tussen de informatieve inhoud en de selectiviteit. Daartoe volgen we in het BREL-kader de door Bai en Ng (2008) voorgestelde aanpak die erin bestaat de meest relevante indicatoren te identificeren op basis van de elastic net regression, die later door Bessec (2013) werd verfijnd teneinde rekening te houden met het feit dat de potentiële voorspellende variabelen niet tegelijkertijd worden bekendgemaakt.

Dit selectiealgoritme, dat in hoofdstuk 3 nader zal worden toegelicht, bewijst hoe belangrijk enquêtegegevens zijn bij het maken van voorspellingen. Bessec (2013) toont aan dat enquête-indicatoren, net als financiële variabelen, wellicht eerder door dit algoritme zullen worden geselecteerd wanneer de prognose wordt gemaakt voor een langere termijn, waarvoor nog geen concrete indicatoren – zoals bijvoorbeeld gegevens over de industriële productie – zijn bekendgemaakt. Ook Bańbura en Rünstler (2011) wijzen op die eigenschap van enquête-indicatoren, daarbij aantonend dat ze, vanwege de vertragingen bij het publiceren van concrete indicatoren, in grotere mate bijdragen tot de vroegere prognoses. Hun bijdrage neemt echter af wanneer meer informatieve voorspellende variabelen, vooral die welke betrekking hebben op de reële bedrijvigheid, in aanmerking kunnen worden genomen. De voordelen van tijdige enquête-indicatoren werden eveneens onderzocht door de Antonio Liedo (2014) die, aan de hand van Belgische gegevens, ook hun intrinsieke voorspellingskracht beklemtoonde. Dit betekent dat enquêtegegevens een zekere informatieve inhoud met betrekking tot de prognose behouden, ook al worden de publicatievertragingen geneutraliseerd. Ten slotte blijkt uit de literatuur ook dat het de moeite waard is gebruik te maken van de gededaggregeerde enquêteresultaten, die gebaseerd zijn op de antwoorden op de individuele vragen, veeleer dan enkel maar van de synthetische indicatoren (bv. Bec en Mogliani, 2013).

2. Enquêtegegevens over de conjunctuur in België

De Nationale Bank van België organiseert reeds lang conjunctuurenquêtes. Er zijn meer bepaald twee maandelijkse enquêtes, namelijk betreffende het producenten- en

het consumentenvertrouwen, die zeer relevante en tijdige informatie verschaffen over de conjuncturele situatie in België. In het kader van het gezamenlijk geharmoniseerd EU-programma met betrekking tot enquêtes onder producenten en consumenten, zijn die beide enquêtes op Europees niveau geharmoniseerd op het vlak van het minimum aantal vragen, de mogelijke antwoorden alsook het bundelen van die antwoorden tot een samenvattende indicator per vraag. Terwijl de Europese Commissie ten behoeve van internationale vergelijkingen samengestelde vertrouwensindicatoren berekent volgens een geharmoniseerde methodologie, staat het de deelnemende nationale instellingen vrij de van de enquêtes afkomstige gegevens samen te vatten in eigen synthetische indicatoren en, in principe, extra enquêtevragen toe te voegen.

Afgezien van de bovenvermelde enquêtes naar het producenten- en consumentenvertrouwen, verricht de Nationale Bank van België ook andere enquêtes, waaronder de enquête naar de bancaire kredietverlening, een enquête naar de bezettingsgraad van het productievermogen en een andere naar de investeringen in de verwerkende nijverheid, alsook een aantal ad-hoc-enquêtes. Al die enquêtes worden echter minder frequent georganiseerd (meestal op kwartaalbasis of halfjaarlijks) en ze zijn dan ook iets minder geschikt voor nowcasting of economische projecties op korte termijn. De investeringsplannen, zoals die tot uiting komen in de antwoorden op de enquête naar de investeringen, liggen bovendien meestal flink hoger dan de eigenlijke investeringen.

In de rest van dit hoofdstuk wordt kort de precieze inhoud besproken van de enquêtes naar het producenten- en consumentenvertrouwen. We focussen daarbij op de gedetailleerde vragen die een input kunnen bieden voor BREL. De lezer wordt verwezen naar de website van de Bank⁽¹⁾ en naar De Greef en Van Nieuwenhuyze (2009) voor een uitvoeriger bespreking van de enquêtes en, meer in het bijzonder, voor nadere informatie over de precieze definitie van de synthetische indicatoren van de Bank.

De enquête naar het ondernemersvertrouwen werd in 1954 gestart op verzoek van verscheidene beroepsverenigingen. Ze wordt maandelijks georganiseerd bij een representatieve groep van ongeveer 6 000 ondernemingen. Vier verschillende bedrijfstakken worden ondervraagd (de verwerkende nijverheid, de dienstverlening aan ondernemingen, de bouwnijverheid en de kleinhandel) en de resultaten worden op sectorniveau gepubliceerd. In feite wordt de enquête ook voor een vijfde bedrijfstak uitgevoerd – voor werken van burgerlijke bouwkunde en wegenwerken – maar met die

(1) <http://www.nbb.be/pub/stats/surveys/opinions.htm?l=nl>

antwoorden wordt in de algemene vertrouwensindicator geen rekening gehouden aangezien de ontwikkelingen in deze sector als minder conjunctuurgebonden worden beschouwd (ze zijn immers meer afhankelijk van het verloop van de overheidsactiviteit).

De enquêtevragen⁽¹⁾ zijn over het algemeen toegespitst op de verkoop of de activiteit, de (gezamenlijke en buitenlandse) orderpositie, de prijzen en de werkgelegenheid en ze behandelen voor elk van die aspecten drie verschillende dimensies: een feitelijke rapportage van het aan de gang zijnde verloop, de beoordeling, door de respondent, van dat verloop en de verwachtingen van de respondent voor de toekomst. Op elke vraag kunnen slechts drie kwalitatieve antwoorden worden gegeven: een positief, een neutraal en een negatief. De aggregatieprocedure is de saldobenadering: het gemiddelde antwoord voor iedere vraag is eenvoudigweg het verschil tussen de percentages positieve en negatieve antwoorden. Slechts ongeveer de helft van de vragen wordt in aanmerking genomen voor de samenstelling van de synthetische indicator van het ondernemersvertrouwen van de Nationale Bank van België.

Aan het begin van de jaren zeventig werd ook een specifieke enquête naar het consumentenvertrouwen ingevoerd. In tegenstelling tot de enquête naar het ondernemersvertrouwen, wordt deze enquête niet bij een vaste groep respondenten georganiseerd. Elke maand wordt een verschillend staal van 1 600 huishoudens bevroegd. Afgezien van de vragen met betrekking tot de identificatie van de respondenten (geslacht, leeftijd, werkgelegenheidssituatie, inkomen en scholingsniveau), worden in totaal zeventien vragen gesteld over de economische situatie en de werkloosheidsgraad, de eigen financiële situatie en het spaarvermogen van de respondent, het prijsverloop en de grote uitgaven (zoals de aankoop van auto's, meubelen en andere duurzame goederen alsook de bouw of de renovatie van woningen). De vragen hebben betrekking op de ontwikkelingen in het verleden, de (beoordeling van de) huidige situatie en de vooruitzichten voor de komende twaalf maanden. De antwoorden zijn opnieuw kwalitatief, behalve de twee vragen in verband met het afgelopen en het toekomstige prijsverloop, waarvoor een feitelijk inflatiecijfer wordt gevraagd. Bij de samenstelling van de indicator van het consumentenvertrouwen van de Nationale Bank worden slechts vier vragen in aanmerking genomen. Ze zijn alle vier toekomstgericht en hebben betrekking op de vooruitzichten van de respondent, voor de komende twaalf maanden, inzake de algemene economische situatie, de werkloosheidsgraad, de financiële positie en het spaarvermogen van zijn/haar huishouden.

De antwoorden op de enquêtevragen maken deel uit van de bij onze ramingen gebruikte dataset. Voor de enquête

naar het ondernemersvertrouwen worden alle vragen beschouwd, ongeacht of ze al dan niet in aanmerking worden genomen voor de samengestelde indicator van het ondernemersvertrouwen van de Nationale Bank van België. Ook met de antwoorden afkomstig van de enquête betreffende de werken van burgerlijke bouwkunde en wegenwerken wordt rekening gehouden; hoewel de bedrijvigheid en het vertrouwen in deze bedrijfstak wellicht minder gerelateerd zijn aan de conjunctuurcyclus in de 'private sector', weerspiegelt het bbp ook de overheidsinvesteringen (en -consumptie) zodat de antwoorden in deze enquête informatie over het verloop van het bbp kunnen bevatten. Voor de enquête naar het consumentenvertrouwen beperken we ons tot de vier vragen die worden gehanteerd in de synthetische indicator van het consumentenvertrouwen. In beide gevallen nemen we in de dataset enkel antwoorden op individuele vragen op en dus niet de synthetische indicatoren.

3. Bbp-prognoses aan de hand van BREL

3.1 Modelbeschrijving

De Nationale Bank van België hanteert diverse modellen en benaderingen voor de opstelling van economische projecties op korte termijn. Dit artikel is gebaseerd op het recent ontworpen BREL-model (Piette, 2014), dat berust op standaard bridge modellen die een driemaandijks macro-economisch aggregaat (Y_t), bv. de reële bbp-groei ten opzichte van het voorgaande kwartaal⁽²⁾, relateren aan een aantal maandelijks voorspellende variabelen die worden geconverteerd naar een driemaandelijkse frequentie ($X_{i,t}^Q$). In zijn meest algemene vorm wordt dit model omschreven als een autoregressive-distributed lag model (ADL):

$$Y_{t+h} = \mu + \sum_{j=1}^p \rho_j Y_{t-j} + \sum_{i=1}^n \sum_{j=0}^q \beta_{i,j} X_{i,t-j}^Q + \varepsilon_t$$

waarin p staat voor het aantal autoregressieve termen, n voor het aantal voorspellende variabelen en q voor het aantal in de vergelijking opgenomen vertraagde verklarende variabelen. De parameters van de vergelijking, namelijk de constante μ , de autoregressieve parameters ρ_j en de coëfficiënten $\beta_{i,j}$ kunnen worden geraamd aan de hand van een eenvoudige gewone kleinste-kwadratenregressie.

(1) Voor de specifieke vragen, zie de tabel in bijlage waarin onze gegevens worden toegelicht.

(2) Gecorrigeerd voor seizoen- en kalendereffecten.

De “lead” parameter (h) kan ofwel 0 zijn (om de waarde van Y in het lopende kwartaal te voorspellen), ofwel een geheel getal gelijk aan 1 of meer voor de daaropvolgende periodes.

Een bijzonder en welbekend probleem bij het gebruik van dergelijke bridge modellen in real time, bv. in een beleidsomgeving, is de ‘ragged-edge’-aard van de dataset van de voorspellende variabelen. Prognoses voor het lopende kwartaal moeten doorgaans worden gemaakt wanneer slechts een gedeelte van de maandelijkse voorspellende variabelen ($X_{i,m}$) voor dat kwartaal beschikbaar zijn. Dat is bijvoorbeeld het geval wanneer men medio februari reeds over een raming van de bbp-groei in het eerste kwartaal wil beschikken: voor sommige voorspellende variabelen zullen hooguit maandcijfers voor januari voorhanden zijn. Het model moet derhalve worden aangevuld met een instrument dat voor die ontbrekende waarnemingen bij de maandelijkse cijfers prognoses verstrekt teneinde ze tot kwartaalcijfers te aggregeren.

Daartoe worden de maandelijkse voorspellende variabelen, indien nodig, verlengd aan de hand van een satellietmodel, dat de vorm aanneemt van een eenvoudig univariaat autoregressief proces:

$$X_{i,m} = \Phi_0 + \sum_{j=1}^l \Phi_j X_{i,m-j} + \eta_m$$

waarin l staat voor het aantal autoregressieve parameters⁽¹⁾.

De voorspellende variabelen worden gekozen uit een groot aantal concrete en enquêtegegevens die kunnen worden beschouwd als conjunctuurindicatoren. De selectieprocedure is gebaseerd op een algoritme waarbij gebruik wordt gemaakt van de door Zou en Hastie (2005) voor het eerst uitgewerkte ‘elastic net’ regressie-benadering, die door Bai en Ng (2008) werd toegepast bij kortetermijnprognoses met gebruikmaking van een groot aantal indicatoren. Dankzij die statistische techniek kunnen uit een ongelimiteerd lineair regressiemodel dat een zeer groot aantal variabelen kan omvatten, de meest relevante verklarende variabelen worden gehaald en gerangschikt volgens hun voorspellingskracht⁽²⁾. Voor zover bekend, werd een soortgelijke procedure enkel door Bulligan et al. (2012) op bridge modellen toegepast. Voorts passen we dat selectiealgoritme toe volgens de door Bessec (2013) voorgestelde methode teneinde rekening te houden met de ragged data edges. Daartoe wordt de dataset dusdanig getransformeerd dat de situatie in termen van gegevensbeschikbaarheid op het ogenblik van de prognose wordt gerepliceerd. Ontbreken er voor sommige maanden aan het einde van de dataset waarnemingen

van potentiële voorspellende variabelen, dan worden in de praktijk de overeenkomstige waarnemingen in voorgaande kwartalen vervangen door de ramingen ervan op basis van de bovenvermelde autoregressieve modellen. Door de dataset in die zin te veranderen vooraleer de elastic net regressie uit te voeren, is de selectie niet louter gebaseerd op in-sample verklarend vermogen wanneer alle waarnemingen beschikbaar zijn (wat de voorspeller misschien niet helpt wanneer die er niet zijn), maar wordt er in wezen ook rekening gehouden met de voorspellingskracht van de autoregressieve modellen die worden gehanteerd om ontbrekende waarnemingen te genereren.

Die technische wijziging is nodig om de kalender van de gegevenspublicatie terdege weer te geven. Aangezien enquêtegegevens doorgaans vroeger beschikbaar zijn, maar wellicht minder gecorreleerd zijn met de afhankelijke variabele, wordt aldus een selectievertekening naar concrete gegevens vermeden: hun meestal grotere in-sample voorspellingskracht overschat hun nut in een realtime voorspellende omgeving.

3.2 Dataset en schema voor gegevenspublicatie

Onze dataset heeft betrekking op een periode gaande van het eerste kwartaal van 1995 tot het laatste kwartaal van 2012 en omvat een breed scala aan indicatoren van diverse types. De tabel in Bijlage 1 biedt een gedetailleerd overzicht. Afgezien van de saldi van de antwoorden op de afzonderlijke vragen in het kader van de voormelde door de Nationale Bank van België gehouden enquêtes naar het ondernemers- en consumentenvertrouwen (type: ENQUÊTE), nemen we drie andere soorten van gegevens in aanmerking:

- CONCRETE: deze categorie bevat diverse concrete gegevens zoals indices met betrekking tot de industriële productie samengesteld door de ADSEI en in btw-aangiften vermelde omzetstatistieken, alsook registraties van nieuwe personenauto’s, verscheidene arbeidsmarktstatistieken (waaronder het arbeidsvolume van tijdelijk personeel, dat geacht wordt vrij snel conjunctuurveranderingen weer te geven) en bouwvergunningen voor nieuwe gebouwen;
- FINANCIËLE: deze categorie bestaat uit een beperkt aantal financiële gegevens, met inbegrip van Belgische

(1) Normaliter selecteren we voor elke in aanmerking genomen maandelijkse voorspellende variabele het aantal lags dat het Schwartz informatiecriterium uit het autoregressief model minimaliseert. Het maximum is twaalf lags.

(2) Anders dan bij standaard regressiemodellen, kan het aantal verklarende variabelen in de elastic net regression zelfs boven het aantal waarnemingen uitkomen.

en Europese beursindices, korte en lange rentes, de prijzen van olie en andere grondstoffen, de wisselkoers van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar, alsook de goudprijs;

- INTERNATIONALE: deze categorie omvat zowel enquête- als concrete gegevens betreffende de externe omgeving. Daartoe behoren de vertrouwensindicatoren van de EC voor het eurogebied en voor België's voornaamste handelspartners (Duitsland, Frankrijk en Nederland), alsook sommige indices met betrekking tot de industriële productie en de handel, ook voor de ontwikkelde en de opkomende economieën.

Sommige concrete gegevens worden specifiek uit de dataset geweerd omdat ze typisch vaak en/of grondig worden herzien. De oorspronkelijke versie kan dan ook verkeerde informatie verstrekken over de conjunctuur. Dat is met name het geval voor de maandelijkse statistieken met betrekking tot de Belgische in- en uitvoer.

In de economische ramingen worden alle indicatoren, uitgezonderd die welke de waarde nul of een negatieve waarde kunnen aannemen (bv. enquête-indicatoren), in natuurlijke logs uitgedrukt. Die waarvoor een unit root werd opgetekend, worden opgenomen in eerste verschillen teneinde ze stationair te maken. Net zoals de bbp-groei worden bovendien alle voorspellende variabelen gezuiverd voor seizoeneffecten en, indien nodig, ook voor verschillen in het aantal werkdagen.

Voor de bbp-ramingen die in de rest van dit hoofdstuk en in het volgende hoofdstuk worden besproken, wordt de volledige dataset gebruikt. De synthetische enquête-indicatoren van het producenten- en consumentenvertrouwen werden niet in aanmerking genomen omdat het louter lineaire combinaties zijn van de saldi van de antwoorden op individuele enquêtevragen. De ramingen

voor andere macro-economische aggregaten – die in hoofdstuk 5 worden besproken – werden echter gemaakt op basis van een beperkte dataset. Er wordt vooraf een selectie gemaakt teneinde uitsluitend te focussen op de indicatoren die voor de te ramen variabele als relevant worden beschouwd. Voor de toegevoegde waarde in de verwerkende nijverheid, bijvoorbeeld, worden uiteraard niet de indicatoren in aanmerking genomen die afkomstig zijn van de enquête naar het ondernemersvertrouwen of van omzetgegevens die betrekking hebben op andere bedrijfstakken dan de verwerkende nijverheid; ook gegevens over nieuwbouwvergunningen en bepaalde financiële indicatoren worden geweerd. Alle indicatoren in de INTERNATIONALE groep blijven evenwel in de dataset, aangezien externe ontwikkelingen de verwerkende nijverheid in België vermoedelijk zullen beïnvloeden. Met de laatstgenoemde indicatoren wordt evenwel geen rekening gehouden om andere aggregaten te ramen, zoals de toegevoegde waarde in de bouwnijverheid en in de dienstensector, aangezien de rechtstreekse impact van de internationale ontwikkelingen op die aggregaten wellicht beperkter is.

Voor elke beschouwde macro-economische variabele – het bbp of de andere aggregaten – worden zes verschillende ramingen gemaakt teneinde rekening te houden met de beschikbaarheid van de gegevens op verschillende tijdstippen. Er worden met name zes gestileerde 'scenario's inzake de beschikbaarheid van gegevens' in aanmerking genomen. Die scenario's bootsen op vereenvoudigde wijze het in België geldende standaardschema voor de gegevenspublicatie na en, derhalve, de eigenlijke dataset die de voorspellers in real time kunnen gebruiken. De enquêtegegevens met betrekking tot een bepaalde maand zijn over het algemeen ten laatste aan het einde van die maand beschikbaar en hetzelfde geldt voor alle hier beschouwde financiële gegevens. Sommige 'vroegere' concrete gegevens (bv. over de arbeidsmarktsituatie of

TABEL 1 SCENARIO'S INZAKE DE BESCHIKBAARHEID VAN GEGEVENS VOOR HET VOORSPELLEN VAN KWARTAAL K

	Enquête- en financiële gegevens tot	'Vroegere' concrete gegevens ⁽¹⁾ tot	Concrete gegevens tot
Scenario 1: 3 maanden vóór het einde van K ...	3de maand van K – 1	2de maand van K – 1	1ste maand van K – 1
Scenario 2: 2 maanden vóór het einde van K ...	1ste maand van K	3de maand van K – 1	2de maand van K – 1
Scenario 3: 1 maand vóór het einde van K ...	2de maand van K	1ste maand van K	3de maand van K – 1
Scenario 4: einde van K	3de maand van K	2de maand van K	1ste maand van K
Scenario 5: 1 maand na het einde van K	1ste maand van K + 1	3de maand van K	2de maand van K
Scenario 6: 2 maanden na het einde van K	2de maand van K + 1	1ste maand van K + 1	3de maand van K

(1) Met name bepaalde gegevens m.b.t. de arbeidsmarkt en inschrijvingen van nieuwe wagens.

inzake de inschrijvingen van nieuwe wagens) worden beschikbaar in de daaropvolgende maand. De meeste concrete gegevens worden evenwel pas in de maand daarna bekendgemaakt. Dat leidt tot de zes verschillende gegevensscenario's die in Tabel 1 gedetailleerd worden toegelicht en die lopen van het begin van het beschouwde kwartaal (er zijn nog geen gegevens voor dat kwartaal beschikbaar) tot twee maanden na het einde van het beschouwde kwartaal (van alle gegevens betreffende dat kwartaal is een eerste versie beschikbaar). Op die manier wordt in ons ramingskader terdege rekening gehouden met de diverse publicatiedata voor de verschillende soorten van gegevens.

Scenario 5 stemt grotendeels overeen met de situatie waarin de eerste flashramingen van de bbp-groei worden gemaakt door bureaus voor statistiek en, in het bijzonder, door het Instituut voor de Nationale Rekeningen. Die flashramingen moeten worden opgesteld vóór bepaalde brongegevens – en dan vooral de meest relevante concrete gegevens – betreffende de laatste maand van het kwartaal beschikbaar zijn, wat voor een deel de vrij frequente en soms significante herzieningen van die eerste kwartaalramingen kan verklaren.

Er zij onderstreept dat bij onze ramingen rekening wordt gehouden met de huidige versie van de gegevens. Het was niet mogelijk om, op basis van de eerste versies van de gegevens, reeksen op te stellen, voor de afhankelijke variabele(n) noch voor die indicatoren – in het bijzonder sommige concrete indicatoren – waarvoor sommige gegevenspunten sinds de eerste bekendmaking ervan vermoedelijk werden herzien.

3.3 Voorspellingskracht

Grafiek 1 toont, voor de periode gaande van het eerste kwartaal van 2004 tot het vierde kwartaal van 2012, de wortel van de gemiddelde kwadratische voorspellingsfout (RMSFE)⁽¹⁾ van een reeks met BREL gemaakte recursieve prognoses voor de bbp-groei op kwartaalbasis in België. De bridge vergelijkingen worden geraamd voor elk van de zes in de vorige paragraaf beschreven gegevensscenario's. Daarbij wordt steeds gebruik gemaakt van de hoogst gerangschikte voorspellende variabelen, zoals die via de bovenvermelde procedure worden geselecteerd voor het specifieke gegevensscenario op basis van de waarnemingen tijdens de volledige meetperiode.

(1) Voor een reeks prognoses voor een variabele Y gegenereerd over T periodes, wordt de RMSFE gedefinieerd als:

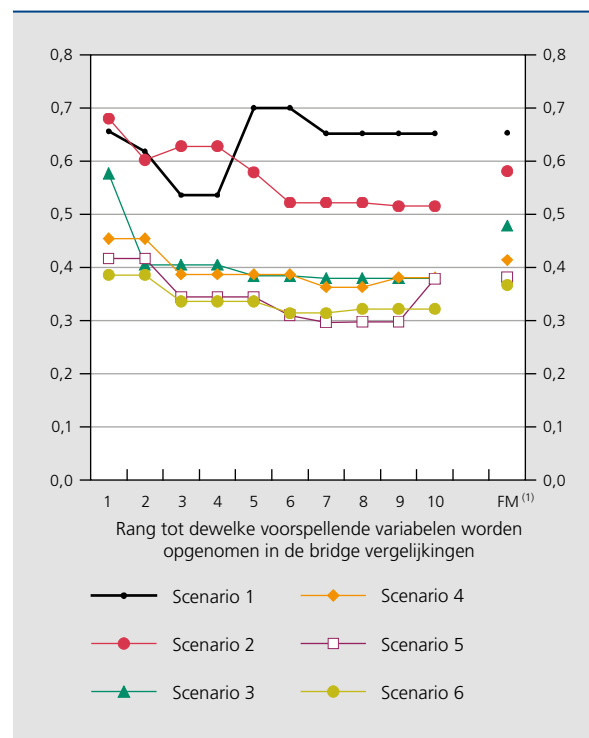
$$RMSFE = \sqrt{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (\hat{Y}_t - Y_t)^2}$$

Conform de benchmarkbenadering in de literatuur, wordt de nauwkeurigheid in dit artikel gemeten door de ramingen te vergelijken met de huidige aan de nationale rekeningen ontleende gegevens, d.w.z. niet de eerste gepubliceerde gegevens. Dit impliceert dat de statistische onzekerheid die heerst op het ogenblik van de eerste gegevenspublicatie ook tot uiting zal komen in de opgetekende prognosefouten, aangezien de klemtoon ligt op het vermogen om definitieve gegevens inzake de nationale rekeningen te voorspellen.

We gaan bovendien na of het relevant is om meer voorspellende variabelen op te nemen door het aantal in de vergelijking beschouwde onafhankelijke variabelen, conform de rangschikking, sequentieel te vermeerderen vanaf de hoogst geklasseerde indicator tot de indicator die op de tiende plaats stond. Aangezien de selectieprocedure kan resulteren in een ex aequo, kan de beschouwde rang soms (en dat is meestal het geval) ietwat kleiner zijn dan het eigenlijke in de bridge vergelijking gehanteerde aantal voorspellende variabelen voor die rang.

GRAFIEK 1 PROGNOSEFOUTEN VOOR DE BBP-GROEI OP KWARTAALBASIS VOLGENS HET GEGEVENSSCENARIO EN HET AANTAL IN HET BRIDGE MODEL OPGENOMEN VARIABLEN

(RMSFE's in procentpunt; simulaties verricht tijdens de periode van het eerste kwartaal van 2004 tot het laatste kwartaal van 2012)



FM: Factormodel waarbij gebruik wordt gemaakt van alle beschikbare voorspellende variabelen.

Zoals verwacht, verbetert de voorspellingskracht van de bridge vergelijkingen aanzienlijk wanneer er meer gegevens beschikbaar worden. De nauwkeurigheid laat duidelijk te wensen over wanneer er geen specifieke gegevens voor het beschouwde kwartaal beschikbaar zijn. De RMSFE is relatief groot voor het vroegste scenario, maar daalt fors zodra de eerste – enquêtegebaseerde

en ‘vroeg’ concrete – gegevens voor het beschouwde kwartaal beschikbaar worden (scenario’s 2 en 3). De accuratezheid van de ramingen verbetert verder tegen het einde van het beschouwde kwartaal: de RMSFE daalt in de scenario’s 4 tot 6 tot ongeveer de helft van de hier beschouwde vroegste ramingen. Opmerkelijk is dat de nauwkeurigheid van de ramingen volgens scenario 5,

GRAFIEK 2 NAUWKEURIGHEID VAN EEN DOOR MIDDEL VAN BREL GEMAAKTE BBP-PROGNOSE MET VOORSPELLENDE VARIABLEN TOT DE ZEVENDE RANG
(procentuele veranderingen ten opzichte van het voorgaande kwartaal)



Bronnen: INR, NBB.

dat qua timing en beschikbaarheid van gegevens overeenstemt met de flashraming van het Instituut voor de Nationale Rekeningen, sterk vergelijkbaar is met – en eigenlijk zelfs iets beter is dan – die van die eerste officiële statistieken met betrekking tot de nationale rekeningen. Over dezelfde periode gemeten, tonen laatstgenoemde een RMSFE van zowat 0,33 procentpunt in vergelijking met de huidige gegevens uit de nationale rekeningen, terwijl de fout van de vergelijking voor het gegevensscenario 5 iets onder de 0,3 uitkomt.

Uit Grafiek 1 blijkt tevens dat de nauwkeurigheid van de voorspelling duidelijk afhankelijk is van het aantal in de bridge vergelijkingen opgenomen variabelen. De verbetering van de nauwkeurigheid is echter allesbehalve uniform en lijkt over het algemeen flink te verminderen zodra het aantal in aanmerking genomen variabelen uitgebreid wordt tot de eerste vijf of zes plaatsen van de rangschikking. Op een bepaald punt wordt de verbetering van de nauwkeurigheid gemiddeld beschouwd zelfs negatief, wat erop wijst dat het in aanmerking nemen van meer voorspellende variabelen de voorspellingskracht in feite afzwakt. Als een benchmark voor onze resultaten deden we tevens een beroep op een factormodel (FM) waarin alle in de dataset beschouwde verklarende variabelen in aanmerking worden genomen door ze te groeperen volgens de analyse van de principal components (Stock en Watson, 2002)⁽¹⁾. Het is de bedoeling de factoren te gebruiken om na te gaan welke de voornaamste ‘gezamenlijke bewegingen’ in de conjunctuurcyclus zijn die de maandelijkse indicatoren sturen en die wellicht ook het verloop van het bbp kunnen verklaren. Voor alle gegevensscenario’s zijn de fouten van dit laatstgenoemde model duidelijk groter dan die bij de bridge vergelijkingen waarbij enkel gebruik wordt gemaakt van een beperkt aantal voorspellers. Dit bevestigt dat het selecteren van passende variabelen bevorderlijk is voor de nauwkeurigheid.

Van alle datasenario’s waren de fouten gemiddeld beschouwd het kleinst voor het model waarbij voorspellende variabelen tot op de zevende plaats werden gebruikt. Dat stemt overeen met twaalf zulke variabelen in scenario 1, acht in de scenario’s 2 en 4, elf in scenario 3 en zeven in de scenario’s 5 en 6.⁽²⁾ Grafiek 2 biedt een overzicht van de voorspellingskracht voor die specificaties.

Er zij beklemtoond dat, hoewel de ramingen recursief werden verricht, de selectieprocedure voor de voorspellende

variabelen rekening hield met de hele periode 1995-2012. Het hoeft niet te verbazen dat een alternatieve simulatie, die ook de selectie zelf recursief maakt, ietwat minder nauwkeurige resultaten oplevert, waarbij de RMSFE in de scenario’s 5 en 6 daalt tot slechts ongeveer 0,4; dit blijft wel in de buurt van de fouten die worden gemaakt wanneer het factormodel met alle voorspellende variabelen wordt gebruikt.

4. Selectieresultaten: welke voorspellende variabelen zijn belangrijk?

In dit hoofdstuk wordt specifiek nagegaan wat het belang is van verschillende types van indicatoren voor de kortetermijnramingen van het reëel bbp. Zoals reeds vermeld, wordt een onderscheid gemaakt tussen internationale, concrete, financiële en enquêtegegevens; wij evalueren hier vooral de rol van de enquêtegegevens. In overeenstemming met de bevindingen in het vorige hoofdstuk geldt als referentiepunt het model dat werkt op basis van voorspellende variabelen tot de zevende rang. Zoals aangegeven, loopt het selectiealgoritme over de volledige periode 1995-2012.

De empirische resultaten zijn samengevat in Grafiek 3 en Tabel 2 en beantwoorden grotendeels aan de verwachtingen. Het belang van elk gegevenstype hangt in hoge mate af van het precieze tijdstip waarop de raming moet worden gemaakt. Enquêtegegevens zijn vooral belangrijk voor ramingen die worden gemaakt vóór of tijdens het referentiekwartaal (datasenario’s 1 tot 4), wanneer er nog geen of bijna geen concrete gegevens beschikbaar zijn. Ze blijven echter een (bescheidener) rol spelen voor ex post ramingen, ook wanneer alle relevante concrete gegevens beschikbaar zijn geworden.

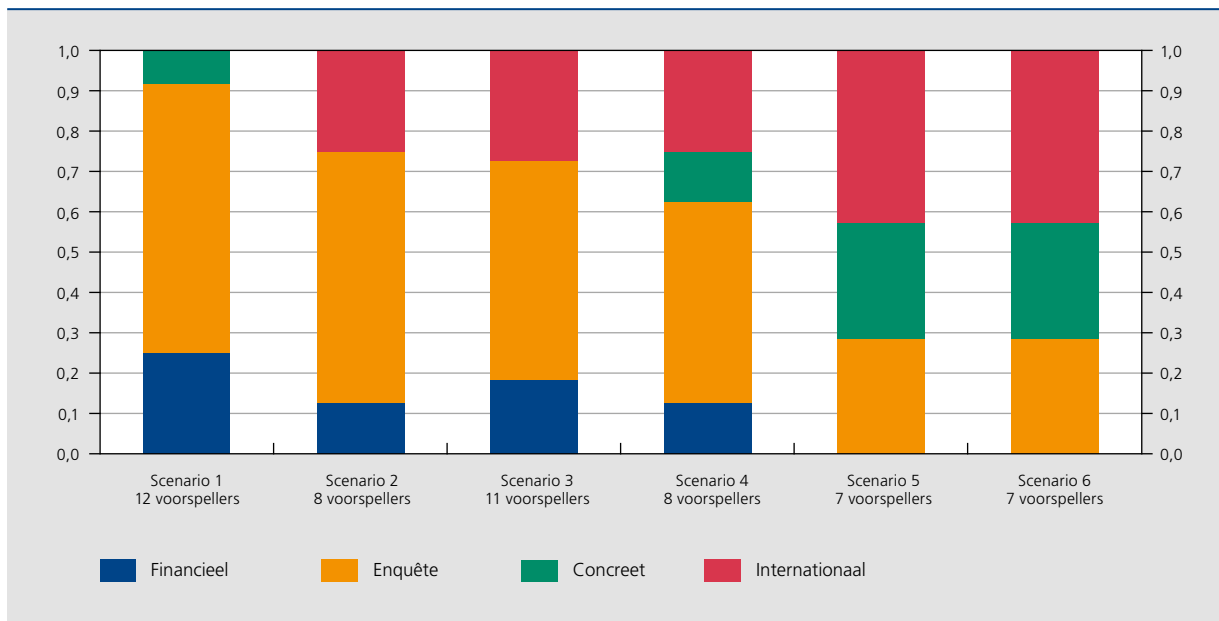
Wat de eerste raming vóór het begin van het kwartaal (datasenario 1) betreft, wanneer er dus nog geen specifieke gegevens met betrekking tot dat kwartaal beschikbaar zijn, is twee derde (acht van de twaalf) van de geselecteerde voorspellende variabelen afkomstig van de twee door de Nationale Bank van België gehouden enquêtes. De beste voorspellers zijn evenwel twee financiële indicatoren – namelijk de index van de aandelenkoersen en het peil van de grondstoffenprijzen op de internationale markten – die een vooruitlopend karakter lijken te hebben ten opzichte van de bbp-groei in de komende periode. De beoordeling van of de vooruitzichten inzake het prijsverloop zijn enquête-indicatoren die in dit vroege datasenario een belangrijke rol lijken te spelen. De beoordeling van de verwachtingen ten aanzien van de bedrijvigheid, de uitvoer en de werkgelegenheid in de

(1) Het gehanteerde factormodel voor het opstellen van de in Grafiek 1 opgetekende resultaten houdt, net als het standaard bridge model, rekening met de niet-synchrone bekendmaking van de gegevens. Dit betekent dat ontbrekende waarnemingen worden aangevuld via dezelfde univariate autoregressiemodellen.

(2) Zoals eerder aangegeven, is het aantal voorspellende variabelen dat wordt gebruikt in de bridge vergelijkingen meestal groter dan de maximale rang op de x as van Grafiek 1, aangezien het selectiealgoritme soms resulteert in een ex aequo en hierbij dezelfde rang toekent aan twee – of meer – voorspellende variabelen.

GRAFIEK 3 BELANG VAN VERSCHILLENDE GEGEVENSTYPES VOOR ELK DATASCENARIO IN DE BBP-RAMINGEN

(in %, aandeel in het aantal voorspellende variabelen tot de zevende rang)



detailhandel, de verwerkende nijverheid en de burgerlijke bouwkunde en wegenwerken, alsook de indicator van de spaarvooruitzichten uit de consumentenenquête helpen het toekomstige bbp-verloop ook in zekere mate verklaren.

Verder in het schema van de gegevenspublicaties blijven de enquêtegegevens een belangrijke bijdrage leveren aan de bbp-ramingen. In de datascenario's 2 tot 4 behoren de enquêteantwoorden, samen met bepaalde financiële indicatoren en gegevens over internationale ontwikkelingen, tot de meest relevante variabelen voor de nowcasting van de bbp-groei. Bij gebrek aan concrete gegevens vormen ze de enige beschikbare informatie die rechtstreeks verband houdt met de economische ontwikkelingen tijdens de periode. Enquêtegegevens blijven evenwel belangrijk voor de ramingen wanneer sommige concrete indicatoren, zoals de industriële productie en de omzet (op basis van de btw-statistieken), beschikbaar zijn voor de eerste maand van het kwartaal, zoals in scenario 4. Dit betekent dat de combinatie van één feitelijke waarneming en twee autoregressieve voorspellingen voor deze gegevens niet volstaat opdat de concrete gegevens voldoende informatie zouden verschaffen over het verloop van de bedrijvigheid tijdens het beschouwde kwartaal.

Verscheidene enquêtegegevens komen op consistente wijze in deze drie datascenario's voor. Dat is het geval voor de vooruitzichten inzake het werkloosheidsverloop

in de consumentenenquête – de meest relevante indicator in scenario 4 – en voor de vraagindicatoren voor de verwerkende nijverheid (vraagvooruitzichten en/of verloop van buitenlandse bestellingen). In het eerste geval verloopt het statistische verband allicht via de particuliere consumptie (zoals wordt aangetoond in hoofdstuk 5), die ongeveer de helft van het bbp uitmaakt, terwijl het overzicht van de vraagindicatoren voor de verwerkende nijverheid er zou kunnen op wijzen dat de conjunctuurschommelingen in die bedrijfstak groter zijn, of sneller tot uiting komen. Deze laatste vaststelling spoort met het 'overgewicht' van de verwerkende nijverheid in de synthetische indicator van de Nationale Bank van België (De Greef en Van Nieuwenhuyze, 2009). Tot slot zijn er twee indicatoren afkomstig van de enquêteresultaten voor de bouwnijverheid, alsook indicatoren met betrekking tot de beoordeling van of de vooruitzichten inzake de bedrijvigheid en de vraag in de dienstverlening aan bedrijven, die de schommeling van het bbp tijdens het lopende kwartaal voor een deel mee verklaren. Wat de bouwnijverheid betreft, houden de geselecteerde indicatoren, in tegenstelling tot die welke voor de andere bedrijfstakken zijn geselecteerd, geen verband met het verloop van de bedrijvigheid of de vraag, maar wel met het recente en verwachte prijsverloop. Een mogelijke interpretatie is dat het prijsverloop in de bouwnijverheid misschien beter de algemene economische ontwikkelingen weerspiegelt dan de beoordeling, door de respondenten, van de huidige en verwachte bedrijvigheid in deze bedrijfstak.

TABEL 2 BESTE VOORSPELENDE VARIABELEN VOOR DE BELGISCHE BBP-GROEI, VOLGENS HET SCENARIO INZAKE GEGEVENS BESCHIKBAARHEID

(rangschikkingen lager dan de zevende plaats worden niet weergegeven; selectie uitgevoerd over de hele periode)

Rang	Variabele	Categorie	Rang	Variabele	Categorie
Scenario 1: 3 maanden vóór het einde van het referentiekwartaal					
1	Brussels All Shares Index	Financieel	7	Burgerlijke bouwkunde en wegenwerken: werkgelegenheidsvooruitzichten	Enquête
2	Prijzen van ingevoerde grondstoffen op internationale markten, ongerekend energie	Financieel	7	Burgerlijke bouwkunde en wegenwerken: verloop van aantal afgesloten contracten	Enquête
3	Dienstverlening aan bedrijven: prijsvooruitzichten (met 1 lag)	Enquête	7	Consumentenenquête: spaarvooruitzichten van de huishoudens (met 1 lag)	Enquête
3	Detailhandel: prijsverloop (met 1 lag)	Enquête	7	Euro Stoxx Broad Index	Financieel
5	Detailhandel: beoordeling van omzet	Enquête	7	Productie in bouwnijverheid	Concreet
5	Verwerkende nijverheid: verloop van buitenlandse bestellingen	Enquête	7	Detailhandel: prijsverloop	Enquête
Scenario 2: 2 maanden vóór het einde van het referentiekwartaal					
1	Industriële productie in de opkomende economieën	Internationaal	5	Verwerkende nijverheid: vraagvooruitzichten	Enquête
2	Consumentenenquête: werkloosheidsvooruitzichten	Enquête	6	Dienstverlening aan bedrijven: activiteitsvooruitzichten	Enquête
3	Prijzen van ingevoerde grondstoffen op internationale markten, ongerekend energie	Financieel	6	Burgerlijke bouwkunde en wegenwerken: vraagvooruitzichten	Enquête
3	Industriële productie in de geavanceerde economieën	Internationaal	6	Consumentenenquête: vooruitzichten voor de financiële situatie van de huishoudens	Enquête
Scenario 3: 1 maand vóór het einde van het referentiekwartaal					
1	Verwerkende nijverheid: verloop van buitenlandse bestellingen	Enquête	7	Industriële productie in het eurogebied	Internationaal
2	Consumentenenquête: werkloosheidsvooruitzichten	Enquête	7	Verwerkende nijverheid: vraagvooruitzichten	Enquête
2	Prijzen van ingevoerde grondstoffen op internationale markten, ongerekend energie	Financieel	7	Industriële productie in de opkomende economieën	Internationaal
2	Industriële productie in de geavanceerde economieën	Internationaal	7	Brussels All Shares Index	Financieel
5	Bouwnijverheid: prijsverloop	Enquête	7	Dienstverlening aan bedrijven: algemene vraagvooruitzichten	Enquête
5	Bouwnijverheid: prijsvooruitzichten	Enquête			
Scenario 4: einde van het referentiekwartaal					
1	Consumentenenquête: werkloosheidsvooruitzichten	Enquête	3	Arbeidsvolume van tijdelijke werknemers	Concreet
1	Industriële productie in de opkomende economieën	Internationaal	3	Verwerkende nijverheid: verloop van buitenlandse bestellingen	Enquête
3	Industriële productie in het eurogebied	Internationaal	7	Prijzen van ingevoerde grondstoffen op internationale markten, ongerekend energie	Financieel
3	Verwerkende nijverheid: vraagvooruitzichten	Enquête	7	Bouwnijverheid: prijsverloop	Enquête

TABEL 2 BESTE VOORSPELLENDE VARIABELEN VOOR DE BELGISCHE BBP-GROEI, VOLGENS HET SCENARIO INZAKE GEGEVENS BESCHIKBAARHEID (vervolg)
(rangschikkingen lager dan de zevende plaats worden niet weergegeven; selectie uitgevoerd over de hele periode)

Rang	Variabele	Categorie	Rang	Variabele	Categorie
Scenario 5: 1 maand na het einde van het referentiekwartaal					
1	Industriële productie in het eurogebied	Internationaal	3	Arbeidsvolume van tijdelijke werknemers	Concreet
1	Handel in goederen in de opkomende economieën	Internationaal	6	Totale omzet	Concreet
3	Consumentenenquête: werkloosheidsvooruitzichten	Enquête	7	Verwerkende nijverheid: vraagvooruitzichten	Enquête
3	Industriële productie in de opkomende economieën	Internationaal			
Scenario 6: 2 maanden na het einde van het referentiekwartaal					
1	Industriële productie in het eurogebied	Internationaal	3	Totale omzet	Concreet
1	Handel in goederen in het eurogebied	Internationaal	6	Verwerkende nijverheid: vraagvooruitzichten	Enquête
3	Handel in goederen in de opkomende economieën	Internationaal	6	Productie van halffabricaten	Concreet
3	Consumentenenquête: werkloosheidsvooruitzichten	Enquête			

Dat er enquêtegegevens over burgerlijke bouwkunde en wegenwerken opgenomen zijn in de vroegste bbp-ramingen (datascenario's 1 en 2) lijkt enigszins in strijd te zijn met het feit dat deze bedrijfstak niet in aanmerking wordt genomen voor de synthetische indicator van het producentenvertrouwen van de Nationale Bank van België. Zoals eerder vermeld, wordt het bbp echter ook in hoge mate bepaald door de overheidsuitgaven. Het in deze bedrijfstak heersende vertrouwen zou een goede benadering kunnen opleveren voor de publieke uitgaven en, in het bijzonder, voor de overheidsinvesteringen wanneer daar geen directe cijfers over beschikbaar zijn.

Enquêtegegevens worden ietwat minder belangrijk na afloop van het beschouwde kwartaal (datascenario's 5 en 6). Concrete gegevens over uitzendwerk en over de productie van halffabricaten en, opmerkelijk, internationale indicatoren (handel en industriële productie) worden dan belangrijker factoren ter verklaring van het kortetermijnverloop van het Belgische bbp. Zelfs wanneer, in principe, alle concrete gegevens met betrekking tot het beschouwde kwartaal beschikbaar zijn, blijven de ex post bbp-ramingen evenwel gestoeld op bepaalde enquêteresultaten, in het bijzonder de werkloosheidsvooruitzichten in de enquête naar het consumentenvertrouwen en de vraagvooruitzichten in de verwerkende nijverheid. Dit betekent dat, hoewel concrete gegevens, zoals die betreffende de industriële productie en de omzet (op basis van btw-aangiften), expliciet door het Instituut voor de Nationale Rekeningen worden gebruikt bij het opstellen

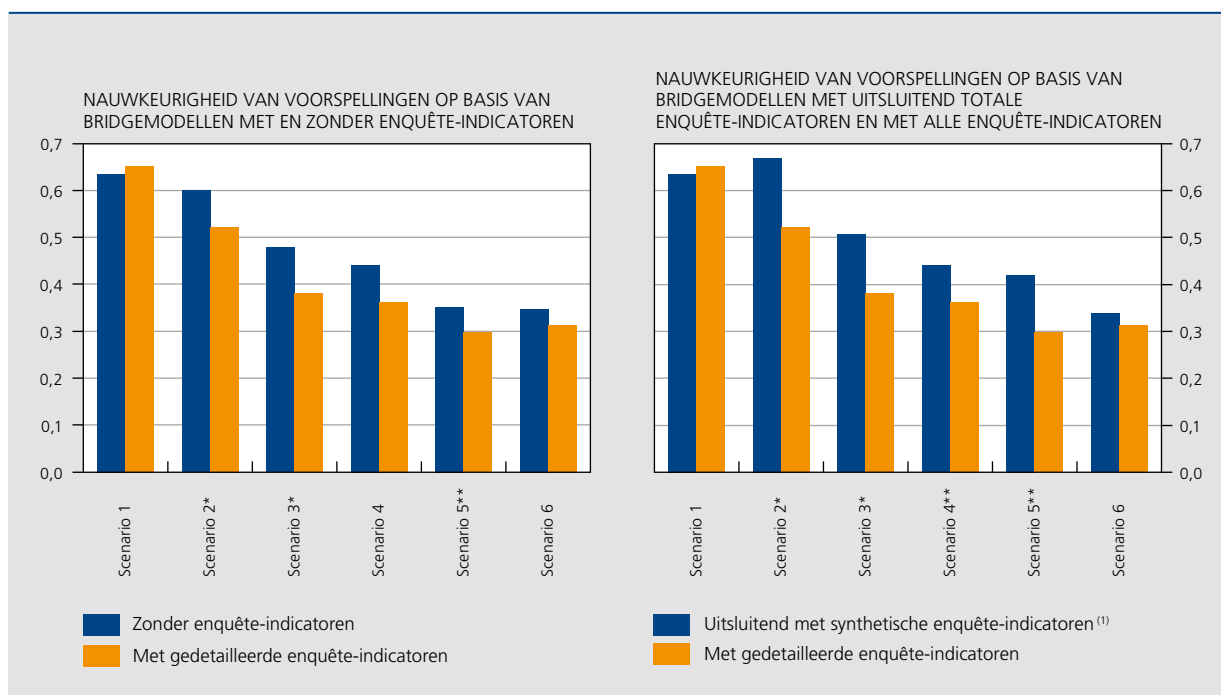
van de kwartaalcijfers voor het bbp, de omzetting van deze concrete gegevens in uiteindelijke statistieken van de nationale rekeningen verre van perfect is en dat bepaalde enquêteresultaten deze gegevenslacunes helpen aanvullen.

Hetzelfde zou het geval kunnen zijn voor het aantal door tijdelijk personeel gewerkte uren, één van de vijf beste voorspellende variabelen op het ogenblik dat het Instituut voor de Nationale Rekeningen de eerste flashraming voor het bbp op kwartaalbasis opstelt (datascenario 5). Die arbeidsmarktindicator wordt doorgaans een maand vóór de andere concrete gegevens (productie en omzet) gepubliceerd, en de voorspellingskracht ervan voor het bbp mag naar alle waarschijnlijkheid worden toegeschreven aan het feit dat de ondernemingen uitzendwerk gewoonlijk als 'buffer' gebruiken om schokken in de bedrijvigheid op te vangen. De bewegingen van deze indicator zijn derhalve een goede benadering voor de veranderingen in de economische bedrijvigheid. Dat de ramingen voor het laatste datascenario indices bevatten betreffende de industriële productie voor het eurogebied en voor de opkomende economieën, houdt verband met het feit dat de Belgische conjunctuur in hoge mate wordt bepaald door externe ontwikkelingen, vooral via de buitenlandse handel.

Een alternatieve, meer synthetische beoordeling van het belang van enquêtegegevens kan worden verkregen door het resultaat van het model op basis van de volledige

GRAFIEK 4**BIJDRAGE VAN ENQUÊTEGEGEVENS AAN BBP-RAMINGEN OP KORTE TERMIJN: EEN SYNTHETISCH OVERZICHT**

(RMSFE in procentpunt; op basis van bridge modellen met de best gerangschikte voorspellende variabelen tot de zevende rang; simulaties uitgevoerd over de periode van het eerste kwartaal van 2004 tot het laatste kwartaal van 2012)



(1) Uitsluitend gebruik makend van de synthetische indices betreffende het consumenten- en producentenvertrouwen.

Toelichting: één of twee sterren wijzen op een onbetrouwbaarheidsdrempel van respectievelijk 10% en 5% voor de Diebold-Mariano-toetsingsgrootheid.

dataset, zoals beschreven in paragraaf 3.2, te vergelijken met de nauwkeurigheid ervan als in de dataset geen enquêtegegevens zijn opgenomen. Zoals aangetoond in Grafiek 4 is het patroon identiek: mochten er bij het samenstellen van de kortetermijnprojecties geen enquêtegegevens worden gebruikt, dan zou dat in alle data-scenario's de voorspelling minder nauwkeurig maken na de aanvang van het kwartaal (i.e. zodra de eerste reeks enquêtegegevens voor dat kwartaal beschikbaar worden). Volgens de Diebold-Mariano-toets (1995) is het verschil significant bij een onbetrouwbaarheidsdrempel van 10% voor de scenario's 2 en 3 en van 5% voor scenario 5. Dit laatste resultaat wijst erop dat, op het ogenblik dat het Instituut voor de Nationale Rekeningen de eerste flashraming voor het bbp op kwartaalbasis opstelt, de enquêtegegevens nog steeds heel relevante informatie bevatten.

Tot slot kan ook worden nagegaan hoe nauwkeurig het model is wanneer enkel de geaggregeerde enquêtegegevens in aanmerking worden genomen, d.w.z. de synthetische indicatoren van het producenten- en consumentenvertrouwen zoals die maandelijks door de Nationale Bank van België worden gepubliceerd. Het blijkt dat indien de volledige set van enquêtegegevens wordt gebruikt, de voorspelling in alle scenario's van 2 tot 6 opnieuw

nauwkeuriger wordt, met een statistisch significant verschil voor alle data-scenario's, behalve voor het laatste. De dataset beperken tot de synthetische enquête-indicatoren impliceert dus duidelijk een verlies aan informatie.

5. Een ruimer gebruik van BREL: welke voorspellende variabelen voor andere macro-economische aggregaten?

De analyse die voor het bbp in het vorige hoofdstuk werd gemaakt, kan gemakkelijk worden uitgebreid naar andere belangrijke macro-economische aggregaten. In dit hoofdstuk wordt de indicatorselectie onderzocht voor drie variabelen aan de aanbodzijde (toegevoegde waarde in de verwerkende nijverheid, de bouwnijverheid en de marktdiensten), voor de belangrijkste vraagcomponent (de particuliere consumptie) en voor de werkgelegenheid. Zoals reeds vermeld, worden deze ramingen opgesteld op basis van een beperkte dataset. Voor meer informatie hierover, zie de tabel in Bijlage 1. De empirische resultaten met betrekking tot de meest relevante voorspellende variabelen voor elk van de in dit hoofdstuk beschouwde aggregaten staan gedetailleerd beschreven in de Tabellen 3, 4 en 5. Om plaats te besparen worden deze tabellen,

TABEL 3 BESTE VOORSPELLENDE VARIABELEN VOOR DE TOEGEVOEGDE WAARDE IN DE DRIE VOORNAAMSTE BEDRIJFSTAKKEN, VOLGENS HET SCENARIO INZAKE GEGEVENSBECHIKBAARHEID

(voorspellende variabelen die ten minste één keer voorkomen in de top zeven van een van de zes scenario's; rangschikkingen lager dan de zevende plaats worden niet weergegeven; selectie uitgevoerd over de hele periode)

	Scenario inzake gegevensbeschikbaarheid					
	1	2	3	4	5	6
TOEGEVOEGDE WAARDE IN DE VERWERKENDE NIJVERHEID						
Financiële indicatoren						
Invoerprijzen van energetische grondstoffen op internationale markten	5		7			
Prijzen van ingevoerde grondstoffen op internationale markten, ongerekend energie	1	7				
Enquête-indicatoren						
Verwerkende nijverheid: verloop van buitenlandse bestellingen			2	4	5	
Verwerkende nijverheid: verloop van productietempo				4		
Verwerkende nijverheid: vraagvooruitzichten			5			
Verwerkende nijverheid: prijsverloop (met 1 lag)	7					
Concrete gegevens						
Productie van halffabricaten					6	6
Arbeidsvolume van tijdelijke werknemers	3		4	6		
Indicatoren met betrekking tot de internationale omgeving						
Industriële productie in het eurogebied				3	3	1
Industriële productie in de geavanceerde economieën	3	1	1	1	1	2
Handel in goederen in de geavanceerde economieën					2	2
Handel in goederen in het eurogebied				2		2
Consumentenvertrouwen in Frankrijk	6	6			6	7
Industriële productie in Frankrijk		4				7
Handel in goederen in de opkomende economieën		3			6	
Industriële productie in de opkomende economieën (met 1 lag)			3			
Industriële productie in de opkomende economieën		2				
Consumentenvertrouwen in het eurogebied	2					
Vertraagde afhankelijke variabele		5	5	7	4	5
TOEGEVOEGDE WAARDE IN DE BOUWNIJVERHEID						
Enquête-indicatoren						
Bouwnijverheid: beoordeling van het orderbestand	3	1	1	1	1	1
Bouwnijverheid: verloop van activiteit			5	2	2	2
Bouwnijverheid: prijsverloop			1	3	3	3
Burgerlijke bouwkunde en wegenwerken: verloop van activiteit				3	3	3
Bouwnijverheid: prijsvooruitzichten		3	4			
Burgerlijke bouwkunde en wegenwerken: beoordeling van het orderbestand		5	6			
Burgerlijke bouwkunde en wegenwerken: prijsverloop			6			
Burgerlijke bouwkunde en wegenwerken: verloop van aantal afgesloten contracten		4				
Consumentenenquête: werkloosheidsvooruitzichten		5				
Burgerlijke bouwkunde en wegenwerken: vraagvooruitzichten		7				
Burgerlijke bouwkunde en wegenwerken: verloop van aantal aanbestedingen (met 1 lag)		7				
Bouwnijverheid: beoordeling van het orderbestand (met 1 lag)	1					
Burgerlijke bouwkunde en wegenwerken: verloop van aantal afgesloten contracten (met 1 lag)	2					
Burgerlijke bouwkunde en wegenwerken: verloop van hoeveelheid uit te voeren werk (met 1 lag)	4					
Burgerlijke bouwkunde en wegenwerken: verloop van aantal aanbestedingen	4					
Bouwnijverheid: werkgelegenheidsvooruitzichten (met 1 lag)	4					
Concrete gegevens						
Vergunningen voor nieuwe woongebouwen (in m ²)				6	3	6
Productie in bouwnijverheid				7	7	6
Arbeidsvolume van tijdelijke werknemers	4					
Vertraagde afhankelijke variabele		1	3	3	3	3

TABEL 3

BESTE VOORSPELLENDE VARIABLEN VOOR DE TOEGEVOEGDE WAARDE IN DE DRIE VOORNAAMSTE BEDRIJFSTAKKEN, VOLGENS HET SCENARIO INZAKE GEGEVENSBECHIKBAARHEID (vervolg)

(voorspellende variabelen die ten minste een keer voorkomen in de top zeven van een van de zes scenario's; rangschikkingen lager dan de zevende plaats worden niet weergegeven; selectie uitgevoerd over de hele periode)

	Scenario inzake gegevensbeschikbaarheid					
	1	2	3	4	5	6
TOEGEVOEGDE WAARDE IN DE MARKTDIENSTEN						
Enquête-indicatoren						
Dienstverlening aan bedrijven: werkgelegenheidsvooruitzichten		2	1	1	2	3
Consumentenenquête: werkloosheidsvooruitzichten	4	1	4	1	4	3
Detailhandel: vooruitzichten bestellingen		2	1	4	4	3
Dienstverlening aan bedrijven: activiteitsvooruitzichten	6	2	3	5	6	6
Dienstverlening aan bedrijven: werkgelegenheidsverloop			7	5	6	6
Dienstverlening aan bedrijven: verloop van activiteit		6	5			
Consumentenenquête: vooruitzichten voor de financiële situatie van de huishoudens	2	6	7			
Dienstverlening aan bedrijven: algemene vraagvooruitzichten	1		7			
Consumentenenquête: spaarvooruitzichten van de huishoudens (met 1 lag)	2					
Dienstverlening aan bedrijven: prijsvooruitzichten (met 1 lag)	5					
Detailhandel: vraagvooruitzichten	6					
Detailhandel: verloop van omzet (met 1 lag)	6					
Concrete gegevens						
Arbeidsvolume van tijdelijke werknemers					1	1
Omzet in dienstensector				1	2	2
Vertraagde afhankelijke variabele		5	5	5		

waarvan de inhoud gelijkaardig is aan die van Tabel 2, weergegeven in een beknopter formaat.

5.1 Aggregaten van de aanbodzijde

Uit de voor de toegevoegde waarde in de verwerkende nijverheid verkregen resultaten blijkt een overwicht van voorspellende variabelen die verband houden met de internationale omgeving in de verschillende fasen van het schema voor gegevenspublicatie. Vooral de door het CPB gepubliceerde indicator van de industriële productie in de geavanceerde economieën wordt in elk van de zes data-scenario's geselecteerd. Ook de handelsvolumes in het eurogebied en in andere geavanceerde landen worden in de latere datasenario's belangrijke voorspellers. Het is geen verrassing dat indicatoren die verband houden met de internationale omgeving tot de meest informatieve indicatoren behoren ter voorspelling van de toegevoegde waarde in de Belgische verwerkende nijverheid. Het illustreert dat deze bedrijfstak sterk verweven is met het internationale handelsverkeer, waardoor hij relatief afhankelijker is van externe ontwikkelingen. De indicator voor het verloop van de buitenlandse bestellingen, die in sommige datasenario's eveneens werd geselecteerd voor het bbp, komt naar voren als de meest relevante enquête-indicator voor dit aggregaat.

Wanneer meer vaststellingen beschikbaar worden met betrekking tot voor België typische concrete indicatoren, wordt het – eerder gepubliceerde – arbeidsvolume van tijdelijk personeel als eerste geselecteerd, gevolgd door de productie van halffabricaten.

Wat de toegevoegde waarde in de bouwnijverheid betreft, worden aan het begin van het kwartaal doorgaans indicatoren geselecteerd die verband houden met de beoordeling, door de respondenten, van hun kortetermijnvooruitzichten inzake de bedrijvigheid (orderpositie) of de prijzen. Wanneer er meer enquêtegegevens beschikbaar worden, onderscheiden er zich duidelijk vier indicatoren: afgezien van de beoordeling van de orderpositie, hebben ook het verloop van de uitgeoefende activiteit en van de prijzen afkomstig uit de enquête in de bouwnijverheid en het verloop van de bedrijvigheid afkomstig uit de enquête in de burgerlijke bouwkunde en de wegenwerken een grote voorspellingskracht. Deze variabelen handhaven zich bovendien de rangschikking, ook wanneer de waarnemingen voor de concrete indicatoren beschikbaar worden; blijkbaar hebben deze laatste immers een geringere voorspellingskracht.

Wat de toegevoegde waarde in de diensten betreft, staan de vooruitzichten van de consumenten ten aanzien van de werkloosheid, de werkgelegenheids- en

activiteitsvooruitzichten in de dienstverlening aan bedrijven en de vooruitzichten inzake bestellingen bij kleinhandelondernemingen systematisch aan de top van de best gerangschikte voorspellende variabelen, ongeacht wanneer de voorspelling tijdens het lopende kwartaal wordt gedaan (i.e. te beginnen vanaf scenario 2). Eenmaal de omzet in de dienstverlening en het arbeidsvolume van tijdelijk personeel beschikbaar zijn, worden deze variabelen als de beste voorspellers voor de toegevoegde waarde in die sector beschouwd.

5.2 Particuliere consumptie

De selectie van de voorspellende variabelen voor de particuliere consumptie bevestigt in grote lijnen de vooruitlopende eigenschappen van de werkloosheidsvooruitzichten afkomstig uit de consumentenenquête. Deze indicator werd reeds uitgekozen als één van de meest relevante voor het bbp-verloop, vooral voor vroege ramingen. Van de indicatoren die afkomstig zijn uit de enquête in de detailhandel, levert het prijsverloop – met één lag – de beste voorspelling op. Ook voor de particuliere consumptie is het arbeidsvolume van tijdelijk personeel een belangrijke indicator in de latere datascenario's. Wanneer

alle drie de maandelijkse waarnemingen voor de omzet in de detailhandel beschikbaar zijn, klimt deze indicator uiteindelijk naar de eerste plaats in de rangorde. Dit hoeft niet te verwonderen aangezien dezelfde gegevens worden gebruikt om in de nationale kwartaalrekeningen de particuliere consumptie te bepalen.

5.3 Werkgelegenheid

Wat de werkgelegenheid in de private sector betreft⁽¹⁾, berusten de voorspellingen hoofdzakelijk op enquête-indicatoren, zelfs wanneer er na afloop van het referentiekwartaal voldoende concrete indicatoren beschikbaar zijn. De enige concrete indicator die op de lijst van de beste voorspellende indicatoren enigszins belangrijk is, is het aantal werkzoekenden in het geval van de zuivere out-of-sample voorspelling (scenario 1). Ons inziens weerspiegelt dit enkel een zekere mate van persistentie in de arbeidsmarktontwikkelingen aangezien deze variabele kan worden beschouwd als een substituut voor de vertraagde afhankelijke variabele wanneer deze laatste nog

(1) We spitsen ons uitsluitend toe op de gesalarieerde werkgelegenheid in de private sector aangezien de werkgelegenheid in de overheidssector duidelijk een minder conjunctuurgebonden patroon vertoont.

TABEL 4 BESTE VOORSPELENDE VARIABLEN VOOR DE PARTICULIERE CONSUMPTIE, VOLGENS HET SCENARIO INZAKE GEGEVENS BESCHIKBAARHEID

(voorspellende variabelen die ten minste een keer voorkomen in de top zeven van een van de zes scenario's; rangschikkingen lager dan de zevende plaats worden niet weergegeven; selectie uitgevoerd over de hele periode)

	Scenario inzake gegevensbeschikbaarheid					
	1	2	3	4	5	6
Enquête-indicatoren						
Consumentenenquête: werkloosheidsvooruitzichten	2	3	3	2	3	4
Detailhandel: prijsverloop (met 1 lag)	3	2	2	3	3	5
Detailhandel: werkgelegenheidsvooruitzichten (met 1 lag)		6	6	5	6	7
Detailhandel: beoordeling van omzet			4	4	6	
Detailhandel: beoordeling van voorraden	6	3		5	6	
Consumentenenquête: vooruitzichten voor de financiële situatie van de huishoudens				5	6	
Consumentenenquête: werkloosheidsvooruitzichten (met 1 lag)		3	4	5		
Detailhandel: prijsvooruitzichten (met 1 lag)	1					
Detailhandel: prijsverloop	3					
Detailhandel: vraagvooruitzichten (met 1 lag)	6					
Concrete gegevens						
Arbeidsvolume van tijdelijke werknemers					1	1
Omzet in detailhandel					5	1
Inschrijving van nieuwe personenwagens (met 1 lag)			6	5	6	5
Inschrijving van nieuwe personenwagens		6	6	5	6	
Omzet in hotels en restaurants					6	
Omzet in hotels en restaurants (met 1 lag)	6	6				
Geharmoniseerde werkloosheidsgraad (met 1 lag)	3					
Vertraagde afhankelijke variabele		1	1	1	1	1

TABEL 5

BESTE VOORSPELLENDE VARIABELEN VOOR DE GESALARIEERDE WERKGELEGENHEID IN DE PRIVATE SECTOR, VOLGENS HET SCENARIO INZAKE GEGEVENSBECHIKBAARHEID

(voorspellende variabelen die ten minste een keer voorkomen in de top zeven van een van de zes scenario's; rangschikkingen lager dan de zevende plaats worden niet weergegeven; selectie uitgevoerd over de hele periode)

	Scenario inzake gegevensbeschikbaarheid					
	1	2	3	4	5	6
Enquête-indicatoren						
Verwerkende nijverheid: beoordeling gezamenlijke orderpositie		1	1	1	1	1
Verwerkende nijverheid: werkgelegenheidsvooruitzichten	2	3	2	2	2	2
Burgerlijke bouwkunde en wegenwerken: prijsvooruitzichten	2		2	4	4	4
Verwerkende nijverheid: vraagvooruitzichten (met 1 lag)		7	5	4	4	4
Burgerlijke bouwkunde en wegenwerken: verloop van hoeveelheid uit te voeren werk			5	4	4	4
Detailhandel: vraagvooruitzichten			5	4	4	4
Detailhandel: vooruitzichten bestellingen			5	4	4	4
Burgerlijke bouwkunde en wegenwerken: prijsverloop		3		4	4	4
Burgerlijke bouwkunde en wegenwerken: verloop van aantal afgesloten contracten (met 1 lag)		7		4	4	4
Verwerkende nijverheid: verloop van bestellingen van de binnenlandse markt (met 1 lag)	5		5			
Verwerkende nijverheid: beoordeling van buitenlandse orderpositie		1				
Verwerkende nijverheid: verloop van bestellingen van de binnenlandse markt	2	6				
Verwerkende nijverheid: vraagvooruitzichten	1					
Burgerlijke bouwkunde en wegenwerken: verloop van aantal afgesloten contracten	5					
Concrete gegevens						
Productie van investeringsgoederen (met 1 lag)		7				
Omzet in verwerkende nijverheid (met 1 lag)		7				
Niet-werkende werkzoekenden (met 1 lag)		7				
Niet-werkende werkzoekenden	5					
Vertraagde afhankelijke variabele		3	2	2	2	2

niet beschikbaar is (aangezien die in onze simulaties pas vanaf het tweede datascenario wordt opgenomen).

Opmerkelijk is dat doorgaans een indicator wordt geselecteerd die verband houdt met het verloop van de bedrijvigheid, namelijk de beoordeling van de totale orderpositie in de verwerkende nijverheid, eerder dan een indicator die nauwer aan de werkgelegenheid gerelateerd is, zoals de werkgelegenheidsvooruitzichten in diezelfde bedrijfstak. Er kan evenwel worden geargumenteed dat er een sterk causaal verband bestaat tussen het verloop van de bedrijvigheid en dat van de werkgelegenheid. Aangezien het eerstgenoemde doorgaans vooruitloopt op het laatstgenoemde, zou dit kunnen verklaren waarom indicatoren met betrekking tot de bedrijvigheid beter zijn in het verschaffen van vroegtijdige informatie over het werkgelegenheidsverloop. Ofschoon de diensten volgens de statistieken van de nationale rekeningen tijdens de meetperiode sterk bijdroegen aan de banencreatie, werd geen indicator uit de enquête in de dienstverlening aan bedrijven geselecteerd. Hoewel, ten slotte, de verwachtingen ten aanzien van de werkloosheid, zoals die blijken uit de consumentenenquête, duidelijk de groei van het

bbp en van de particuliere consumptie helpen verklaren, hebben ze blijkbaar geen voorspellingskracht voor de toename van de werkgelegenheid.

6. Kunnen Belgische enquêtegegevens bijdragen tot een raming van het bbp in het eurogebied?

Het is algemeen bekend dat de Belgische enquêtegegevens, en dan meer specifiek de globale indicator van het ondernemersvertrouwen, vooruitlopende informatie kunnen verstrekken over het conjunctuurverloop in het eurogebied als geheel. De vooruitlopende aard van de Belgische conjunctuur in vergelijking met die van haar voornaamste burens en, bij uitbreiding, van andere Europese landen kan intuïtief worden verklaard door de nauwe handelsrelaties die België onderhoudt met drie van de grootste economieën van het eurogebied (Duitsland, Frankrijk en Nederland) alsook door zijn industriële specialisatie in halffabricaten. Dit werd bevestigd door Vanhaelen et al. (2000) die, aan de hand van formele statistische methoden, aantoonde dat omslagpunten in

de Belgische indicator van het ondernemersvertrouwen vooruitliepen op die voor het eurogebied.

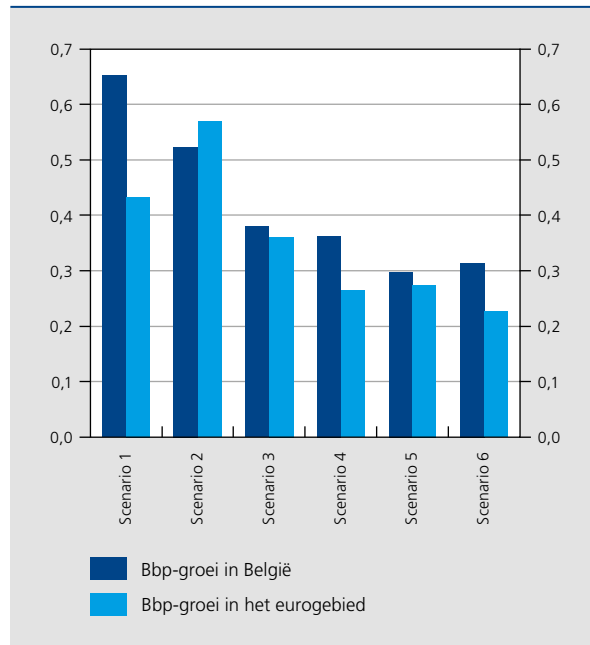
Bovendien hebben de Belgische enquêtegegevens, vergeleken met andere conjunctuurenquêtes die elders in het eurogebied worden gehouden, het supplementaire voordeel dat ze relatief vroeg worden gepubliceerd, zoals de Duitse IFO of de PMI-indicatoren van Markit Economics, waardoor ze nog nuttiger zijn voor realtime prognoses. Om die reden integreren Camacho en Perez-Quiros (2010) de algemene indicator van het ondernemersvertrouwen van de Nationale Bank van België in hun model voor kortetermijnprognoses voor de bbp-groei in het eurogebied.

In dit hoofdstuk wordt gebruik gemaakt van het BREL-kader om, volgens dezelfde benaderingswijze als voor het Belgische bbp, na te gaan of de Belgische enquêtegegevens nuttig zijn om het bbp van het eurogebied te voorspellen. We gaan uit van een vergelijkbare reeks vooraf geselecteerde potentiële indicatoren die dezelfde variabelen uit de verschillende NBB-enquêtes bevat, samen met hun equivalenten voor de enquêtes in de overige zeventien landen van het eurogebied. Daarnaast omvat de dataset ook bepaalde concrete gegevens, dat wil zeggen indices van de industriële productie en werkloosheidscijfers voor het eurogebied en voor de overige individuele landen van het eurogebied, alsook de handels- en productiereeksen van het CPB voor de belangrijkste economische regio's. We nemen tevens enkele financiële reeksen in aanmerking⁽¹⁾. Na eliminatie van de reeksen die onvoldoende tijd beslaan⁽²⁾, bestaat de in deze oefening gehanteerde dataset uit in totaal 316 potentiële voorspellende variabelen. Net als voor het Belgische bbp, beperken we de selectie tot de zevende rang. Het valt op dat de voor het bbp van het eurogebied geselecteerde bridge modellen gemiddeld beschouwd nauwkeuriger prognoses opleveren dan die voor het Belgische bbp, vooral wanneer concrete gegevens kunnen worden gebruikt, dat betekent gegevens vanaf het vierde datasenario.

Uit de selectieresultaten in Tabel 6 blijkt dat, althans in de vroege datasenario's, de Belgische conjunctuurindicatoren inderdaad enige informatie verstrekken over de conjunctuur in het eurogebied. De indicator met betrekking tot de vraagvooruitzichten in de Belgische verwerkende nijverheid wordt opnieuw geselecteerd als een indicator met een zekere voorspellingskracht, ook voor de bbp-groei in het eurogebied. Hij wordt gebruikt in twee datasenario's, namelijk wanneer de voorspelling wordt gedaan een maand vóór het einde van het referentiekwartaal en aan het einde ervan. In één datasenario wordt ook de indicator met betrekking tot de werkgelegenheidsvooruitzichten afkomstig van de in de Belgische verwerkende nijverheid gehouden

GRAFIEK 5 NAUWKEURIGHEID VAN DOOR BREL GEGENEREERDE PROGNOSES VOOR HET BBP VAN BELGIË EN VAN HET EUROGEBIED

(standaard voorspellingsfouten in procentpunt; op basis van bridge modellen met de zeven hoogst gerangschikte voorspellende variabelen; simulaties over de periode van het eerste kwartaal van 2004 tot het laatste kwartaal van 2012)



enquête geselecteerd, namelijk wanneer de prognose wordt gemaakt aan het einde van de eerste maand van het referentiekwartaal.

Er zij evenwel beklemtoond dat, volgens de verkregen resultaten, ook gegevens uit verscheidene andere landen de bbp-groei in het eurogebied in de vroege datasenario's helpen verklaren. Bovendien leveren Belgische of andere enquêtegegevens niet de 'beste' vooruitlopende informatie op: de industriële productie en, in mindere mate, de werkloosheidsgraad in Spanje lijken de meest relevante vooruitlopende indicatoren te zijn. Wanneer ten slotte concrete gegevens beschikbaar worden, blijkt de industriële productie in het eurogebied als geheel de beste voorspellende variabele voor de bbp-groei in het eurogebied te zijn. Dit resultaat stemt duidelijk overeen met de verwachtingen.

(1) Namelijk dezelfde financiële indicatoren als die welke worden opgesomd in de tabel in bijlage, met uitzondering van de specifiek Belgische reeksen (d.w.z. het rendement op tienjaars overheidsobligaties en de Brussels All Shares Index)

(2) Er zijn enkel reeksen gebruikt met op maandbasis beschikbare waarnemingen van januari 1996 tot december 2012.

TABEL 6 BESTE VOORSPELLENDE VARIABELN VAN DE BBP-GROEI IN HET EUROGEBIED, VOLGENS HET SCENARIO INZAKE GEGEVENSBECHIKBAARHEID

(rangschikkingen lager dan de zevende plaats worden niet weergegeven; selectie uitgevoerd over de hele periode)

Rang	Variabele	Categorie	Rang	Variabele	Categorie
Scenario 1: 3 maanden vóór het einde van het referentiekwartaal					
1	Franse enquête bouwnijverheid: werkgelegenheidsvooruitzichten	Enquête	6	Spaanse enquête handel: werkgelegenheidsvooruitzichten	Enquête
2	Spaanse enquête verwerkende nijverheid: beoordeling gezamenlijke orderpositie	Enquête	7	Finse consumentenenquête: werkloosheidsvooruitzichten	Enquête
3	Euro Stoxx Broad Index	Financieel	7	Franse enquête bouwnijverheid: beoordeling van het orderbestand	Enquête
3	Geharmoniseerde werkloosheidsgraad in Spanje	Enquête	7	Franse enquête bouwnijverheid: beoordeling van het orderbestand (met 1 lag)	Enquête
3	Portugese enquête verwerkende nijverheid: beoordeling gezamenlijke orderpositie	Concreet	7	Spaanse enquête bouwnijverheid: verloop uitgeoefende activiteit (met 1 lag)	Enquête
Scenario 2: 2 maanden vóór het einde van het referentiekwartaal					
1	Industriële productie in Spanje (met 1 lag)	Concreet	4	Nederlandse enquête bouwnijverheid: prijsvooruitzichten	Enquête
2	Franse enquête bouwnijverheid: werkgelegenheidsvooruitzichten (met 1 lag)	Enquête	4	Euro Stoxx Broad Index (met 1 lag)	Financieel
2	Sloveense enquête verwerkende nijverheid: prijsvooruitzichten	Enquête	4	Letse enquête verwerkende nijverheid: werkgelegenheidsvooruitzichten	Enquête
4	Belgische enquête verwerkende nijverheid: werkgelegenheidsvooruitzichten	Financieel			
Scenario 3: 1 maand vóór het einde van het referentiekwartaal					
1	Industriële productie in Spanje	Concreet	6	Nederlandse enquête verwerkende nijverheid: werkgelegenheidsvooruitzichten	Enquête
2	Geharmoniseerde werkloosheidsgraad in Spanje	Enquête	6	Franse enquête bouwnijverheid: werkgelegenheidsvooruitzichten (met 1 lag)	Enquête
2	Industriële productie in Spanje (met 1 lag)	Concreet	6	Griekse enquête verwerkende nijverheid: beoordeling gezamenlijke orderpositie	Enquête
2	Sloveense enquête verwerkende nijverheid: prijsvooruitzichten	Concreet	6	Geharmoniseerde werkloosheidsgraad in het eurogebied	Enquête
5	Belgische enquête verwerkende nijverheid: vraagvooruitzichten	Enquête	6	Portugese enquête verwerkende nijverheid: vraagvooruitzichten	Enquête
6	Oostenrijkse enquête handel: vraagvooruitzichten	Enquête	6	Spaanse enquête verwerkende nijverheid: beoordeling gezamenlijke orderpositie	Concreet
6	Nederlandse enquête bouwnijverheid: prijsvooruitzichten	Enquête			
Scenario 4: einde van het referentiekwartaal					
1	Industriële productie in Spanje (met 1 lag)	Concreet	6	Geharmoniseerde werkloosheidsgraad in Spanje	Concreet
2	Belgische enquête verwerkende nijverheid: vraagvooruitzichten	Enquête	7	Franse enquête bouwnijverheid: werkgelegenheidsvooruitzichten (met 1 lag)	Enquête
2	Geharmoniseerde werkloosheidsgraad in het eurogebied	Concreet	7	Griekse enquête verwerkende nijverheid: beoordeling gezamenlijke orderpositie	Enquête
2	Industriële productie in Spanje	Concreet	7	Industriële productie in het eurogebied	Enquête
2	Handel in goederen in het eurogebied	Concreet	7	Sloveense enquête verwerkende nijverheid: prijsvooruitzichten	Concreet

TABEL 6 BESTE VOORSPELLENDE VARIABELEN VAN DE BBP-GROEI IN HET EUROGEBIED, VOLGENS HET SCENARIO INZAKE GEGEVENS BESCHIKBAARHEID (vervolg)
(rangschikkingen lager dan de zevende plaats worden niet weergegeven; selectie uitgevoerd over de hele periode)

Rang	Variabele	Categorie	Rang	Variabele	Categorie
Scenario 5: 1 maand na het einde van het referentiekwartaal					
1	Industriële productie in het eurogebied	Concreet	4	Industriële productie in Spanje (met 1 lag)	Concreet
2	Geharmoniseerde werkloosheidsgraad in Spanje	Concreet	4	Handel in goederen in de opkomende economieën	Concreet
2	Geharmoniseerde werkloosheidsgraad in het eurogebied	Concreet	4	Handel in goederen in het eurogebied	Internationaal
4	Industriële productie in Spanje	Concreet			
Scenario 6: 2 maanden na het einde van het referentiekwartaal					
1	Industriële productie in het eurogebied	Concreet	5	Industriële productie in Spanje (met 1 lag)	Concreet
2	Geharmoniseerde werkloosheidsgraad in het eurogebied	Concreet	5	Handel in goederen in het eurogebied	Concreet
3	Geharmoniseerde werkloosheidsgraad in Spanje	Concreet	7	Griekse enquête verwerkende nijverheid - beoordeling gezamenlijke orderpositie	Enquête
3	Industriële productie in Spanje	Concreet			

Conclusie

De gegevens uit de nationale rekeningen zijn niet in real time beschikbaar. Zelfs de vroegste versies van de kwartaalgegevens worden pas een maand na het einde van het beschouwde kwartaal of zelfs nog later bekendgemaakt. Bovendien worden ze in daaropvolgende versies vaak herzien. Beleidsinstellingen die het verloop van de economische conjunctuur volgen, moeten dan ook gebruik maken van gegevens die met een hogere frequentie worden gepubliceerd. Van deze laatste hebben de zogenoemde concrete gegevens betrekking op feitelijke waarnemingen die verband houden met delen van het productieproces (industriële productie, statistieken inzake omzet of toegevoegde waarde, enz.) of met bepaalde vraagcomponenten (autoverkoop, in aanbouw genomen gebouwen, enz.). Hoewel dergelijke maandgegevens eerder worden gepubliceerd dan de nationale rekeningen, verschijnen ze ook met aanzienlijke vertragingen en worden ze soms herzien. Gegevens die afkomstig zijn van maandelijkse conjunctuurenquêtes zijn gewoonlijk vroeger beschikbaar, maar ze kunnen uiteraard beïnvloed worden door de subjectieve beoordelingen van de respondenten.

Beleidsinstellingen maken nu stelselmatig gebruik van instrumenten die uit die concrete indicatoren en enquêtegegevens informatie afleiden teneinde tijdig een nauwkeurig beeld te krijgen van de economische conjunctuur. Er worden daarbij verschillende modellen gehanteerd, waarvan dynamische factormodellen en bridge modellen

de meest gebruikte zijn. In dit artikel wordt gebruik gemaakt van BREL, een nieuw platform voor nowcasting. Dit is één van de instrumenten die de Nationale Bank van België aanwendt voor kortetermijnprognoses van het bbp en andere macro-economische aggregaten. In BREL wordt een algoritme voor de selectie van indicatoren toegepast waarin rekening kan worden gehouden met verschillende scenario's voor de beschikbaarheid van gegevens. We beschouwen meer bepaald verschillende specificaties voor zes datasenario's voor de ramingen van een driemaandelijks aggregaat, gaande van de dag net vóór de aanvang van het kwartaal tot twee maanden na het einde ervan. Daarbij wordt een zeer ruime gegevensset beschouwd en wordt meer specifiek het belang van enquêtegegevens voor de projecties in elk van die zes datasenario's bekeken.

Uit de empirische resultaten kunnen verschillende conclusies worden getrokken. Ten eerste biedt BREL vrij nauwkeurige ramingen van het Belgische bbp op kwartaalbasis: de gemiddelde fout neemt uiteraard af wanneer meer informatie ter beschikking komt en wijkt reeds vanaf het einde van het beschouwde kwartaal niet zo sterk af van die van de eerste flashraming van het Instituut voor de Nationale Rekeningen. Ten tweede helpen enquêtegegevens duidelijk het verloop van het Belgische bbp voorspellen. Logischerwijze zijn ze van groter belang in de loop van het referentiekwartaal, met andere woorden wanneer nog geen of heel weinig concrete gegevens beschikbaar zijn. Niettemin worden

bepaalde enquêtegegevens zelfs na afloop van het kwartaal, wanneer concrete indicatoren beschikbaar zijn voor de meeste of voor alle maanden van het kwartaal, door het model nog steeds geselecteerd als relevante voorspellende variabelen van het bbp. Hieruit blijkt dat ze een deel van de relevante informatie omvatten die niet is opgenomen in de reeks concrete gegevens op kwartaalbasis, omdat deze tekortschieten qua statistische kwaliteit of volledigheid. Ten derde zouden de voorspellers verder moeten kijken dan de synthetische enquête-indicatoren: het blijkt dat de resultaten voor individuele enquêtevragen bijdragen tot de bbp-raming. Hoewel de precieze selectie afhankelijk is van het beschouwde datasce­nario, blijkt een beperkt aantal specifieke enquête-indicatoren, waaronder met name de vraagindicatoren in de verwerkende nijverheid, alsook de werkloosheidsvooruitzichten in de consumenten­enquête, een grotere voorspellingskracht voor het bbp te hebben. Bovendien tonen we ook enkele voorlopige resultaten die suggereren dat de conclusies over de rol van enquêtegegevens voor kortetermijnprognoses niet enkel gelden voor het bbp, maar ook voor de aggregaten aan de aanbodzijde, de particuliere consumptie en de werkgelegenheid. Ten slotte zijn er ook indicaties dat de Belgische enquêtegegevens enige vroege informatie

kunnen bieden over het bbp-verloop in het eurogebied, maar dit is geen specifieke eigenschap van de Belgische indicatoren.

De resultaten van dit onderzoek tonen vooral aan dat twee van de nadelen van concrete gegevens op kwartaalbasis, namelijk dat ze niet tijdig beschikbaar zijn en, in mindere mate, hun gebrek aan kwaliteit en volledigheid, kunnen worden aangepakt door correct gebruik te maken van de enquêtegegevens. Er blijkt met name dat op het ogenblik dat het Instituut voor de Nationale rekeningen de eerste raming van het bbp opstelt, twee afzonderlijke enquête-indicatoren nog relevante informatie bevatten, naast die welke is opgenomen in de op dat ogenblik beschikbare concrete gegevens. Een dimensie die niet uitdrukkelijk in dit artikel wordt behandeld, is het belang van de herzieningen van de concrete cijfers hoewel de Belgische buitenlandse handelsgegevens uit onze gegevensreeks werden weggelaten omdat ze onderhevig zijn aan de grootste herzieningen. Onze empirische resultaten berusten op de huidige en niet op de oorspronkelijke versie van andere concrete gegevens. Uit onze eerste waarnemingen blijkt wel dat die herzieningen, met name voor België, doorgaans vrij gering uitvallen.

BIJ DE SELECTIEPROCEDURE IN AANMERKING GENOMEN VOORSPELENDE VARIABLEN

Variabele	Bron	Gegevens-categorie	Gebruikt als een potentiële voorspeller voor					
			bbp	tw in de industrie	tw in de bouwrijverheid	tw in de marktdiensten	particuliere consumptie	lonen in de private sector
A. Enquêtes van de NBB naar het producentenvertrouwen								
Verwerkende nijverheid								
Verloop productietempo	NBB	Enquête	X	X			X	
Verloop binnenlandse bestellingen	NBB	Enquête	X	X			X	
Verloop buitenlandse bestellingen	NBB	Enquête	X	X			X	
Verloop prijzen	NBB	Enquête	X	X			X	
Beoordeling gezamenlijke orderpositie	NBB	Enquête	X	X			X	
Beoordeling buitenlandse orderpositie	NBB	Enquête	X	X			X	
Beoordeling voorraden afgewerkte producten	NBB	Enquête	X	X			X	
Vooruitzichten werkgelegenheid	NBB	Enquête	X	X			X	
Vooruitzichten vraag	NBB	Enquête	X	X			X	
Vooruitzichten prijzen	NBB	Enquête	X	X			X	
Bouwnijverheid								
Verloop uitgeoefende activiteit	NBB	Enquête	X		X		X	
Verloop orderbestand	NBB	Enquête	X		X		X	
Verloop ingeschakeld materieel	NBB	Enquête	X		X		X	
Verloop werkgelegenheid	NBB	Enquête	X		X		X	
Verloop prijzen	NBB	Enquête	X		X		X	
Beoordeling van het orderbestand	NBB	Enquête	X		X		X	
Vooruitzichten vraag	NBB	Enquête	X		X		X	
Vooruitzichten werkgelegenheid	NBB	Enquête	X		X		X	
Vooruitzichten prijzen	NBB	Enquête	X		X		X	
Detailhandel								
Verloop omzet	NBB	Enquête	X			X	X	
Verloop prijzen	NBB	Enquête	X			X	X	
Beoordeling verloop van de omzet	NBB	Enquête	X			X	X	
Beoordeling voorraden	NBB	Enquête	X			X	X	
Vooruitzichten vraag	NBB	Enquête	X			X	X	
Vooruitzichten bestellingen	NBB	Enquête	X			X	X	
Vooruitzichten werkgelegenheid	NBB	Enquête	X			X	X	
Vooruitzichten prijzen	NBB	Enquête	X			X	X	
Dienstverlening aan bedrijven								
Verloop activiteit	NBB	Enquête	X			X	X	
Verloop werkgelegenheid	NBB	Enquête	X			X	X	
Verloop prijzen	NBB	Enquête	X			X	X	
Beoordeling van de activiteit	NBB	Enquête	X			X	X	
Vooruitzichten activiteit	NBB	Enquête	X			X	X	
Vooruitzichten algemene vraag	NBB	Enquête	X			X	X	
Vooruitzichten werkgelegenheid	NBB	Enquête	X			X	X	
Vooruitzichten prijzen	NBB	Enquête	X			X	X	

BIJ DE SELECTIEPROCEDURE IN AANMERKING GENOMEN VOORSPELLENDE VARIABLEN (vervolg 1)

Variabele	Bron	Gegevens- categorie	Gebruikt als een potentiële voorspeller voor					
			bbp	tw in de industrie	tw in de bouwnijverheid	tw in de marktstenen	particuliere consumptie	lonen in de private sector
Burgerlijke bouwkunde en wegenwerken								
Verloop activiteit	NBB	Enquête	X		X			X
Verloop aantal aanbestedingen	NBB	Enquête	X		X			X
Verloop aantal afgesloten contracten	NBB	Enquête	X		X			X
Verloop hoeveelheid te verrichten werk	NBB	Enquête	X		X			X
Verloop prijzen	NBB	Enquête	X		X			X
Beoordeling van het orderbestand	NBB	Enquête	X		X			X
Vooruitzichten vraag	NBB	Enquête	X		X			X
Vooruitzichten werkgelegenheid	NBB	Enquête	X		X			X
Vooruitzichten prijzen	NBB	enquête	X		X			X
B. Consumentenenquête van de NBB								
Economische situatie in België								
(vooruitzichten voor de komende twaalf maanden)	NBB	Enquête	X		X	X	X	
Werkloosheid in België								
(vooruitzichten voor de komende twaalf maanden)	NBB	Enquête	X		X	X	X	X
Financiële situatie van de gezinnen								
(vooruitzichten voor de komende twaalf maanden)	NBB	Enquête	X		X	X	X	
Sparen door de gezinnen								
(vooruitzichten voor de komende twaalf maanden)	NBB	Enquête	X		X	X	X	
C. Concrete gegevens								
Omzet tegen vaste prijzen (gebaseerd op de btw-aangiften)								
Verwerkende nijverheid	INR ⁽¹⁾	Concreet	X	X				X
Bouwnijverheid	INR ⁽¹⁾	Concreet	X		X			X
Detailhandel	INR ⁽¹⁾	Concreet	X			X	X	X
Hotels en restaurants	INR ⁽¹⁾	Concreet	X			X	X	X
Dienstverlening aan bedrijven	INR ⁽¹⁾	Concreet	X			X		X
Totaal van dienstensector	INR ⁽¹⁾	Concreet	X			X		X
Totale omzet	INR ⁽¹⁾	Concreet	X					X
Index industriële productie								
Verwerkende nijverheid	ADSEI	Concreet	X	X				X
Bouwnijverheid	ADSEI	Concreet	X		X			X
Energie	ADSEI	Concreet	X	X				X
Investeringsgoederen	ADSEI	Concreet	X	X				X
Halffabricaten	ADSEI	Concreet	X	X				X
Duurzame consumptiegoederen	ADSEI	Concreet	X	X				X
Niet-duurzame consumptiegoederen	ADSEI	Concreet	X	X				X
Totale industriële productie, ongerekend de bouwnijverheid	ADSEI	Concreet	X	X				X

Toelichting: ADSEI = Algemene Dienst Statistiek en Economische Informatie van de FOD Economie.

(1) Op basis van gegevens van de FOD Financiën, de ADSEI en de NBB.

BIJ DE SELECTIEPROCEDURE IN AANMERKING GENOMEN VOORSPELENDE VARIABLEN (vervolg 2)

Variabele	Bron	Gegevens- categorie	Gebruikt als een potentiële voorspeller voor					
			bbp	tw in de industrie	tw in de bouwrijverheid	tw in de marktdiensten	particuliere consumptie	lonen in de private sector
Registratie van nieuwe personenwagens	ADSEI	Vroeg concreet	X			X	X	
Arbeidsvolume tijdelijke werknemers	Federgon	Vroeg concreet	X	X	X	X	X	X
Niet-werkende werkzoekenden	RVA	Vroeg concreet	X	X	X	X	X	X
Geharmoniseerde werkloosheidsgraad	EC	Vroeg concreet	X	X	X	X	X	X
Bouwvergunningen voor nieuwe woningen (in m ²)	ADSEI	Concreet	X		X			
Bouwvergunningen voor nieuwe niet-woongebouwen (in m ²)	ADSEI	Concreet	X		X			
D. Financiële gegevens								
Rendement op tienjaars Belgische overheidsobligaties	Th. R.	Financieel	X					
3-maands Euribor	Th. R.	Financieel	X					
Brussels All Shares Index	Th. R.	Financieel	X					
Euro Stoxx Broad Index	Th. R.	Financieel	X					
Franco aan boord gerekende ruwe Brent-olie	Th. R.	Financieel	X	X				
Invoerprijzen van energetische grondstoffen op internationale markten	HWWI	Financieel	X	X				
Invoerprijzen van grondstoffen op internationale markten, ongerekend energie	HWWI	Financieel	X	X				
Wisselkoers van de euro t.o.v. de Amerikaanse dollar	Th. R.	Financieel	X	X				
Goudprijs contant (Standard & Poors GSCI)	Th. R.	Financieel	X					
E. Internationale indicatoren								
Goederenhandel (gemiddelde van de uit- en invoer van goederen)								
Eurogebied	CPB	Concreet	X	X				
Geavanceerde economieën	CPB	Concreet	X	X				
Opkomende economieën	CPB	Concreet	X	X				
Index industriële productie								
Eurogebied	EC	Concreet	X	X				
Geavanceerde economieën	CPB	Concreet	X	X				
opkomende economieën	CPB	Concreet	X	X				
Duitsland	EC	Concreet	X	X				
Frankrijk	EC	Concreet	X	X				
Indicator van het producentenvertrouwen								
Eurogebied	EC	Enquête	X	X				
Duitsland	EC	Enquête	X	X				
Frankrijk	EC	Enquête	X	X				
Nederland	EC	Enquête	X	X				
Indicator van het consumentenvertrouwen								
Eurogebied	EC	Enquête	X	X				
Duitsland	EC	Enquête	X	X				
Frankrijk	EC	Enquête	X	X				
Nederland	EC	Enquête	X	X				

Toelichting: ADSEI = Algemene Dienst Statistiek en Economische Informatie van de FOD Economie; Th. R. = Thomson Reuters.

Bibliografie

- Angelini E., G. Camba-Mendez, D. Giannone, L. Reichlin en G. Rünstler (2011), 'Short-term forecasts of euro area GDP growth', *Econometrics Journal*, 14, C25–C44.
- Bai J. en S. Ng (2008), 'Forecasting economic time series using targeted predictors', *Journal of Econometrics*, 146, 304–317.
- Bañbura M., D. Giannone, M. Modugno en L. Reichlin (2013), *Now-casting and the real-time data flow*, ECB Working Paper Series 1564.
- Bañbura M. en G. Rünstler (2011), 'A look into the factor model box: Publication lags and the role of hard and soft data in forecasting GDP', *International Journal of Forecasting*, 27 (2), 333–346.
- Barhoumi K., S. Benk, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, G. Rünstler, K. Ruth en Ch. Van Nieuwenhuyze (2008), *Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets – A pseudo real-time forecast evaluation exercise*, NBB Working Paper 133.
- Bec F. en M. Mogliani (2013), *Nowcasting French GDP in real-time from survey opinions: information or forecast combinations?*, Banque de France, Document de travail 436.
- Bessec M. (2013), 'Short-term forecasts of French GDP: a dynamic factor model with targeted predictors', *Journal of Forecasting*, 32, 500–511.
- Bulligan G., M. Marcellino en F. Venditti (2012), *Forecasting economic activity with higher frequency targeted predictors*, Banca d'Italia, Temi di Discussioni 847.
- Camacho M. en G. Perez-Quiros (2010), 'Introducing the Euro-Sting: Short-Term Indicator of Euro Area Growth', *Journal of Applied Econometrics*, 25, 663–694.
- De Antonio Liedo D. (2014), *Nowcasting Belgium*, NBB Working Paper 256.
- De Greef I. en Ch. Van Nieuwenhuyze (2009), 'De nieuwe conjunctuurbarometer van de Nationale Bank van België', *Economisch Tijdschrift*, NBB, 31–52, juni.
- Diebold F. X. en R. S. Mariano (1995), 'Comparing Predictive Accuracy', *Journal of Business & Economic Statistics*, 13 (3), 253–263.
- Giannone D., L. Reichlin en D. Small (2008), 'Nowcasting: the real-time informational content of macroeconomic data releases', *Journal of Monetary Economics* 55, 665–676.
- Golinelli R. en G. Parigi (2007), 'The use of monthly indicators to forecast quarterly GDP in the short run: an application to the G7 countries', *Journal of Forecasting*, 26 (2), 77–94.
- Piette Ch. (2014), *Forecasting Belgium's GDP using Targeted Bridge Models*, mimeo.
- Stock J.H. en M.W. Watson (2002), 'Macroeconomic Forecasting Using Diffusion Indexes', *Journal of Business & Economic Statistics*, 20 (2), 147–162.
- Vanhaelen J.-J., L. Dresse en J. De Mulder (2000), *The Belgian industrial confidence indicator: Leading indicator of economic activity in the euro area?*, NBB Working Paper 12.
- Van Nieuwenhuyze Ch. (2006), *A generalised dynamic factor model for the Belgian economy – Useful business cycle indicators and GDP growth forecasts*, NBB Working Paper 80.

Zou H. en T. Hastie (2005), 'Regularization and Variable Selection via the Elastic Net', *Journal of the Royal Statistical Society, Series B*, 67 (2), 301–320.

Financiële integratie en fragmentatie in het eurogebied

M. de Sola Perea

Ch. Van Nieuwenhuyze

Inleiding

De afgelopen decennia werd wereldwijd een snel en intensief proces van economische en financiële integratie opgetekend. De financiële integratie verliep sneller dan de integratie via de internationale handel (Lane en Milesi-Ferretti, 2003; Unctad, 2012), deels door kapitaalliberalisering, deregulering en financiële innovatie. Tussen 1970 en 2006 verzesvoudigden de grensoverschrijdende financiële activa als aandeel van het mondiale bbp (Lane en Milesi-Ferretti, 2008), met een verdubbeling tussen 1996 en 2006 (Schindler, 2009). Het integratieproces bleek zelfs nog intensiever op het niveau van het eurogebied, dit onder impuls van de interne markt en, naderhand, de gemeenschappelijke munt en het beleid en de regelgeving die daar in het eurogebied uit voortvloeiden. Financiële integratie dient in feite te worden beschouwd als een fundamentele pijler in een monetaire unie, onmisbaar om in alle landen van die unie een adequate transmissie van het monetair beleid te waarborgen. De noodzaak om toe te zien op de financiële integratie wordt bevestigd in de missieverklaring van het Eurosysteem: 'Wij in het Eurosysteem hebben als hoofddoel het handhaven van prijsstabiliteit in het algemeen belang. In onze hoedanigheid van toonaangevende financiële autoriteit, beogen wij (...) financiële integratie in Europa te bevorderen'⁽¹⁾.

Door de financiële en economische crisis, die zich voor het eerst manifesteerde in augustus 2007 en die in 2008 en 2009 verder om zich heen greep, kwam het wereldwijde integratieproces evenwel tot stilstand: samen met de

krimpende internationale handel droogden de internationale (interbancaire) kapitaalstromen sterk op. In het eurogebied kon het institutionele kader en de mate van de op dat ogenblik bereikte integratie niet voorkomen dat zich ook in de landen van de Economische en Monetaire Unie (EMU) soortgelijke ontwikkelingen voordeden: het proces van financiële integratie, dat tot dan toe het meest zichtbaar was op de interbancaire en obligatiemarkten, trok zich overwegend terug achter de nationale grenzen. Tijdens de overheidsschuldencrisis nam deze thuisvoorker verder toe, wat ook zorgde voor een ommekeer in de nettokapitaalstromen binnen het eurogebied; diensengevolge gingen de landen die netto-invoerders van kapitaal zijn, hun externe posities aanpassen. Deze fase van financiële fragmentatie dreigde tevens de effectiviteit van het monetair beleid in het gedrang te brengen, wat het Eurosysteem ertoe noopte niet-conventionele maatregelen te nemen (Cœuré, 2014).

Traditioneel worden in de literatuur de voordelen van financiële integratie geprezen aangezien deze laatste het pad effent voor een vlottere marktwerking en ze derhalve efficiëntiewinsten tot stand brengt. Terzelfder tijd kan een toegenomen financiële integratie aanleiding geven tot meer broosheid en instabiliteit indien de markten niet perfect functioneren – bijvoorbeeld in geval van extreme blootstelling aan risico's, moral hazard, liquiditeitstekorten, onvolmaakte institutionele structuren of risico-onderschatting. Het is bijgevolg mogelijk dat zich door de financiële integratie extreme situaties voordoen, bijvoorbeeld zogenaamde 'sudden stops'. De recente gebeurtenissen hebben deze potentiële dualiteit aangetoond, zowel op mondiaal niveau als op dat van het eurogebied waar juridische en institutionele hervormingen

(1) Zie de website van de ECB http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/mission_eurosys.nl.html.

de financiële integratie hebben vergemakkelijkt, met de facto tot gevolg dat de kapitaalstromen tussen de landen fors toenamen. Als gevolg daarvan heeft het eurogebied sedert zijn oprichting en tot in 2007 de financiële integratie fors zien toenemen, zowel qua volume als qua prijzen. In die periode namen de absolute grensoverschrijdende blootstellingen, vooral van de banksector, aanzienlijk toe, waardoor ook de nettoblootstellingen op landspecifiek niveau significant groter werden, deels als gevolg van de door de financiële integratie ondersteunde onevenwichtigheden op de lopende rekeningen. Op het vlak van de prijzen vertaalde de integratie zich in een sterke convergentie van de prijzen van financiële activa en, in het bijzonder, van de rentetarieven.

De onvolmaaktheden van het institutionele kader en de forse herprijzing van de risico's naar aanleiding van het uitbreken van de crisis deden de trend van een toenemende financiële integratie omslaan, wat op internationaal niveau aanleiding gaf tot een proces van financiële desintermediatie dat werd gekenmerkt door een ommekeer van de kapitaalstromen en ernstige financieringsproblemen voor een aantal landen van het eurogebied. Ofschoon deze landen sommige van hun macro-economische en financiële onevenwichtigheden aanpakten, blijven zij gekenmerkt door een omvangrijke externe debiteurpositie en blijft er een aanzienlijke fragmentatie van de bancaire rentes langs de nationale grenzen.

In dit artikel worden deze punten belicht, eerst door het concept 'financiële integratie' te definiëren en door nader in te gaan op de kosten en baten ervan. Vervolgens worden uit twee oogpunten – namelijk dat van de volumes en dat van de prijzen – de recente ontwikkelingen onderzocht in het financiële integratie- en fragmentatieproces in de landen van het eurogebied. Op die manier wordt getracht bepaalde structurele/onderliggende factoren in de aan de gang zijnde fragmentatie van de financiële markten te identificeren. Het artikel wordt afgerond met een voorstelling van de beleidsacties die sinds de financiële crisis werden ondernomen om een einde te maken aan het fragmentatieproces en een terugkeer naar financiële integratie mogelijk te maken, zij het een andere en meer robuuste integratie dan die tijdens de eerste tien jaar van de derde fase van de EMU.

1. Financiële integratie: definities

Financiële integratie kan worden gedefinieerd uit een institutioneel en juridisch oogpunt (de iure) of op een feitelijke basis (de facto). Volgens Baele et al. (2004), is een financiële markt de iure geïntegreerd indien 'alle potentiële marktdeelnemers met dezelfde relevante kenmerken:

- onderworpen zijn aan één stelsel van regels wanneer ze besluiten te werken met (een bepaald type) financiële instrumenten en/of diensten;
- een gelijke toegang hebben tot de bovengenoemde financiële instrumenten en/of diensten; en
- gelijkwaardig worden behandeld wanneer ze actief zijn op de markt.'

De iure maatstaven zijn van belang voor de beleidsanalyse, omdat ze aangeven in welke mate het beleid van de landen het grensoverschrijdende kapitaalverkeer vergemakkelijkt (of belemmert). In principe zou de iure financiële integratie derhalve kunnen worden beschouwd als een eerste vereiste voor de facto financiële integratie, en het valt te verwachten dat beide maatstaven nauw samenhangen.

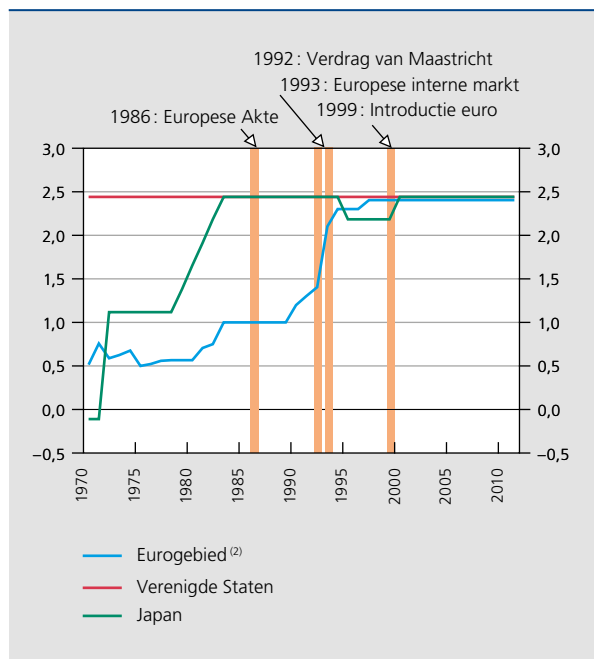
Binnen de Europese context, en in het bijzonder die van het eurogebied, nam de 'de iure' financiële integratie tussen de landen toe samen met het meer algemene proces van economische integratie in het kader van de Europese Unie en de EMU. De voortgang naar een interne markt binnen de Europese Unie versnelde in de jaren tachtig en negentig⁽¹⁾. In 1985 stelde de Commissie-Delors bijna 300 maatregelen voor ter voltooiing van de interne markt, wat resulteerde in de ondertekening van de Europese Akte in 1986. Ingevolge deze Akte werd begin 1993 de Europese interne markt opgericht, waarin personen, goederen, diensten en kapitaal zich vrij over de grenzen heen kunnen verplaatsen. Kort voor de start van de interne markt werd met de overeenkomst in Maastricht over het Verdrag de basis bepaald van de Economische en Monetaire Unie (EMU), als de volgende fase in de Europese integratie. De totstandkoming van de monetaire unie (die van kracht werd in 1999 in 11 lidstaten) vormde een belangrijke mijlpaal op de weg naar meer geïntegreerde financiële markten, en elimineerde het wisselkoersrisico binnen het eurogebied.

Sindsdien bleef het Europese beleid streven naar een meer open en geïntegreerde markt. Een belangrijke verwezenlijking was bijvoorbeeld de vorming van het gemeenschappelijk eurobetalingsgebied (SEPA), dat bijdroeg tot een daling met 90 % van de kosten van geldoverdrachten in euro tussen de landen van het eurogebied sinds 2001 (EC, 2006).

Die institutionele maatregelen maakten van het eurogebied een juridisch gezien sterk geïntegreerde financiële markt, waarvan het integratieniveau vergelijkbaar is met dat in de Verenigde Staten of Japan. Deze perceptie wordt

(1) Reeds vroeger, in 1972, zorgde het uiteenvallen van het Bretton Woods-stelsel op een meer mondiaal niveau al voor een versoepeling van de beperkingen op de kapitaalmobilititeit.

GRAFIEK 1 DE IURE FINANCIËLE INTEGRATIE: CHINN-ITO-INDEX⁽¹⁾



Bronnen: Chinn en Ito (2006), Eurostat.

(1) Index tussen -2,5 (gesloten kapitaalmarkten) en 2,5 (volledig open kapitaalmarkten).

(2) Eerste 12 lidstaten van de EMU, met uitzondering van Luxemburg. Aan de hand van het bbp gewogen gemiddelde.

bevestigd door verscheidene indicatoren van de iure integratie, zoals de Chinn-Ito-index⁽¹⁾, die tracht te 'meten hoe intens de kapitaalcontroles zijn, in zoverre die intensiteit samenhangt met het bestaan van andere beperkingen op internationale transacties', naast beperkingen op de financiële rekening van de betalingsbalans. Wanneer die index wordt toegepast op de lidstaten van het eurogebied, toont hij de vooruitgang in de richting van de interne (financiële) markt en de toenemende openheid voor de mondiale financiële markten. Tegelijk met het proces tot invoering van de eenheidsmunt, bereikten de landen van het eurogebied een openheidsgraad die vergelijkbaar is met die van de meest open economieën in de wereld.

Het feit dat een land maatregelen heeft genomen om de financiële integratie te vergemakkelijken, betekent echter niet noodzakelijkerwijs dat kapitaal daadwerkelijk

het land zal in- of uitstromen, of zegt niets over de mate waarin dat het geval zal zijn. Heel wat andere variabelen spelen een rol, die vooral verband houden met de situatie op de financiële markten, de risicoperceptie, enz. De iure integratie kan dus worden beschouwd als een noodzakelijke maar niet als een voldoende voorwaarde voor de facto integratie.

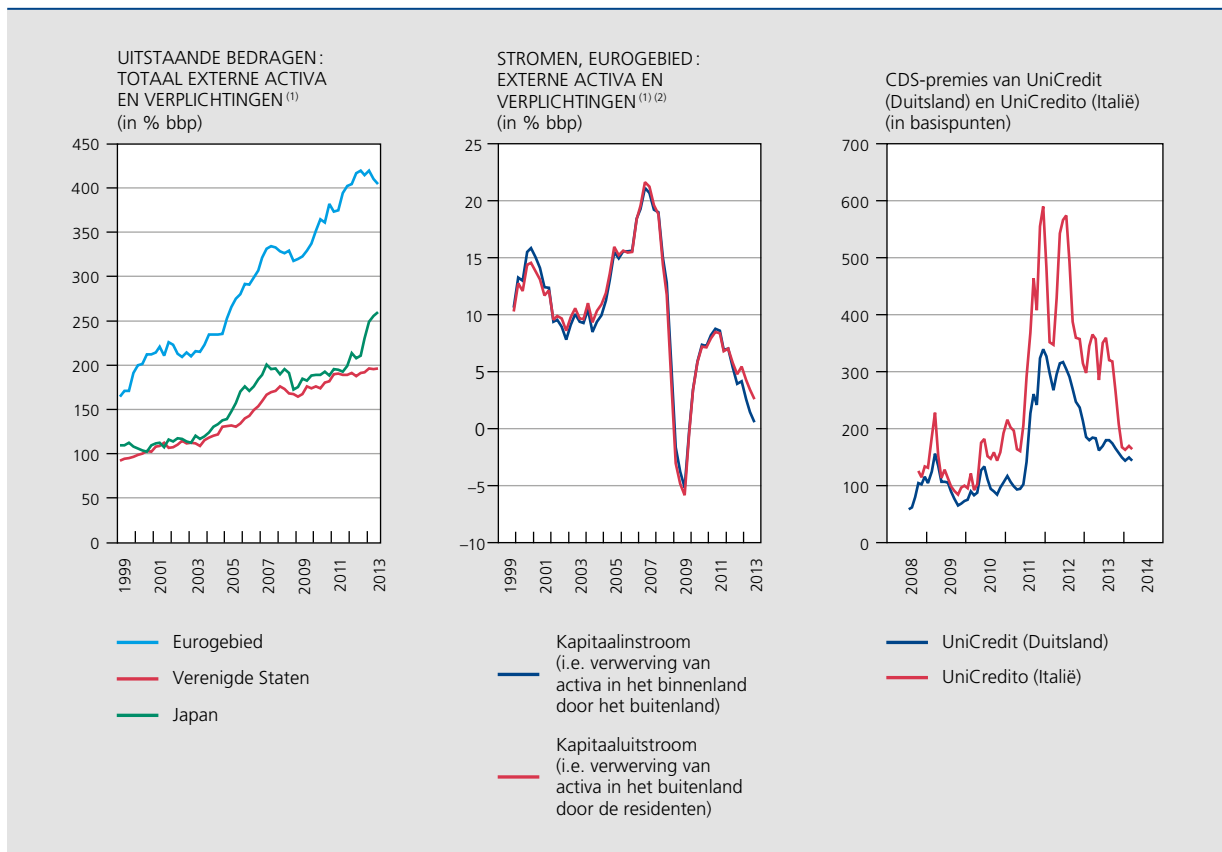
De facto maatstaven voor financiële integratie kunnen worden uitgesplitst in volume-indicatoren, die de internationale kapitaalstromen en de uitstaande bedragen aan grensoverschrijdende financiële activa en passiva meten, en prijsindicatoren, die de integratie nagaan aan de hand van een vergelijking van de risicocorrigeerde rendementen op verschillende markten.

Volgens de volume-indicatoren is de financiële integratie van de belangrijkste economieën de laatste decennia de facto aanzienlijk toegenomen, hoewel deze beweging zeker niet gelijkmatig in de tijd is verlopen, getuige de volatilititeit en het opdrogen van de internationale kapitaalstromen tijdens de financiële crisis⁽²⁾. Gemeten aan de hand van het uitstaande bedrag aan externe activa en passiva is de financiële integratie sinds 1999 het sterkst toegenomen in het eurogebied, namelijk van 164 % bbp tot 405 % bbp in 2013K3. Ook de financiële openheid van de Verenigde Staten en van Japan is in die periode meer dan verdubbeld. Die trend is voornamelijk toe te schrijven aan de financiële liberalisatie, waarbij kapitaalcontroles gaandeweg zogoed als volledig werden opgeheven (de iure integratie). Daarnaast werd de integratie ook in de hand gewerkt door de ontwikkeling van nieuwe financiële instrumenten en handelsplatformen, alsook door de meer intensieve handelsstromen tussen de economieën. De sinds 1999 opgetekende financiële integratie in het eurogebied kreeg bovendien nog een extra impuls naar aanleiding van de invoering van de eenheidsmunt, enerzijds door de daaruit voortvloeiende intensievere handelsrelaties tussen de EMU-lidstaten en, anderzijds, door de eliminatie van het wisselkoersrisico binnen het eurogebied (zie Lane, 2010; Waysand et al., 2010).

Over het algemeen loopt het niveau van financiële integratie tussen de verschillende economieën sterk uiteen. Een hoge mate van financiële integratie gaat vaak gepaard met een grote financiële (bank)sector (in % bbp), een hoge output per hoofd van de bevolking en een grote handelsopenheid (Lane en Milesi-Ferretti, 2008). Zo verklaart het relatief zware gewicht van de banksector in Europa waarom de financiële openheid ongeveer dubbel zo groot is als die in de Verenigde Staten. Om diezelfde reden kwam het uitstaande bedrag aan externe activa en passiva medio 2013 in het Verenigd Koninkrijk op maar liefst 1 341 % bbp uit.

(1) Chinn en Ito (2006). De index is gebaseerd op gegevens uit het Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER) van het IMF, dat informatie verschaft over de omvang en de aard van de regelgeving voor een grote groep van landen inzake externe transacties.

(2) Gelet op het belang en de omvang van de kapitaalstromen wordt een vertraging van deze stromen ook wel als een teruggang van de financiële integratie beschouwd (McKinsey Global Institute, 2013), zelfs indien deze stromen de uitstaande activa en passiva verder doen toenemen. Er zij opgemerkt dat veranderingen in de uitstaande hoeveelheid externe activa en passiva overigens niet alleen toe te schrijven zijn aan de kapitaalstromen, maar ook aan herwaarderings-effecten (wisselkoers- en prijschommelingen).



Bronnen : BIS, EC, Thomson Reuters Datastream, ECB.

(1) Ongerekend de financiële posities/stromen binnen de economische zones. Voor Japan en de Verenigde Staten op basis van de nationale financiële rekeningen (flow-of-funds), voor het eurogebied op basis van de betalingsbalans van het eurogebied in zijn geheel.

(2) Gecumuleerde stromen over vier kwartalen.

Een analyse op basis van de internationale kapitaalstromen leert evenwel dat de financiële integratie in het eurogebied sinds de financiële crisis afgenomen is. Tijdens de crisis gedroegen de internationale kapitaalstromen zich erg volatiel en bleken zij onderhevig aan een boom/bust patroon. Er deed zich internationaal een teruggang in de (bruto)kapitaalstromen voor die, naast de verslechterde macro-economische fundamenteën, ook moet worden gezien tegen de achtergrond van een algemene herprijsing van de risico's door het financieel systeem wereldwijd. De gemiddelde jaarlijkse kapitaalinstroom en -uitstroom van het eurogebied, die tot 2007 ongeveer 13% bbp bedroeg, is op dit ogenblik teruggelopen tot minder dan 5% bbp. In 2009 was er zelfs sprake van een periode van financiële regressie; daarbij deden ingezetenen van het eurogebied hun buitenlandse vorderingen netto van de hand en liquideerden ook niet-ingezetenen netto hun vorderingen op tegenpartijen in het eurogebied.

De prijsindicatoren (bijvoorbeeld de rentetarieven) bevestigen de verzwakking van de 'de facto' financiële integratie

die op basis van de kapitaalstromen wordt vastgesteld. Sinds het uitbreken van de financiële crisis zijn de rendementen van financiële producten met in principe vergelijkbare risico's immers gaan divergeren. Hoewel deze problematiek nader wordt toegelicht in paragraaf 3.3 van dit artikel, wordt ze hier reeds geïllustreerd aan de hand van de Credit Default Swap (CDS)-premies op obligaties die worden uitgegeven door, enerzijds, de bank UniCredito in Italië en, anderzijds, de HypoVereinsbank in Duitsland, die sinds 2005 deel uitmaakt van dezelfde groep UniCredit. Tijdens de financiële crisis, en meer uitgesproken op het hoogtepunt van de overheidsschuldencrisis, gingen de beide CDS-premies sterk van elkaar afwijken. Hoewel er objectieve redenen zijn die verklaren waarom de markt de aan deze twee onderdelen van eenzelfde bankgroep verbonden risico's verschillend inschat (bijvoorbeeld een verschillende blootstelling aan, respectievelijk, de Italiaanse en Duitse overheid en het verschillende juridische kader dat op de beide entiteiten van toepassing is), lijkt deze divergentie toch te wijzen op dieperliggende verstoringen in de 'de facto' financiële integratie binnen de EMU.

2. Voor- en nadelen van financiële integratie

De trendmatig toegenomen financiële integratie van de belangrijkste economieën tijdens de afgelopen decennia wordt tot op zekere hoogte onderbouwd door de aanzienlijke voordelen van financiële integratie die ook in de economische literatuur worden beklemtoond:

- een betere kapitaalallocatie: in financieel geïntegreerde economieën bestaan geen kapitaalrestricties, zodat het kapitaal zich vrij kan verplaatsen naar de projecten die het hoogste potentiële rendement opleveren. Volgens de modellen die ten grondslag liggen aan de neoklassieke groeitheorie (zie bijvoorbeeld Mankiw et al., 1992) zou dit moeten leiden tot een kapitaalstroom van kapitaalrijke economieën met een lage productiviteit naar kapitaalschaarse economieën met een hoge productiviteit, en dit tot wanneer het marginale rendement op het kapitaal geëgaliseerd is. Dit bezorgt de kapitaalontvangende economieën een snellere groei tot op het ogenblik dat ze geconvergeerd hebben;
- risicodeling (risk sharing): door financiële integratie kunnen de bestedingen (consumptie en investeringen) en het inkomen van elkaar worden losgekoppeld, zowel intertemporeel als tussen landen. Landen beschikken met andere woorden over de mogelijkheid om op hun lopende rekening een surplus of een deficit te boeken, waardoor de impact van schokken in het nationaal inkomen op de bestedingen kan worden afgezwakt. Daarnaast zorgt de toenemende keuze aan investeringsopportunities (in het buitenland) voor een grotere diversificatie van de financiële activa van de ingezetenen, waardoor hun consumptie minder volatiel verloopt en minder gevoelig wordt voor schokken in het eigen inkomen (Jappelli en Pagano, 2008);
- overige voordelen: een toename van de financiële integratie gaat vaak ook gepaard met een verdere ontwikkeling van de binnenlandse financiële sector en markten, wat de concurrentie verscherpt en de kosten van financiële intermediatie reduceert (Levine, 2001). In een monetaire unie is een hogere mate van financiële integratie tevens bevorderlijk voor een homogene transmissie van het monetair beleid, en omgekeerd. In minder stabiele economieën, ten slotte, zorgt de openstelling van de kapitaalmarkten er voor dat de binnenlandse politiek onderhevig wordt aan externe marktdiscipline, wat mogelijk zelfs voor meer stabiliteit zorgt (Obstfeld, 1998).

Deze voordelen zouden er aldus moeten voor zorgen dat een sterke financiële integratie gepaard gaat met een hogere investerings- en activiteitsgroei en een geringere

volatiliteit van met name de consumptie. Hierover bestaat in de empirische literatuur evenwel geen consensus. Met name Eichengreen (2001) en Kose et al. (2006) hebben een synthese gemaakt van de empirische literatuur. Ze besluiten dat naast een uitgebreide literatuur waarin de voordelen van financiële integratie worden beklemtoond, de theoretische voordelen in sommige studies niet kunnen worden aangetoond en dat, integendeel, financiële openheid zelfs een nefaste impact kan hebben op de welvaart en de stabiliteit van economieën. Ook de recente financiële crisis en eerdere betalingsbalanscrisis die vaak eigen waren aan snel opkomende economieën hebben geleerd dat een toenemende financiële integratie niet alleenzalmakend is.

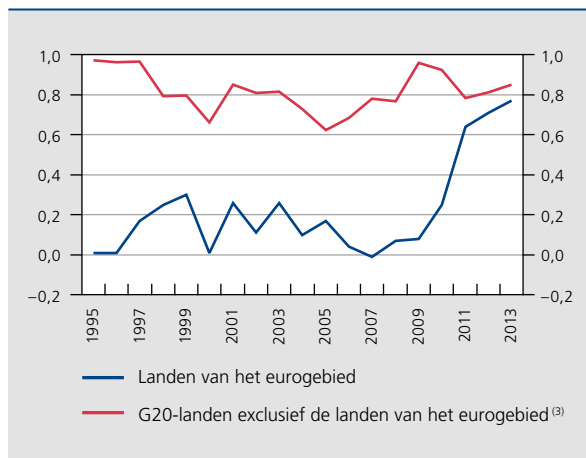
In een gedeelte van de theoretische literatuur wordt bevestigd dat financiële integratie ook aanzienlijke nadelen kan hebben. Deze laatste zijn doorgaans het gevolg van marktfalingen, bijvoorbeeld 'incomplete' financiële markten (Stiglitz, 2004) die worden gekenmerkt door een gebrek aan transparantie en door asymmetrische informatie en transactiekosten. De nadelen zullen mogelijk ook sneller tot uiting komen bij ontstentenis van een stevig institutioneel kader en een adequaat toezicht op, in het bijzonder, de financiële sector (Edison et al., 2002), dit vanwege de rol die deze laatste speelt in het kanaliseren van buitenlandse middelen naar de reële economie. De belangrijkste mogelijke nadelen die in de literatuur worden vermeld, zijn:

- een suboptimale kapitaalallocatie: vanwege markt-imperfecties wordt kapitaal in de praktijk niet steeds optimaal gealloceerd en – in tegenstelling tot wat de theorie voorschrijft – stroomt het soms omgekeerd (namelijk van kapitaalschaarse naar kapitaalrijke economieën), zoals in het geval van China naar de Verenigde Staten (de zogeheten 'Lucas Paradox'; Lucas, 1990). Sommige auteurs wijzen erop dat dit samenhangt met het feit dat de financiële sector in China minder ontwikkeld is dan die in de Verenigde Staten (Caballero et al., 2008). Voorts kunnen handelsverstoringen kapitaalstromen op gang brengen naar activiteiten waar landen geen comparatief voordeel in hebben (Eichengreen, 2001). Hoewel kapitaalstromen op korte termijn de investeringen en de groei kunnen stimuleren, is het effect ervan op de langetermijngroei afhankelijk van het type investeringen dat erdoor wordt gefinancierd. Concentraties en overinvesteringen in bepaalde activiteiten kunnen op de langetermijngroei wegen, bijvoorbeeld wanneer aanzienlijke investeringen in op de binnenlandse markt gerichte bedrijfstakken (bijvoorbeeld de bouw) de exportmogelijkheden van het land niet in dezelfde mate laten toenemen, met steeds grotere (externe) onevenwichtigheden tot gevolg;

- volatiele kapitaalstromen: internationale kapitaalstromen gedragen zich vaak procyclisch, vooral kapitaalstromen op basis van kortlopende instrumenten. In het geval van een (groter wordende) externe onevenwichtigheid kan dit aanleiding geven tot zeer volatiele kapitaalbewegingen met het risico op een ‘sudden stop’ (Calvo, 1998) bij een abrupte wijziging in de risicoperceptie van de economische fundamenteën, waardoor het land zich genoodzaakt zal zien zijn extern tekort weg te werken, mogelijk ten koste van de economische groei. De samenstelling van de kapitaalstroom kan op zich indicatief zijn voor het risico op een ‘sudden stop’, bijvoorbeeld in het geval van een grote hoeveelheid kortlopend schuldpapier⁽¹⁾. Asymmetrische informatie bij de financiers over de economische fundamenteën kunnen in een dergelijk geval ook aanleiding geven tot ‘herding’ (Banerjee, 1992) waarbij de ‘sudden stop’ nog wordt versterkt;
- andere nadelen: terwijl een grotere financiële sector diverse voordelen heeft, zijn er ook nadelen aan verbonden, zoals tijdens de financiële crisis is gebleken. Een grotere financiële sector gaat immers vaak ook hand in hand met een toenemende complexiteit van de financiële producten, wat een risico op besmetting inhoudt. Voorts is er ook een grotere kans op instellingen die ‘too big to fail’ zijn en dus mogelijk een ‘moral hazard’ gedrag vertonen. Ten slotte kunnen volatiele en grote kapitaalstromen het monetair beleid hinderen. Ze kunnen bijvoorbeeld aanleiding geven tot een snelle monetaire expansie (indien de instroom niet wordt gesteriliseerd), met als resultaat inflatedruk en reële wisselkoersappreciaties die de externe onevenwichtigheden mogelijk verder verscherpen.

Vóór de financiële crisis en overigens ook vóór de invoering van de euro vertoonden de economieën van het eurogebied een aanzienlijke mate van risk sharing (risicodeling), in die zin dat de nationale investeringen en besparingen in de verschillende landen van elkaar waren losgekoppeld, zoals bleek uit de lage correlatiecoëfficiënt tussen de beide aggregaten (<0,3). Tussen de andere landen van de G20 was die risicodeling veel minder actief. De landen van het eurogebied ondervonden dus een aanzienlijk voordeel van de financiële integratie, namelijk de mogelijkheid om een saldo op de lopende rekening te noteren (sparen < investeringen of sparen > investeringen), waardoor de investeringen konden worden losgekoppeld van het nationale sparen. In het eurogebied gaven de landen met een relatief laag bbp per hoofd van de bevolking doorgaans een extern deficit te zien, dat grotendeels werd gefinancierd door de economieën met een extern overschot, wat de economische groei in de deficitlanden stimuleerde en in de lijn lag van de gebruikelijke convergentiemechanismen.

GRAFIEK 3 CORRELATIE⁽¹⁾ TUSSEN HET NATIONAAL SPAREN⁽²⁾ EN DE TOTALE INVESTERINGEN⁽²⁾ IN DE LANDE VAN HET EUROGEBIED EN DE G20



Bronnen: IMF, NBB.

- (1) Een hoge (lage) correlatie wijst volgens Feldstein en Horioka (1980) op een lage (hoge) mate van kapitaalmobiliteit tussen de landen.
- (2) In brutotermen en in lopende prijzen, in % bbp.
- (3) Argentinië, Australië, Brazilië, Canada, China, India, Indonesië, Japan, Korea, Mexico, Rusland, Saoedi-Arabië, Zuid-Afrika, Turkije, Verenigd Koninkrijk en Verenigde Staten.

Sinds de financiële crisis is deze risicodeling evenwel sterk afgenomen, zoals blijkt uit de veel hechter geworden correlatie tussen de investeringen en de besparingen over de verschillende landen van het eurogebied. Op die manier geldt ook voor het eurogebied de zogeheten Feldstein-Horioka puzzel. Feldstein en Horioka (1980) wezen op een sterke correlatie tussen het sparen en de investeringen langs de nationale grenzen en interpreteerden dat als een gebrekkige risk sharing en een beperkte kapitaalmobiliteit tussen de landen⁽²⁾. De aldus gemeten risicodeling tussen de economieën van het eurogebied bevindt zich momenteel inderdaad dicht bij het matige niveau dat wordt opgetekend voor de G20-landen (m.u.v. de landen van het eurogebied), wat verontrustend is aangezien er binnen een monetaire unie – als gevolg van de eenheidsmunt – nood is aan een adequate risicodeling, via de goederen-, arbeids- of kapitaalmarkt.

- (1) Schuldfinanciering blijkt doorgaans veel volatiler te zijn dan bijvoorbeeld kapitaalstromen die op directe investeringen berusten. Deze laatste zouden tevens een kleiner risico op foute allocatie inhouden doordat de investeerder nauwer bij het project betrokken is. Daardoor is dit type van investering minder vatbaar voor asymmetrische informatie tussen ingezetenen en niet-ingezetenen (Kirabaeva en Razin, 2010).
- (2) Een gebrek aan risk sharing tussen economieën vertaalt zich in deze context in een evenwicht op de lopende rekening en, derhalve, in het niet-bestaan van nettokapitaalstromen tussen de landen. Er zij opgemerkt dat dit niet noodzakelijk samenvalt met een gebrekkige financiële integratie indien deze laatste wordt gemeten aan de hand van de (bruto)stromen of het uitstaande bedrag aan externe financiële activa en passiva. Dit wijst erop dat zowel de netto- als de brutokapitaalstromen dienen te worden geanalyseerd. Daarvoor wordt verwezen naar hoofdstuk 3 van dit artikel.

3. Ontwikkelingen in het eurogebied

In dit hoofdstuk wordt de financiële integratie in het eurogebied nader toegelicht, zowel aan de hand van volumemaatstaven – waarbij een onderscheid wordt gemaakt tussen bruto- en nettokapitaalstromen – als aan de hand van prijsindicatoren (rentetarieven). De brutokapitaalstromen en de daarmee overeenstemmende posities geven het absolute niveau van de financiële integratie in het eurogebied weer. Voorts kan op basis van deze gegevens worden nagegaan hoe de integratie is samengesteld, dit in termen van zowel sectoren als financiële instrumenten. De nettokapitaalstromen zijn dan weer belangrijk vanwege gekoppeld aan de macro-economische onevenwichtigheden, vooral aan het saldo van de lopende rekening. Ze werpen dus een licht op de wisselwerking tussen de macro-economische onevenwichtigheden en de financiële integratie. Ze zijn tevens indicatief voor de risico's die gepaard kunnen gaan met financiële integratie. Door een wijziging in deze stromen, en in het bijzonder indien ze van richting veranderen, kan een economie immers tot aanzienlijke en abrupte aanpassingen worden gedwongen. Tot slot kan de integratie ook worden beoordeeld aan de hand van een vergelijking tussen de voor risico's aangepaste rendementen, waarbij eventuele ecarts op een gebrekkige integratie (fragmentatie) kunnen wijzen.

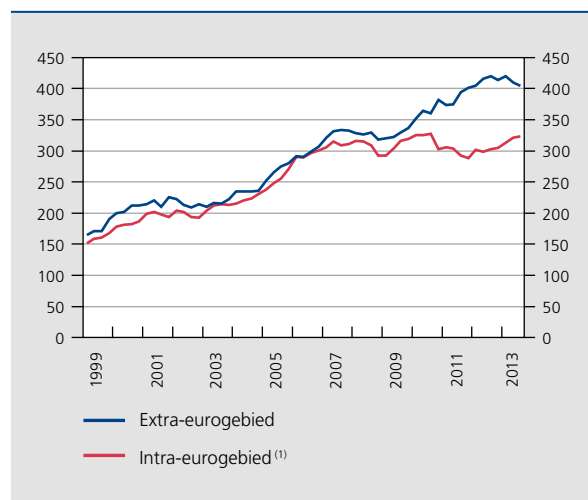
3.1 Brutokapitaalstromen

Naast de toename van de activa en verplichtingen van het eurogebied als geheel ten opzichte van de rest van de wereld (extra-eurogebied), lieten ook de financiële stromen ten opzichte van de partners binnen het eurogebied (intra-eurogebied) een aanzienlijke groei optekenen⁽¹⁾. Met name tijdens de eerste jaren van de monetaire unie nam de financiële integratie sterk toe: over de periode 1999-2007 verdubbelde zowel de extra- als de intra-eurogebied financiële openheid.

Vanaf 2007 en dus ook vanaf de start van de financiële crisis viel de financiële integratie binnen het eurogebied evenwel stil, dit in tegenstelling tot de posities ten

(1) De uitstaande externe activa en passiva van het eurogebied als geheel, zoals die worden geregistreerd in de statistieken van de internationale investeringspositie (betalingsbalans), betreffen de financiële posities ten opzichte van de landen die niet tot het eurogebied behoren (extra-eurogebied). Uit de betalingsbalans van het eurogebied kan men dus niet rechtstreeks de buitenlandse posities afleiden die landen van het eurogebied op elkaar aanhouden (intra-eurogebied). Die posities kunnen weliswaar per verschil worden berekend door de som te maken van de nationale cijfers en daarvan het aggregaat van het eurogebied af te trekken. Bij ontstentenis van historische reeksen voor de internationale investeringspositie in sommige landen, werden de intra-eurogebied posities in dit artikel berekend als het verschil tussen de som van de externe activa en verplichtingen volgens de nationale financiële rekeningen (waarin deze naar analogie met de internationale investeringspositie worden geregistreerd) en de externe activa en passiva voor het aggregaat van het eurogebied volgens de internationale investeringspositie.

GRAFIEK 4 TOTAAL VAN DE EXTERNE ACTIVA EN VERPLICHTINGEN VAN DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED, UITSTAANDE BEDRAGEN (in % bbp)



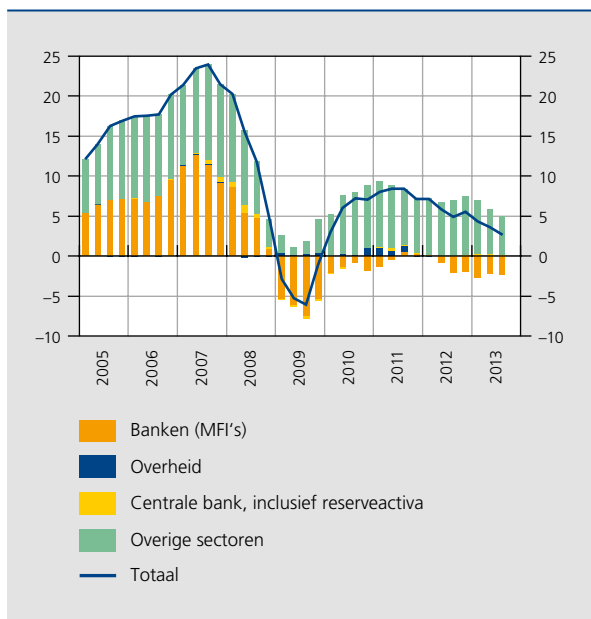
Bronnen: EC, ECB, NBB.

(1) Intra-eurogebied berekend als het verschil tussen de totale externe activa en passiva van de landen van het eurogebied volgens hun respectieve nationale rekeningen en de externe activa en passiva van het eurogebied in zijn geheel volgens de betalingsbalans.

opzichte van partijen buiten het eurogebied die, na gedurende twee jaar (2008-2009) te hebben gestagneerd, verder toenamen. De stabilisatie binnen het eurogebied hield verband met de toename van de onzekerheid en het wantrouwen tussen kredietverleners en -nemers op met name de interbancaire markt. Binnen het eurogebied had de risicoherprijzing vooral gevolgen voor de deficitlanden die niet langer konden rekenen op een nettofinancieringsstroom uit de andere landen van het eurogebied, wat een herbalancering van de lopende saldi binnen het eurogebied met zich bracht en de brutokapitaalstromen mee drukte. Een en ander bleek ook reeds uit de verminderde (financiële) risk sharing tussen de landen van het eurogebied.

Het verloop van de financiële integratie wordt in hoge mate gedreven door de financiële sector (de banken), gelet op de rol van die sector als (internationaal) financieel intermediair. De toename van de internationale activa van de banken geeft scherper het verloop weer dat wordt vastgesteld voor de financiële integratie van de economie in haar geheel. Het aanzienlijke gewicht van de banksector in de internationale kapitaalstromen blijkt uit de sectorspecifieke uitsplitsing van de kapitaaluitstroom van het eurogebied (dat is de vorming van externe activa door ingezetenen). Tijdens de periode voorafgaand aan de financiële desintegratie (van 2005 tot en met 2008) waren de banken goed voor gemiddeld ongeveer 45% van de opbouw van externe activa, voornamelijk door het

GRAFIEK 5 TRANSACTIES IN EXTERNE ACTIVA ⁽¹⁾, EUROGEBIED
(in % bbp)



Bron: ECB.

(1) Transacties in externe activa buiten het eurogebied (aankoop '+', verkoop '-'), gecumuleerde stromen over vier kwartalen.

toenemende belang van de grensoverschrijdende instellingen en door een meer internationale financieringsstructuur (OESO, 2011). Nadien waren de banken blijkbaar duidelijk de oorzaak van de teruggang van de financiële integratie. Sedert 2009 hebben ze hun externe activa continu afgebouwd, terwijl de overige sectoren buitenlandse activa zijn blijven opbouwen in vrijwel hetzelfde tempo – uitgedrukt in procenten bbp – als vóór de crisis.

Ook de International Banking Statistics (BIB) bevestigen de sterke opbouw en de daaropvolgende afbouw van externe activa door de banken, dit zowel ten opzichte van landen binnen als buiten het eurogebied. Terwijl de externe activa ten opzichte van de landen van het eurogebied tussen 2000 en 2007K3 met € 4,1 biljoen (of 226 %) waren toegenomen, zijn ze over de periode 2007K3-2013K2 met € 1,7 biljoen (of -22 %) teruggelopen. Ten opzichte van de landen buiten het eurogebied bedroegen deze toename en afname respectievelijk € 7,2 en € 1,9 biljoen. In combinatie met een vrijwel ononderbroken verdere toename van de activa ten opzichte van de ingezetenen

(1) Deze analyse steunt op de maandelijkse bancaire balansgegevens die ten behoeve van het monetair beleid van de ECB op territoriale basis zijn opgesteld (Balance Sheet Items). Deze statistieken zijn dus niet geconsolideerd op het groepsniveau van de banken, wat betekent dat de buitenlandse posities de transacties met in het buitenland gevestigde moeder-/dochterondernemingen of bijkantoren van ingezetenen banken omvatten.

wijst dit erop dat de banken in het eurogebied zich terugplooiën op de thuismarkten.

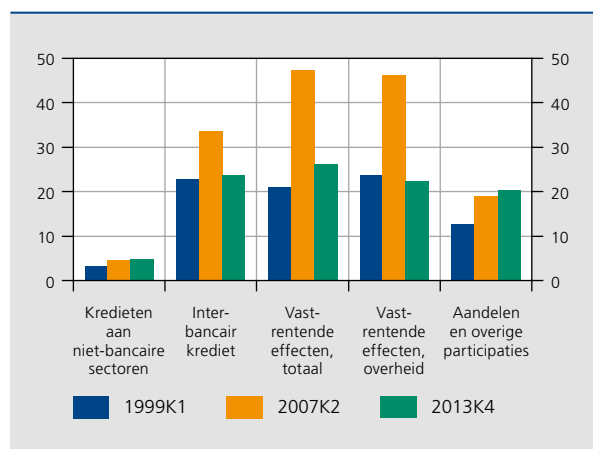
De sterke deleveraging-trend bij de financiële sector en de bijbehorende afbouw van externe activa en passiva kan zowel aan tijdelijke als aan structurele factoren worden toegeschreven. Om te beginnen, bracht de met de financiële crisis gepaard gaande (tijdelijke) liquiditeitsnood bij de banken een verkoop van internationale activa op gang teneinde hun liquiditeitspositie te herstellen. Voorts zorgde de plots toegenomen risicoaversie voor een afbouw van de posities ten opzichte van de landen/sectoren en de specifieke marktsegmenten die te kampen hadden met solvabiliteitsproblemen. Een van de meer structurele factoren is de gewijzigde regelgeving (onder meer de versterking van de kapitaalpositie), waarbij de banken bij de hertekening van hun business models over het algemeen minder inzetten op hun internationale expansie.

De door de banken binnen het eurogebied bewerkstelligde financiële integratie is niet op alle markten even sterk, zoals blijkt uit een geografische uitsplitsing, naar type financieel instrument, van de bancaire vorderingen op het eurogebied ⁽¹⁾.

De financiële integratie binnen het eurogebied – gemeten op basis van het aandeel van de niet op het binnenland aangehouden vorderingen in het totaal van de vorderingen op het eurogebied – loopt sterk uiteen. De integratie

GRAFIEK 6 BANKEN ⁽¹⁾ EUROGEBIED: AANDEEL VAN DE VORDERINGEN OP DE OVERIGE LIDSTATEN VAN HET EUROGEBIED ⁽²⁾

(in % van de door de banken voor het specifieke instrument aangehouden totale vorderingen op het eurogebied)



Bron: ECB.

(1) Monetaire financiële instellingen (MFI's) exclusief de centrale bank. Niet-geconsolideerde (territoriale) gegevens.

(2) Vorderingen aangehouden t.a.v. andere landen van het eurogebied dan de lidstaat waar de bank gevestigd is.

is het verst gevorderd op de interbancaire markt en op de markt voor vastrentende effecten (die onder meer de overheidsobligaties omvat). De home bias van zijn kant lijkt het sterkst te zijn voor de aandelen en, vooral, voor de kredietverlening aan de niet-bancaire sector.

De start van de financiële crisis in 2007 betekende een keerpunt in de steeds toenemende financiële integratie op de markt voor interbancair krediet en vastrentende effecten. Terwijl op deze markten het aandeel van de niet op het binnenland aangehouden vorderingen in het totaal van de vorderingen op het eurogebied opgelopen was tot respectievelijk 34 % en 47 % in 2007K2, liep het nadien terug tot respectievelijk 24 % en 26 % in 2013K4.

De verzwakking van de integratiebeweging binnen het eurogebied kwam bijzonder sterk tot uiting op de markt voor overheidspapier. Het aandeel van de buitenlandse overheidsobligaties in het totaal van de obligaties die de banken ten opzichte van het eurogebied aanhielden, nam sinds de introductie van de euro gestaag toe en evenaarde omstreeks medio 2006 het gewicht van het binnenlands papier in de portefeuille van de banken; nadien is dat aandeel evenwel fors gekrompen. Volgens de laatst beschikbare gegevens bevindt de integratie op deze markt zich opnieuw op het niveau van begin 1999, toen de derde fase van de EMU van start ging.

Voorlopig op de markt voor overheidspapier is de toegenomen home bias mogelijk problematisch aangezien hij zorgt voor een toename van de feedback tussen de nationale overheden en hun binnenlandse banksector. Ook het monetaire transmissieproces in het eurogebied kan erdoor in het gedrang komen, met als mogelijk gevolg een divergerend verloop van de rentes aan huishoudens en ondernemingen in het eurogebied⁽¹⁾. Deze rentever verschillen, die in paragraaf 3.3 van dit artikel nader worden toegelicht, kunnen een zware impact hebben op de reële economie vanwege de gebrekkige financiële integratie op de retailkredietmarkt.

De sedert de crisis opgetekende inkrimping van het relatieve aandeel van de buitenlandse vorderingen op de interbancaire markt en op de markt voor vastrentende effecten is toe te schrijven aan een daling van de absolute posities ten opzichte van het buitenland (in een jaar-op-jaar tempo van gemiddeld -5 %, tegen een jaar-op-jaar

groei van meer dan 10 % vóór de crisis), terwijl op deze markten de vorderingen op ingezetenen in absolute termen zijn blijven toenemen. Het zijn dus blijkbaar vooral de buitenlandse posities op deze markten die vatbaar zijn voor een boom/bust patroon.

3.2 Nettokapitaalstromen en onevenwichtigheden

De tot aan de financiële crisis opgetekende forse toename van financiële integratie en risk sharing tussen de economieën van het eurogebied zorgde over de periode 2003-2007 ook voor zware onevenwichtigheden op de lopende rekeningen, wat de deficitlanden voorzag van een aanzienlijke nettokapitaalinstroom.

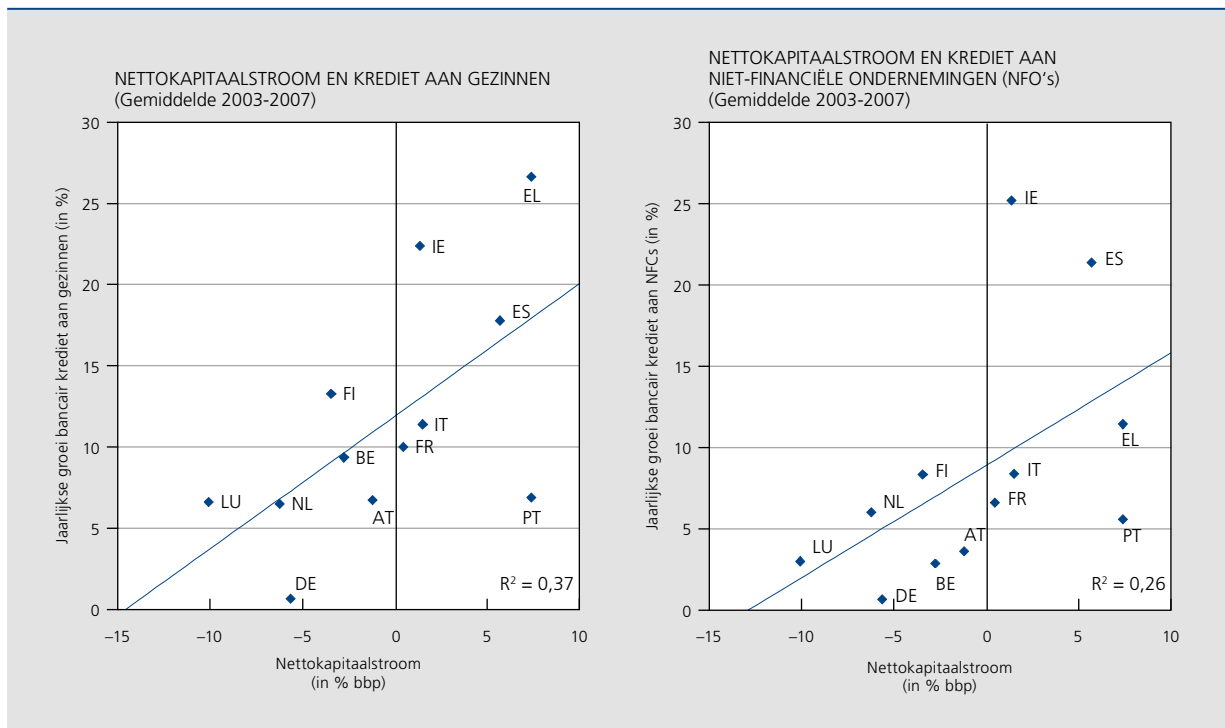
Deze laatste lag vaak ten grondslag aan de gunstige financieringsvoorwaarden in de deficitlanden en bood de banken in die landen de mogelijkheid de kredietverlening fors te laten groeien dan het binnenlands sparen. Een intensieve omzetting van kapitaalinstromen in binnenlandse kredietverlening wijst op een toename van de financiële fragiliteit en mogelijk op een te soepele kredietverlening, met het risico op leverage-gedreven booms in onder meer de vastgoedsector. Dergelijke kredietbooms zijn vaak ook een voorteken van financiële crisissen (zie, bijvoorbeeld, Gourinchas en Obstfeld, 2012).

Over de periode 2003-2007 is in een aantal landen van het eurogebied met een sterke nettokapitaalinstroom (bijvoorbeeld Griekenland, Spanje en Ierland) de binnenlandse kredietverlening uitermate krachtig gegroeid. De nettokapitaalinstroom ging in die periode kennelijk hand in hand met de kredietverlening aan ondernemingen en huishoudens. De hoge nettokapitaalinstroom (en dus hoge kredietgroei) die deze landen genoten, hield aldus het risico in tot onproductieve investeringen te leiden, wat twijfels zou kunnen doen rijzen omtrent de externe onevenwichtigheden. Volgens Reinhart en Reinhart (1998) gaan kapitaalinstromen inderdaad vaak gepaard met een vermindering van de kredietkwaliteit en met snelle prijsstijgingen voor financiële activa of vastgoed. Het risico op een inefficiënte allocatie is vooral reëel in het geval van een onderontwikkelde financiële sector en een zwakke regelgeving.

De broosheid van de deficitlanden in het eurogebied en de bezorgdheid over hun externe onevenwichtigheden werden duidelijk toen er, als gevolg van de financiële crisis, op de financiële markten een algemene risicoherprijsing plaatsvond.

Een uitsplitsing van de financiële rekening van de betalingsbalans – waaruit blijkt hoe de landen hun gebrek

(1) Over het algemeen kan de rente op overheidspapier de retailrentes via drie verschillende kanalen beïnvloeden: een prijs-, een liquiditeits- en een balanskanaal. Een hogere rente op overheidspapier kan tot een hogere retailrente leiden doordat (i) de overheidsrente als impliciete referentie voor de retailkredieten wordt beschouwd (prijskanaal), (ii) de banken hogere financieringskosten ervaren, hetzij omdat de overheidsobligaties bij herfinancieringstransacties als minder waardevolle waarborg worden beschouwd (liquiditeitskanaal), hetzij omdat waarderingsverliezen op de overheidsobligaties de kapitaalbasis van de banken aantasten (balanskanaal). Deze kanalen zullen er, in het geval van een home bias, voor zorgen dat de financieringskosten van de nationale overheden zich vertalen in de retailrentes.



Bronnen: ECB, NBB.

(1) Saldo van de financiële rekening van de betalingsbalans.

(2) Krediet toegekend door de ingezeten bancaire sector (inclusief geëffectiseerde kredieten) aan ingezetenen.

aan extern evenwicht (i.e. saldo van de lopende- en kapitaalrekening) financieren – in officiële en private kapitaalstromen (zie het Kader verderop), wijst op een markante terugtrekking van privaat kapitaal uit zowel de programma- als de deficitlanden⁽¹⁾ (zie ook Boeckx, 2012).

Vóór de financiële crisis werd het externe tekort in deze landen vrijwel volledig door private kapitaalstromen gefinancierd, maar sedert het uitbreken van de financiële crisis in 2007 verminderen deze stromen die, in het geval van de programmalanden, sedert medio 2010 – toen de bezorgdheid over de overheidsfinanciën acuut werd – zelfs tot een massale nettoterugtrekking van privaat kapitaal leidden. Hetzelfde deed zich voor bij de deficitlanden, zij het in een later stadium van de overheidsschuldencrisis, namelijk omstreeks eind 2011.

(1) Ten behoeve van dit artikel werden de landen van het eurogebied in drie groepen onderverdeeld (programma-, deficit- en surpluslanden). Tot de programmalanden behoren de landen die een macro-economisch hervormingsprogramma hebben aanvaard in ruil voor een krediettoekenning aan de overheid (Griekenland, Portugal, Ierland en Cyprus). De surpluslanden zijn Duitsland, Nederland, België, Finland, Oostenrijk en Luxemburg en dit op basis van een gemiddeld positief saldo op de lopende rekening over de periode 2005-2013. De overige zeven landen van het eurogebied (ongerekend Letland) behoren tot de deficitlanden, met dien verstande dat ook de programmalanden over deze periode een tekort op hun lopende rekening vertoonden. Ook Spanje wordt in deze analyse tot de deficitlanden gerekend aangezien de financiële bijstand (via het ESM) die het land ontving en het uit te voeren programma bestemd waren voor de banksector, en niet voor de overheid.

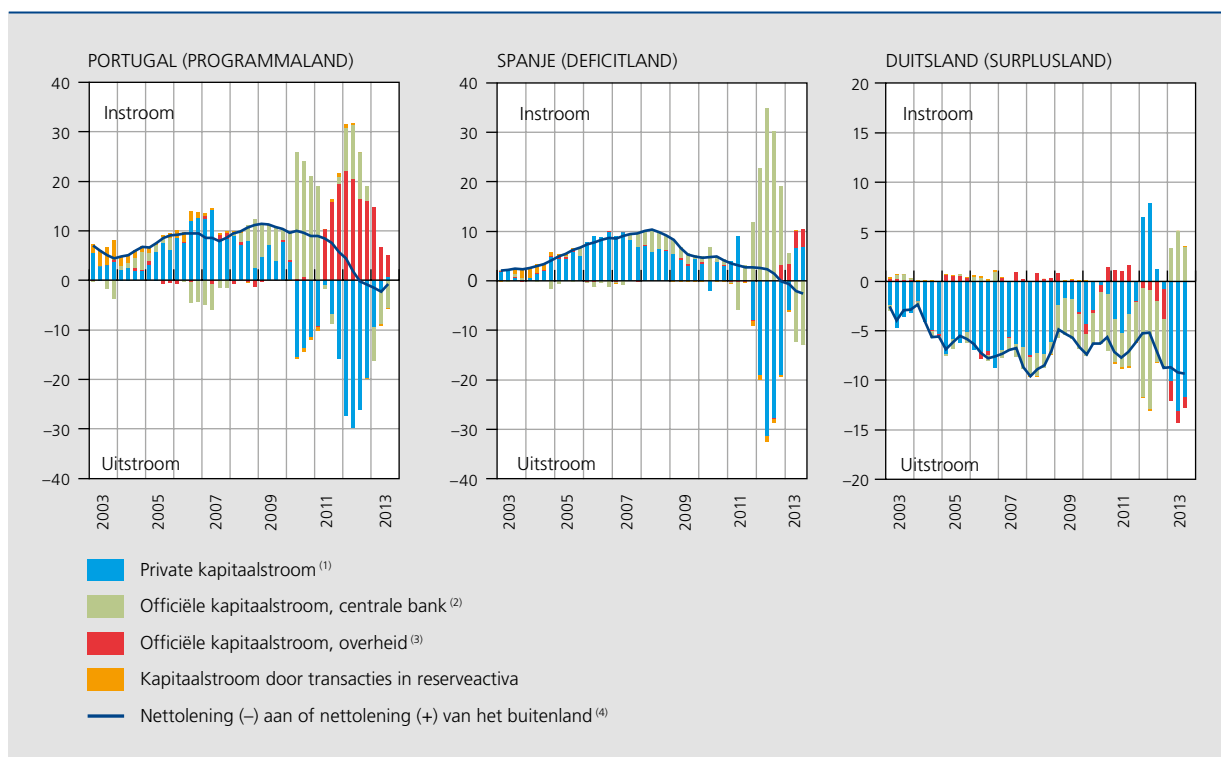
Een en ander ging gepaard met een verminderde private kapitaaluitstroom uit de surpluslanden, waarvan Duitsland het belangrijkste is. Begin 2012 registreerde dat land gedurende korte tijd zelfs een netto-instroom van privaat kapitaal, die grotendeels de 'tegenpost' vormde van de kapitaal terugtrekking uit de perifere landen.

Een dergelijke 'sudden stop', waardoor in het verleden vooral opkomende economieën werden getroffen, gaat normaliter gepaard met een onmiddellijke aanpassing van het externe saldo van de deficitlanden tot een niveau dat in overeenstemming is met de nieuwe private financieringsstroom. Deze aanpassing gaat vaak samen met een diepe recessie en financiële instabiliteit (met name als gevolg van de scherpe deleveraging-beweging die de banken moeten ondergaan). In het geval van een monetaire unie maakt de afwezigheid van het wisselkoersinstrument dat een dergelijke aanpassing ook een aanzienlijke flexibiliteit van de prijzen op de arbeids- en productmarkten vereist om via een verbetering van het concurrentievermogen het externe saldo op te krikken.

Om instabiliteit te vermijden, nam officiële financiering de rol van private financiering over. Deze officiële financiering

GRAFIEK 8 NETTO IN- OF UITSTROOM VAN KAPITAAL: FINANCIERINGSBRONNEN VOLGENS DE FINANCIËLE REKENING VAN DE BETALINGSBALANS

(in % bbp, gecumuleerde stromen over vier kwartalen)



Bronnen: ECB, NBB.

(1) Nettokapitaalstroom berekend als het verschil tussen het saldo van de financiële rekening van de betalingsbalans en de officiële kapitaalstromen (via de centrale bank en de overheid, inclusief de transacties in reserveactiva).

(2) Nettokapitaalstroom die de centrale bank boekt in de rubriek 'overige investeringen' (voornamelijk kredieten en deposito's) in de betalingsbalans.

(3) Nettokapitaalstroom die de overheid boekt in de rubriek 'overige investeringen' (voornamelijk kredieten en deposito's) in de betalingsbalans.

(4) Zoals blijkt uit het saldo van de financiële rekening. Een nettolening aan het buitenland wordt geboekt als een nettokapitaaluitstroom (-), een nettolening van het buitenland als een nettokapitaalinstream (+).

verliep, enerzijds, via de liquiditeitsverschaffende operaties van het Eurosysteem en, anderzijds, via de nieuwe institutionele architectuur op het niveau van de EU en het eurogebied waardoor overheden elkaar konden bijstaan.

Financiering via het Eurosysteem is weliswaar eigen aan de werking van de monetaire unie, waarbij banken – tegen afgifte van gepast onderpand – via hun centrale bank financiering kunnen verkrijgen tegen de basisherfinancieringsrente van de ECB, maar ze is niet automatisch. Om aan de toegenomen financieringsvraag te voldoen, heeft de Raad van Bestuur van de ECB via verschillende maatregelen immers besloten een verruimde liquiditeitsvoorziening op te zetten, die in aanzienlijke mate door de deficit- en programmalanden werd opgenomen. De ECB trad daarbij op als 'financieel intermediair' tussen de surplus- en de deficitlanden. De aanzienlijke grensoverschrijdende stromen van centralebankgeld – die werden gecompenseerd door een wijzigende kredietverlening door het Eurosysteem – komen tot uiting in de zogeheten

Target 2-saldi die de nationale centrale banken ten opzichte van de ECB aanhouden. Die saldi zijn vernoemd naar het betalingssysteem dat binnen het eurogebied de grensoverschrijdende bankbetalingen regelt.

De aanpassingen in de institutionele architectuur brachten een door de overheden ondersteunde financieringsstroom op gang die, min of meer achtereenvolgens, verliep via de bilaterale kredietverlening aan Griekenland (Griek loan facility), het EFSM (Europees financieel stabilisatiemechanisme), de EFFS (Europese faciliteit voor financiële stabiliteit) en het ESM (Europees stabiliteitsmechanisme).

In eerste instantie nam voornamelijk het Eurosysteem de rol van financier op zich; pas achteraf, namelijk met de inwerkingtreding van de programmafinanciering, werd die rol toebedeeld aan de overheden van het eurogebied samen met het IMF en de EC. Er zij opgemerkt dat beide financieringsvormen vanuit het perspectief van de financiering van het externe tekort nauwe substituten

van elkaar zijn, en dat door de toename van de programmafinanciering het Eurosysteem bijvoorbeeld zijn rol als tussenpersoon kan afbouwen. Ze verschillen echter van elkaar doordat de financiering via het Eurosysteem langs de banksector verloopt, en de publieke financieringsstromen langs de overheden⁽¹⁾. Aan de financiering via het Eurosysteem is bovendien geen expliciete conditionaliteit verbonden zoals dat wél het geval is bij de programmafinanciering. Deze officiële financieringsvormen hadden

indirect ook een stabiliserende werking op de surpluslanden. Het is immers waarschijnlijk dat, zonder deze interventies, de private sector in de surpluslanden grotere waardeverliezen zou hebben geleden bij het liquideren van hun posities in de deficitlanden.

(1) In het geval van het ESM zal deze financiering echter ook via de banksector kunnen verlopen (afhankelijk van de inwerkingtreding van het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (GTM)).

Kader – De registratie en interpretatie van kapitaalstromen in de betalingsbalans

In dit artikel zijn de volumemaatstaven voor de financiële integratie grotendeels gebaseerd op de informatie over internationale kapitaalstromen en externe posities zoals die zijn vervat in de statistieken met betrekking tot de betalingsbalans (stromen) en de internationale investeringspositie (uitstaande bedragen). Een goed begrip van deze concepten is van cruciaal belang om inzicht te verwerven in het verloop van de financiële integratie. Daarom bevat dit Kader achtergrondinformatie over de berekeningswijze ervan en over de wijze waarop ze binnen het geheel van de betalingsbalans moeten worden beschouwd. Er wordt tevens dieper ingegaan op het effect dat de nieuw gecreëerde bijstandsmechanismen (de EFFS, het ESM) tijdens de crisis in het eurogebied op deze aggregaten hebben gesorteerd.

INTERNATIONALE KAPITAALSTROMEN OP BASIS VAN DE FINANCIËLE REKENING VAN DE BETALINGSBALANS

De internationale kapitaalstromen in dit artikel zijn afgeleid uit de financiële rekening van de betalingsbalans. Deze rekening omvat alle grensoverschrijdende transacties in financiële activa (kapitaaluitstroom ('-') bij toename van de activa) en passiva (kapitaalininstroom ('+') bij toename van de passiva). Vertoont de financiële rekening een positief saldo, dan wijst zulks op een nettokapitaalininstroom.

Volgens de boekingsprincipes van de betalingsbalans sommeren haar deelrekeningen tot nul⁽¹⁾, en is het saldo van de financiële rekening noodzakelijkerwijs tegengesteld aan het saldo van de lopende- en kapitaalrekening⁽²⁾.

Betalingsbalans = Lopende rekening (LR) + Kapitaalrekening (KR) + Financiële rekening (FR) = 0

$$LR + KR = - FR$$

Een surplus op de lopende en kapitaalrekening moet immers leiden tot een opbouw van externe financiële activa of tot het verminderen van de externe verplichtingen (nettokapitaaluitstroom en dus een negatief saldo FR). Omgekeerd dient een tekort te worden gefinancierd door de verkoop van externe activa of door het aangaan van nieuwe externe verplichtingen (nettokapitaalininstroom en dus een positief saldo FR).

Terwijl de betalingsbalans de grensoverschrijdende kapitaalstromen registreert, geeft de internationale investeringspositie (IIP) de gecumuleerde posities aan externe activa en passiva weer. De netto IIP (NIIP) wordt berekend als het verschil tussen het uitstaande bedrag aan financiële activa en passiva en geeft aldus de totale netto externe activa of verplichtingen van een land weer. De IIP stemt conceptueel volledig overeen met de

(1) Eventuele resterende discrepanties worden opgenomen in een rubriek 'vergissingen en weglatingen' die buiten de deelrekeningen wordt geboekt en die aldus verzekert dat de betalingsbalans tot een nulsaldo sommeert.

(2) De kapitaalrekening, die kapitaaloverdrachten registreert (bv. kapitaaloverdrachten in het kader van de EU-begroting en schuldkiwitschelding), wordt doorgaans door een klein saldo gekenmerkt, waardoor het saldo van beide rekeningen soms ook vereenvoudigd wordt weergegeven aan de hand van het saldo op de lopende rekening.



financiële rekening van de betalingsbalans. Veranderingen in de posities zijn immers gelijk aan het totaal van de stromen van de betalingsbalans en de herwaarderingseffecten op de uitstaande externe activa en passiva. De hieronder volgende elementen hebben dus zowel betrekking op de kapitaalstromen als op de externe posities.

UITSPLITSING VAN DE FINANCIËLE REKENING IN PRIVATE EN OFFICIËLE KAPITAALSTROMEN

Dankzij de huidige betalingsbalansmethodologie (BPM5⁽¹⁾) kan de financiële rekening verder worden uitgesplitst naar sector en naar financieel instrument. Tot de sectoren behoren de centrale bank, de overheid, de banken (MFI's) en de overige sectoren (niet-bancaire private sector). De financiële instrumenten zijn ingedeeld volgens de zogenoemde 'functionele' classificatie en omvatten directe investeringen⁽²⁾, portefeuille-investeringen (aandelen en vastrentende effecten), financiële derivaten, overige investeringen (voornamelijk deposito's en kredieten) en reserveactiva (valuta, monetair goud, enz.).

De financiële rekening leert ons dus via welke financiële instrumenten de ingezeten sectoren ofwel lenen aan of lenen van het buitenland. De financieringswijze is niet onbelangrijk, gelet op het feit dat bepaalde kapitaalstromen, meer bepaald die op korte termijn, volatieler zijn dan andere (OESO, 2011) en dus aangeven of de financiering van het saldo van de lopende rekening houdbaar is.

Hoewel de betalingsbalans in haar geheel steeds in evenwicht is, waarbij het saldo van de financiële rekening dat van de lopende rekening compenseert, is het toch courant om in bepaalde gevallen te spreken van een betalingsbalansonevenwichtigheid. Deze laatste slaat dan op een subset van haar rubrieken die niet tot nul sommeren en aanleiding geven tot een compenserend saldo in de overige rubrieken. Meestal worden in dat geval de lopende en kapitaalrekening samengeteld met een aantal rubrieken van de financiële rekening teneinde na te gaan hoe groot het saldo van de overige rubrieken van de financiële rekening is.

Zo is het in een stelsel van vaste wisselkoersen gebruikelijk alle rubrieken, met uitzondering van de reserveactiva van de centrale bank, op te tellen (overall balance). In dit geval treedt een betalingsbalanstekort (nettokapitaaluitstroom) op wanneer het saldo van de rubrieken 'boven de lijn' moet worden gecompenseerd door de verkoop van de reserveactiva (nettokapitaalinstroom). De overall balance geeft op dat ogenblik de omvang weer van de 'officiële transacties in reserveactiva' die de centrale bank moet verrichten om de wisselkoers te handhaven, gelet op de druk die de gebrekkige financiering van het saldo op de lopende rekening uitoefent.

In het geval van een zwevende wisselkoers (dit geldt voor de euro in zijn geheel) worden bij een gebrekkige financiering van de lopende rekening de reserveactiva niet actief ingezet en verdwijnt dus het nut om deze rubriek af te zonderen. Op dat ogenblik zorgen wisselkoersaanpassingen ervoor dat de lopende rekening van het eurogebied opnieuw in evenwicht wordt gebracht met de beschikbare financieringsstroom. Dit evenwichtsmechanisme werkt evenwel niet op het niveau van de individuele landen van het eurogebied, waardoor zij op hun lopende rekening een saldo kunnen aanhouden dat mogelijk afwijkt van de marktfinanciering, bijvoorbeeld indien officiële financiering beschikbaar is. Deze operaties worden in de betalingsbalans geregistreerd in de rubriek 'overige investeringen' (hoofdzakelijk kredieten) van de centrale bank en de overheden.

Wat de landen van het eurogebied betreft, omvat deze rubriek voor de centrale bank hoofdzakelijk, doch niet uitsluitend, de vorderingen/verplichtingen die NCB's boeken ten opzichte van de ECB (hoofdzakelijk Target 2-saldi). Voor de overheid bestaat ze hoofdzakelijk, maar niet uitsluitend, uit de bijstand die de lidstaten onderling aan elkaar verlenen, bijvoorbeeld via de EFFS en het ESM.

(1) Volgens de methodologie beschreven in de Balance of Payments Manual, Fifth Edition (zie IMF, 1993 en 2004). Vanaf het laatste kwartaal van 2014 zal de ECB evenwel overschakelen op BPM6, dat door het IMF (IMF, 2009) naar voren werd geschoven als de nieuwe standaard.

(2) Directe investeringen omvatten alle financiële transacties met entiteiten waarin de buitenlandse investeerder een belang van ten minste 10% heeft in het kapitaal. Zij kunnen verder worden uitgesplitst in aandelen en geherinvesteerde winsten, en in overig kapitaal (bv. kredieten tussen ondernemingen).



De private nettokapitaalstroom is in dit geval gelijk aan het verschil tussen het saldo van de financiële rekening van de betalingsbalans en de officiële kapitaalstromen (overige investeringen van de overheid en de centrale bank, inclusief de reserveactiva).

REGISTRATIE VAN DE FINANCIËLE BIJSTAND VIA DE EFFS EN HET ESM IN DE BETALINGSBALANS

De boeking, in de betalingsbalans, van de door de EFFS en het ESM⁽¹⁾ verleende kredieten vereist evenwel bijzondere aandacht. In het geval van de ontvangende lidstaat leiden deze operaties tot een toename van de officiële nettoverplichting van de overheid; het deel van de overheidsschuld dat voorheen op de kapitaalmarkt werd gefinancierd (geboekt onder 'portefeuille-investeringen'), wordt nu immers vervangen door een krediet verstrekt door de EFFS/het ESM (geboekt onder 'overige investeringen').

Aangezien zowel de EFFS als het ESM voor de kredietverstrekking een beroep doet op obligatie-uitgiftes op de kapitaalmarkt, wordt de tegenpost van deze officiële financiering bij de verstreckende landen teruggevonden in hun private kapitaalstroom, voor zover de sectoren van deze landen op deze obligaties hebben ingetekend. De impact op de netto officiële kapitaalstroom van de verstreckende landen is verschillend voor de EFFS en het ESM. In het geval van de EFFS, die niet als een aparte institutionele sector wordt beschouwd, maar wel als een buitenlandse financiële instelling (Eurostat, 2011), wordt de door deze faciliteit opgehaalde financiering boekhoudkundig toegekend ('rerouted') aan de overheden die borg staan. Dit gebeurt door middel van een (boekhoudkundig) krediet van de EFFS aan de overheid die borg staat en die het krediet op haar beurt toekent aan de overheid die bijstand vraagt. Hoewel dit de brutoschuld van de borgstaande overheid doet toenemen, is de impact op de nettofinanciering van de overheid in de betalingsbalans nul aangezien de schuld ten opzichte van de EFFS gecompenseerd wordt door een vordering op de ontvangende overheid. In het geval van het ESM, dat wél als een buitenlandse institutionele sector wordt erkend (Eurostat, 2013), wordt het krediet rechtstreeks geboekt als een krediet van het ESM aan de ontvangende lidstaat, waardoor de rekening van de borgstaande overheden ongemoeid blijft. In tegenstelling tot de EFFS, beschikt het ESM evenwel over eigen kapitaal dat door de borgstaande overheden ten belope van € 80 miljard is volgestort. Deze kapitaalparticipatie creëert in de betalingsbalans een officiële nettovordering van de borgstaande overheden.

Zo staat tegenover de officiële nettofinanciering van de programmalanden via de EFFS en het ESM bij de verstreckende overheden geen vordering in nettoterminen, met uitzondering van de kapitaalparticipatie in het ESM. Dit betekent evenwel niet dat de overheden geen risico dragen. Bij wanbetaling zullen immers hun borgstellingen worden aangesproken die, in het geval van de EFFS, 120 % en 165 % bedragen van de EFFS-emissies, afhankelijk van het feit of deze vóór of na oktober 2011 werden uitgegeven. In het geval van de ESM-emissies bedragen de waarborgen 140 %⁽²⁾. Deze 'contingent liabilities' worden evenwel niet in de betalingsbalans geboekt.

(1) Het permanente ESM heeft sinds 1 juli 2013 de rol van de EFFS overgenomen. De EFFS is enkel nog bevoegd voor de afhandeling van de kredieten die het tot dan had toegekend aan Ierland, Portugal en Griekenland ten belope van € 192 miljard. De EFFS had een kredietverleningscapaciteit van € 440 miljard, voor het ESM is dat € 500 miljard. Het gezamenlijk toegekende bedrag door de EFFS en het ESM mag evenwel niet hoger zijn dan € 500 miljard. De emissies van de EFFS en het ESM ter financiering van de kredieten genieten een (over)waarborg van de landen van het eurogebied die geen beroep doen op de financiering, wat bevorderlijk is voor de kredietkwaliteit van de emissies. Via de EFFS en het ESM stonden op 1 april 2014 kredieten uit aan Ierland, Portugal, Griekenland, Spanje en Cyprus ten bedrage van in totaal € 242 miljard.

(2) De borgstelling wordt over de landen verdeeld overeenkomstig hun respectieve aandeel in het kapitaal van de ECB.

De conditionaliteit die in de programmafinanciering aan de landen wordt opgelegd, onder meer het corrigeren van hun externe onevenwichtigheden, is niet zonder gevolgen gebleven. Samen hebben de programmalanden hun externe tekort, dat in 2008 was opgelopen tot gemiddeld 11,5 % van hun gezamenlijk bbp, aanzienlijk weten terug te dringen en vanaf 2013 liet hun lopende rekening zelfs een klein surplus optekenen. Zodoende hebben deze

landen hun extern saldo in overeenstemming gebracht met de beschikbare private kapitaalstroom.

Dankzij het versterkt macro-economisch toezicht binnen de EU, waarvan de MIP (macroeconomic imbalance procedure) een belangrijk onderdeel is, zal er voortaan op worden toegezien dat de externe saldi van de landen niet langer ontsporen, wat het risico op 'sudden stops'

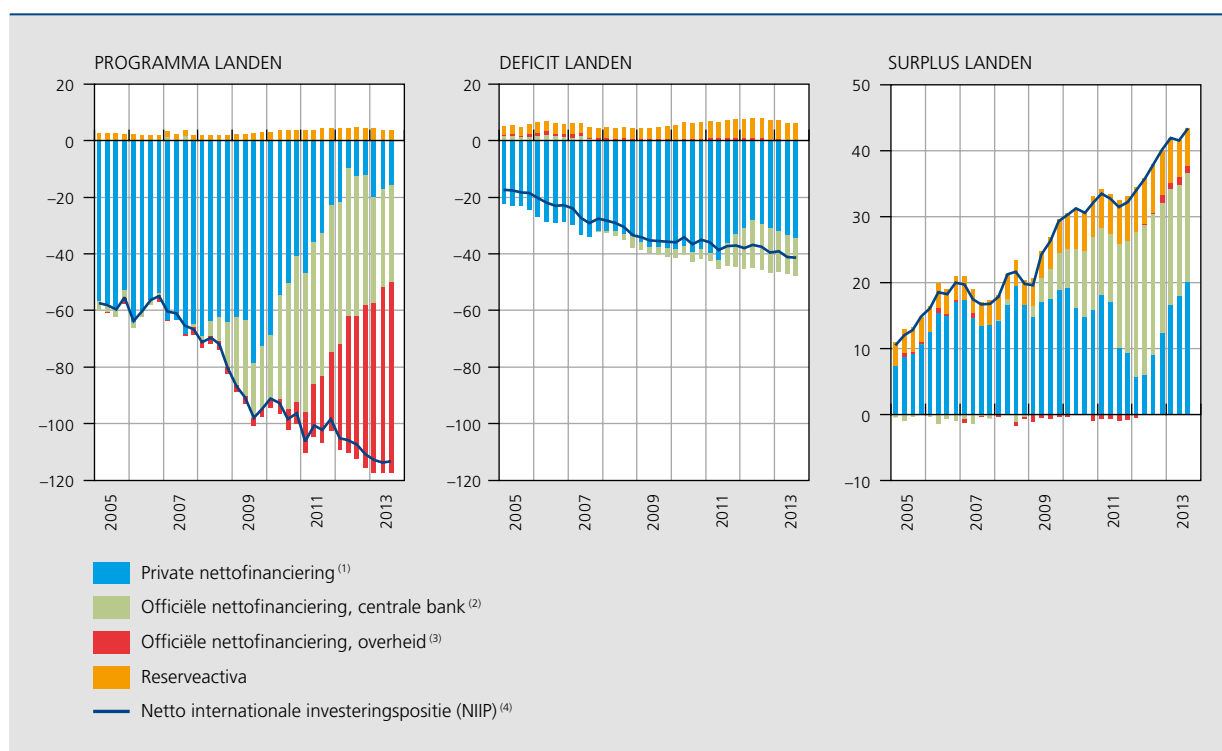
moet verkleinen. In haar scoreboard hanteert de EC voor de lopende rekening $< -4\%$ en $> 6\%$ bbp als drempelwaarden (thresholds).

De correctie van de lopende rekening is voor de programma- en deficitlanden evenwel niet noodzakelijk eenzijdig positief. Een snelle correctie zet meestal een extra rem op de economische bedrijvigheid. Een en ander hangt evenwel af van de samenstelling van de correctie. De verbetering van de lopende rekening in de landen met een deficit berustte aanvankelijk op een zwakke binnenlandse vraag (in het bijzonder de investeringen), met mogelijk een neerwaartse druk op de inflatie. Het is zeer de vraag of de verbetering op die manier structureel houdbaar is. Een blijvende verbetering vereist immers een verbeterde concurrentiepositie en een structurele uitbreiding van de exportsector, wat zich in sommige landen deels ook voordoet, getuige de aantrekkende groei van de export. Bovendien weegt de aanpassing van de externe saldi in de deficitlanden ook op de inflatie van het eurogebied als geheel, wat het Eurosysteem ertoe noopt een accommoderende monetairbeleidskoers te varen.

Ondanks de verbetering van het externe saldo is de netto externe schuld van de deficitlanden blijven toenemen. Een vermindering van de netto externe verplichtingen vereist immers ofwel een positief saldo op de lopende rekening ofwel positieve herwaarderings-effecten. De geschiedenis van externe tekorten heeft de deficitlanden met een aanzienlijke netto externe schuld opgezadeld (zie Van Nieuwenhuize, 2013, voor het belang van deze schuld) die in het geval van de programmalanden opgelopen is tot meer dan 100% van hun gezamenlijk bbp. Ook hier hanteert het MIP een drempelwaarde, namelijk -35% bbp. Het is weinig realistisch dat, bij ontstentenis van positieve herwaarderings-effecten⁽¹⁾, deze landen hun nettoschuldgraad snel tot dat niveau kunnen terugbrengen. Daartoe zouden immers gedurende verschillende jaren relatief grote overschotten op de lopende rekening moeten worden opgetekend, wat niet lijkt te sporen met het toekomstig structureel evenwichtsniveau van de externe rekening van die landen.

(1) Aanzienlijke positieve waarderings-effecten zouden het gevolg kunnen zijn van een waardestijging van de financiële activa van deze landen en/of een waardevermindering of afboeking (herschikking) van hun schulden.

GRAFIEK 9 UITSTAANDE NETTO EXTERNE POSITIE: UITSPILSING NAAR TYPE FINANCIERING
(in % bbp)



Bronnen: ECB, NBB.

- (1) Uitstaande nettofinanciering berekend als het verschil tussen de NIIP en de uitstaande officiële nettofinanciering (de overige investeringen van de centrale bank en de overheid, inclusief de reserveactiva).
- (2) De nettopositie van de centrale bank is deze die zij boekt onder de rubriek 'overige investeringen' in de IIP-statistieken.
- (3) De nettopositie van de overheid is deze die zij boekt onder de rubriek 'overige investeringen' in de IIP-statistieken.
- (4) Zoals blijkt uit de IIP-statistieken. Positieve (negatieve) waarden wijzen op uitstaande nettovorderingen (nettoverplichtingen) ten opzichte van het buitenland.

Ook al is er een einde gekomen aan de periode van zware externe tekorten, wat in sommige gevallen aanleiding geeft tot een 'programma-exit', de vroegere deficitlanden gaan dus nog steeds gebukt onder een aanzienlijke netto externe schuld en ze blijven derhalve een herfinancieringsrisico lopen. Een uitsplitsing van de netto externe verplichtingen (netto internationale investeringspositie, NIIP) naar type van financiering – naar analogie met de uitsplitsing van de financiële rekening van de betalingsbalans – leert ons dat deze schuld sinds de financiële crisis steeds minder door private financiering wordt gefinancierd, waardoor met name de overheden en de centrale banken aan het kredietrisico zijn blootgesteld⁽¹⁾.

In het geval van de programmalanden worden de netto externe verplichtingen van 113 % bbp momenteel zelfs zogoed als integraal via officiële bronnen gefinancierd; in het derde kwartaal van 2013 was dat ten belope van meer dan 100 % van hun gezamenlijk bbp. Sinds eind 2012 is de programmafinanciering de lichtjes dominante financieringsbron voor de programmalanden, van nabij gevolgd door de financiering via het Eurosysteem. Ook in het geval van de deficitlanden blijft een aanzienlijk deel van de netto externe verplichtingen gefinancierd worden via officiële weg (Eurosysteem).

Voor de surpluslanden heeft dit tot gevolg dat de private sector minder aan deze landen is blootgesteld, wat inzonderheid ook de financiële sector in die landen stabielier heeft gemaakt. Van de totale nettovorderingen van de surpluslanden bestaat inmiddels meer dan 40 % uit officiële vorderingen, vooral vorderingen die de nationale centrale banken aanhouden ten opzichte van de ECB (Target 2-saldi). Zoals beschreven in het Kader zijn de nettovorderingen van de overheden in de surpluslanden niet wezenlijk toegenomen. Dit betekent evenwel niet dat deze overheden geen kredietrisico lopen. Zo hebben zij voor de vlotte werking van de EFFS/het ESM aanzienlijke waarborgen toegekend die voortaan bij een eventuele wanbetaling kunnen worden aangewend. Deze worden evenwel niet in grafiek 9 getoond.

Aangezien een ingrijpende correctie van de netto externe schuld op korte termijn weinig waarschijnlijk is, dient – bij het huidige niveau van (private) financiële integratie in het eurogebied – de officiële financiering op korte termijn te worden aangehouden en indien nodig vernieuwd. Op langere termijn is het van essentieel belang dat het vertrouwen wordt hersteld zodat de private financiering weer op gang komt, waardoor het uitstaande bedrag aan

officiële financiering kan worden afgebouwd. Een toename van de financiële integratie in het eurogebied is dus cruciaal voor de houdbaarheid van de externe posities. Dit wordt ook behandeld in de slotbeschouwingen, nadat in de volgende paragraaf wordt ingegaan op het prijsaspect van de financiële integratie.

3.3 Rentetarieven

Naast de volumes vormen prijsontwikkelingen of, daarmee gelijkwaardig, rendementen of rentetarieven een aanvullende maatstaf van financiële integratie. De 'no-arbitrage'-kenmerken van een geïntegreerde markt impliceren dat de renteversillen tussen landen verwachte wisselkoersschommelingen en uiteenlopende risicopremies voor de verschillende instrumenten weerspiegelen. In een echte monetaire unie, waarin per definitie geen veranderingen in de wisselkoersen te verwachten vallen, zouden de rentetarieven van twee financiële activa met vergelijkbare kenmerken (bijvoorbeeld inzake liquiditeit en kredietrisico) gelijk moeten zijn.

In een monetaire unie is het wenselijk dat dit aspect van de financiële integratie vervuld is: monetairbeleidsbeslissingen die worden uitgevoerd op basis van een enkele beleidsrente voor alle lidstaten moeten in alle delen van de unie homogeen doorwerken in de reële economie. Wanneer de verschillen tussen de rentetarieven van twee financiële instrumenten enkel te maken hebben met het land van herkomst van de emittenten – en niet met fundamentele risicofactoren – wijst dit op fragmentatie en op een verstoorde transmissie van het monetair beleid. In deze paragraaf wordt dat prijsaspect van financiële integratie in verschillende financiële-marktsegmenten in het eurogebied onderzocht, waarbij vooral aandacht wordt besteed aan de ontwikkelingen sinds de aanvang van de crisis. Daartoe worden de tendensen en ontwikkelingen van referentierentes en bancaire debetrentes in de landen onder de loep genomen alsook of, dan wel in hoeverre, monetairbeleidsbeslissingen doorwerken in de rentetarieven van verschillende landen van het eurogebied.

REFERENTIERENTES

De eerste fase van het monetaire transmissiemechanisme betreft de doorwerking van de beleidsrente in de referentierentes. Eerst worden de tendensen op de interbancaire markt en de markten voor overheidsschuld geanalyseerd. De rente op die markten wordt immers gehanteerd als referentie voor de prijsstelling van contracten op andere financiële markten, zoals die voor bedrijfsobligaties of retailbanking. De interbancaire rente en de rente op de markten voor overheidsschuld in verschillende monetaire

(1) Gelet op de termijn van de toegekende EFFS/ESM-kredieten zal dit risico mogelijk nog lange tijd blijven bestaan. Zo ligt de laatste vervaldag van de EFFS-kredieten die aan Portugal, Ierland en Griekenland werden toegekend momenteel respectievelijk in 2040, 2042 en 2050. Voor de ESM-kredieten aan Spanje en Cyprus is dat respectievelijk 2027 en 2030.

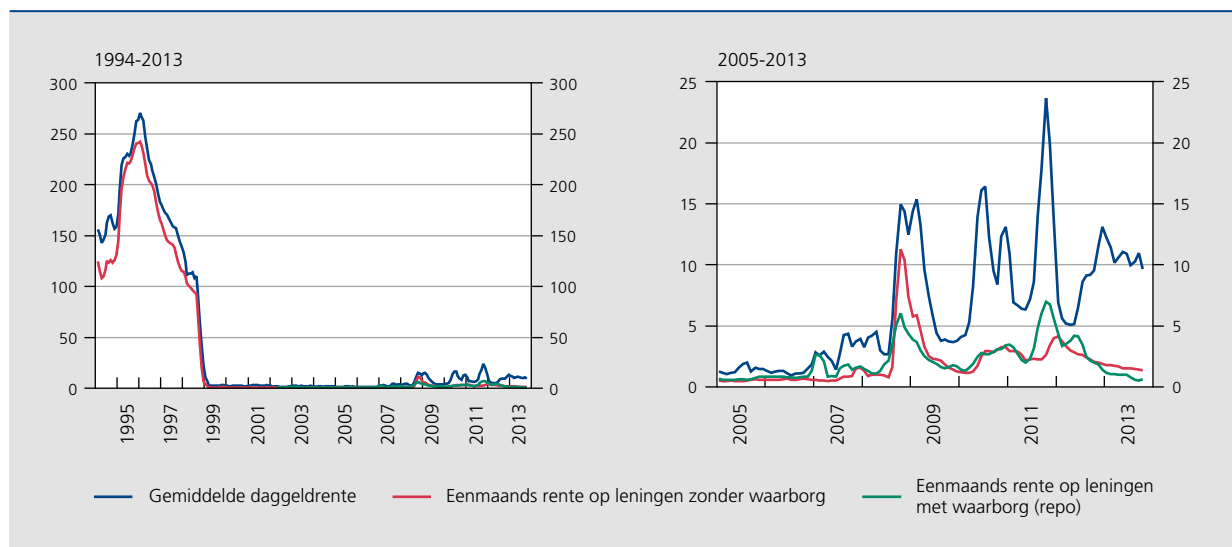
jurisdicties worden bepaald door het peil en het verwachte verloop van de door de respectieve centrale banken vastgestelde beleidsrente, en hangen dus af van de specifieke kenmerken van die jurisdictie, zoals haar (impliciete) inflatiedoelstelling, haar potentiële groei en haar positie in de economische cyclus. Om die reden waren, vóór 1999, de verschillen in de beleidsrente – die voornamelijk uiteenlopende reële groeicijfers en/of inflatiecijfers en verwachtingen tussen de landen weerspiegelden – een van de belangrijkste oorzaken van de verschillen tussen de referentierentes. Ook de risicopremies die aan dergelijke referentierentes verbonden zijn, bijvoorbeeld vanwege het wisselkoersrisico, speelden een rol in de verschillen die ze vóór de invoering van de euro van land tot land vertoonden. Het proces richting die derde fase van de EMU, waarbij de in het Verdrag van Maastricht vastgelegde convergentiecriteria moesten worden nageleefd, hield ook in dat de referentierentes sterk convergeerden. Bovendien verdween het devaluatierisico met de invoering van de eenheidsmunt, waardoor het tweede belangrijke element wegviel dat het verschil deed oplopen tussen de rentetarieven op instrumenten uit diverse landen van het eurogebied.

Die opeenvolging van ontwikkelingen is duidelijk merkbaar op de interbancaire markten: de landenverschillen, zoals gemeten aan de hand van de standaardafwijking, waren hoog vóór 1996, maar liepen sterk terug tijdens de periode tot de EMU. De verschillen bleven verwaarloosbaar vanaf de aanvang van de EMU in 1999 tot de

eerste beroering op de financiële markten in 2007. Vanaf 2007 en met name sinds het laatste kwartaal van 2008 droeg een verhoogde risicoperceptie in een klimaat van buitengewone onzekerheid in de financiële sector immers bij tot een fragmentatie van de geldmarkten langs de nationale grenzen. Verscheidene factoren kunnen hieraan ten grondslag hebben gelegen. Enerzijds zijn de banken mogelijk beter op de hoogte van de situatie van banken in hun thuisland, waardoor ze bij de kredietverlening aan hen andere beslissingen nemen dan ten aanzien van hun buitenlandse tegenpartijen. Anderzijds begon de toestand van de overheidsfinanciën gedurende de crisis steeds nauwer samen te hangen met het aan de banken verbonden risico, zodat de kwetsbaarheid van de begrotingssituatie in bepaalde landen eveneens bijdroeg tot hogere financieringskosten voor hun nationale bankwezen⁽¹⁾. Dit tweede effect lijkt ten grondslag te liggen aan het feit dat de verschillen tussen gewaarborgde interbancaire rentetarieven op het hoogtepunt van de overheidsschuldencrisis in 2011 en 2012 hoger werden dan die tussen niet-gewaarborgde rentetarieven. Overheidsobligaties dienen immers vaak als onderpand voor gewaarborgde leningen op de interbancaire markten, wat betekent dat het aan een specifieke

(1) De 'sovereign-bank loop', of het verband tussen de financieringskosten van banken en overheden, werkt in beide richtingen en via verschillende kanalen. Van de overheden naar de banken resulteert een kwetsbare begrotingssituatie van een nationale overheid in een potentieel onvermogen van de overheid om de banken te ondersteunen en in verliezen – althans tegen marktwaarde – op de portefeuilles met overheidsobligaties van de banken. Van de banken naar de overheden kan een financiële sector in een kritieke toestand leiden tot zware lasten voor de overheidsfinanciën. De loutere indruk dat een banksector kwetsbaar is, zou reeds hogere risicopremies voor de overheid kunnen veroorzaken.

GRAFIEK 10 FRAGMENTATIE OP DE GELDMARKTEN IN HET EUROGEBIED
(standaardafwijking tussen de landen, in basispunten)



Bron: ECB.

overheid verbonden kredietrisico de waarde van het voor de banken beschikbare onderpand vermindert en zo hun toegang tot financiering beperkt. Dit effect werd versterkt door de grote voorkeur voor de thuismarkt in de aangehouden overheidsobligaties (zie paragraaf 3.1), wat het correlatierisico tussen de overheidssector en het bankwezen in elk land deed toenemen.

Naast hun effect op de portefeuilles van de banken en op hun financieringskosten, zijn de rendementen op overheidsobligaties een fundamenteel element in het monetaire transmissiemechanisme, aangezien ze doorgaans de referentieprijzen vormen voor andere vastrentende instrumenten in elk land. Bovendien kwamen de effecten van de crisis in het eurogebied vooral tot uiting in de rendementen op overheidsobligaties. Om die redenen is het zinvol bij een analyse van de financiële integratie in het eurogebied het verloop van de rendementen op overheidsobligaties te bespreken. Net als de interbancaire rentetarieven, liepen de rendementen op overheidsobligaties in het eurogebied aan het begin van de jaren negentig uiteen als gevolg van de voornoemde nominale verschillen, alsook door de uiteenlopende solvabiliteitskenmerken van elke overheid. In de jaren vóór de aanvang van de EMU begonnen de rendementen sterk te convergeren en werden de landenverschillen fors teruggeschoefd.

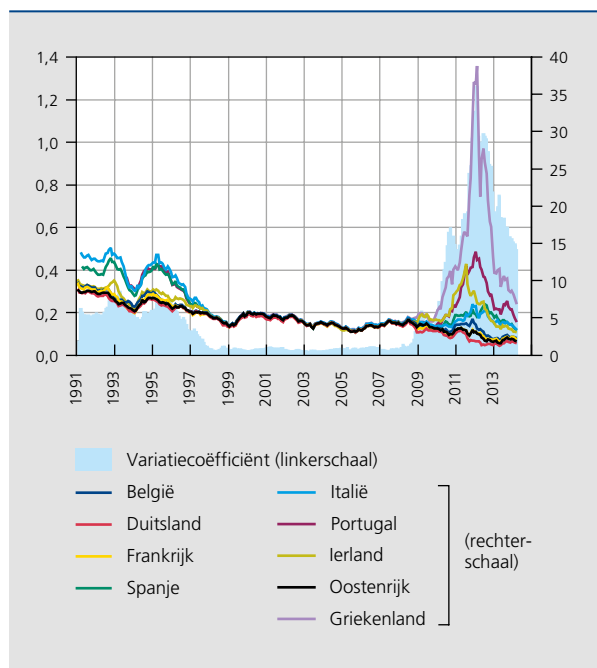
Die beweging werd geconsolideerd na 1999, als gevolg van de convergentie van de inflatierisico's en het wegvalen van het wisselkoersrisico in het kader van een monetaire unie. Tussen 1999 en 2008, echter, gingen de zeer uiteenlopende solvabiliteitskenmerken van de overheden gepaard met uitzonderlijk vergelijkbare rendementen op overheidsobligaties in de landen van het eurogebied, ondanks de no bail-out-clausule. Hieruit blijkt dat het risico tijdens de eerste tien jaar van de EMU hoogstwaarschijnlijk niet efficiënt werd doorberekend, met als gevolg een te hoge convergentie van de rendementen van de verschillende overheden in het eurogebied.

Die bevinding staat in scherp contrast met de aanvang van de financiële en economische crisis, en in het bijzonder met de overheidsschuldencrisis in het eurogebied, die zorgde voor een hogere risicoperceptie bij de beleggers, die zich achter hun landsgrenzen terugtrokken. Het wegvloeiën van kapitaal uit de landen die als risicovoller werden beschouwd, ging gepaard met fors stijgende rendementen op overheidsobligaties voor die landen. Vanaf medio 2011 droeg de angst voor de omkeerbaarheid van de eenheidsmunt, die aanvankelijk voor een zeer klein aantal landen mogelijk werd geacht, bij tot toenemende rendementsverschillen langs de nationale grenzen: terwijl sommige overheden werden gedwongen uit de financiële markten te stappen, liepen in andere, als veilige havens beschouwde landen de financieringskosten aanzienlijk terug als gevolg van een kapitaalinstroom.

In het licht van die situatie en teneinde te voorkomen dat die verstoringen in de interbancaire markt en de markten voor overheidsschuld het eengemaakt monetair beleid in het eurogebied zouden bedreigen, nam de ECB verscheidene niet-conventionele maatregelen die de effecten van de fragmentatie van de interbancaire rente en de rente op overheidsobligaties hielpen temperen. Tot de maatregelen die bedoeld waren om de financiering door banken te vergemakkelijken, behoorden de liquiditeitsverstrekking tegen gunstige voorwaarden, de twee programma's voor de aankoop van gedekte obligaties en de verruiming van het onderpandskader, wat de financieringsproblemen van de banken deed afnemen, ondanks de verslechtering van hun activa. Meer specifiek om de met overheidsobligaties verband houdende verstoringen van het monetaire transmissiemechanisme tegen te gaan, werden twee programma's uitgewerkt die ongerechtvaardigde verschillen in de rendementen op overheidsobligaties aanpakten. Via het Programma voor de effectenmarkten (SMP) kocht het Eurosysteem in 2010-2012 op de secundaire markten overheidseffecten aan om de goede werking van bepaalde marktsegmenten te herstellen. Het SMP werd beëindigd toen de ECB het programma voor Outright Monetaire Transacties

GRAFIEK 11 FRAGMENTATIE OP DE MARKTEN VOOR OVERHEIDSOBLIGATIES IN HET EUROGEBIED

(rendementen op tienjaars obligaties en variatiecoëfficiënt, in %)



Bron: Thomson Reuters Datastream.

(OMT's) invoerde, dat eveneens ontwichtingen van het monetaire transmissiemechanisme aanpakt, met name in het licht van de perceptie dat de rendementsverschillen voor overheidsobligaties ook werden aangewakkerd door een toename van het zogenoemde redenominatierisico, dat is het risico dat een land het eurogebied verlaat. Derhalve werden de stijging van de rendementen in sommige sterker door de crisis getroffen landen en als spiegelbeeld daarvan de daling in de landen die veilige havens werden geacht, beschouwd als buitensporig en niet volledig gerechtvaardigd door economische fundamentals⁽¹⁾. Daarom streven de OMT's ernaar dat redenominatierisico uit te schakelen om 'destructieve scenario's te voorkomen die potentieel ernstige risico's zouden kunnen inhouden voor de prijsstabiliteit in het eurogebied' (Draghi, 2012).

Ook andere Europese en nationale autoriteiten namen verscheidene economische, structurele en institutionele maatregelen toen de crisis verhevigde. Belangrijke Europese maatregelen waren een versterking van de economische governance in de EU en stappen in de richting van de creatie van een bankenunie. Samen met het OMT-programma slaagden die maatregelen erin tot minder gefragmenteerde geldmarkten en markten voor overheidsobligaties te komen, door het vertrouwen in bepaalde marktsegmenten te herstellen. Dit resulteerde in een veel kleiner verschil tussen de referentierentes in de landen, met name sinds de zomer van 2012, hoewel de spreiding zeer hoog blijft in vergelijking met die vóór de crisis (en, in sommige gevallen, zelfs in vergelijking met de periode vóór de euro).

BANCAIRE DEBETRENTES

Aangezien referentiemarkten een impact hebben op de financieringskosten van banken en op de waarde van hun portefeuille, zijn ze een belangrijke factor bij het bepalen van de rentetarieven die de banken hun cliënten aanrekenen. De ontwikkelingen van de interbancaire rente en de rente op overheidsobligaties, en in het bijzonder de convergentie en de daaropvolgende divergentie die sinds de aanvang van de EMU werd opgetekend, kwam dus mogelijk tot uiting in andere financiële markten, met inbegrip van de retailmarkten. In een monetaire unie is een adequate transmissie van het monetair beleid naar alle landen en markten een fundamentele eigenschap

van financiële integratie binnen de unie. Tegen die achtergrond is het dan ook passend de ontwikkelingen van de bancaire rente per land te onderzoeken, die de eindfase van de monetairbeleidstransmissie vormen.

Om na te gaan in hoeverre de prijsvoorwaarden op de bancaire markten gefragmenteerd raakten na de verschillen op de referentiemarkten, en welke factoren de fragmentatie veroorzaakten, worden hierna de trends in de retailrentes geanalyseerd. In dit artikel wordt vooral aandacht besteed aan het verloop van de bancaire rente vóór en, in het bijzonder, tijdens de crisis. Meer bepaald wordt aandacht geschonken aan de rente van de kredietverlening van banken aan niet-financiële ondernemingen (NFO's), en dit om twee redenen. Ten eerste blijft het bankkrediet de voornaamste kredietbron voor de niet-financiële private sector in het eurogebied, terwijl financiering via andere financiële intermediairs of rechtstreeks op de markten relatief gering blijft, met name voor kleine en middelgrote bedrijven. Ten tweede wordt de analyse toegespitst op de kredietkosten voor NFO's (in tegenstelling tot huishoudens), omdat deze een fundamentele determinant zijn voor de investeringen van de bedrijven en, derhalve, de economische groei. Daarbij moet worden opgemerkt dat de bancaire rente voor niet-financiële ondernemingen ruimere verschillen vertoonde dan de rente op woninghypotheken voor huishoudens, omdat een groter aandeel van de leningen aan NFO's niet gedekt is door onderpand of niet gewaarborgd is⁽²⁾, zodat veranderende risicopercepties een grotere impact hebben op de aan NFO's aangerekende rente.

Net als voor de referentiemarkten, lag de spreiding tussen de bancaire rentes⁽³⁾, zoals gemeten aan de hand van de variatiecoëfficiënt, op een laag peil tussen 2003 (aanvang van de tussen de landen geharmoniseerde gegevensreeksen) en eind 2008. Tijdens de economische expansie tussen 2006 en de zomer van 2007 nam de spreiding af. Na de teloorgang van Lehman Brothers begonnen de verschillen op te lopen. In de zomer van 2011, toen de overheidsschuldencrisis verhevigde en zich uitbreidde naar een groot aantal landen, liepen de bancaire rentes in de landen zelfs nog verder uiteen, en de verschillen bereikten een piek tussen augustus 2012 en augustus 2013, een periode waarin de fragmentatie in de referentiemarkten begon om te keren. In de loop van 2013 begon het ecart tussen de in verschillende landen toegepaste retailrentes af te nemen, zij het in mindere mate dan de bovengenoemde vermindering van de verschillen in de markten voor overheidsobligaties, en bleef het ecart zeer hoog aan het begin van 2014. Daardoor liggen de kosten van kortlopend krediet voor NFO's in sommige landen van het eurogebied op een peil dat vergelijkbaar was met dat in de eerste helft van de jaren 2000, hoewel de beleidsrente

(1) Voor meer informatie, zie Dewachter et al. (2014, nog te verschijnen in het Journal of Banking and Finance).

(2) Sinds juni 2010 is gemiddeld ongeveer 30% van het volume van de nieuwe bankleningen aan NFO's in het eurogebied gedekt door onderpand of gewaarborgd (gegevens uit de enquête naar de Monetary Financial Institutions Interest Rates (MIR-enquête) van de ECB).

(3) Hier worden bancaire rentes gehanteerd uit de MIR-enquête van de ECB, met voor alle landen van het eurogebied geharmoniseerde methoden. De reeksen, die maandelijks verschijnen, vangen in januari 2003 aan.

momenteel dicht bij nul staat. Na de verlaging van de rente op de basisherfinancieringstransacties met 400 basispunten tussen augustus 2008 en januari 2014, daalde de bancaire rente op kortlopende leningen aan NFO's feitelijk met meer dan 300 basispunten in sommige landen (bijvoorbeeld Duitsland, Nederland, Frankrijk en België), terwijl de rente in de zwaarst door de crisis getroffen landen (Spanje, Italië, Portugal en Griekenland) tijdens dezelfde periode gemiddeld slechts met 165 basispunten terugliep.

Dergelijke grote verschillen in de doorwerking van de verlaging van de beleidsrente wijzen op problemen in de transmissie van het monetair beleid naar de bancaire rentes, zodat de versoepeling van het monetair beleid weinig invloed had in de landen die er het meest behoefte aan hadden, gelet op hun economische situatie. In feite was die gebrekkige doorwerking misschien het gevolg van echte problemen in het transmissiemechanisme van het monetair beleid of weerspiegelde ze andere, niet welomschreven factoren. In dat geval kan een loutere analyse van het verloop van de bancaire rente, zonder naar behoren rekening te houden met de onderliggende

kenmerken van de respectieve banken en de economische omstandigheden, een onvolledige beoordeling van het transmissiemechanisme opleveren.

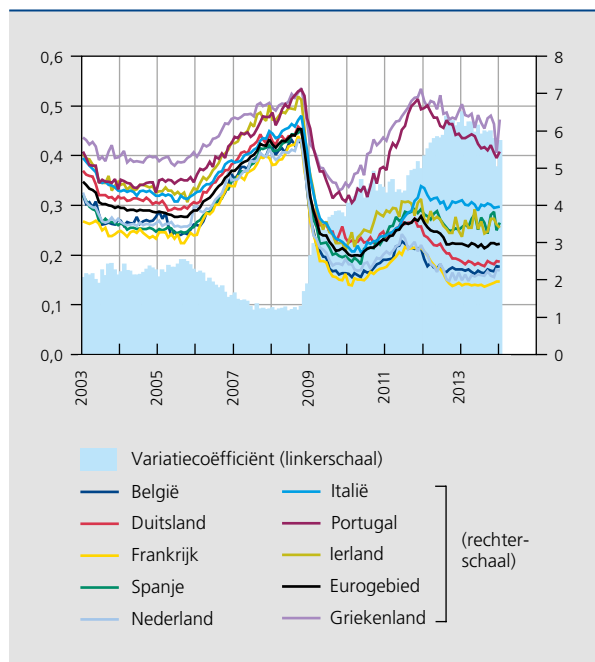
Om meer inzicht te krijgen in de stuwende krachten achter die van land tot land verschillende transmissie van de referentierentes naar de retailrentes, blijkt het leerzaam te kijken naar het verband tussen de bancaire rente (uitgedrukt als het *ecart*, in basispunten, tussen de indicator van de kredietkosten van de NFO's tot en met één jaar en de driemaands rente op daggeldrenteswaps, gemiddeld voor de aangegeven periode⁽¹⁾) en een factor die samenhangt met de financiële gezondheid van de banksector – de Tier 1-kapitaalratio – enerzijds, en een macro-economische factor – dubieuze leningen – anderzijds.

Voor de eerstgenoemde factor blijkt uit de grafiek hoe de kapitalisatiegraad van het nationale bankwezen negatief gecorreleerd is aan de bancaire rente. De Tier 1-kapitaalratio's stegen tussen 2008 en de eerste helft van 2013 aanzienlijk, door de herkapitalisatie van de banken na de crisis, maar dit ging gepaard met een sterke toename van de spreiding tussen de landen: hoewel de verschillen in kapitalisatiegraad tussen de nationale banksectoren al omvangrijk waren in 2008 (gaande van 6,6 % tot 12,7 %), werden ze nog groter in de daaropvolgende jaren, zodat ze in de eerste helft van 2013 tussen 10,7 % en 19,1 % lagen. De vastgestelde negatieve correlatie impliceert dat beter gekapitaliseerde banken lagere rentetarieven op nieuwe leningen toepassen. Dit verband is bovendien versterkt gedurende de crisis, met een steilere helling (die erop wijst dat een verslechterde kapitalisatie van de banken de bancaire rente in 2013 sterker deed toenemen dan vóór de crisis), maar een lager R-kwadraat. Zwakkere banken, met een laag kapitalisatieniveau of een hogere financiële hefboom, krijgen immers moeilijker toegang tot financiering, die tevens duurder uitvalt. Dat de bancaire rente gevoeliger werd voor de financiële soliditeit van het desbetreffende bankwezen wijst er mogelijk op dat de banken in die landen hun winst moeten verhogen om zodoende hun kapitaalpositie te verbeteren, of dat zij hun risicogewogen activa moeten herschikken.

Soortgelijke vaststellingen gelden voor de correlatie tussen de bancaire rente en het risico van de kredietnemer. Door dubieuze leningen (uitgedrukt in procenten van de totale leningen) te hanteren als een benadering voor het risico van de kredietnemer, kan worden vastgesteld dat een hoger aandeel aan dubieuze vorderingen

GRAFIEK 12 FRAGMENTATIE VAN DE BANCAIRE RENTES IN HET EUROGEBIED

(indicator van de kosten van kortlopend krediet voor niet-financiële ondernemingen⁽¹⁾ en variatiecoëfficiënt, in %)



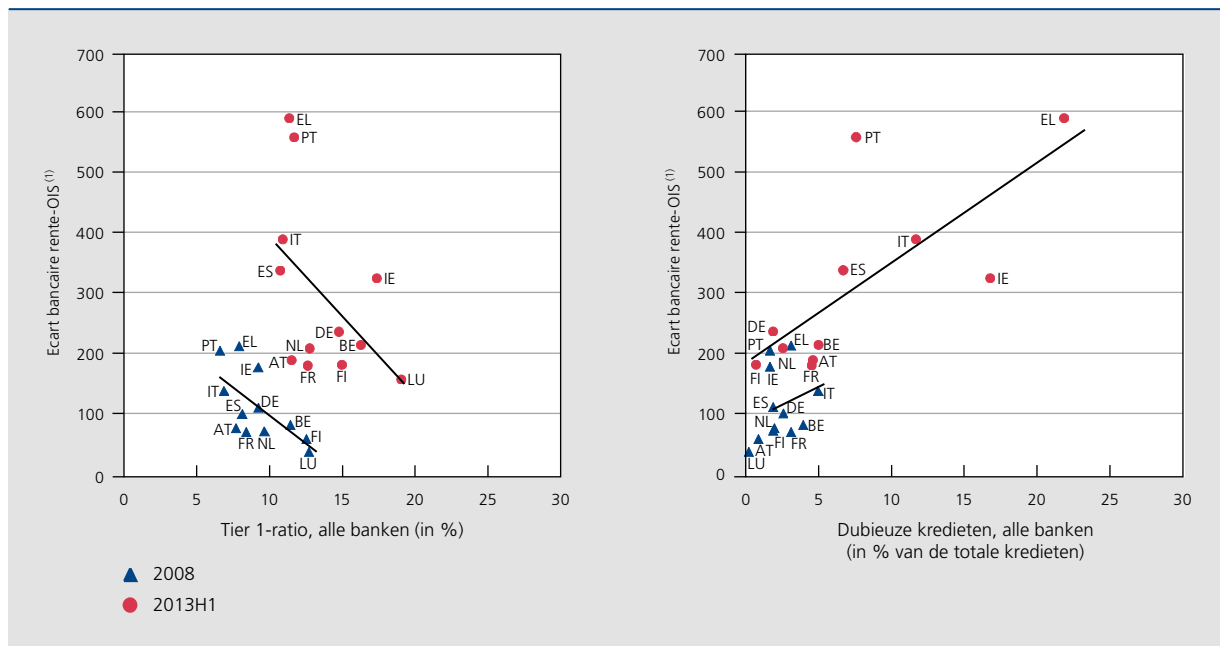
Bron: ECB.

(1) Berekend als een gewogen gemiddelde van de rentetarieven op leningen tot en met één jaar (inclusief langlopende leningen uitgegeven met een variabele rente en een initiële rentevaste periode van minder dan één jaar) en door banken aan niet-financiële ondernemingen verstrekte rekening-courantkredieten (zie ECB, 2013).

(1) Aan de hand van het *ecart* tussen de bancaire rente en een risicovrije referentierente kunnen de veranderingen in het peil van de beleidsrente tussen de onderzochte periodes buiten beschouwing worden gelaten.

GRAFIEK 13 DETERMINANTEN VAN DE HETEROGENITEIT TUSSEN DE BANCAIRE RENTES IN HET EUROGEBIED

(ecarts in basispunten)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ECB (MIR-enquête en bankbalansen op geconsolideerde basis).

(1) Ecart tussen de indicator van de kredietkosten op korte termijn voor niet-financiële ondernemingen en de driemaands rente op daggeldrenteswaps (OIS).

nauw samenhangt met hogere ecarts voor de bancaire rente⁽¹⁾, met name na de crisis. Tijdens de crisis namen de verschillen tussen de percentages dubieuze leningen in diverse landen aanzienlijk toe. Tegelijkertijd werd de regressielijn iets steiler maar nam het R-kwadraat van de relatie af.

Het aangetoonde sterke verband tussen het peil van de bancaire rente en die twee soorten factoren lijkt erop te wijzen dat de transmissie van het monetair beleid wordt beïnvloed door de economische en financiële omstandigheden in elk land, met name sinds de aanvang van de crisis. Teneinde op een meer structurele wijze de oorzaken na te gaan van de ruime verschillen tussen de bancaire rentes in de landen van het eurogebied, wordt hierna een econometrisch model geraamd, waarin uiteindelijk die twee soorten risico's zijn opgenomen. De analyse wordt verricht voor vier landen van het eurogebied die divergerende bancaire rentes gedurende de crisis lieten optekenen (België, Duitsland, Italië en Spanje), via vector error

correction models (VECM), die vaak worden gehanteerd om de doorwerking in de bancaire rentes te modelleren⁽²⁾. Dat type model stelt ons in staat de langetermijnrelatie tussen de referentierentes en de bancaire rentes te ramen. De methode modelleert ook de reactie op korte termijn van de bancaire rente op veranderingen in de referentierente en de aanpassing in de richting van het nieuwe evenwicht op lange termijn. Hierna wordt vooral aandacht besteed aan de geraamde langetermijnrelatie tussen de variabelen.

De analyses werden verricht aan de hand van de reeds getoonde indicator van de kredietkosten op korte termijn voor niet-financiële ondernemingen (CBI): deze indicator wordt berekend als een gewogen gemiddelde van de rentetarieven op leningen met een looptijd tot en met één jaar (inclusief langlopende leningen die worden uitgegeven tegen een variabele rente en met een initiële rentevaste periode van minder dan één jaar) en van de rekening-courantkredieten die de banken aan niet-financiële ondernemingen verstrekken. Als kortlopende risicovrije referentierente wordt de driemaands rente op daggeldrenteswaps (OIS) gebruikt, een benadering van de verwachte daggeldrente in de komende drie maanden. We ramen de VECM met behulp van de eenvoudige, uit twee stappen bestaande methodologie die wordt

(1) Een hoog risico van de kredietnemer kan ook impliceren dat de bank reeds risicovolle activa in haar balans heeft. Dit zou ook haar financieringskosten verhogen, en derhalve ook de rente op leningen die ze aanbiedt.

(2) Zie onder andere ECB (2009) en Cordemans en de Sola Perea (2011).

gedefinieerd in Lütkepohl en Krätzig (2004). De geraamde vergelijking luidt als volgt:

$$\Delta cbi_t = \alpha_{cbi}(cbi_{t-1} - \beta ois_{t-1} - \gamma) + \sum_{i=1}^n \delta_{cbi,t-i} \Delta cbi_{t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_{cbi,t-i} \Delta ois_{t-i} + u_{cbi,t}$$

waarin cbi gelijk is aan de indicator van de kredietkosten en ois aan de als referentie gebruikte marktrente (drie-maands OIS), α -coëfficiënt staat voor de snelheid van aanpassing in de richting van het evenwicht op lange termijn, β is de mate van transmissie van de marktrente op lange termijn, γ is een constante in de langetermijnvergelijking die het ecart tussen beide rentes weergeeft, de coëfficiënten δ en θ meten de kortetermijndynamiek, en u is de foutterm. Een β -coëfficiënt gelijk aan 1 wijst op een volledige doorwerking op lange termijn van de marktrente in de bancaire rente. De term tussen haakjes vormt de co-integratievergelijking, die het langetermijnverband tussen de rentetarieven weergeeft, terwijl de rest van de vergelijking de kortetermijndynamiek toont. Het in elk model gebruikte aantal vertragingen (n) wordt gekozen volgens het Schwarz-informatie criterium.

In een eerste stap wordt dat model toegepast op de periode vóór de crisis, tussen januari 2004 en augustus 2008. Hierdoor kan in elk van de landen de werking van het monetaire transmissiemechanisme worden nagegaan in 'normale tijden' tijdens dewelke de renteversillen klein waren. In tabel 1 wordt de geraamde langetermijncoëfficiënt voor de geldmarktrente weergegeven. Uit kolom 1 blijkt dat, vóór de crisis en aan de hand van het hierboven beschreven eenvoudige model, de transmissie naar de bancaire rente grotendeels volledig en gelijk was voor de vijf geanalyseerde landen: de langetermijncoëfficiënt van de OIS-rente lag tussen 0,91 en 1,25, of telkens zeer dicht in de buurt van 1. Voor Spanje wijst de coëfficiënt boven 1 op een meer dan volledige doorwerking, waardoor de bancaire rente, op lange termijn, in ruimere mate zou stijgen of dalen dan de oorspronkelijke verandering van de marktrente. De aanpassing aan het langetermijnevenwicht (α , niet in de tabel weergegeven) verliep naar raming sneller in België en Duitsland dan in Spanje en Italië, terwijl de γ -ramingen (niet in de tabel opgenomen) uiteenliepen tussen de beschouwde landen, gaande van laag in Spanje tot hoog in Duitsland en Italië.

Door dezelfde analyse uit te breiden naar de gehele beschouwde periode (tot januari 2014) is het mogelijk na te gaan of de waargenomen fragmentatie in andere markten een structurele verandering heeft teweeggebracht in het verband tussen de marktrente en de bancaire rente in elk van de landen. Uit kolom 2 van tabel 1 blijkt dat de

TABEL 1 DOORWERKING OP LANGE TERMIJN VAN DE MARKTRENTRE IN DE BANCAIRE RENTE

(standaardfouten zijn weergegeven tussen haakjes)

	Bivariaat, vóór de crisis	Bivariaat, gehele beschouwde periode	Alle factoren, gehele beschouwde periode
België	1,01 (0,07)	0,75 (0,04)	0,94 (0,05)
Duitsland	0,92 (0,04)	0,79 (0,04)	0,83 (0,02)
Italië	0,91 (0,08)	0,47 (0,17)	0,96 (0,02)
Spanje	1,25 (0,07)	0,31 (0,14)	1,23 (0,04)

Bron: eigen berekeningen.

transmissie van de marktrente in alle beschouwde landen werd gehinderd, hoewel in zeer verschillende mate: voor België en Duitsland nam de langetermijncoëfficiënt op de referentierente enigszins af, maar bleef hij hoog en relatief dicht in de buurt van 1. In sommige – minder sterk door de crisis getroffen – landen kan het eenvoudige model waarin de bancaire rente enkel wordt gekoppeld aan de korte geldmarktrente, dus ook het gedrag van de bancaire rente tijdens de crisis verklaren. In de zwaarder door de crisis getroffen landen, daarentegen, was de daling van de doorwerking op lange termijn veel sterker: in Italië liep ze terug van 0,91 tot 0,47, terwijl ze in Spanje afnam van 1,25 tot 0,31. Het geraamde verband tussen de referentierente en de bancaire rente lijkt dus sinds de crisis te zijn verbroken in de landen die sterker onder druk stonden⁽¹⁾. In België en Duitsland vertraagde het tempo van de aanpassing naar het evenwicht op lange termijn aanzienlijk, terwijl het onbeduidend werd in Spanje en Italië. De in de langetermijnvergelijking opgenomen constante steeg in alle landen, maar de stijging was veel groter voor Italië en Spanje.

Een verdere analyse kan helpen vaststellen welke factoren ten grondslag liggen aan die verandering in de doorwerking op lange termijn van de marktrente. Daartoe, en gelet op het reeds vermelde sterke verband tussen, enerzijds, de financiële gezondheid van de banksector en de macro-economische situatie van een land en, anderzijds, de bancaire rente, wordt een model geraamd met twee variabelen die deze twee hoofdrisico's voorstellen.

(1) Die conclusie wordt versterkt doordat voor Italië en Spanje heel wat van de geraamde coëfficiënten niet significant waren.

Aangezien het om een model op maandbasis gaat, wordt de werkloosheidsgraad eraan toegevoegd als een indicator van de economische kwetsbaarheid van elk land en als een benadering van het risico verbonden aan de kredietnemers. Voorts wordt een niet-gewogen maandgemiddelde opgenomen van vijfjaars CDS-premies voor de in elk van de beschouwde landen gevestigde banken, als een benadering voor de percepties inzake de financiële gezondheid van het nationale bankwezen en, vandaar, voor de financieringskosten die de banken (gemiddeld) in ieder land moeten dragen. Het is nuttig eraan te herinneren dat de CDS-premies voor banken sterk gecorreleerd zijn aan de rendementen op overheidsobligaties, als gevolg van de 'sovereign-bank loop'. Het nauwe verband tussen de banken en de overheid impliceert dan ook dat onze analyse niet zal kunnen uitmaken hoe belangrijk bankenproblemen zijn in verhouding tot overheidsproblemen voor het bepalen van de bancaire rente⁽¹⁾. Tot op zekere hoogte geldt hetzelfde voorbehoud voor de identificatie van de andere variabelen: in feite is de werkloosheidsgraad sterk positief gecorreleerd aan de gezondheid van de financiële sector in Italië en Spanje⁽²⁾, waardoor een strikte interpretatie en differentiatie van de effecten van elk risicotype niet per definitie mogelijk is.

Die twee variabelen zijn begrepen in de foutcorrectieterm (het langetermijnverband) en in de kortetermijndynamiek. Voorts wordt een dummy variabele opgenomen in de crisisperiode (vanaf september 2007)⁽³⁾. Net als bij het eenvoudige model ligt de nadruk op de geraamde vergelijking voor de indicator van de kredietkosten, die er als volgt uitziet:

$$\begin{aligned} \Delta cbi_t = & \alpha_{cbi} (cbi_{t-1} - \beta ois_{t-1} - \zeta unemp_{t-1} - \eta cds_{t-1} - \gamma) \\ & + \sum_{i=1}^n \delta_{cbi,t-i} \Delta cbi_{t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_{cbi,t-i} \Delta ois_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^n \mu_{cbi,t-i} \Delta unemp_{t-i} + \sum_{i=1}^n \omega_{cbi,t-i} \Delta cds_{t-i} + u_{cbi,t} \end{aligned}$$

De langetermijncoëfficiënten van de marktrente (β) die uit de raming zijn afgeleid door gebruik te maken van alle risicofactoren voor de gehele beschouwde periode, zijn weergegeven in kolom 3 van tabel 1. De opname van de risicofactoren brengt met zich dat de geraamde doorwerking op lange termijn van de marktrente opnieuw een peil bereikt dat vergelijkbaar is met het niveau van vóór de crisis, wat er derhalve op wijst dat, strikt genomen, de daling van de marktrente ook in de zwaarst door de crisis getroffen landen feitelijk volledig doorwerkte in de bancaire rente, maar dat het bestaan van financiële en economische risico's de bancaire rentes opdreef en zo die 'volledige' transmissie verhulde. Het tempo van de aanpassing naar het langetermijnevenwicht wordt hoger

geraamd en lag zowat even hoog als vóór de crisis in Duitsland, en hoger dan vóór de crisis in België, Spanje en Italië, zodat alle α -coëfficiënten in de diverse landen dichter bij elkaar lagen.

In tabel 2 zijn de langetermijncoëfficiënten van de CDS-premies voor banken (η) en de werkloosheidsgraad (ζ) weergegeven. De problemen in de banksector waren voor de banken een belangrijke en significante factor bij het vaststellen van de rente in Duitsland en Italië, terwijl ze minder relevant leken in België, en onbelangrijk voor Spanje. De CDS-premies voor banken hebben in Spanje immers alleen maar een significante en grote impact op de bancaire rente wanneer de analyse wordt uitgevoerd met het model ongerekend de werkloosheid. Dit zou kunnen betekenen dat de CDS-premies voor banken, in ruime mate, het kredietrisico weerspiegelen dat verbonden is aan de verslechtering van de macro-economische situatie in Spanje, zoals hierboven werd uiteengezet. Wat het macro-economische risico betreft, was de werkloosheidsgraad een relevante variabele voor de prijsbepaling van kredieten aan niet-financiële ondernemingen in België, Spanje en – in het bijzonder – Italië, terwijl hij minder belangrijk leek in Duitsland. Afgezien van de orde van grootte van de economische achteruitgang in de verschillende landen en van de toename van het risico van de kredietnemer, kan dat toe te schrijven zijn aan het feit dat een zwakke macro-economische situatie een meer uitgesproken effect zou hebben op een kwetsbaar bankwezen dan op een gezond.

Om de economische relevantie van die factoren voor de bancaire rente te illustreren, worden voor elk van de landen twee hypothetische scenario's berekend, aan de hand van het geraamde model voor de gehele beschouwde periode inclusief de twee risicofactoren. In het eerste scenario wordt aangenomen dat de CDS-premies voor banken onveranderd bleven op hun peil van augustus 2008, vóór de financiële crisis verhevigde. In het tweede scenario is het de werkloosheidsgraad die constant blijft op het niveau van augustus 2008. Alle andere variabelen (de referentierente en ofwel de financieringsproblemen ofwel de indicator van het macro-economische risico) gedragen zich zoals waargenomen, waardoor een scenario voor de bancaire rente kan worden berekend.

Met de eenvoudige structuur van het model voor ogen, kunnen uit die hypothetische scenario's niettemin enkele

(1) In dat verband komen Al-Eyd en Berkmen (2013) tot de bevinding dat 'de informatie over het soeverein risico blijkt te zijn vervat in het risico van de financiële sector en in de ecart op bankobligaties', aangezien de coëfficiënten van de variabelen voor het soeverein risico in hun analyse niet-significant worden door de opname van variabelen voor het risico van de financiële sector.
(2) De correlatie is echter negatief voor zowel Duitsland als België.
(3) De opname van de crisisvariabele in een bivariaat model voor de gehele beschouwde periode verandert niets aan de bevinding van een sterk gehinderde monetairbeleidstransmissie tijdens de crisis voor Spanje en Italië.

TABEL 2 LANGETERMIJNCOËFFICIËNTEN VAN DE RISICOFACTOREN
(standaardfouten zijn weergegeven tussen haakjes)

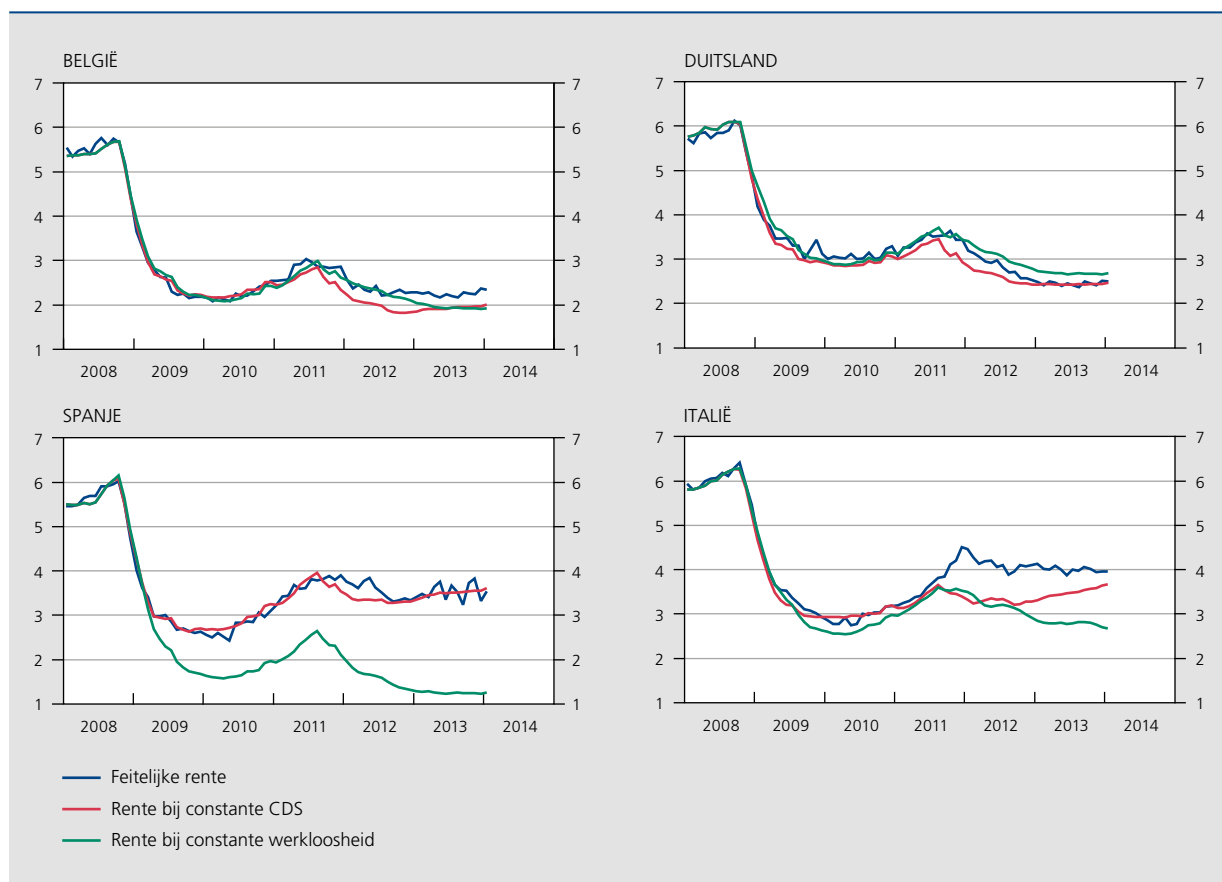
	CDS-premie voor banken	Werkloosheid
België	0,11 (0,05)	0,15 (0,10)
Duitsland	0,27 (0,06)	0,07 (0,03)
Italië	0,20 (0,03)	0,23 (0,02)
Spanje	0,03 (0,03)	0,16 (0,01)

Bron: eigen berekeningen.

voorzichtige conclusies worden getrokken. Ten eerste blijken de CDS-premie voor banken een grotere invloed

te hebben gehad op het hoogtepunt van de crisis voor overheidsobligaties (tussen 2011 en 2012), terwijl de werkloosheid sterker bijdroeg tot de hoge bancaire rente tegen het einde van de beschouwde periode, met name in 2013, wegens de hogere werkloosheidscijfers die toen werden opgetekend. Ten tweede had de stijging van de CDS-premie (die zowel het kredietrisico als de daaropvolgende toename van de financieringskosten voor banken weerspiegelde) een relatief geringe invloed op de aan niet-financiële ondernemingen aangerekende bancaire rente in België en Duitsland, in tegenstelling tot Italië, waar de impact sterk was. Volgens het model blijkt de ingeschatte financiële gezondheid niet zo een grote rol te hebben gespeeld in het ontstaan van de hoge bancaire rente in Spanje. In feite blijkt uit het model dat het hoofdzakelijk de stijging van de werkloosheid was die het meest bijdroeg tot het hoge peil van de Spaanse bancaire rentes; dit resultaat was toe te schrijven aan de aanzienlijke stijging van de werkloosheid en het relatief hoge langetermijneffect van de werkloosheid op de rente. Het

GRAFIEK 14 DE INVLOED VAN CDS-PREMIES VOOR BANKEN EN DE WERKLOOSHEIDSGRAAD OP DE BANCAIRE RENTE: HYPOTHETISCHE SCENARIO'S
(in %)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ECB, eigen berekeningen.

werkloosheidspeil had ook een belangrijke invloed op de Italiaanse bancaire rente, en een (meer gematigde) impact op de door Belgische banken aangerekende rentetarieven. De werkloosheidsgraad beïnvloedde eveneens de bancaire rente in Duitsland, zij het met het omgekeerde effect in vergelijking met andere landen, omdat de Duitse werkloosheid sinds juni 2009 neerwaarts gericht is. Bij een onveranderde werkloosheidsgraad zou de Duitse bancaire rente, gemiddeld sinds 2011, dus hoger zijn geweest⁽¹⁾.

De hier toegelichte bevindingen sluiten aan bij die van Al-Eyd en Berkmen (2013). Zij stellen vast dat, wanneer niet wordt gecontroleerd voor factoren als het bankkredietrisico en de financieringskosten, de langetermijntransmissie van marktrente naar bancaire rente gedurende de crisis terugliep voor de landen die het zwaarst door de crisis werden getroffen. In tegenstelling tot onze resultaten, merken ze geen impact van de reële economie (gemeten aan de hand van de vertrouwensindicator PMI en van indices inzake economische onzekerheid) op de bancaire rente. In ECB (2013) worden conclusies getrokken die met de onze overeenstemmen en die wijzen op een belangrijke invloed van de ecarts op overheidsobligaties en van het macro-economische risico en het kredietrisico op de bancaire rente in Italië en Spanje, maar niet in Frankrijk of Duitsland. In tegenstelling tot onze resultaten, lijkt het bancaire risico geen grote invloed te hebben op de bepaling van de rente, hoewel dit kan toe te schrijven zijn aan de opname, in de regressies, van de ecarts op overheidsobligaties: zoals hierboven werd vermeld, maakt de 'sovereign-bank loop' het moeilijk een onderscheid te maken tussen beide effecten.

Al met al lijken de resultaten van deze analyses en van die in dit artikel te wijzen op een gebrekkige transmissie van de monetairbeleidsbeslissingen naar de bancaire rente, niet noodzakelijk wegens problemen in het doorwerkingsmechanisme stricto sensu, maar doordat de bepaling van de rente in sommige landen sterk werd beïnvloed door de forse verslechtering van de gezondheid (en de perceptie ervan) van het financiële stelsel en de macro-economische situatie op nationaal vlak.

Conclusies

Uit een analyse van de grensoverschrijdende kapitaalstromen en een analyse van de referentierentes en de bancaire rentes blijkt dat het proces van financiële integratie tussen de landen van het eurogebied tijdens de eerste jaren van de monetaire unie in 2007 een kentering vertoonde, die zich heeft doorgezet na 2011. Gelet op de opbouw van grote macro-economische onevenwichtigheden en omvangrijke interbancaire posities en schuldposities in een

onvolkomen institutioneel kader, bleek de financiële integratie binnen het eurogebied onstabiel te zijn in het licht van een financiële crisis. Deze factoren lagen ten grondslag aan de herbeoordeling van de risico's die tijdens de recente crisis een inkrimping van de grensoverschrijdende kapitaalstromen veroorzaakte. De daaruit resulterende voorkeur voor de thuismarkt werkte de vicieuze cirkel tussen overheden en banken in de hand: hun risicopercepties raakten overmatig met elkaar verweven, wat de fragmentatie in het eurogebied versterkte.

De Europese autoriteiten reageerden op die situatie ten einde de financiële integratie te handhaven en namen ook maatregelen om in de toekomst een meer duurzame vorm van financiële integratie op te zetten. Dit is om ten minste twee redenen wenselijk. Ten eerste, in een monetaire unie vergemakkelijkt financiële integratie een adequate transmissie van monetairbeleidsbeslissingen naar de verschillende marktsegmenten in de unie. Ten tweede is, bij omvangrijke externe onevenwichtigheden, een reactivering van de grensoverschrijdende private financiële stromen belangrijk om te waarborgen dat de onevenwichtigheden duurzaam worden gefinancierd. De autoriteiten in de Europese Unie grepen op twee fronten in. Op korte termijn creëerden ze financieringsmechanismen om de directe financieringsdruk te verzachten, en op langere termijn pasten ze het institutionele kader aan om het beter in staat te stellen een volmaaktere en duurzamere vorm van financiële integratie in de landen van het eurogebied te realiseren.

Tot de eerste reeks maatregelen behoort de financiering verstrekt door zowel het Eurosysteem als de Europese bijstandsmechanismen, de EFFF en het ESM. Bovendien lanceerde het Eurosysteem twee programma's voor de aankoop van effecten (SMP en OMT's), om belemmeringen van het transmissiemechanisme van het monetair beleid en met name het redeneringsrisico tegen te gaan.

De versterking van de economische governance en de oprichting van de bankenunie zijn op langere termijn gerichte maatregelen. Deze initiatieven zullen de financiële integratie in het eurogebied wellicht helpen herstellen en verbeteren, respectievelijk door de onderliggende macro-economische oorzaken van de afgenomen financiële integratie aan te pakken en door een institutioneel kader te creëren dat een gedegen financiële integratie in de hand werkt.

De invoering van het Europees Semester, dat het toezicht op het begrotingsbeleid versterkt, en het verruimde

(1) Gelet op de eenvoud van het model, is enig voorbehoud geboden bij deze resultaten. Een grondiger en meer gedetailleerde analyse is vereist om de bijdrage van de verschillende schokken werkelijk en volledig vast te stellen.

toezicht op interne en externe macro-economische onevenwichtigheden met de start van de procedure bij macro-economische onevenwichtigheden, zijn belangrijke stappen die in de toekomst de opbouw van buitensporige onevenwichtigheden zouden moeten voorkomen. Samen met de andere elementen die de 'economische pijler' van de EMU versterken, zoals de 2020-strategie, zouden ze uiteindelijk de houdbaarheid van de economische groei moeten herstellen, wat een noodzakelijke voorwaarde is om internationale beleggers aan te trekken en financiële integratie langs de vraagzijde aan te moedigen.

Op dit ogenblik hebben de meeste noodlijdende landen de onevenwichtigheden in hun stromen grotendeels gecorrigeerd, zoals blijkt uit de omslag van de saldi op hun lopende rekening, die een terugkeer naar de markten vergemakkelijkt. Uit dit artikel blijkt echter dat er nog grote onevenwichtigheden in de uitstaande posities overblijven. Een hernieuwde financiële integratie zou ertoe bijdragen het daarmee gepaard gaande herfinancieringsrisico te beperken en dus te verzekeren dat de netto buitenlandse schuld van die landen op een duurzame wijze wordt gefinancierd.

Aan de aanbodzijde zal de oprichting van de bankenunie, die het nationale toezicht en de afwikkeling van banken op een Europees niveau brengt, wellicht leiden tot een efficiëntere financiële integratie, aangezien ze de aan grensoverschrijdende kapitaalstromen verbonden negatieve

externaliteiten zal internaliseren. De oprichting van het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (GTM) maakt het eveneens mogelijk de risico's beter te identificeren en zal wellicht de grensoverschrijdende bancaire/financiële stromen en dus de integratie veiligstellen. Ten slotte zullen elementen van grensoverschrijdende risicodeling, bijvoorbeeld via de creatie van het gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme (single resolution mechanism – SRM), een de facto integratie bevorderen wanneer daar het meest behoefte aan bestaat. De huidige wetgeving omschrijft een gemeenschappelijk afwikkelingsfonds dat door alle banken wordt gefinancierd. Idealiter zou het SRM ook moeten worden ondersteund door een betrouwbaar opvangmechanisme, om de systeemshokken het hoofd te kunnen bieden.

Die inspanningen om een echte bankenunie op te richten, vormen een belangrijke stap voorwaarts in het institutionele raamwerk van het eurogebied, en naar verwachting zullen ze de financiële integratie bevorderen en verbeteren. De integratie zou uiteindelijk echter verder voordeel kunnen trekken uit een nog ruimer gedefinieerde financiële unie (met inbegrip van kapitaalmarkten en niet-bancaire financiële intermediatie), zodat nog beter de vrije en doelmatige allocatie van kapitaal in de monetaire unie wordt gewaarborgd. Daarenboven zou de EMU ook kunnen profiteren van een diepere integratie, om te voorkomen dat de financiële integratie sneller verloopt dan de integratie in andere domeinen en daarbij zichzelf dreigt te ondermijnen.

Bibliografie

- Al-Eyd A. en S. P. Berkmen (2013), *Fragmentation and Monetary Policy in the Euro Area*, IMF Working Paper 13/208, October.
- Baele L., A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova en C. Monnet (2004), *Measuring financial integration in the euro area*, ECB Occasional Paper 14.
- Banerjee A. V. (1992), 'A simple model of herd behavior', *The Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 797-817.
- Boeckx J. (2012), 'Welke rol speelt het Eurosysteem tijdens de financiële crisis?', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 7-30, september.
- Caballero R., E. Farhi en P.-O. Gourinchas (2008), 'An equilibrium model of global imbalances and low interest rates', *American Economic Review*, vol. 98(1), 358-393.
- Calvo A. G. (1998), 'Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops', *Journal of Applied Economics*, vol. 1(1), 35-54.
- Chinn M. D. en H. Ito (2006), 'What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions', *Journal of Development Economics*, vol. 81(1), 163-192, October.
- Coeuré B. (2014), *Current challenges for the conduct of monetary policy in the euro area*, Speech at the Conference ECB and its Watchers, Frankfurt, Germany, 12 March.
- 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.
- Dewachter H., L. Iania, M. Lyrio en M. de Sola Perea (2014), *A macro-financial analysis of the euro area sovereign bond market*, te verschijnen in *Journal of Banking and Finance*.
- Draghi M. (2012), *Introductory statement to the press conference*, Frankfurt, 6 September.
- EC (2006), *Commission Staff Working Document on the impact of Regulation (EC) 2560/2001 on bank charges for national payments*, SEC(2006) 1783, Brussels, 18 December.
- ECB (2009), 'Recent developments in the retail bank interest rate pass-through in the Euro Area', *Monthly Bulletin*, 93-105, August.
- ECB (2013), 'Assessing the retail bank interest rate pass-through in the euro area at times of financial fragmentation', *Monthly Bulletin*, 75-91, August.
- Edison H.J., R. Levine, L. Ricci en T. Slok (2002), 'International Financial Integration and Economic Growth', *Journal of International Money and Finance*, vol. 21(6), 749-776, November.
- Eichengreen B. J. (2001), 'Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?', *World Bank Economic Review*, vol. 15(3), 341-365.
- Eurostat (2011), *New decision of Eurostat on deficit and debt: The statistical recording of operations undertaken by the European Financial Stability Facility*, News Release 13/2011, 27 January.
- Eurostat (2013), *Decision of Eurostat on deficit and debt: Statistical classification of the European Stability Mechanism*, Luxembourg, 31 January.

Feldstein M. en C. Horioka (1980), 'Domestic Saving and International Capital Flows', *Economic Journal*, vol. 90 (358), 314-329, June.

Gourinchas P.-O. en O. Jeanne (2007), *Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle*, NBER Working Paper, 13602.

Gourinchas P.-O. en M. Obstfeld (2012), 'Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First', *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4(1), 226–265.

IMF (1993), *Fifth edition of the IMF's Balance of Payments Manual*.

IMF (2004), *Revision of the Fifth Edition of the IMF's Balance of Payments Manual*.

IMF (2009), *Sixth edition of the IMF's Balance of Payments Manual*.

IMF (2013), 'Fragmentation, the monetary transmission mechanism, and monetary policy in the euro area', *Euro area policies 2013 Article IV consultation*, Selected issues paper, IMF Country Report 13/232, July.

Jappelli T. en M. Pagano (2008), *Financial market integration under EMU*, CEPR Discussion Paper 7091.

Kirabaeva K. en A. Razin (2010), *Composition of Capital Flows: A Survey*, NBER Working Paper 16492.

Kose M. A., E. Prasad, K. Rogoff en S.J. Wei (2009), 'Financial Globalization: A Reappraisal', IMF Staff Papers, vol. 56(1), 8–62.

Lane P. R. en G. M. Milesi-Ferretti (2003), *International financial integration*, IMF Working Papers 03/86.

Lane P. R. en G. M. Milesi-Ferretti (2008), 'The Drivers of Financial Globalization', *American Economic Review*, vol. 98(2), 327–332.

Lane P. R. (2010), *International Financial Integration and the External Positions of the Euro Area Countries*, OECD Economics Department Working Papers 830.

Levine R. (2001), 'International financial liberalization and economic growth', *Review of International Economics*, vol. 9, 688–702.

Lucas R. (1990), 'Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?', *American Economic Review*, vol. 80, 92–96.

Lütkepohl H. en M. Krätzig (2004), *Applied time series econometrics*, Cambridge University Press, U.K.

Mankiw N.G., D. Romer en D. Weil (1992), 'A Contribution to the Empirics of Economic Growth', *Quarterly Journal of Economics*, 107 (2), 407–438.

McKinsey Global Institute (2013), *Financial Globalization: Retreat or Reset*, Global Capital Markets, March.

Obstfeld M. (1998), 'The Global Capital Market: Benefactor or Menace?', *Journal of Economic Perspectives*, 12 (Fall), 9–30.

OESO (2011), 'Getting the most out of international capital flows', *OECD Economic Outlook*, Vol. 2011/1, Chapter 6.

Reinhart C. en V. Reinhart (2008), *Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present*, CEPR Discussion Papers 6996.

Schindler M. (2009), *Measuring Financial Integration: A New Data Set*, IMF Staff Papers, Vol. 56, 222–238.

Stiglitz J. (2004), 'Capital-Market Liberalization, Globalization, and the IMF', *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20(1), 57–71.

Unctad (2012), *Development and Globalization: Facts and Figures*, UNCTAD/WEB/GDS/DSI/2012/2, April.

Van Nieuwenhuyze Ch. (2013), 'Debt, assets and imbalances in the euro area: An aggregate view', in Winkler B., A. van Riet en P. Bull (eds.), *A flow of funds perspective on the financial crisis*, Vol. II, Palgrave Macmillan.

Waysand C., K. Ross en J. de Guzman (2010), *European Financial Linkages: A New Look at Imbalances*, IMF Working Paper 09/295.

Summaries of articles

Economic projections for Belgium – Spring 2014

The article presents the Bank's new macroeconomic projections. For the first time, and in accordance with the change in the publication of the euro area projections by the ECB, the projection period includes the year $t+2$, in this case 2016. It should be stressed that the uncertainty around the central projection increases substantially for later years, inter alia because it is an unchanged policy scenario.

These Spring 2014 projections were produced in a context of a further recovery in the global economy and in the euro area, notwithstanding the remaining short-term volatility. The Eurosystem projections for the euro area point to activity growth firming and inflation picking up slowly over the 2014-2016 period. As to Belgium, the Autumn 2013 projections are by and large confirmed with only a minor upward revision to 1.3 % for annual activity growth in 2014. Growth is projected to strengthen further to about 1.6 % -1.7 % in the two following years, and domestic demand should become the driving factor with the positive contribution from net exports disappearing as of 2015. Very moderate wage cost growth, a strong euro and declining energy prices are curbing inflation despite a recovery in profit margins. Headline inflation is projected to reach an exceptionally low level in 2014, partly as a result of an indirect tax cut, but is set to rise gradually over the projection horizon, reaching 1.6 % in 2016 (with core inflation rising to 1.8 % in 2016).

While net job losses still amounted to some 10 000 in 2013, the labour market has picked up a bit earlier than envisaged in the Autumn 2013 projections. It is projected to strengthen further over the projection horizon although, taking into account the expected growth in the labour force, job creation will only be sufficient to reduce the unemployment rate from 2015 onwards.

By unchanged policy, the government deficit is projected to remain at 2.6 % of GDP this year as in 2013 and drift upwards in the 2015-2016 period, while staying marginally below the 3 % of GDP threshold. Government debt would remain larger than GDP throughout the projection period.

JEL codes: E17, E25, E37, E66

Key words: Belgium, macroeconomic projections, Eurosystem

Is government spending the key to successful consolidation ?

The financial crisis that erupted during 2007 and intensified in 2008 and the ensuing economic recession led to a serious deterioration in the public finances of most advanced economies. That resulted in a sharp increase in the fiscal deficit and public debt in those countries, including Belgium.

Since then, almost all countries have made considerable efforts to achieve fiscal consolidation in order to end the unsustainable developments. However, restoring sustainable public finances will entail additional efforts in most countries in the years ahead.

This article examines the budgetary instruments that can be used to continue consolidating public finances. In the process, it examines in depth the role of public spending. It describes the impact of the various budgetary instruments on economic activity in both the short and long term. Special attention is given to the fiscal position and potential consolidation instruments in Belgium.

JEL codes: H3, H5, H6

Key words: Fiscal consolidation, government expenditure, fiscal multipliers, fiscal policy

The new national consumer price index

The new national consumer price index (NCPI) on which the health index is based came into effect in January 2014. It underwent full revision, as it does every eight years. This brings to an end the significant obsolescence of the index, in which the weighting scheme increasingly failed to reflect real consumer behaviour, a fact which had implications for the inflation figures. On this occasion, various methodological adjustments were introduced, most of them corresponding to the changes announced previously during 2013. The most important innovation is the switch to the use of a chained index instead of a fixed base. That decision will make it easier not only to implement gradual methodological improvements in future, but above all to adapt the weighting scheme annually and thus regularly reflect observed changes in consumption habits.

The set of changes will influence the inflation figures according to the NCPI and the inflation gap between that and the harmonised index of consumer prices (HICP). Although the NCPI methodology has been brought closer to that of the HICP, the two indexes are likely to continue to display divergent movements owing to the remaining methodological differences, particularly between the weighting schemes, though the effect will be smaller than in recent years.

JEL codes: E31, E64

Key words: Consumer price index, HICP, inflation

Employees: too expensive at 50? The influence of "age" in wage formation

As the population ages, the labour demand for older workers has become a major social and economic challenge. Wage profiles are linked to age in all European countries to a varying extent but the remuneration path is seen to be continuing to rise for the over-50s in Belgium, whereas it flattens out until the date of retirement in the Scandinavian countries, the Netherlands and Germany. Wages keeping pace with increasing seniority is not economically problematic if this reflects a higher level of productivity. As labour productivity cannot be observed directly, an assessment is made of how age variation among companies' employees affects firms' output. The econometric results for Belgium show that a higher percentage of employees aged 50 and older generally tends to weigh on corporate profitability. This does not have to be the case: their productivity can be boosted as a result of more training efforts, measures that aim at adjusting workplaces, including ergonomics, and a better organisation of work.

JEL codes: J14, J24, J31

Key words: Wages, productivity, ageing, seniority

Using BREL to now-cast the Belgian business cycle: the role of survey data

The article assesses the usefulness of indicators taken from surveys carried out by the National Bank of Belgium for predicting Belgian GDP and other important quarterly macroeconomic aggregates. To this end, the authors use the recently created BREL now-casting platform that consists of targeted bridge models for different data availability scenarios. BREL is based upon an elastic-net regression approach that takes into account the ragged-edge nature of the data set. The results of their empirical analysis suggest that survey data clearly help to predict Belgian (but also European) macroeconomic developments, in particular for earlier estimates, when the relevant hard data, notably firms' turnover and industrial production, are not yet available. They also show that forecast accuracy is higher when using disaggregated survey results, rather than just the headline consumer confidence and business sentiment indicators. In this connection, demand expectations in the manufacturing industry and the unemployment expectations in the consumer survey consistently feature among the best predictors for real GDP growth.

JEL codes: C22, C82, E37

Key words: Now-casting, bridge models, Belgium, business cycle

Financial integration and fragmentation in the euro area

The article examines developments in euro area cross-border capital flows, together with benchmark rates and bank lending rates, and shows that the process of financial integration among euro area countries over the first years of the monetary union went temporarily into reverse, starting in 2007 and intensifying after 2011. This development was characterised by an increasing home bias in the banking sector, a reversal of net capital flows within the euro area, and diverging interest rate developments across national borders. This fragmentation process creates distortions in the monetary policy transmission mechanism in the euro area and weakens the sustainability of the net external positions built up in the past. The article also presents the policy responses to deal with these developments, from the initial substitution of private by official cross-border capital flows and measures to restore monetary transmission in all market segments, to longer-term measures (e.g. banking union) that should contribute to a deeper and more robust form of financial integration in the euro area.

JEL codes: E43, E44, F34, F36

Key words: Financial integration, fragmentation, euro area, capital flows, bank lending rates

Abstracts from the Working Papers series

247. The BIS and the Latin American debt crisis of the 1980s, by P. Clement, I. Maes, December 2013

The Latin American debt crisis, which broke out in August 1982, was the first global financial crisis in the postwar period. While the crisis started in the “periphery”, it constituted a threat to the «core» of the world economy, as the banking system was under severe pressure. Alongside the IMF, the BIS played an important role in coordinating the international response to the crisis. Moreover, a lot of work at the BIS in the second half of the 1970s had aimed at restraining the debt build-up. Discussions on the rising debt levels were highly influential in shaping the BIS view of financial stability, with the “macroprudential” concept at its core. However, in the analysis of the debt build-up, the role of financial innovations was not really captured. The authors focus on the Latin American debt crisis, discussing first the debt build-up, different initiatives to restrain lending and the BIS role in the management of the crisis. They then turn to the ensuing efforts to strengthen the financial system and the emerging BIS approach to financial stability.

248. The relationship between slack resources and firms’ exporting behavior, by I. Paeleman, C. Fuss, T. Vanacker, December 2013

The authors use a unique longitudinal dataset that tracks the exporting behavior of Belgian manufacturing firms between 1997 and 2009. They ask how slack resources, including financial and human resource slack, influence firms’ exporting behavior. Their findings suggest that both types of slack resources have an inverted U-shaped relationship with the decision to export. This implies that higher levels of slack resources positively influence the likelihood of firms exporting, but too much slack negatively influences this likelihood. After controlling for the decision to export, they find no significant relationship between slack resources and export intensity. Nevertheless, they do find an inverted U-shaped relationship between slack resources and export diversity. Overall, this study provides new insight into how different types of slack resources influence different aspects of firms’ exporting behavior.

249. The role of financial frictions during the crisis: An estimated DSGE model, by R. Merola, December 2013

After the recent banking crisis in 2008, financial market conditions have turned out to be a relevant factor for economic fluctuations. The paper provides a quantitative assessment of the impact of

financial frictions on the U.S. business cycle. The analysis compares the original Smets and Wouters model (2003, 2007) with an alternative version augmented with the financial accelerator mechanism à la Bernanke, Gertler and Gilchrist (1996,1999). Both versions are estimated using Bayesian techniques over a sample extended to 2012. The analysis supports the role of financial channels, namely the financial accelerator mechanism, in transmitting dysfunctions from financial markets to the real economy. The Smets and Wouters model, augmented with the financial accelerator mechanism, is suitable to capture much of the historical developments in U.S. financial markets that led to the financial crisis. The model can account for the output contraction in 2008, as well as the widening in corporate spreads and supports the argument that financial conditions have amplified the U.S. business cycle and the intensity of the recession.

250. Bank reactions after capital shortfalls, by C. Kok, G. Schepens, December 2013

The paper investigates whether European banks have capital targets and how deviations from the target impact their equity composition and activity mix. Using quarterly data for a sample of large European banks between 2004 and 2011, the authors show that there are notable asymmetries in banks' reactions to deviations from optimal capital levels. Banks prefer to reshuffle risk-weighted assets or increase asset holdings when being above their optimal Tier 1 ratio, whereas they rather try to increase equity levels or reshuffle risk-weighted assets without changing asset holdings when being below target. At the same time, focusing instead on a unweighted equity ratio target, the authors find evidence of deleveraging and lower loan growth for undercapitalized banks during the recent financial crisis, whereas in the pre-crisis periods banks primarily reacted to deviations from their optimal target by adjusting equity levels.

251. Why firms avoid cutting wages: Survey evidence for European firms, by Ph. Du Caju, Th. Kosma, M. Lawless, J. Messina, T. Rõõm, December 2013

The rarity with which firms reduce nominal wages has been frequently observed, even in the face of considerable negative economic shocks. The paper uses a unique survey of fourteen European countries to ask firms directly about the incidence of wage cuts and to assess the relevance of a range of potential reasons for why they avoid cutting wages. Concerns about the retention of productive staff and a lowering of morale and effort were reported as key reasons for downward wage rigidity across all countries and firm types. Restrictions created by collective bargaining were found to be an important consideration for firms in euro area countries but were one of the lowest ranked obstacles in non-euro area countries. The paper examines how firm characteristics and collective bargaining institutions affect the relevance of each of the common explanations put forward for the infrequency of wage cuts.

252. The distribution of debt across euro area countries: The role of individual characteristics, institutions and credit conditions, by O. Bover, J.M. Casado, S. Costa, Ph. Du Caju, Y. McCarthy, E. Sierminska, P. Tzamourani, E. Villanueva, T. Zavadil, December 2013

The aim of the paper is twofold. First, the authors present an up-to-date assessment of the differences across euro area countries in the distributions of various measures of debt conditional on household characteristics. They consider three different outcomes: the probability of holding debt, the amount of debt held and, in the case of secured debt, the interest rate paid on the main mortgage. Second, they examine the role of legal and economic institutions in accounting for these differences. They use data from the first wave of a new survey of household finances, the Household Finance and Consumption Survey, to achieve these aims. They find that the patterns of secured and unsecured debt outcomes vary markedly across countries. Among all the institutions considered, the

length of asset repossession periods best accounts for the features of the distribution of secured debt. In countries with longer repossession periods, the fraction of people who borrow is smaller, the youngest group of households borrow lower amounts (conditional on borrowing), and the mortgage interest rates paid by low-income households are higher. Regulatory loan-to-value ratios, the taxation of mortgages and the prevalence of interest-only or fixed-rate mortgages deliver less robust results.

253. [Micro-based evidence of EU competitiveness: The CompNet database](#), by [CompNet Task Force](#), March 2014

Drawing from confidential firm-level balance sheets in 11 European countries, the paper presents a novel sectoral database of comparable productivity indicators built by members of the Competitiveness Research Network (CompNet) using a newly developed research infrastructure. Beyond aggregate information available from industry statistics of Eurostat or EU KLEMS, the paper provides information on the distribution of firms across several dimensions related to competitiveness, e.g. productivity and size. The database comprises so far 11 countries, with information for 58 sectors over the period 1995-2011. The paper documents the development of the new research infrastructure, the construction of the database, and shows some preliminary results. Among them, it shows that there is large heterogeneity in terms of firm productivity or size within narrowly defined industries in all countries. Productivity, and above all, size distribution are very skewed across countries, with a thick left-tail of low productive firms. Moreover, firms at both ends of the distribution show very different dynamics in terms of productivity and unit labour costs. Within-sector heterogeneity and productivity dispersion are positively correlated to aggregate productivity given the possibility of reallocating resources from less to more productive firms. To this extent, the authors show how allocative efficiency varies across countries, and more interestingly, over different periods of time. Finally, they apply the new database to illustrate the importance of productivity dispersion to explain aggregate trade results.

254. [Information in the yield curve: A macro-finance approach](#), by [H. Dewachter](#), [L. Iania](#), [M. Lyrio](#), March 2014

The authors use a macro-finance model, incorporating macroeconomic and financial factors, to study the term premium in the U.S. bond market. Estimating the model using Bayesian techniques, they find that a single factor explains most of the variation in bond risk premiums. Furthermore, the model-implied risk premiums account for up to 40 % of the variability of one- and two-year excess returns. Using the model to decompose yield spreads into an expectations and a term premium component, they find that, although this decomposition does not seem important to forecast economic activity, it is crucial to forecast inflation for most forecasting horizons.

255. [The single supervisory mechanism or “SSM”, part one of the Banking Union](#), by [E. Wymeersch](#), April 2014

The Regulation on the Single Supervisory Mechanism mandates the European Central Bank to exercise prudential supervision on the banks located in the Euro area, whether directly by the Bank's own services for the significant banks, or indirectly by the national prudential supervisors but under the general guidance of the ECB for the less significant banks. The paper gives a detailed analysis of the new regime, its scope, the consequences for the existing supervisory systems, especially the home-host attribution of competences and the cooperation between the ECB and the national supervisors, the consequences for the non-euro Member States and for the third country jurisdictions. This regime is likely to substantially modify the existing supervisory landscape. It is the first step towards the Banking Union and is to be followed by legislative instruments on

Bank Recovery and Resolution Directive, the Regulations on a Single Resolution Mechanism and on Deposit Guarantee Schemes. These three measures should allow dealing with defaulting banks without calling on the taxpayers.

256. [Nowcasting Belgium](#), by D. de Antonio Liedo, April 2014

The paper proposes a method that takes into account the calendar of European and Belgian intraquarterly data releases to automatically update GDP growth expectations or nowcasts in real-time. The role of surveys is well known in the nowcasting literature, but this is the first paper that has attempted to isolate quality from timeliness as independent properties that can be expressed in function of the model parameters. The modeling framework allows for the incorporation of different kinds of survey data directly in levels and features a parsimonious specification of the GDP revision process which does not impose strict assumptions regarding the rationality of the statistical agency. The results in the empirical section emphasize the quality of survey data, which allows the model to produce accurate real GDP growth nowcasts for Belgium three months prior to the publication of the official flash estimate.

257. [Human capital, firm capabilities and productivity growth](#), by I. Van Beveren, S. Vanormelingen, May 2014

The paper determines the relative importance of technical efficiency and reallocation for aggregate productivity growth in a small open European economy. To this end the authors use a dataset containing all Belgian firms active in the private sector, both services and manufacturing. They observe at the firm level a number of factors that have been shown to be drivers of productivity differences across firms. More precisely, they have information on human capital such as the level of education and the amount of on-the-job training received by the employees. Moreover they observe the international activities of the firms such as imports and exports. This allows them to make a careful analysis of the micro foundations of aggregate productivity growth by applying the decomposition introduced by Petrin and Levinsohn (2012). The outcome of this exercise provides them not only with a better understanding of the slowdown of productivity growth in Europe over the past decades, but also give an indication on the role of different productivity drivers in this process.

258. [Monetary and macroprudential policies in an estimated model with financial intermediation](#), by P. Gelain, P. Ilbas, May 2014

The authors estimate the Smets and Wouters (2007) model augmented with the Gertler and Karadi (2011) financial intermediation sector on US data by using real and financial observables. Given the framework of the estimated model, they address the question whether and how standard monetary policy should interact with macroprudential policy in order to safeguard real and financial stability. For this purpose, monetary policy is described by a flexible inflation targeting regime using the interest rate as instrument, while the macroprudential regulator adopts a tax/subsidy on bank capital in a countercyclical manner in order to stabilize nominal credit growth and the output gap. The authors look at the gains from coordination between the central bank and the macroprudential regulator under alternative assumptions regarding the degree of importance assigned to output gap fluctuations in the macroprudential mandate. The results suggest that there can be considerable gains from coordination if the macroprudential regulator has been assigned a sufficiently high weight on output gap stabilization, i.e. the common objective with monetary policy. If, on the other hand, the main focus of the macroprudential mandate is on credit growth, the macroprudential policy maker can reach better outcomes, while the central bank does worse, in the absence of coordination. Therefore, whether and to which extent monetary policy gains from coordination

with the macroprudential regulator depends on the relative weight assigned to output fluctuations in the macroprudential mandate. A counterfactual analysis further confirms the effectiveness of the countercyclical macroprudential tax/subsidy in containing the amplification effects triggered by a financial shock, and suggests that having a macroprudential regulatory tool at work could have successfully avoided the massive drop in credit such as the one observed at the onset of the Great Recession.

Conventionele tekens

€	euro
\$	Amerikaanse dollar
bv.	bijvoorbeeld
d.w.z.	dat wil zeggen
e.a.	en andere
i.e.	id est
m.b.t.	met betrekking tot
m.u.v.	met uitzondering van
n.e.g.	niet elders genoemd
p.m.	pro memorie
r	raming van de Bank
t.a.v.	ten aanzien van
t.o.v.	ten opzichte van

Lijst van afkortingen

Landen

BE	België
DE	Duitsland
IE	Ierland
EL	Griekenland
ES	Spanje
FR	Frankrijk
IT	Italië
LU	Luxemburg
NL	Nederland
AT	Oostenrijk
PT	Portugal
FI	Finland
EA	Eurogebied
DK	Denemarken
SE	Zweden
UK	Verenigd Koninkrijk
EU15	Europese Unie van 15 landen, vóór de uitbreiding in 2004
CH	Zwitserland
VS	Verenigde Staten

Andere

AAPD	Algemene Administratie van de Patrimoniumdocumentatie
ADSEI	Algemene Directie Statistiek en Economische Informatie
AREAER	Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions
BBP	Bruto binnenlands product
BIB	Bank voor Internationale Betalingen
BIPT	Belgisch Instituut voor Postdiensten en Telecommunicatie
BPM	Balance of Payments Manual

BTW	Belasting over de toegevoegde waarde
CBI	Cost of Borrowing Indicator
CD	Compact Disc
CDS	Credit Default Swaps
CPB	Centraal Planbureau (Nederland)
DVD	Digital Video Disc
EAK	Enquête naar de arbeidskrachten
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
ECOICOP	European Classification of Individual Consumption by Purpose
EDP	Excessive Deficit Procedure
EFFS	Europese faciliteit voor financiële stabiliteit
EFSF	Europees fonds voor financiële stabiliteit
EFSM	Europees financieel stabilisatiemechanisme
EMU	Economische en Monetaire Unie
ESCB	Europees Stelsel van Centrale Banken
ESM	Europees stabiliteitsmechanisme
EU	Europese Unie
Federgon	Federatie van HR-dienstverleners
FM	Factormodel
FOD	Federale Overheidsdienst
FPB	Federaal Planbureau
GSCI	(voorheen) Goldman Sachs Commodity Index
GTM	Gemeenschappelijke Toezichtsmechanisme
G20	Groep van twintig
HBS	Huishoudbudgetenquête
HICP	Geharmoniseerde consumptieprijsindex
HRW	Hoge Raad voor de Werkgelegenheid
HWWI	Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut
IAB	Internationaal Arbeidsbureau
IFO	IFO Institute for Economic Research
IIP	Internationale investeringspositie
IMF	Internationaal Monetair Fonds
INR	Instituut voor de nationale rekeningen
INSEE	Institut national de la statistique et des études économiques (Frankrijk)
IZW	Instelling zonder winstoogmerk
MFI	Monetaire financiële instelling
MIR	Monetary financial institutions interest rates
MIP	Macroeconomic imbalance procedure
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NBB	Nationale Bank van België
NCB	Nationale Centrale Bank
NCPI	Nationale consumptieprijsindex
NFO's	Niet-financiële ondernemingen
NIIP	Netto internationale investeringspositie

NMBS	Nationale Maatschappij der Belgische Spoorwegen
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
OIS	Overnight Index Swap
OMT's	Outright Monetaire Transacties
PC	Personal computer
PDOS	Pensioendienst voor de overheidssector
PMI	Purchasing Managers' Index
RIZIV	Rijksinstituut voor Ziekte- en Invaliditeitsverzekering
RMSFE	Gemiddelde kwadratische voorspellingsfout
ROM	Real-only-memory
RVA	Rijksdienst voor Arbeidsvoorziening
RVP	Rijksdienst voor Pensioenen
RVV	Rechthebbenden voor de verhoogde tegemoetkoming
SCvV	Studiecommissie voor de vergrijzing
SEPA	Gemeenschappelijk eurobetalingsgebied
SES	Structural Earnings Survey
SHARE	Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe
SILC	Statistieken naar de inkomens en levensomstandigheden
SMP	Programma voor de effectenmarkten
S&P	Standard and Poor's
SRM	Singel resolution mechanism
Target 2	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system 2
TW	Toegevoegde waarde
VECM	Vector error correction model
WIGW	Weduwen, Invaliden, Gepensioneerden, Wezen

Nationale Bank van België
Naamloze vennootschap
RPR Brussel – Ondernemingsnummer : 0203.201.340
Maatschappelijke zetel : de Berlaimontlaan 14 – BE-1000 Brussel
www.nbb.be



Verantwoordelijk uitgever

Jan Smets

Directeur

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

Contactpersoon voor het Tijdschrift

Luc Dufresne

Secretaris-generaal

Tel. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91
luc.dufresne@nbb.be

© Illustraties : Nationale Bank van België

Omslag en opmaak : NBB AG – Prepress & Image

Gepubliceerd in juni 2014