

Economisch Tijdschrift

September 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

VOORUITZICHTEN INZAKE DE FINANCIËN VAN DE GEMEENSCHAPPEN EN DE GEWESTEN	7
WAARDECREATIE BIJ DE UITVOER – EEN DIAGNOSE VAN BELGIË	27
MONDIALE ONEVENWICHTEN EN BRUTOKAPITAALSTROMEN	43
DE SCHULDENLAST VAN DE HUISHOUDENS: VERLOOP EN VERDELING	65
LESSEN UIT DE VERENIGDE STATEN VOOR HET INSTITUTIONEEL ONTWERP VAN DE EMU	87
HET HOE EN HET WAAROM VAN EEN NEGATIEVE RENTE OP DE DEPOSITOFACILITEIT	107
SUMMARIES OF ARTICLES	117
ABSTRACTS FROM THE WORKING PAPERS SERIES	121
CONVENTIONELE TEKENS	123
LIJST VAN AFKORTINGEN	125

Vooruitzichten inzake de financiën van de gemeenschappen en de gewesten

P. Bisciari
W. Melyn
L. Van Meensel^(*)

Inleiding

De zesde staatshervorming die begin dit jaar op wetgevend vlak werd afgerond zette de herschikking van de Belgische institutionele structuur van de voorbije decennia verder. Tijdens die periode hadden hervormingen plaats in 1970, 1980, 1988-1989, 1993 en 2001. Als gevolg van die aanpassingen werden er steeds meer bevoegdheden overgeheveld van het federaal niveau naar de gemeenschappen en de gewesten. Daarnaast werd ook voorzien in de middelen om die bevoegdheden te financieren. Door de zesde fase van de staatshervorming worden in 2015, het eerste volledige jaar waarin ze van toepassing zal zijn, bevoegdheden overgeheveld voor een bedrag van € 18,7 miljard (4,6% bbp). Ook de financiering van de gemeenschappen en de gewesten wordt aangepast. In dat kader dient deze deelsector van de overheid een bijdrage te leveren aan de sanering van de Belgische overheidsfinanciën. De staatshervorming heeft dus een belangrijke invloed op de overheidsfinanciën, meer bepaald op de verdeling van de ontvangsten en uitgaven tussen de verschillende overheidsniveaus. In dit artikel wordt nagegaan wat de impact is van deze veranderingen op het toekomstig verloop van de financiën van de gemeenschappen en de gewesten.

^(*) De auteurs danken K. Van Cauter voor zijn bijdrage aan de totstandkoming van dit artikel.

⁽¹⁾ De analyse in dit artikel is in hoofdzaak gebaseerd op gegevens van het Instituut voor de Nationale Rekeningen met betrekking tot de overheidsrekeningen van april 2014, opgemaakt volgens de methodologie van het ESR 1995. Deze gegevens bevatten een statistische breuk in 2009 als gevolg van de uitbreiding van de consolidatieperimeter. Op 30 september 2014 zullen nieuwe overheidsrekeningen worden gepubliceerd waarvan de resultaten afwijken van de in dit artikel gehanteerde gegevens, onder meer door methodologische wijzigingen als gevolg van de overgang naar het ESR 2010.

Dit artikel bestaat uit vijf hoofdstukken. In het eerste hoofdstuk wordt het verloop geschetst van de financiën van de gemeenschappen en de gewesten over de periode 1995-2013. In het tweede hoofdstuk wordt nader ingegaan op het institutioneel kader dat is ontstaan als gevolg van de zesde staatshervorming. Het derde hoofdstuk behandelt de nieuwe budgettaire context voor de gemeenschappen en de gewesten zoals die resulteert uit de wijzigingen die deze staatshervorming teweeg heeft gebracht en uit de aanpassingen in het Europees governance kader. Gelet op het nieuw institutioneel kader worden in het vierde hoofdstuk projecties gemaakt voor een aantal budgettaire variabelen waaronder het financieringssaldo van de gemeenschappen en de gewesten. Het vijfde hoofdstuk is een overzicht van de grote lijnen van de regeerakkoorden die voor de periode 2014-2019 voor de vier grootste gemeenschappen en gewesten gesloten zijn. Tot slot volgen enkele conclusies.

1. Recent verloop van de financiën van de gemeenschappen en de gewesten

In het eerste hoofdstuk van dit artikel wordt het sinds 1995 opgetekende verloop van de financiën van de gemeenschappen en de gewesten voorgesteld⁽¹⁾. Er wordt aandacht besteed aan zowel het geheel van deze entiteiten als aan de vier grootste onder hen: de Vlaamse Gemeenschap, de Franse Gemeenschap, het Waals Gewest en het Brussels Hoofdstedelijk Gewest. Deze vier entiteiten waren in 2013 samen goed voor 98,4% van de ontvangsten en voor 98% van de primaire

uitgaven van het geheel van de gemeenschappen en de gewesten. Hieronder worden achtereenvolgens het financieringssaldo en de schuldgraad behandeld.

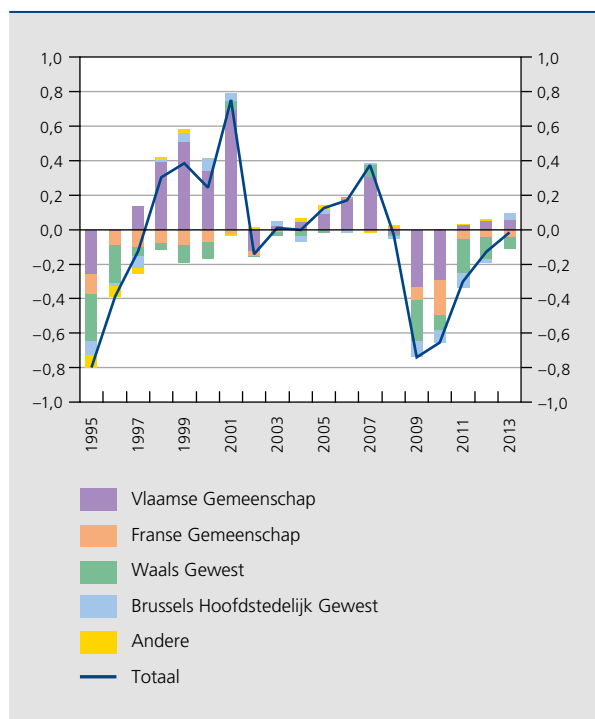
1.1 Financieringssaldo

Doordat, op jaarbasis, de ontvangsten in reële termen gemiddeld beschouwd sterker stegen (2,4%) dan de primaire uitgaven (2,1%), evolueerde het financieringssaldo van het geheel van de gemeenschappen en de gewesten tussen 1995 en 2013 van een tekort van 0,8% bbp naar een toestand van bijna evenwicht⁽¹⁾. Zowel de ontvangsten als de primaire uitgaven stegen, gemiddeld beschouwd, sterker dan het reël bbp. Het saldo schommelde doordat periodes waarin een geleidelijke verbetering werd opgetekend, onderbroken werden door periodes waarin de situatie fors verslechterde.

Van 1995 tot 2001 verbeterde het saldo merkbaar, namelijk van een deficit van 0,8% bbp naar een overschot van 0,8% bbp. Dat kwam doordat de ontvangsten gemiddeld beschouwd veel sterker toenamen (4%) dan

(1) Aangezien de rentelasten van het geheel van de gemeenschappen en de gewesten beperkt zijn, heeft die factor geen doorslaggevende invloed gehad op het verloop van hun financieringssaldo.

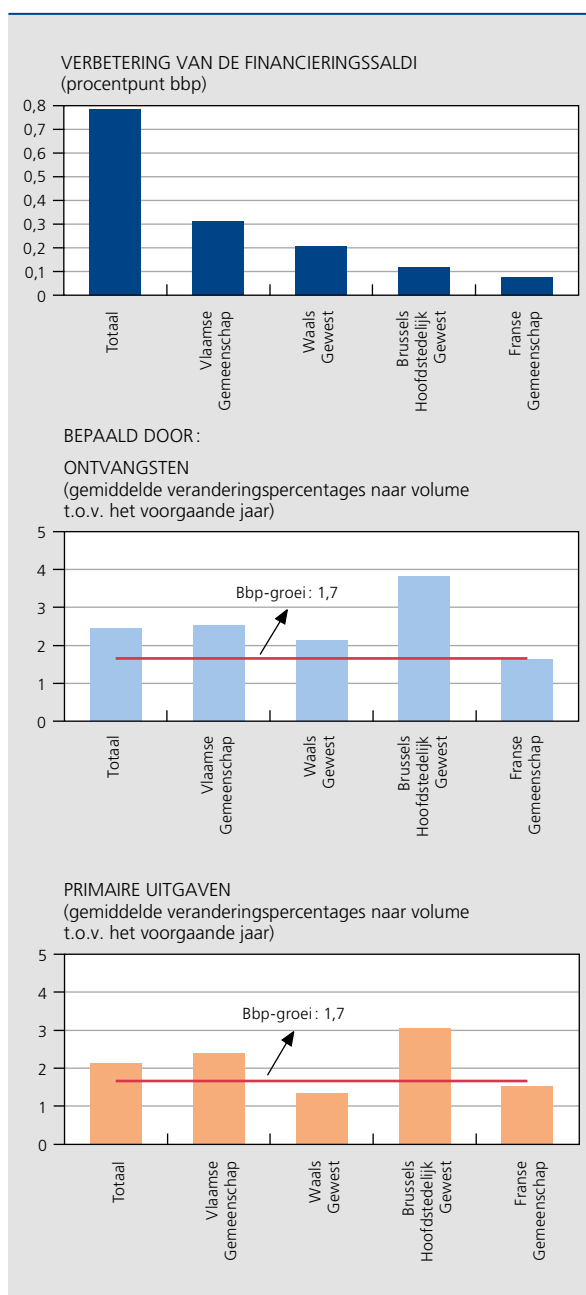
GRAFIEK 1 FINANCIERINGSSALDO VAN DE GEMEENSCHAPPEN EN DE GEWESTEN (in % bbp)



Bronnen: INR, NBB.

de primaire uitgaven (1,8%). Tegen de achtergrond van de scherpe conjuncturele neergang in 2001 kwam deze verbetering tot stilstand en in 2002 werd een tekort van 0,1% bbp vastgesteld. Tijdens de daaropvolgende vijf jaar verbeterde het saldo opnieuw tot een overschot

GRAFIEK 2 DETERMINANTEN VAN HET VERLOOP VAN HET FINANCIERINGSSALDO VAN DE GEMEENSCHAPPEN EN DE GEWESTEN IN DE PERIODE 1995-2013⁽¹⁾



Bronnen: INR, NBB.

(1) Op de gegevens van de ontvangsten en primaire uitgaven werden twee correcties uitgevoerd teneinde beter aan te sluiten bij de budgettaire invalshoek, meer bepaald voor de toegerekende sociale bijdragen en voor de fictieve overdrachten van de federale overheid naar de gemeenschappen en de gewesten voor de betaling van de pensioenen van hun werknemers. De cijfers in constante prijzen zijn berekend aan de hand van de bbp-deflator.

van 0,4% bbp in 2007. Voornamelijk als gevolg van de financiële en economische crisis evolueerde het financieringssaldo evenwel opnieuw naar een tekort van 0,7% bbp in 2009. Vanaf 2010, ten slotte, zette onder impuls van de saneringsplannen van de verschillende regeringen van de gemeenschappen en de gewesten een verbetering in waardoor het saldo in 2013 vrijwel in evenwicht was.

Het financieringssaldo van de vier grootste gemeenschappen en gewesten gaf in de periode 1995-2013 een verloop te zien dat relatief vergelijkbaar was met dat van het totaal. Zo ging het saldo er gedurende deze periode voor al deze entiteiten op vooruit met als resultaat een gering overschot voor de Vlaamse Gemeenschap en het Brussels Hoofdstedelijk Gewest in 2013, en een klein tekort voor de Franse Gemeenschap en het Waals Gewest. Aan het begin van de beschouwde periode vertoonden ze alle vier nog een tekort. Net als voor het geheel van de gemeenschappen en de gewesten, was de verbetering voor de vier entiteiten afzonderlijk telkens een gevolg van het feit dat de ontvangsten sterker toenamen dan de primaire uitgaven. De Vlaamse Gemeenschap boekte overigens over de hele periode, gemiddeld beschouwd, een licht overschot aangezien ze gedurende een aantal jaren een aanzienlijk

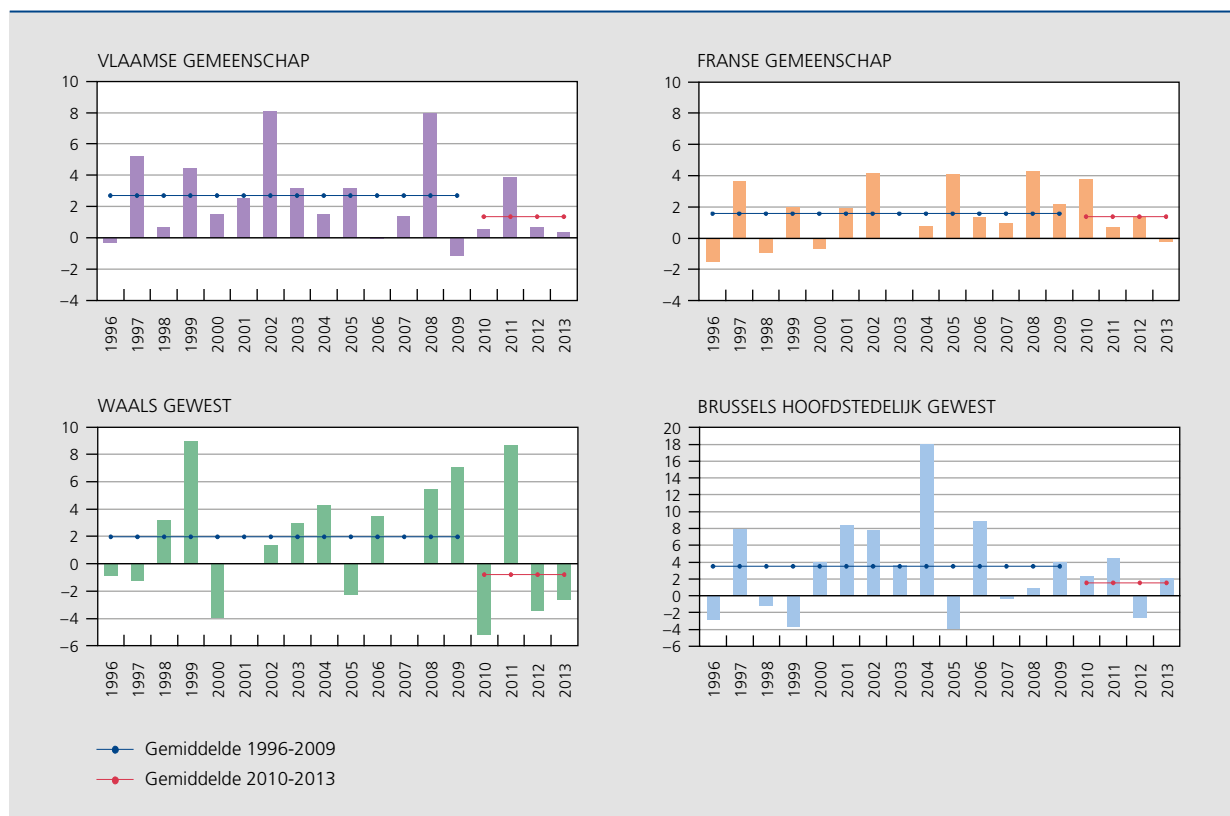
surplus had laten optekenen. De drie overige entiteiten, daarentegen, vertoonden gemiddeld beschouwd een – weliswaar klein – tekort.

De aanzienlijke verbetering van het financieringssaldo van de gemeenschappen en de gewesten die in 2010 inzette, kon voor een groot deel worden toegeschreven aan een vertraging in de expansie van de primaire uitgaven. De gemiddelde jaar-op-jaar toename van deze laatste vertraagde immers van 2,5% in de periode 1996-2009 tot 1% in de periode 2010-2013. De saneringsinspanningen van de verschillende overheden speelden daarbij een belangrijke rol. De daaruit volgende vertraging in het groeitempo van de primaire uitgaven van het geheel van de gemeenschappen en de gewesten gedurende de periode 2010-2013 was duidelijk merkbaar in de vier grootste entiteiten en ze was het sterkst in het Waals Gewest.

1.2 Schuldgraad

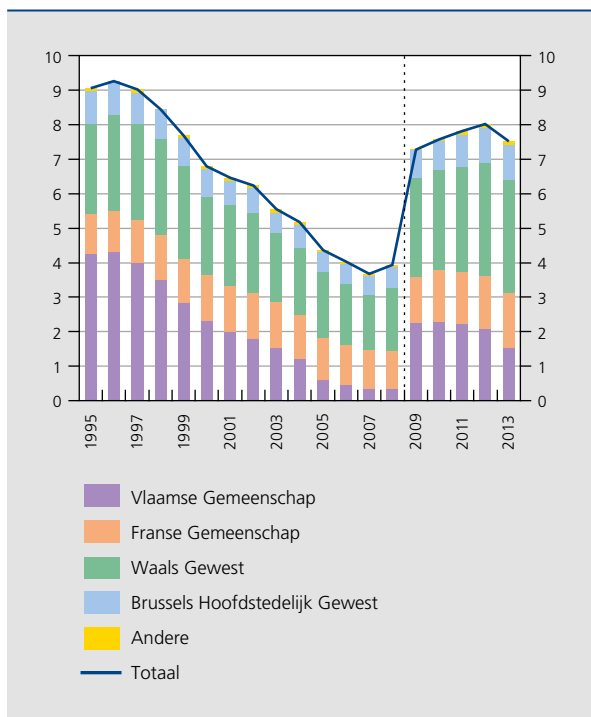
De schuldgraad van het geheel van de gemeenschappen en de gewesten liep vanaf 1995 vrijwel onafgebroken terug tot 3,7% bbp in 2007. Als gevolg van de

GRAFIEK 3 PRIMAIRE UITGAVEN
(veranderingspercentages naar volume t.o.v. het voorgaande jaar)



Bronnen: INR, NBB.

GRAFIEK 4 BRUTO GECONSOLIDEERDE SCHULD VAN DE GEMEENSCHAPPEN EN DE GEWESTEN ⁽¹⁾
(in % bbp)



Bronnen: INR, NBB.

(1) De in april 2014 gepubliceerde overheidsrekeningen vertonen in 2009 een statistische breuk vanwege een aanzienlijke uitbreiding van de consolidatieperimeter. Door deze breuk nam de schuld van het geheel van de gemeenschappen en de gewesten in 2009 met 1,5 % bbp toe.

gedurende die periode gecumuleerde begrotingsoverschotten in de Vlaamse Gemeenschap daalde de schuldgraad er sterker dan in het Waals Gewest en dan in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest. In die periode ging de schuldratio van de Franse Gemeenschap zich zogoed als stabiliseren.

Vanaf 2008 steeg de schuldgraad van het geheel van de gemeenschappen en de gewesten tot 8 % bbp in 2012. Die stijging was toe te schrijven aan de opeenvolgende begrotingstekorten, aan de kapitaalinjecties in noodlijdende financiële instellingen (Dexia, Ethias Finance en KBC) alsook aan een statistische breuk in 2009 die werd veroorzaakt door een uitbreiding van de statistische consolidatieperimeter. Onder invloed van die drie factoren steeg de schuldgraad forser in het Waals Gewest en in de Vlaamse Gemeenschap dan in de twee andere grote entiteiten.

(1) De hervorming van de wet betreffende de financiering van de gemeenschappen en de gewesten werd reeds in een artikel van het Economisch Tijdschrift toegelicht (Bisciari P. en L. Van Meensel, 2012).

In 2013 nam de schuldgraad van het geheel van de gemeenschappen en de gewesten opnieuw af als gevolg van de terugbetaling, door KBC, van een eerste schijf van het kapitaal dat door de Vlaamse Gemeenschap was geïnjecteerd.

2. Nieuw institutioneel kader

Economisch en budgettair beschouwd, zijn de twee belangrijkste aspecten van de zesde staatshervorming de overheveling van nieuwe bevoegdheden van het federaal niveau naar de gemeenschappen en de gewesten, enerzijds, en de herziening van de financieringsmechanismen van de gemeenschappen en de gewesten, anderzijds. De overdracht van bevoegdheden van de federale overheid en de sociale zekerheid naar de gemeenschappen en de gewesten wordt geregeld bij de bijzondere wet van 6 januari 2014 met betrekking tot de zesde staatshervorming. De begrotingsaspecten zijn vastgelegd in de bijzondere wet van 6 januari 2014 tot hervorming van de financiering van de gemeenschappen en de gewesten, tot uitbreiding van de fiscale autonomie van de gewesten en tot financiering van de nieuwe bevoegdheden.

In het voorjaar van 2014 werden die beide aspecten voor de Duitstalige Gemeenschap geregeld bij de wet van 19 april 2014, en werden de uitoefening van bepaalde bevoegdheden en de daarmee samenhangende middelen bij decreet overgeheveld van de Franse Gemeenschap naar het Waals Gewest en de Franse Gemeenschapscommissie (Cocof) ter uitvoering van de akkoorden van Sint-Emilie.

Hoewel die wetten en decreten op 1 juli 2014 in werking traden, zullen de meeste bepalingen in verband met de financiering pas vanaf 1 januari 2015 van toepassing zijn.

De volgende paragrafen bevatten een overzicht van de omvang van de bevoegdheidsoverdracht en van de grote lijnen van het nieuw systeem voor de financiering van de gemeenschappen en de gewesten. Bij dit laatste wordt gefocust op de mechanismen die door de herziening van de financieringswet werden gecreëerd of aangepast ⁽¹⁾.

2.1 Overheveling van bevoegdheden

Volgens ramingen voor 2015, dat betekent het eerste volledige jaar waarin de zesde staatshervorming van kracht zal zijn, zou de verdere overdracht van bevoegdheden van het federaal niveau naar de gemeenschappen en de gewesten ongeveer € 18,7 miljard belopen, of 4,6 % bbp. Voorts wordt in 2016 nog de bevoegdheid voor de

TABEL 1 BEVOEGDHEIDSOVERDRACHTEN NAAR DE GEMEENSCHAPPEN EN DE GEWESTEN

(ramingen op basis van de behoeften bij ongewijzigd beleid in 2015⁽¹⁾⁽²⁾)

	Bedragen (in € miljard)	In % bbp
Gemeenschappen	11,1	2,8
waarvan:		
Kinderbijslag ⁽³⁾	6,4	1,6
Aspecten van gezondheidszorg en hulp aan personen	4,5	1,1
Gewesten	7,6	1,9
waarvan:		
Werkgelegenheidsbeleid ...	4,2	1,0
Sommige fiscale uitgaven ..	3,0	0,8
Totaal	18,7	4,6

Bronnen: federale regering, NBB.

- (1) In deze tabel worden enkel de overdrachten beschouwd die in 2015 plaatsvinden. Niet inbegrepen zijn dus de eerder gedane (Plantentuin Meise) of later uit te voeren overdrachten (financiering van de ziekenhuisinfrastructuur in 2016 en interuniversitaire attractiepolen in 2018).
- (2) Met uitzondering van de trekkingsrechten en de controle op de beschikbaarheid van de werklozen, omdat de gewesten hiervoor reeds dotaties hadden ontvangen, terwijl de uitgaven van het Participatiefonds hier niet zijn opgenomen aangezien het om eenmalige bedragen gaat.
- (3) Dit bedrag omvat niet de kinderbijslag die de gemeenschappen en de gewesten reeds vóór de hervorming rechtstreeks aan hun werknemers uitkeerden.

financiering van de ziekenhuisinfrastructuur overgeheveld, waarvoor de uitgaven op € 630 miljoen worden geraamd.

Wordt geen rekening gehouden met de bevoegdheids-overdrachten tussen de entiteiten onderling, zoals die welke voortvloeien uit de akkoorden van Sint-Emilie, dan

gaan de uit begrotingsoogpunt belangrijkste overdrachten – ongeveer 2,8 % bbp – naar de gemeenschappen. Daartoe behoren de volledige kinderbijslag en diverse aspecten van de gezondheidszorg en de hulp aan personen. Voor de materies met betrekking tot de ouderen gaat het hoofdzakelijk om de opvangstructuren zoals rusthuizen, rust- en verzorgingstehuizen en geïsoleerde geriatrische ziekenhuizen, en om de tegemoetkoming voor hulp aan bejaarden. De andere overgedragen uitgaven voor de gezondheidszorg omvatten elementen van de geestelijke gezondheidszorg, het preventiebeleid en de organisatie van de eerstelijnsgezondheidszorg. Het merendeel van deze bevoegdheden zijn uitgaven die de sociale zekerheid vandaag op zich neemt. Ook uitgaven voor andere bevoegdheden, meer bepaald op het vlak van justitie, worden overgedragen aan de gemeenschappen.

Wat de gewesten betreft, heeft de – op begrotingsvlak – belangrijkste overgedragen materie betrekking op aspecten van het werkgelegenheidsbeleid. Deze overdrachten gaan zowel uit van de federale overheid als van de sociale zekerheid. Die bevoegdheden worden door het Instituut voor de Nationale Rekeningen op dit ogenblik voor een deel beschouwd als een vermindering van de ontvangsten, namelijk de verlagingen van bepaalde socialezekerheidsbijdragen; vanaf 30 september 2014 worden ze beschouwd als uitgaven voor subsidies aan ondernemingen.

Een andere belangrijke bevoegdheid die naar de gewesten wordt overgeheveld, zijn sommige fiscale uitgaven die statistisch beschouwd neerkomen op een vermindering van de ontvangsten. De belangrijkste fiscale uitgave is die voor de woonbonus. Een ander niet te verwaarlozen bedrag heeft betrekking op het gebruik van dienstencheques en PWA-cheques.

TABEL 2 IN 2015 OVERGEDRAGEN FISCALE UITGAVEN

(in € miljoen)

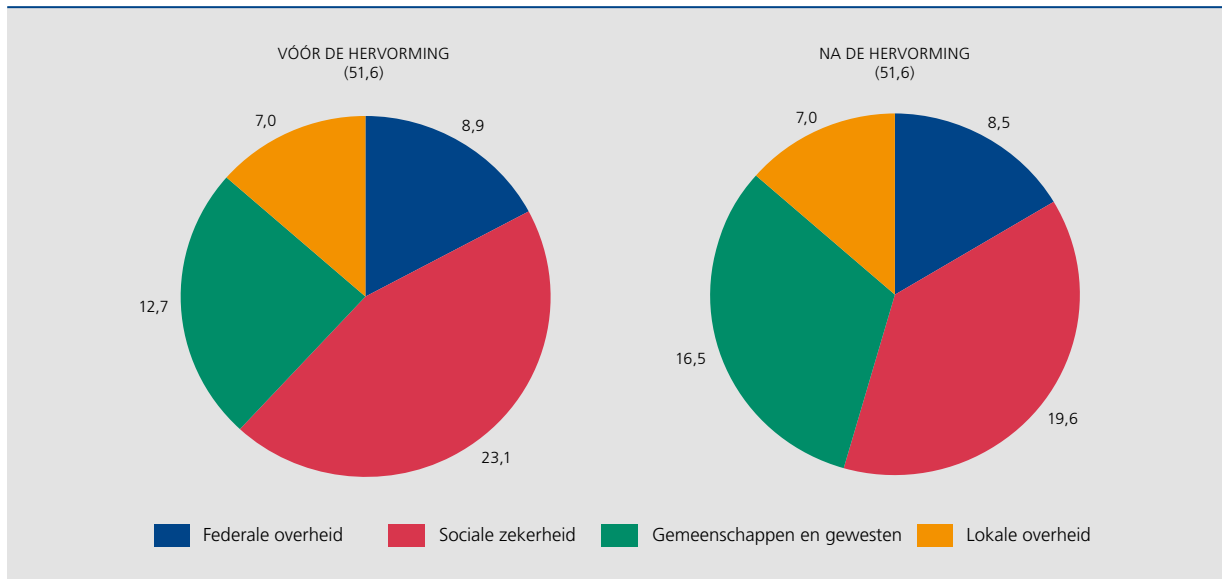
	Vlaams Gewest	Waals Gewest	Brussels Hoofdstedelijk Gewest	Totaal
Huisvesting ⁽¹⁾	1 714	754	144	2 612
Dienstencheques en PWA-cheques	219	94	34	347
Energiebesparende investeringen en passiefhuizen	23	8	1	32
Andere ⁽²⁾	31	20	6	56
Totaal	1 986	876	186	3 048

Bron: federale regering.

- (1) Uitgaven voor hypothecaire leningen die worden aangegaan om de eigen woning aan te kopen of te behouden (fiscale aftrek voor de enige eigen woning, verhoogde korting woonsparen, bijkomende aftrek hypothecaire interesten en premies voor levensverzekeringen).
- (2) Belasting van de niet-ingezetenen en andere elementen van de personenbelasting (beveiliging van de woningen tegen diefstal en brand, renovatie van woningen die worden verhuurd tegen een matige huurprijs en van woningen gelegen in een zone voor positief grootstedelijk beleid).

GRAFIEK 5**FINALE PRIMAIRE BESTEDINGEN VAN DE DEELSECTOREN VAN DE OVERHEID^{(1) (2) (3) (4)}**

(in % bbp, raming aan de hand van de cijfers van 2015)



Bronnen: federale regering, INR, NBB.

- (1) Teneinde enkel de finale bestedingen in aanmerking te nemen, zijn de overdrachten tussen deelsectoren van de overheid niet inbegrepen.
- (2) De overgedragen uitgaven zijn geregistreerd volgens een institutionele logica. In de nationale rekeningen zouden bepaalde uitgaven van de gemeenschappen en de gewesten beschouwd kunnen worden als socialezekerheidsuitgaven.
- (3) De verlagingen van de aan de gewesten overgedragen socialezekerheidsbijdragen werden heringedeeld als uitgaven in afwachting van de verwachte verandering door het INR in het kader van de overgang naar het ESR 2010.
- (4) In tegenstelling tot de rest van dit artikel, is niet gecorrigeerd voor de toegerekende sociale bijdragen en voor de fictieve overdrachten van de federale overheid naar de andere deelsectoren voor de betaling van de pensioenen van hun werknemers. Deze worden dus geboekt zoals in de overheidsrekeningen.

Als gevolg van de zesde staatshervorming zal het aandeel van de gemeenschappen en de gewesten in de ontvangsten en, meer nog, in de uitgaven van de gezamenlijke overheid al met al aanzienlijk toenemen. Op basis van de voor 2015 geraamde cijfers zouden de extra primaire uitgaven van die deelsector, die 3,8 procentpunt bbp bedragen, vrijwel uitsluitend worden onttrokken aan de uitgaven van de sociale zekerheid.

2.2 Nieuw financieringssysteem

In deze paragraaf worden, in grote lijnen, het nieuw financieringssysteem van de gewesten en vervolgens van de gemeenschappen geschetst. Er wordt specifiek aandacht besteed aan de in de wet van 6 januari 2014 bepaalde bijdragen tot de sanering van de overheidsfinanciën en tot de kosten van de vergrijzing, waarvan de bedragen en mechanismen nog niet waren overeengekomen toen op 10 oktober 2011 het akkoord over de staatshervorming tot stand kwam. Ter illustratie wordt ook de structuur van de ontvangsten van de vier grootste gemeenschappen en gewesten vergeleken.

2.2.1 Nieuwe financiering van de gewesten

De nieuwe financiering van de gewesten berust in de eerste plaats op hun ruimere fiscale autonomie. Ze kunnen bijvoorbeeld zogeheten uitgebreide opcentiemen heffen op de personenbelasting. Deze hervorming werd geïmplementeerd krachtens de wet van 8 mei 2014 tot wijziging van het wetboek van de inkomstenbelasting. In 2015 belopen deze uitgebreide opcentiemen 25,99 % van de ontvangsten uit de personenbelasting, wat overeenstemt met ongeveer € 11,9 miljard – of 3 % bbp. Ze financieren 40 % van de overgedragen fiscale uitgaven en vervangen de basisdotatie van de personenbelasting en het grootste gedeelte van de negatieve term. Deze laatste compenseerde, voor de federale staat, het verlies aan ontvangsten als gevolg van de overdracht, in 2002, van sommige belastingen aan de gewesten. Bij ongewijzigd beleid ontwikkelen de opcentiemen en de opbrengst van de personenbelasting zich in hetzelfde tempo, dat trendmatig boven dat van het bbp uitkomt als gevolg van twee factoren: het progressief karakter van de personenbelasting, enerzijds, en de vergrijzing van de bevolking, anderzijds; de pensioenen maken immers deel uit van de belastinggrondslag, en niet van het bbp.

Tabel 3 Structuur van de financiering van de gewesten na de zesde staatshervorming

Onveranderde elementen

Gewestbelastingen en gewestelijke heffingen
Toegewezen middelen uit de personenbelasting aan het Brussels Hoofdstedelijk Gewest voor de gemeenten
Sommige dotaties ontvangen van de federale overheid⁽¹⁾
Overdrachten ontvangen van andere entiteiten⁽²⁾
Andere niet-fiscale ontvangsten

Nieuwe of aangepaste elementen

Elementen die in 2015 door het overgangsbetrag worden geneutraliseerd⁽³⁾

Gewestelijke opcentiemen op de personenbelasting
Toegewezen middelen uit de personenbelasting

- Middelen voor de nieuwe bevoegdheden (werkgelegenheid en fiscale uitgaven)
- Middelen voor de restbevoegdheden (nieuwe en oude)
- Herziene nationale solidariteitsbijdrage
- Overgangsmechanisme⁽⁴⁾

Overgedragen niet-fiscale ontvangsten (verkeersboetes)
Overgedragen fiscale uitgaven (negatief teken)

Elementen die niet door het overgangsbetrag worden geneutraliseerd

Uit de personenbelasting toegewezen middelen

- Bijdrage tot de sanering van de overheidsfinanciën (structurele inhouding op diverse toegewezen middelen)
- Bijdrage tot de kosten van de vergrijzing (vermindering van de koppeling aan de economische groei voor verschillende toegewezen middelen)
- Sommige aspecten van de herfinanciering van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest (compensatie voor pendelaars en ambtenaren van internationale instellingen)

Ontvangen overdrachten (dotaties)

- Responsabiliseringsmechanisme klimaat (eventueel)
- Gedeelte van de herfinanciering van de Brusselse instellingen dat ten goede komt aan het Brussels Hoofdstedelijk Gewest of transiteert langs het Brussels Hoofdstedelijk Gewest (dotaties mobiliteit, beveiliging, tweetaligheidspremies en dodehand)

p.m. Nieuwe uitgaven: pensioenresponsabilisering en, eventueel, responsabiliseringsmechanisme klimaat

Elementen afkomstig van overdrachten tussen de entiteiten

Overdracht van de Franse Gemeenschap aan het Waals Gewest (Sint-Emilie)

(1) Beliris, dotaties voor de overname, door de gewesten, van de inning van een aantal gewestbelastingen, enz.

(2) Het betreft bijvoorbeeld, de door de Franse Gemeenschap aan het Waals Gewest uitgekeerde dotatie ter uitvoering van het Sint-Kwintensakkoord.

(3) Dit bedrag houdt rekening met de herstructurering en de afschaffing van oude financieringsmechanismen van de gewesten zoals de trekkingsrechten inzake de wedertewerkstelling van werklozen.

(4) Bij de berekening van het overgangsbetrag werd tevens rekening gehouden met een raming van de benodigde middelen voor de nieuwe aan de gewesten overgeheveld bevoegdheden. Dit mechanisme houdt rekening met het verschil tussen de gewestelijke verdeling van de middelen en noden in 2015.

De overige 60 % van de fiscale uitgaven en 90 % van de nieuwe bevoegdheden inzake werkgelegenheid maken deel uit van door de federale overheid toegewezen ontvangsten uit de personenbelasting. Het verloop van die toegewezen middelen houdt geen rechtstreeks verband met het verloop van de opbrengst van de personenbelasting, maar is gekoppeld aan de inflatie en deels aan de bbp-groei naar volume. Ze worden tussen de gewesten verdeeld aan de hand van de sleutel van de federaal blijvende personenbelasting.

Een nationale solidariteitsbijdrage die wordt gefinancierd door federale ontvangsten afkomstig van de personenbelasting blijft behouden voor de gewesten waar de opbrengst van de personenbelasting per inwoner lager ligt dan het nationaal gemiddelde; de bepalingen ervan worden wel gewijzigd. Al met al zal het verschil tussen de respectieve aandelen van een gewest in de bevolking en in de opbrengst van de personenbelasting ten belope van 80 % worden gecorrigeerd, maar het basisbedrag waar de correctie op wordt toegepast omvat voortaan middelen van de gemeenschappen en de gewesten. In 2015 zullen de aldus aan het Waals en het Brussels Hoofdstedelijk Gewest overgedragen middelen teruglopen, maar ze zullen voortaan niet enkel de inflatie volgen, maar ook de economische groei.

Een nieuwe restdotatie, eveneens samengesteld uit toegewezen middelen afkomstig van de federale personenbelasting, omvat de middelen die werden uitgetrokken voor vroegere bevoegdheden, meer bepaald die welke in 1993 en 2002 werden overgeheveld, en voor diverse nieuwe gewestelijke bevoegdheden.

Rekening houdend met alle veranderingen in de financieringswijze van de gewesten, waarvan hier enkel de belangrijkste worden toegelicht, zouden sommige deelgebieden volgens het nieuwe stelsel minder of meer middelen ontvangen dan in het vorige stelsel. Derhalve werd, in de vorm van een gelijkenschakelingsfactor, een overgangsmechanisme uitgewerkt om ervoor te zorgen dat geen enkel deelgebied wint of verliest bij de overschakeling van de oude op de nieuwe financieringswet. De bedragen van die factor zullen in nominale termen voor een periode van tien jaar worden vastgelegd; gedurende de tien daaropvolgende jaren zullen ze geleidelijk uitdoven.

Sommige elementen vormen daar een uitzondering op omdat ze niet via het overgangsmechanisme worden gecompenseerd en dus een onmiddellijk begrotingseffect hebben op de relaties tussen de federale overheid en de deelgebieden. Het betreft de herfinanciering van de Brusselse instellingen en twee responsabiliseringsmechanismen – één inzake pensioenen en een ander inzake

klimaat – alsook bijdragen tot de sanering van de overheidsfinanciën en tot de kosten van de vergrijzing (voor deze laatste, zie subparagraaf 2.2.3).

De Brusselse instellingen – het Brussels Hoofdstedelijk Gewest, de gemeenten en de Vlaamse en Franse Gemeenschapscommissies – ontvangen tegen 2015 extra middelen ten belope van ongeveer 0,1 % bbp. Die middelen zijn afkomstig van diverse kanalen. Gelet op de netto-instroom van pendelaars in dit gewest, wordt aldus, via een correctie, een gedeelte van de inkomens van de pendelaars uit de twee andere gewesten in die middelen opgenomen. Het betreft een horizontale overdracht (i.e. tussen de gewesten) die plaatsvindt via de door federale overheid overgeheveld toegewezen middelen uit de personenbelasting. Een ander mechanisme vergoedt het Brussels Hoofdstedelijk Gewest – eveneens vanaf 2014 en via toegewezen ontvangsten uit de personenbelasting – voor de inkomsten die het niet ontvangt op de lonen van de ambtenaren die werken bij internationale instellingen zoals de EC en de NAVO. Enkel het groter aandeel van deze ambtenaren in de belastinggrondslag van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest ten opzichte van hun aandeel in de twee andere gewesten maakt het voorwerp uit van dit mechanisme. Ten slotte worden dotaties aangewend voor specifieke uitgaven, zoals beveiliging, mobiliteit en tweetaligheidspremies. Een gedeelte van de herfinanciering komt vanaf 2012 ten goede aan de Brusselse instellingen.

Bij wijze van deelname in de budgettaire kosten van de vergrijzing zullen de gewesten aan de federale staat voortaan een bijdrage betalen voor de pensioenen van hun ambtenaren. In de praktijk werden de kosten van die pensioenen tot dusver immers zogoed als integraal gedragen door de federale overheid.

Ter uitvoering van het responsabiliseringsmechanisme 'klimaat', krijgt een gewest dat zijn toegewezen doelstelling inzake het reduceren van de uitstoot van broeikasgassen in de gebouwen van de residentiële en tertiaire sectoren overschrijdt, een financiële bonus. Omgekeerd moet een gewest dat zijn doelstelling niet haalt, een malus betalen. Verderop in dit artikel wordt ervan uitgegaan dat elk gewest zijn doelstelling zal bereiken.

Krachtens de akkoorden van Sint-Emilie, ten slotte, ontvangt het Waals Gewest van de Franse Gemeenschap een dotatie voor de bevoegdheden die het op zijn grondgebied overneemt. Het betreft voornamelijk de kinderbijslag en de meeste uitgaven voor gezondheidszorg en hulp aan personen.

2.2.2 Nieuwe financiering van de gemeenschappen

De financieringswijze van de gemeenschappen berust, zoals voorheen, op door de federale overheid overgedragen middelen, die de vorm aannemen van dotaties of van toegewezen fiscale ontvangsten.

De meeste federale overdrachten worden tussen de gemeenschappen verdeeld aan de hand van sleutels die de behoeften voor specifieke bevoegdheden weergeven. Zo worden demografische sleutels bepaald ter verdeling van de voor de nieuwe gemeenschapsbevoegdheden

uitgetrokken middelen: het aantal kinderen van 0 tot 18 jaar voor de kinderbijslag, het aantal 80-plussers voor gezondheidszorg en hulp ten behoeve van bejaarden, de totale bevolking voor de overige aspecten van de gezondheidszorg en van de hulp aan personen (exclusief ziekenhuisinfrastructuur). Bovendien wordt het aantal leerlingen in Nederlandstalige en Franstalige scholen gehanteerd als sleutel voor de verdeling van de toegewezen btw-ontvangsten. Afgezien van de vroegere btw-overdracht – namelijk het gedeelte van de btw-overdracht die voordien reeds verdeeld werd volgens het aantal leerlingen –, omvatten die ontvangsten voortaan

TABEL 4 STRUCTUUR VAN DE FINANCIERING VAN DE GEMEENSCHAPPEN EN DE GEMEENSCHAPSCOMMISSIES NA DE ZESDE STAATSHERVORMING

Onveranderde elementen

- Sommige dotaties ontvangen van de federale overheid⁽¹⁾
- Overdrachten ontvangen van andere entiteiten⁽²⁾
- Andere niet-fiscale ontvangsten

Nieuwe of aangepaste elementen

Elementen die in 2015 door het overgangsbetrag worden geneutraliseerd

- Toegewezen btw-middelen (herzien mechanisme⁽³⁾)
- Toegewezen middelen uit de personenbelasting
 - Hervormde middelen van de personenbelasting
 - Overgangsmechanisme⁽⁴⁾
- Aan de Gemeenschappelijke Gemeenschapscommissie en de Duitstalige Gemeenschap toegewezen middelen⁽⁵⁾
- Federale dotaties voor de meeste nieuwe bevoegdheden⁽⁶⁾

Elementen die niet door het overgangsbetrag worden geneutraliseerd

- Uit de personenbelasting toegewezen middelen
 - Bijdrage tot de sanering van de overheidsfinanciën (structurele inhouding op diverse toegewezen middelen)
 - Bijdrage tot de vergrijzingskosten (vermindering van de koppeling aan de economische groei voor verschillende toegewezen middelen)
 - Gedeelte Franse Gemeenschapscommissie en Vlaamse Gemeenschapscommissie van de herfinanciering van de Brusselse instellingen

p.m. Nieuwe uitgaven: pensioenresponsabilisering

(1) Bedrijfsvoorheffing van de universiteiten, financiering van buitenlandse studenten, interuniversitaire samenwerking, Nationale Loterij, Instituut voor Tropische Geneeskunde, Plantentuin Meise, enz.

(2) Het betreft voornamelijk door de gemeenschapscommissies ontvangen overdrachten afkomstig van de Franse Gemeenschap (Sint-Kwintensdotatie voor de Franse Gemeenschapscommissie), de Vlaamse Gemeenschap of het Brussels Hoofdstedelijk Gewest. Het omvat tevens dotaties van het Waals Gewest aan de Duitstalige Gemeenschap als gevolg van de overdracht van een aantal bevoegdheden.

(3) De herziening van het mechanisme heeft ook een impact op de samenstelling van de toegewezen btw-middelen. Deze omvatten ook de oude compenserende dotatie voor het kijk- en luistergeld die de gemeenschappen sinds 2002 ontvangen als gevolg van de overdracht van deze laatste naar de gewesten.

(4) Er is bij de berekening van het overgangsbetrag eveneens rekening gehouden met een raming van de behoeften voor de nieuwe aan de gemeenschappen overgedragen bevoegdheden. Dit mechanisme houdt meer bepaald rekening met het verschil in de verdeling van de middelen en de behoeften voor de gemeenschappen in 2015.

(5) Vanaf 2015 worden de door de federale overheid aan de Duitstalige Gemeenschap en de Gemeenschappelijke Gemeenschapscommissie betaalde oude algemene dotaties omgezet in toegewezen fiscale ontvangsten. De trekkingsrechten voor de wedertewerkstelling van werklozen in de Duitstalige Gemeenschap worden geïntegreerd in de algemene financiering van deze gemeenschap door middel van de toegewezen fiscale ontvangsten.

(6) Kinderbijslag, ouderen, andere gezondheidszorg en hulp aan personen, ziekenhuisinfrastructuur, justitie en interuniversitaire attractiepolen.

het gedeelte 'koppeling aan de economische groei' van de extra middelen van het Lambermontakkoord voor de periode 2010-2015, de compensatie voor het kijk- en luistergeld die aan de gemeenschappen werd toegekend als gevolg van de overdracht, in 2002, van deze laatste aan de gewesten en een bedrag dat een pakket nieuwe bevoegdheden financiert.

De herstructurering van de middelen waarover de gemeenschappen voor de uitoefening van hun vroegere bevoegdheden beschikken, heeft ook de toegewezen ontvangsten uit de personenbelasting beïnvloed. Zoals voordien worden ze tussen de gemeenschappen verdeeld overeenkomstig de opbrengst van de personenbelasting. Die ontvangsten bestaan voortaan uit de vroegere basis-overdracht van de personenbelasting vermeerderd met de aan het Lambermontakkoord verbonden extra btw-middelen, behalve dan het gedeelte 'koppeling aan de economische groei' 2010-2015, dat verschoven is naar de hervormde btw-overdracht.

Zoals voor de gewesten, wordt een overgangsmechanisme ingesteld dat ervoor moet zorgen dat geen enkele entiteit bij de overgang op de nieuwe financieringswet middelen wint of verliest. Sommige elementen treden echter in werking na de toepassing van het overgangsmechanisme teneinde voor de federale overheid een gunstig onmiddellijk begrotingseffect teweeg te brengen. Het betreft de bijdragen aan de sanering van de overheidsfinanciën en de vergrijzingskosten, alsook de pensioenresponsabilisering. De begrotingsimpact van deze laatste zal voor de gemeenschappen zwaarder zijn dan voor de gewesten aangezien ze meer werknemers in dienst hebben, vooral leerkrachten.

2.2.3 Bijdragen van de gemeenschappen en de gewesten aan de sanering van de overheidsfinanciën en aan de vergrijzingskosten

De financieringswet voorziet voortaan in verscheidene bijdragen van de gemeenschappen en de gewesten aan de sanering van de overheidsfinanciën. Voor 2014 wordt eenmalig € 250 miljoen ingehouden op de hun krachtens de oude financieringswet toegewezen middelen uit de personenbelasting. Voor elke gemeenschap en voor ieder gewest worden forfaitaire bedragen bepaald.

Vanaf 2015 legt de financieringswet structurele inhoudingen vast in de vorm van besnoeiingen in de toegewezen fiscale ontvangsten opdat, met inbegrip van het effect ervan op de herziene nationale solidariteitsbijdrage, de gemeenschappen en gewesten samen een bijdrage zouden leveren van € 1,25 miljard, die vanaf 2016 wordt

opgetrokken tot zo'n € 2,5 miljard. De toegewezen fiscale ontvangsten in kwestie zijn, voor de gewesten, de uit de personenbelasting genomen middelen ter financiering van hun nieuwe bevoegdheden inzake werkgelegenheid en, voor de gemeenschappen en de Gemeenschappelijke Gemeenschapscommissie (GGC), de middelen uit de personenbelasting.

Bovendien wordt vanaf 2017 van de entiteiten een extra inspanning gevraagd (die zal oplopen tot 0,2% bbb in 2030) door een aantal dotaties of toegewezen fiscale ontvangsten minder nauw aan de economische groei te koppelen. Voor de gewesten gaat het om de voor de nieuwe bevoegdheden inzake werkgelegenheid en fiscale uitgaven toegewezen ontvangsten uit de personenbelasting, waarvan de koppeling aan de groei teruggebracht wordt van 75 tot 55%, alsook om de nieuwe restdotatie, waarvan de koppeling gereduceerd wordt van 100 tot 55%. Voor de gemeenschappen wordt de koppeling aan de economische groei van de dotaties inzake gezondheidszorg en hulp aan bejaarden vermindert van 82,5 tot 65%, terwijl die voor de ontvangsten afkomstig van de personenbelasting teruggeschroefd wordt van 75 tot 55%. De koppeling aan de groei van de aan de Gemeenschappelijke Gemeenschapscommissie toegewezen middelen vermindert eveneens, namelijk van 82,5 tot 65%.

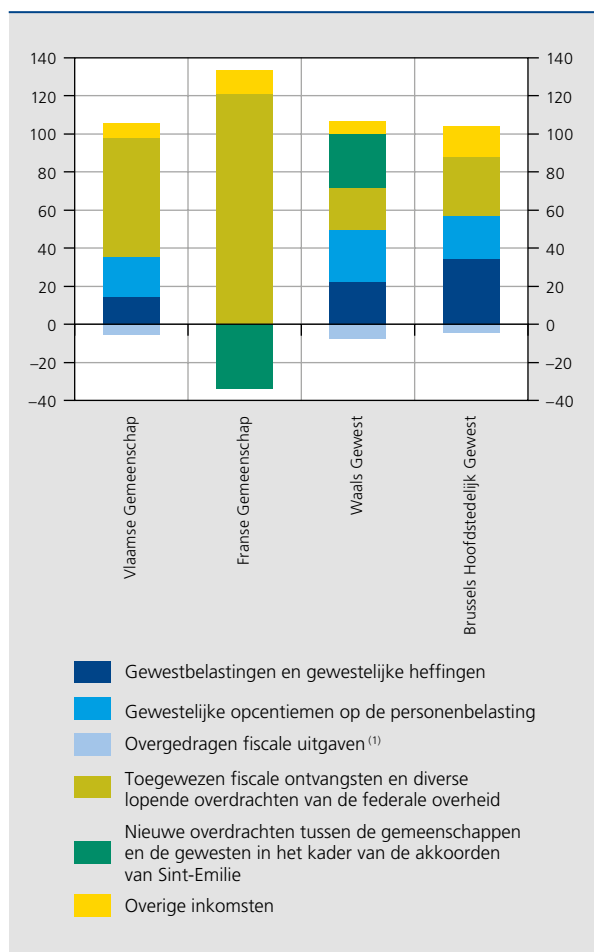
2.2.4 Structuur van de ontvangsten van de gemeenschappen en de gewesten

Gelet op alle wijzigingen die werden aangebracht krachtens de bijzondere wet van 6 januari 2014 en krachtens de decreten ter uitvoering van de akkoorden van Sint-Emilie, zal de structuur van de ontvangsten van de gemeenschappen en de gewesten vanaf 2015 aanzienlijk veranderen. Bovendien verschilt die structuur sterk van de ene entiteit tot de andere. De in deze subparagraaf getoonde uitsplitsing van de ontvangsten van de vier grootste gemeenschappen en gewesten is de uitsplitsing voor 2015 bij ongewijzigd beleid.

De verdeling van de ontvangsten van de Franse Gemeenschap is het meest atypisch, aangezien die entiteit uitsluitend wordt gefinancierd via de bij de financieringswet bepaalde overdrachten van de federale overheid en via diverse ontvangsten (bv. inschrijvingsgeld voor hogere studies). In het kader van de akkoorden van Sint-Emilie draagt die Gemeenschap voorts ongeveer een derde van haar ontvangsten over aan het Waals Gewest en aan de Cocof.

Deze van de Franse Gemeenschap afkomstige 'Sint-Emilie'-overdracht maakt 28% uit van de inkomsten van het

GRAFIEK 6 UITSPLITSING VAN DE ONTVANGSTEN IN 2015
(aandelen van de totale ontvangsten van elke entiteit, in %)



Bronnen: federale regering, INR, NBB.

(1) De overgedragen fiscale uitgaven komen neer op een vermindering van de ontvangsten. De impact van deze bevoegdheidsoverdrachten wordt in andere rubrieken gecompenseerd (ten dele in de gewestelijke opcentiemen op de personenbelasting en ten dele in de door de federale overheid aan de gewesten toegewezen fiscale ontvangsten).

Waals Gewest. De overdrachten van de federale overheid in het kader van de financieringswet, voornamelijk de toegewezen fiscale ontvangsten, zijn goed voor nog slechts 22 % van de inkomsten van dit gewest. De helft van de inkomsten van dit laatste zijn eigen fiscale ontvangsten, zowel nieuwe opcentiemen op de personenbelasting (28 %) als vroegere gewestelijke heffingen en gewestbelastingen (22 %).

Die vroegere heffingen en belastingen, die onder meer de registratie- en successierechten omvatten, zijn nog steeds de belangrijkste financieringsbron van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest, ten belope van zowat 35 %. De opcentiemen op de personenbelasting voegen zo'n 15 % aan de eigen fiscale ontvangsten toe. De overdrachten krachtens de financieringswet, voornamelijk de

ontvangsten uit de personenbelasting, leveren 31 % van de inkomsten van dat gewest.

De Vlaamse Gemeenschap, die zowel gemeenschaps- als gewestbevoegdheden uitoefent, bekleedt een tussenpositie tussen de uitersten van de Franse Gemeenschap en de twee andere gewesten. De overdrachten krachtens de financieringswet, zowel de ontvangsten uit de personenbelasting, de btw-ontvangsten als de federale dotaties, maken bijna 63 % van de middelen van die entiteit uit. De nieuwe opcentiemen op de personenbelasting zijn goed voor ruim een vijfde van de inkomsten van de Vlaamse Gemeenschap. De bijdrage van de vroegere gewestelijke heffingen en gewestbelastingen belooft 15 %.

3. Nieuw begrotingskader

Het kader waarbinnen het begrotingsbeleid van de diverse Belgische overheden wordt uitgetekend, is de afgelopen jaren sterk veranderd vanwege ingrijpende aanpassingen in de Europese regelgeving en als gevolg van de zesde staatshervorming. In dit hoofdstuk wordt eerst ingegaan op deze veranderingen. Vervolgens wordt het binnen dit kader voorgesteld normatief traject besproken.

3.1 Belangrijke recente veranderingen

In een federale staat zoals België draagt elke entiteit bij tot de verwezenlijking van de voor de gezamenlijke overheid geldende begrotingsdoelstellingen. Teneinde de noodzakelijke coördinatie van het beleid van de diverse regeringen te bewerkstelligen, werd in het kader van de bijzondere financieringswet van 16 januari 1989 binnen de Hoge Raad van Financiën (HRF) de afdeling 'Financieringsbehoeften van de overheid' opgericht. Die afdeling formuleert in haar adviezen aanbevelingen inzake begrotingssaldi zowel voor de gezamenlijke overheid als voor elk van de gemeenschappen en gewesten afzonderlijk. Die aanbevelingen vormen doorgaans de basis van de in het Overlegcomité van de federale regering en de gemeenschaps- en gewestregeringen gesloten budgettaire samenwerkingsovereenkomsten. Die overeenkomsten zijn in België de hoeksteen voor de coördinatie van het begrotingsbeleid.

Het begrotingsbeleid van de Belgische overheden wordt reeds geruime tijd sterk bepaald door Europese regels. De afgelopen jaren zijn, als gevolg van de overheids-schuldencrisis, de Europese budgettaire richtlijnen verstrengd met de invoering van het sixpack, het twopack en het Verdrag inzake stabiliteit, coördinatie en bestuur in de Economische en Monetaire Unie, meer bepaald het

begrotingsonderdeel daarvan, beter bekend als het begrotingspact of 'fiscal compact'. Dit begrotingspact werd geïmplementeerd via het samenwerkingsakkoord van 13 december 2013 tussen de federale staat, de gemeenschappen, de gewesten en de gemeenschapscommissies.

Een belangrijk aspect van dit samenwerkingsakkoord is de omzetting in Belgisch recht van de 'gouden regel' van het begrotingspact. Die regel bepaalt dat het begrotingssaldo van de gezamenlijke overheid in evenwicht moet zijn of een overschot moet vertonen. Hij wordt geacht te zijn nageleefd als het jaarlijks structureel saldo van de gezamenlijke overheid voldoet aan de landspecifieke middellangetermijndoelstelling (MTO) of als het het vereiste aanpassingstraject naar deze doelstelling volgt.

Voorts worden in de samenwerkingsovereenkomst de bestaande coördinatiepraktijken geformaliseerd door de aanbevelings- en evaluatiefuncties van de afdeling 'Financieringsbehoeften van de overheid' wettelijk te funderen. Bovendien worden haar verantwoordelijkheden uitgebreid. Zo dient ze advies uit te brengen over de verdeling van de jaarlijkse begrotingsdoelstelling van de gezamenlijke overheid over de verschillende overheidsniveaus, zowel in nominale als in structurele termen. Ze is ook aangeduid als het onafhankelijk orgaan dat toezicht houdt op onder meer de naleving van deze beslissingen en dat, meer algemeen, nagaat of de regeringen hun verbintenissen nakomen. De afdeling wordt tevens verzocht advies uit te brengen over de omvang van de eventueel te nemen correctiemaatregelen alsook om toezicht uit te oefenen op de implementatie daarvan. Tevens moet ze, bij wijze van nieuwe opdracht, een verdeling voorstellen, tussen de verschillende overheden, van een eventuele door de Raad van de Europese Unie opgelegde financiële sanctie, naar rato van de vastgestelde tekortkomingen.

Het samenwerkingsakkoord bepaalt tevens dat in het Overlegcomité vooraf moet worden beraadslaagd over de algemene begrotingsdoelstelling voor de gezamenlijke overheid; dat comité dient verder de verdeling van de doelstellingen tussen de diverse overheidsniveaus goed te keuren.

Een andere belangrijke recente verandering die een impact heeft op het begrotingskader en meer bepaald op het vastleggen van de begrotingsdoelstellingen per entiteit betreft de invoering, vanaf 2014, van een aantal mechanismen in de nieuwe financieringswet (zie paragraaf 2.2). Het gaat om bijdragen van de gemeenschappen en de gewesten in de pensioenkosten van hun ambtenaren, tot de sanering van de overheidsfinanciën en aan de vergrijzingskosten.

3.2 Normatief begrotingstraject voor de gemeenschappen en de gewesten

De afdeling 'Financieringsbehoeften van de overheid' van de HRF begon in 2009 voorstellen te formuleren voor de sanering van de overheidsfinanciën. Die sanering was noodzakelijk geworden door de toename van het overheidstekort als gevolg van de financiële en economische crisis. Belangrijk bij het formuleren van deze voorstellen was dat er niet enkel algemene begrotingsdoelstellingen werden vastgelegd, meer bepaald een begrotingsevenwicht uiterlijk in 2015, maar ook dat een duidelijke en evenwichtige verdeling van de inspanningen tussen de verschillende deelsectoren van de overheid zou worden nagestreefd. Een ander belangrijk criterium was dat de budgettaire houdbaarheid van elk overheidsniveau gegarandeerd moet zijn.

De Afdeling opperde in de loop van 2009 een viertal mogelijke trajecten voor de verdeling van de saneringsinspanningen tussen Entiteit I, die bestaat uit de federale overheid en de sociale zekerheid, en Entiteit II, die de gemeenschappen en de gewesten alsook de lokale overheid omvat. Eind 2009 besloot het Overlegcomité de verdeling tot in 2012 te baseren op het aandeel in de finale primaire uitgaven⁽¹⁾. Dat criterium heeft als voordeel dat rekening wordt gehouden met de relatieve posities inzake overheidsinterventie en het wordt gerechtvaardigd door het feit dat de budgettaire houdbaarheid meer in het bijzonder steunt op een langetermijnbeheersing van de actieradius van de overheidssector. Volgens simulaties van de Afdeling zou de toepassing van deze verdeelsleutel, gelet op het minder grote initiële tekort van Entiteit II, aanleiding geven tot een divergentie in de normatieve begrotingstrajecten, met voor het jaar 2015 een geraamd overschot van ongeveer 1% bbp voor Entiteit II en een vergelijkbaar tekort voor Entiteit I. Een dergelijk verloop stemt echter niet overeen met de budgettaire houdbaarheid van elk overheidsniveau en het kan problematisch lijken op het niveau van sommige componenten van Entiteit II, die verondersteld worden op duurzame wijze begrotingsoverschotten te accumuleren. Voor Entiteit II zijn dergelijke overschotten immers niet gerechtvaardigd; haar schuldenlast blijft namelijk relatief gering en voor haar rijst niet de vraag van de vooruitfinanciering van de vergrijzingsuitgaven in het kader van de verdeling van de bevoegdheden.

In haar adviezen tussen september 2009 en maart 2011 heeft de Afdeling dan ook een institutionele hervorming

(1) Hierdoor diende Entiteit I in te staan voor 65% van de inspanningen over de totale periode en Entiteit II voor 35%. Deze percentages werden afgeleid uit de verdeling van de uitgaven tussen deze entiteiten over de periode 2006-2008 zoals deze beschikbaar waren in de zomer van 2009.

aanbevolen die een convergentie mogelijk zou maken van de budgettaire vooruitzichten en trajecten van de entiteiten. Gelet op het akkoord over de staatshervorming van oktober 2011 heeft de Afdeling, in maart 2012, als uitgangspunt voor de verdeling van de begrotingsdoelstellingen de terugkeer naar een nominaal evenwicht in 2015 aanbevolen voor elk overheidsniveau, waaronder elk gewest en elke gemeenschap, en heeft ze dit nieuwe traject afhankelijk gemaakt van een budgettaire lastenoverdracht van Entiteit I naar Entiteit II. Wat deze laatste betreft was het belangrijk de modaliteiten van de bijdrage van de entiteiten aan de sanering van de overheidsfinanciën te concretiseren zoals voorzien in het akkoord over de staatshervorming. In zijn advies van maart 2013 heeft de Afdeling dit principe nogmaals benadrukt en heeft ze twee mogelijke scenario's voor de bijdrage van Entiteit II aan de budgettaire saneringsinspanning onderzocht.

In juli 2013 werd een definitief politiek akkoord bereikt inzake de zesde staatshervorming welke een overdracht van budgettaire lasten van Entiteit I naar Entiteit II meebracht. In haar advies van maart 2014 heeft de Afdeling akte genomen van het politiek akkoord en van deze lastenoverdracht die zij op 0,7% bbp raamde voor het jaar 2017. De Afdeling heeft bijgevolg het principe van een begrotingsevenwicht voor Entiteit II en voor de onderdelen ervan voor de periode 2014-2017 behouden; de resterende inspanning moet worden geleverd door Entiteit I⁽¹⁾. Zowel het geheel van de gemeenschappen en de gewesten als alle deeloverheden zouden in de periode 2014-2017 jaarlijks een nominaal evenwicht moeten nastreven. Deze doelstellingen werden in het Belgische stabiliteitsprogramma van april 2014 bij wijze van indicatie overgenomen.

4. Projecties vanuit het nieuw institutioneel kader

Voor de verschillende gemeenschappen en gewesten zijn twee projectieoefeningen uitgevoerd: bij de ene wordt, bij ongewijzigd beleid, het verloop van de financieringsaldi geschetst tot in 2030; bij de andere wordt berekend welke groei van de primaire uitgaven (exclusief de uitgaven in verband met de hervorming van de financieringswet) verenigbaar is met de terugkeer, vanaf 2015, naar een begrotingsevenwicht. In de eerste paragraaf wordt ingegaan op de belangrijkste methoden en hypothesen die aan deze projecties ten grondslag liggen.

(1) Uitzonderingen zijn de jaren 2014 en 2015 waarin er voor Entiteit II een overschot van 0,1% bbp wordt voorgeschreven vanwege een aan de lokale overheid gevraagd tijdelijk overschot gelet op haar investeringscyclus.

4.1 Hypothesen en methoden

Deze projecties starten, voor 2013, vanuit de door het INR overeenkomstig het ESR 1995 opgestelde overheidsrekeningen van april 2014.

Voor 2014 stemt de methodologie overeen met die welke werd gehanteerd voor de in juni jongstleden door de Bank gepubliceerde vooruitzichten. De groei van de primaire uitgaven wordt afgeleid uit een analyse van de initiële begrotingen van de belangrijkste entiteiten. Vanaf 2014 worden de ontvangsten geraamd volgens de financieringswet op basis van een macro-economisch kader dat overeenstemt met dat van de van juni daterende vooruitzichten van de Bank tot 2016 en, vervolgens, met dat van het in juli gepubliceerde jaarverslag van de Studiecommissie voor de vergrijzing. Het demografisch kader is dat van de in april gepubliceerde demografische vooruitzichten voor 2013-2060.

Er is rekening gehouden met de impact van de overgang op de nieuwe financieringswet en van de decreten ter uitvoering van de akkoorden van Sint-Emilie. Tevens wordt uitgegaan van de veronderstelling dat het beleid niet wordt gewijzigd, dat wil zeggen dat de entiteiten de bevoegdheden van de federale overheid en van de sociale zekerheid overnemen zoals die deelsectoren ze zouden hebben uitgeoefend, mocht de staatshervorming er niet gekomen zijn. Ze oefenen hun zelfstandige beslissingsbevoegdheid ter zake dus niet uit. Bovendien maken de gewesten, hypothetisch gesproken, geen gebruik van hun fiscale autonomie.

Van de overige ontvangsten wordt aangenomen dat ze, behalve uitzonderingen, het nominaal bbp volgen. Voor de gewestbelastingen en gewestelijke heffingen werd, net als voor de junivoorzichten van de Bank, rekening gehouden met de genomen maatregelen en met het effect van sommige tijdelijke factoren zoals de fiscale regularisering en de inkorting, met een maand, van de aangiftetermijn inzake successierechten. Een andere tijdelijke factor waar rekening mee is gehouden, is de van de federale overheid uitgaande overheveling, in 2013, van een gedeelte van de opbrengst uit de verkoop van mobilofonievergunningen. Voor 2014 en 2016 wordt van KBC geen dividend verwacht. Zoals overeengekomen met de EC, moet die bank tegen 2020 het door de Vlaamse Gemeenschap geïnjecteerde kapitaal aan deze laatste terugbetalen.

Bij het analyseren van de primaire uitgaven voor 2014 wordt rekening gehouden met, onder meer, de neerwaartse herziening van de inflatie naar aanleiding van de btw-verlaging voor elektriciteit. Dat heeft met name tot gevolg dat de loonindexering voor de werknemers van

de diensten van de gemeenschappen en de gewesten uitgesteld wordt tot 2015. Wat de Vlaamse Gemeenschap betreft, wordt tevens rekening gehouden met de uitgaven in het kader van de publiek-private samenwerking (PPS) 'Scholen van Morgen'. In 2015 worden de primaire uitgaven ook gecorrigeerd voor het tijdelijk effect van de in 2014 verrichte verkopen van gebouwen en terreinen.

Er is geen rekening gehouden met de maatregelen die werden aangekondigd in de in juli bekendgemaakte beleidsverklaringen van de gemeenschappen en de gewesten. De projecties geven dus aan in welke budgettaire context deze maatregelen werden genomen.

4.2 Verwacht verloop van de financieringssaldi bij ongewijzigd beleid

De projectieoefening voor de financieringssaldi bij ongewijzigd beleid berust op de aanvullende hypothese dat

de primaire uitgaven (met uitzondering van de uitgaven in verband met de hervorming van de financieringswet) vanaf 2015 hetzelfde verloop te zien geven als het nominaal bbp, op de aan het einde van de vorige paragraaf vermelde correcties na.

Voor het geheel van de gemeenschappen en de gewesten zou het tekort in 2014 naar verwachting beperkt blijven; in 2015 en 2016 zou het oplopen en vervolgens zou het zich tot 2021 op ongeveer 0,8% bbp stabiliseren. Tot 2030 zou dan opnieuw een toename volgen. De Vlaamse Gemeenschap, de Franse Gemeenschap en het Waals Gewest laten een vrij vergelijkbaar ontwikkelingsprofiel optekenen. In het Brussels Hoofdstedelijk Gewest wordt het overschot van 2014 tijdens de daaropvolgende jaren geleidelijk kleiner en in 2017 is het zogoed als verdwenen. Daarna zou dit gewest zijn overschot opnieuw enigszins zien groeien.

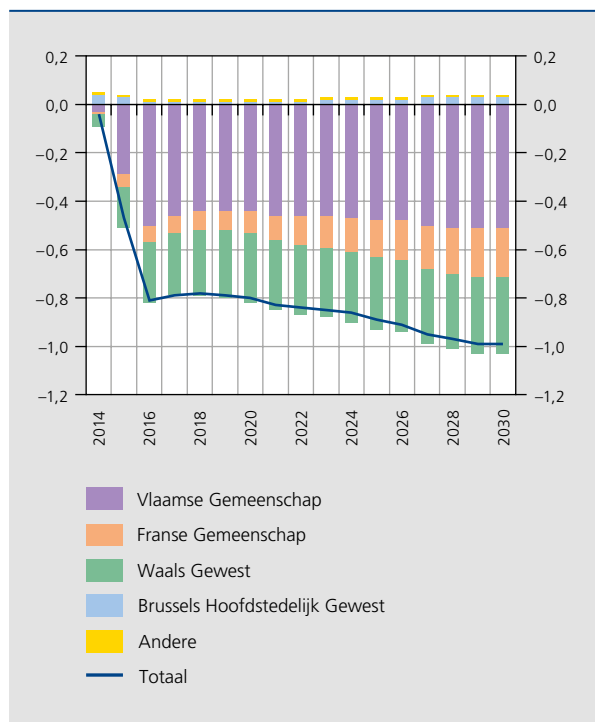
Het verloop van het financieringssaldo wordt grotendeels verklaard door dat van het primair saldo. De verzwarende van de rentelasten blijft aan het begin van de periode beperkt, maar neemt vervolgens toe als gevolg van de schulddynamiek.

In de Vlaamse Gemeenschap, de Franse Gemeenschap en het Waals Gewest wordt het verloop van het primair saldo ten opzichte van 2014 grotendeels verklaard door factoren die verband houden met de financieringswet. Vooral de saneringsbijdrage, die opgetrokken wordt van € 250 miljoen in 2014 tot € 1,25 miljard in 2015 en tot € 2,5 miljard in 2016, heeft een nadelig effect op de financiën van elke entiteit. De financiën van de gemeenschappen worden tevens bezwaard door de responsabiliseringsbijdrage inzake de pensioenen, die tot in 2028 toeneemt.

In de Vlaamse Gemeenschap zorgen de factoren in verband met de financieringswet voor een forse verslechtering van het primair saldo in 2015 en 2016, voornamelijk als gevolg van de structurele bijdrage tot de sanering van de overheidsfinanciën. In 2015 worden de ontvangsten niet langer ondersteund door het tijdelijk gunstig effect van de fiscale regularisatie in 2014, terwijl de uitgaven de weerslag ondervinden van de verkoop van woningen en terreinen in 2014 en beïnvloed worden door de PPS 'Scholen van Morgen'. In 2016 oefenen andere factoren dan die in verband met de financieringswet, een maximale invloed uit als gevolg van onder meer de PPS 'Scholen van Morgen' en doordat KBC in dat jaar geen dividenden zal uitkeren.

In de Franse Gemeenschap is de verslechtering van het primair saldo integraal toe te schrijven aan factoren die

GRAFIEK 7 FINANCIERINGSSALDO INDIEN DE PRIMAIRE UITGAVEN (M.U.V. DE UITGAVEN IN VERBAND MET DE HERVORMING VAN DE FINANCIERINGSWET)⁽¹⁾ VANAF 2015 IN HETZELFDE TEMPO STUIGEN ALS HET NOMINAAL BBP
(in % bbp)

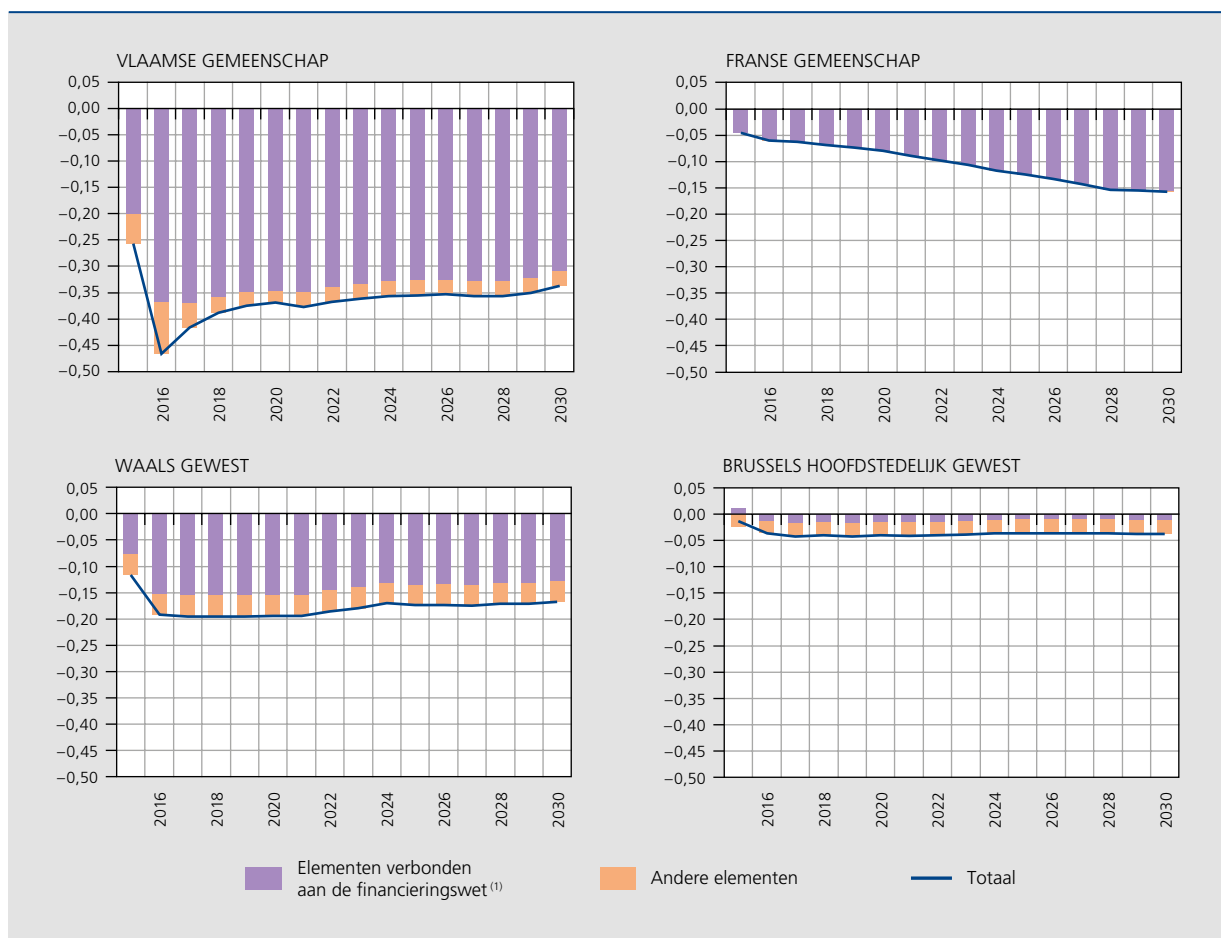


Bronnen: FPB, SCVV, federale regering, INR, NBB.

(1) De uitgaven in verband met de hervorming van de financieringswet zijn de primaire uitgaven in verband met de in het kader van de zesde staathervorming overgedragen bevoegdheden, de responsabiliseringsbijdrage inzake de pensioenen en de overdrachten als gevolg van de akkoorden van Sint-Emilie.

GRAFIEK 8 UITSPLITSING VAN DE VERANDERING VAN HET PRIMAIR SALDO

(in procentpunt bbp, t.o.v. 2014)



Bronnen: FPB, SCvV, federale regering, INR, NBB.

(1) Voornamelijk de toegevoegde fiscale ontvangsten, de meeste federale dotaties, de fiscale autonomie, de bevoegdheidsoverdrachten inzake ontvangsten en uitgaven, de overdrachten als gevolg van de akkoorden van Sint-Emilie en de responsabilisering inzake de pensioenen.

verband houden met de financieringswet. Tot 2016 is het effect van de bijdrage aan de sanering van de overheidsfinanciën doorslaggevend maar, op lange termijn, genereert de responsabiliseringsbijdrage inzake de pensioenen de zwaarste kosten.

In het Waals Gewest is de verslechtering van het primair saldo in 2015 en 2016 overwegend toe te schrijven aan de bijdrage tot de sanering van de overheidsfinanciën. Vanaf 2015 ondervindt dit gewest ook de weerslag van de in 2014 genomen eenmalige maatregelen, zoals de verkoop van het glasvezelnetwerk van Sofico, en van tijdelijke effecten inzake de successierechten als gevolg van de fiscale regularisatie.

Vanaf 2015 verslechtert het primair saldo van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest maar, anders dan in de overige entiteiten, komt dat uitsluitend door andere factoren dan

die welke verband houden met de financieringswet, bijvoorbeeld de weerslag van in 2014 genomen eenmalige maatregelen (verkoop van gebouwen en terreinen) en van tijdelijke effecten inzake de successierechten (fiscale regularisatie). Dit gewest trekt in 2015 nog profijt van de laatste fase van de bij de zesde staatshervorming verworven herfinanciering. Het effect daarvan is groter dan dat van de bijdrage tot de sanering van de overheidsfinanciën.

4.3 Vereiste inspanningen om in 2015 het begrotingsevenwicht te herstellen

Een andere simulatieoefening bestaat erin na te gaan in welke mate de entiteiten hun primaire uitgaven (met uitzondering van de uitgaven in verband met de herziening van de financieringswet) eventueel op een aanvaardbare wijze reëel kunnen laten groeien teneinde

TABEL 5 AANVAARBARE REËLE GROEI VAN DE ANDERE PRIMAIRE UITGAVEN DAN DIE WELKE VERBAND HOUDEN MET DE HERZIENING VAN DE FINANCIERINGSWET OM IN 2015 HET BEGROTINGSEVENWICHT TE HERSTELLEN EN DIT DAARNA TE HANDHAVEN

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

	2014 ⁽¹⁾	2015	2016	Gemiddelde 2017-2019
Vlaamse Gemeenschap	1,0	-1,7	-1,3	1,8
Franse Gemeenschap	-0,2	-0,3	1,2	1,4
Waals Gewest	0,5	-6,7	-2,7	1,6
Brussels Hoofdstedelijk Gewest	5,7	6,2	-0,8	1,4
Totaal	1,0	-1,5	-1,0	1,6

Bronnen: FPB, SCcV, federale overheid, INR, NBB.

(1) Verloop van de uitgaven die verenigbaar zijn met de op de vooruitzichten van juni 2014 van de Bank gebaseerde raming.

in 2015 het begrotingsevenwicht te herstellen en dit daarna te handhaven, zoals aanbevolen door de afdeling 'Financieringsbehoeften van de overheid' van de HRF. Het jaar 2014 als vertrekpunt voor deze oefening is hetzelfde als dat voor de projectie bij ongewijzigd beleid. De met de herziening van de financieringswet verband houdende primaire uitgaven en de ontvangsten verlopen op dezelfde wijze als in het scenario bij ongewijzigd beleid.

De primaire uitgaven, die in 2014 in reële termen met 1 % zouden toenemen volgens de ramingen, zouden in 2015 en 2016, om de terugkeer naar een begrotingsevenwicht mogelijk te maken, voor het geheel van de gemeenschappen en de gewesten met respectievelijk 1,5 % en 1 % moeten worden verminderd. Die inspanningen zijn niet enkel noodzakelijk in het kader van het evenwichtsherstel, maar ook vanwege de extra last die wordt opgelegd door de bijdrage aan de sanering van de overheidsfinanciën. Daarna, tijdens de laatste drie jaar van de regionale regeerperiode die in 2019 ten einde loopt, mogen de primaire uitgaven trouwens met gemiddeld ongeveer 1,6 % per jaar stijgen.

Van de grootste gemeenschappen en gewesten staat het Waals Gewest onder de zwaarste druk wat de aanvaardbare reële groei betreft van de primaire uitgaven (met uitzondering van de uitgaven in verband met de herziening van de financieringswet), dat wil zeggen indien de begrotingsinspanning noch aan de ontvangstenzijde zou worden geleverd, noch op basis van de bij de zesde staatshervorming overgedragen uitgaven. Deze overige primaire uitgaven zouden in 2015 met 6,7 % moeten verminderen en in 2016 met nog eens 2,7 %. Deze in vergelijking met de andere entiteiten zwaardere druk is het gevolg van een in 2014 minder gunstig geachte

begrotingspositie. Het Waals Gewest zou dat jaar immers de entiteit zijn met het grootste tekort.

Het Brussels Hoofdstedelijk Gewest, daarentegen, boekt in 2014 een overschot en geniet in 2015 van de laatste herfinancieringstranche van de Brusselse instellingen. Dit gewest weet het evenwicht te handhaven en laat tegelijkertijd een snelle groei optekenen van zijn primaire uitgaven (met uitzondering van die welke verband houden met de herziening van de financieringswet). In 2016 zou het die uitgaven evenwel met 0,8 % moeten verminderen, aangezien de saneringsbijdrage groter uitvalt dan de herfinanciering en het uitgangspunt in 2015 een begrotingsevenwicht is.

De Franse en de Vlaamse Gemeenschap bevinden zich in een tussenpositie met, in het geschetste scenario, een in reële termen noodzakelijke – zij het minder omvangrijke dan in het Waals Gewest – vermindering van de primaire uitgaven (met uitzondering van die welke verband houden met de herziening van de financieringswet) in 2015.

Uit de simulatieoefening blijkt hoe moeilijk het is om de saneringsinspanningen in de belangrijkste entiteiten (met uitzondering van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest) enkel te realiseren op basis van de oude uitgaven. Gelet op de omvang van de vereiste aanpassing is het tevens mogelijk dat er maatregelen moeten worden overwogen op het vlak van de nieuwe uitgavenbevoegdheden en aan de ontvangstenzijde.

5. Regeerakkoorden van de gemeenschappen en de gewesten

De in juli 2014 in de diverse entiteiten gesloten regeerakkoorden vormen een uiting van de budgettaire situatie zoals die in de vorige hoofdstukken is geschetst.

De regeringen van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest en van de Vlaamse Gemeenschap streven ernaar om, over de regeerperiode die loopt tot 2019, hun begrotingen in evenwicht te houden. De regeringen van de Franse Gemeenschap en van het Waals Gewest, van hun kant, beogen het begrotingsevenwicht te bereiken in 2018.

Om deze doelstellingen te halen, overwegen alle entiteiten het verloop van hun uitgaven sterk te beknotten. Hiertoe zijn diverse specifieke maatregelen uitgewerkt, die vooral bij de aanvang van de legislatuur effect zullen sorteren. Ook zullen sommige entiteiten het aantal indienstnemen fors terugdringen.

De gewesten zullen bovendien gebruik maken van hun nieuwe fiscale bevoegdheden. Het Brussels Hoofdstedelijk Gewest beoogt de belasting op arbeid ietwat te verlichten en te verschuiven naar het vastgoedbezit. In dat kader zou de woonbonus kunnen worden gewijzigd. Het Vlaams Gewest heeft besloten de woonbonus te behouden, maar hem voor de bestaande contracten niet meer te indexeren; het belastingvoordeel voor de nieuwe contracten zou daarenboven worden beperkt. Het Waals Gewest, van zijn kant, zal het belastingvoordeel verbonden aan de dienstencheques beperken en het overweegt een hervorming van de woonbonus.

Conclusies

Volgens de in april 2014 gepubliceerde overheidsrekeningen waren de rekeningen van de gemeenschappen en de gewesten in hun geheel beschouwd in 2013 zo goed als in evenwicht. De Vlaamse Gemeenschap en het Brussels Hoofdstedelijk Gewest boekten in 2013 een klein

overschot, terwijl de Franse Gemeenschap en het Waals Gewest een gering tekort lieten optekenen.

Naast een aanzienlijke overheveling van bevoegdheden naar de gemeenschappen en de gewesten en een toename van de fiscale autonomie van de gewesten, zorgt de herziening van de financieringswet voor een overdracht van lasten van de federale overheid naar de gemeenschappen en de gewesten. In 2015 en 2016 neemt die omvangrijke overdracht de vorm aan van bijdragen tot de sanering van de overheidsfinanciën. Voorts gaat het voornamelijk om bijdragen aan de vergrijzingskosten. De zesde staatsvorming heeft tevens voorzien in een herfinanciering van de Brusselse instellingen vanaf 2012.

Bij ongewijzigd beleid, vóór de tenuitvoerlegging van de maatregelen die zijn opgenomen in de deze zomer gesloten regeerakkoorden, maakt de in dit artikel gemaakte projectie tot 2030 gewag van een totaal tekort van om en nabij 0,8% bbp vanaf 2016. De toename van dat tekort in 2015 en 2016 is voornamelijk het resultaat van de bijdragen aan de sanering van de overheidsfinanciën. Tijdens het volgende decennium zou het tekort opnieuw oplopen tot ongeveer 1% bbp, meer bepaald als gevolg van de bijdragen aan de vergrijzingskosten. Met uitzondering van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest, dat gedurende de hele periode een licht overschot zou behouden, zouden de andere belangrijke gemeenschappen en gewesten, namelijk de Vlaamse Gemeenschap, de Franse Gemeenschap en het Waals Gewest, de hele periode lang aanzienlijke tekorten laten optekenen.

Gelet op de bijdragen aan de sanering van de overheidsfinanciën, is in de voornaamste gemeenschappen en gewesten, behalve in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest, een aanzienlijke begrotingsconsolidatie vereist om, zoals aanbevolen wordt door de afdeling 'Financieringsbehoeften van de overheid' van de HRF en bij wijze van informatie overgenomen is in het Belgische stabiliteitsprogramma van april 2014, de evenwichtsdoelstelling te handhaven of te bereiken. Met deze begrotingscontext is rekening gehouden in de recente regeerakkoorden voor de in 2019 ten einde lopende legislatuur.

Bibliografie

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

Bijzondere wet van 16 januari 1989 betreffende de financiering van de Gemeenschappen en de Gewesten (gepubliceerd in het Belgisch Staatsblad op 17 januari 1989).

Bijzondere wet van 6 januari 2014 met betrekking tot de Zesde Staatshervorming (gepubliceerd in het Belgisch Staatsblad op 31 januari 2014).

Bijzondere wet van 6 januari 2014 tot hervorming van de financiering van de gemeenschappen en de gewesten, tot uitbreiding van de fiscale autonomie van de gewesten en tot financiering van de nieuwe bevoegdheden (gepubliceerd in het Belgisch Staatsblad op 31 januari 2014).

Bisciari P. en L. Van Meensel (2012), 'De hervorming van de wet betreffende de financiering van de gemeenschappen en de gewesten', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 67-89.

Décret du 4 avril 2014 relatif aux compétences de la Communauté française dont l'exercice est transféré à la Région wallonne et à la Commission communautaire française (Assemblée de la Commission communautaire française) (gepubliceerd in het Belgisch Staatsblad van 25 juni 2014).

Décret spécial du 3 avril 2014 relatif aux compétences de la Communauté française dont l'exercice est transféré à la Région wallonne et à la Commission communautaire française (Parlement de la Communauté française) (gepubliceerd in het Belgisch Staatsblad van 25 juni 2014).

Décret du 11 avril 2014 relatif aux compétences de la Communauté française dont l'exercice est transféré à la Région wallonne et à la Commission communautaire française (Parlement wallon) (publié au Moniteur belge du 12 mai 2014).

Federale overheidsdienst Financiën (2014), *Het stabiliteitsprogramma van België (2014-2017)*, april.

Federaal Planbureau (2014), *Economische vooruitzichten 2014-2019*, juni.

Federaal Planbureau en ADSEI (2014), *Demografische vooruitzichten 2013-2060*, april.

Hoge Raad van Financiën (2009), *Advies over de begrotingstrajecten op korte en middellange termijn voor het aangepaste Stabiliteitsprogramma 2009-2012*, Afdeling 'Financieringsbehoeften van de Overheid', september.

Hoge Raad van Financiën (2011), *Evaluatie 2010 en begrotingstrajecten voor het Stabiliteitsprogramma 2011-2015*, Afdeling 'Financieringsbehoeften van de Overheid', maart.

Hoge Raad van Financiën (2012), *Advies: Begrotingstraject voor het Stabiliteitsprogramma 2012-2015*, Afdeling 'Financieringsbehoeften van de Overheid', maart.

Hoge Raad van Financiën (2013), *Advies: Begrotingstraject ter voorbereiding van het Stabiliteitsprogramma 2013-2016*, Afdeling 'Financieringsbehoeften van de Overheid', maart.

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

Langenus G. (2005), 'Het stabiliteits- en groeipact: een bewogen geschiedenis', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 69-87.

Nationale Bank van België (2014), 'Economische projecties voor België – Voorjaar 2014', *Economisch Tijdschrift*, juni, 7-29.

Nautet M., R. Schoonackers, P. Stinglhamber en L. Van Meensel (2014), 'Zijn de overheidsuitgaven de sleutel voor een succesvolle sanering?', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 31-47.

Studiecommissie voor de vergrijzing (2014), *Jaarlijks verslag*, juli.

Van Hecke A. (2013), 'Het Europese begrotingskader en de interne verdeling van begrotingsinspanningen binnen een federale staat', *Documentatieblad, Ministerie van Financiën*, 2^{de} kwartaal.

Vlaamse overheid (2014), Bijdrage van de Vlaamse administratie aan het regeerprogramma van de Vlaamse regering 2014-2019, mei.

Wet van 19 april 2014 tot wijziging van de wet van 31 december 1983 tot hervorming der instellingen voor de Duitstalige Gemeenschap (gepubliceerd in het Belgisch Staatsblad op 2 mei 2014).

Wet van 8 mei 2014 tot wijziging van het Wetboek van de inkomstenbelastingen 1992 ingevolge de invoering van de gewestelijke aanvullende belasting op de personenbelasting als bedoeld in titel III/1 van de bijzondere wet van 16 januari 1989 betreffende de financiering van de Gemeenschappen en de Gewesten, tot wijziging van de regels op het stuk van de belasting van niet-inwoners en tot wijziging van de wet van 6 januari 2014 met betrekking tot de Zesde Staatshervorming inzake de aangelegenheden bedoeld in artikel 78 van de Grondwet (gepubliceerd in het Belgisch Staatsblad op 28 mei 2014).

Waardecreatie bij de uitvoer

Een diagnose van België

C. Duprez (*)

Inleiding

Het concurrentievermogen van een economie ten opzichte van het buitenland wordt meestal afgemeten aan de omvang van haar export van goederen en diensten. De verkoop aan het buitenland is immers een maatstaf voor de aantrekkelijkheid van de binnenlandse productie, aangezien hij er minder dan op de binnenlandse markt beschermd wordt door eventuele economische of administratieve barrières. Uit macro-economisch oogpunt is de export van goederen en diensten van essentieel belang. Als tegenwicht van de import, die vaak onvermijdelijk is bij ontstentenis van een volledig grondstoffenscala, ondersteunt de export de balans van het lopende verkeer waarop een tekort op lange termijn onhoudbaar is. De export dient tevens als katalysator voor de groei door in te spelen op de buitenlandse vraag uit met name de opkomende landen. Het spreekt derhalve voor zich dat de statistieken betreffende de uitvoer van goederen en diensten worden aangetroffen op de lijst van indicatoren die vaak worden gebruikt om het concurrentievermogen van een economie te beoordelen. De Europese Commissie heeft ze opgenomen in haar scoreboard om de macro-economische evenwichtsverstoringen te kunnen monitoren en de internationale instellingen gebruiken ze bij hun landenstudies meestal als evaluatie-instrument⁽¹⁾.

Voorheen bestond de uitvoermand uit goederen en diensten die grotendeels door het exportland werden geproduceerd, maar dat is thans minder het geval. Enerzijds

is de wederuitvoer van goederen toegenomen door met name de uitbouw van internationale commerciële routes waarop de zeehavens bevoorrechte kruispunten zijn. Anderzijds wordt er in de productieprocessen meer gebruik gemaakt van ingevoerde inputs, in het bijzonder energiedragers of grondstoffen. Die inputs maken economisch beschouwd een integrerende component uit van de export, ook al worden ze fysiek verwerkt. Uiteindelijk integreert de uitvoer vooraf geïmporteerde inputs waarmee geen rekening mag worden gehouden indien men wil nagaan wat voor de economie de werkelijke bron van inkomen en werkgelegenheid is, namelijk de uitgevoerde toegevoegde waarde.

Doel van dit artikel is nader in te gaan op de benadering vanuit de invalshoek van de uitgevoerde toegevoegde waarde (Johnson, 2014, Johnson en Noguera, 2012a, Johnson en Noguera, 2014, Koopman et al., 2014)⁽²⁾ en daarvan de belangrijkste resultaten voor België te presenteren. Deze benadering heeft weliswaar haar grenzen doordat sommige gegevens onzeker zijn of beschikbaar komen met veel vertraging. Niettemin verrijkt ze de diagnose van het concurrentievermogen ten opzichte van het buitenland dat traditiegetrouw wordt vastgesteld op basis van de statistieken over de uitvoer van goederen en diensten. Deze benadering werpt nieuw licht op de mate van openheid van de economie, op het verlies aan marktaandeel, op de handelspartners, op de uitvoergerichte bedrijfstakken en op de handelsbalans.

1. Gebruikte bronnen

De belangrijkste bron waarvan in dit artikel gebruik wordt gemaakt, is de input-output matrix, ook nog de

(*) Met dank aan C. Swartenbroeckx, L. Dresse en F. Caruso voor hun advies.

(1) Zie met name EC (2013), EC (2014), IMF (2013), IMF (2014) en OESO (2013).

(2) Voor een overzicht van de literatuur over dit onderwerp, zie Amador en Cabral (2014).

input-outputtabel genoemd. In deze tabel worden het productieproces en de transacties tussen de bedrijfstakken van de economie gedetailleerd beschreven. De input-output matrix voor België – die om de vijf jaar wordt gepubliceerd – is voor 2010 beschikbaar met een uitsplitsing over 64 bedrijfstakken⁽¹⁾. Om alle betrekkingen tussen België en de rest van de wereld vast te stellen, wordt eveneens gebruik gemaakt van de gegevens uit de mondiale input-output matrix, TiVA genaamd en samengesteld door de WHO en de OESO⁽²⁾. Deze laatste matrix, die uitgesplitst is over 18 bedrijfstakken, betreft 57 landen en heeft in het kader van dit artikel betrekking op de periode 1995-2008⁽³⁾.

Doordat de input-output matrices de aan- en verkopen van de bedrijfstakken beschrijven, alsook de vergoeding van de productiefactoren, is hun voornaamste troef dat ze het mogelijk maken de oorsprong van de waardecreatie na te gaan. De daartoe gebruikte methode berust op de klassieke analyse van de inverse matrix van Leontief⁽⁴⁾. Deze laatste, soms ook wel de methode van de gecumuleerde kosten genoemd, wordt regelmatig gebruikt in het kader van economische analyses, onder meer voor België (Avonds, 2013a, 2013b). Voor zover bekend, is dit artikel evenwel het eerste dat uit die methode lering trekt om een diagnose op te stellen van België's concurrentievermogen ten opzichte van het buitenland.

Het gebruik van de input-output matrices heeft echter ook enkele beperkingen. Om te beginnen, komen de gegevens pas na drie à vijf jaar beschikbaar. Bovendien is de mondiale input-output matrix TiVA geen officiële statistiek. Ze is niet gevalideerd door de nationale instellingen voor statistiek en incoherenties kunnen dus niet worden uitgesloten⁽⁵⁾. Tot slot moet voor ogen worden gehouden dat het gebruik van een input-output matrix voor analytische doeleinden op de fundamentele hypothese van homogene bedrijfstakken berust⁽⁶⁾. De productie-eenheden binnen eenzelfde bedrijfstak worden verondersteld dezelfde productiviteit te hebben en dezelfde goederen

te vervaardigen, of in casu dezelfde diensten te verlenen, met constante schaalvoordelen⁽⁷⁾.

2. Uitvoer van goederen en diensten: van een traditioneel concept naar een concept van toegevoegde waarde

De wereldeconomie wordt gekenmerkt door een forse toename van de uitvoer van goederen en diensten (G&D). De export is sneller gegroeid dan de economische bedrijvigheid (Jacks et al., 2011), zodanig zelfs dat hij in sommige landen de productie overschrijdt. Deze verrassende vaststelling wordt verklaard door verscheidene fenomenen die kunnen worden gevat dankzij het concept van het invoergehalte of, met andere woorden, van de buitenlandse waarde van de export.

De eerste groeigolf van het buitenlands handelsverkeer zette aan het einde van de 19^{de} eeuw in dankzij een verlaging van de transportkosten en een afbouw van de douanebarrières⁽⁸⁾. Tegen de achtergrond van de industrialisering die de concentratie van de productie-eenheden in de westerse landen in de hand heeft gewerkt, zijn deze laatste grote exporteurs van goederen geworden en, parallel daarmee, grote importeurs van voor de productieprocessen noodzakelijke grondstoffen.

(1) Voor meer informatie, zie FPB (2013). Voor andere Europese landen is een matrix van hetzelfde formaat eveneens beschikbaar op Eurostat.

(2) Voor meer informatie, zie OESO-WHO (2012).

(3) De voor het jaar 2009 eveneens beschikbare gegevens zijn hier niet gebruikt vanwege sterk beïnvloed door de economische crisis. Bovendien, konden de gegevens van 2009 voor België niet duidelijk gevalideerd worden door de controles die werden uitgevoerd aan de hand van de gegevens van het INR.

(4) Voor een formele presentatie van de op de uitvoer toegepaste methode, zie met name Koopman et al. (2012) en Avonds (2013b).

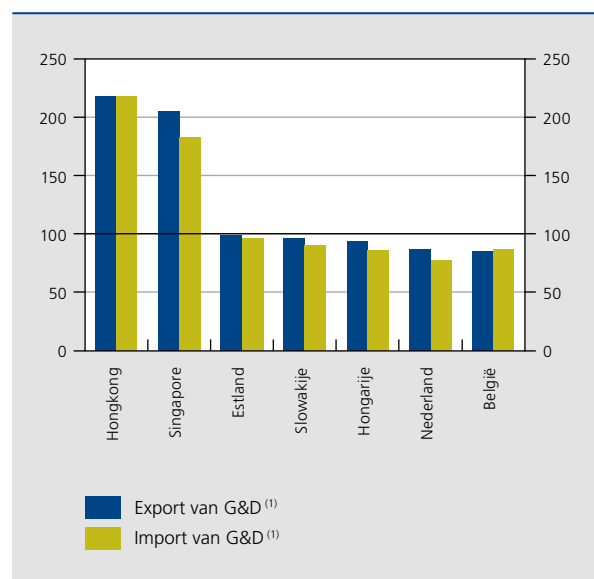
(5) Om een mondiale input-output matrix samen te stellen, zijn doorgaans arbitrages op de officiële statistieken vereist. De gegevens van de diverse landen zijn immers niet altijd coherent: de door land A geregistreerde uitvoer naar land B stemt niet altijd overeen met de door land B geregistreerde invoer afkomstig uit land A.

(6) Deze beperking geldt vooral voor de mondiale input-output matrix. In het kader van de Belgische input-output matrix zijn de bedrijfstakken gehomogeniseerd in die zin dat de secundaire producties opnieuw ondergebracht worden bij de bedrijfstakken in kwestie (FPB, 2013).

(7) Studies hebben echter aangetoond dat binnen eenzelfde bedrijfstak, de exporterende bedrijven doorgaans productiever zijn dan die welke niet exporteren (zie onder meer Bernard et al., 2003, voor de Verenigde Staten, Eaton et al. 2004, voor Frankrijk en Muïls en Pisu, 2007, voor België).

(8) Zie WHO (2013).

GRAFIEK 1 UITVOER EN INVOER VAN GOEDEREN EN DIENSTEN
(in % bbp)



Bron: UNCTAD.

(1) Volgens de betalingsbalans.

De opkomst van de informatie- en communicatietechnologie en de afbouw van de politieke en economische barrières in de opkomende landen hebben sinds 1970 voor een tweede groeigolf in het buitenlands handelsverkeer gezorgd. Te midden deze ontwikkeling hebben de multinationale ondernemingen⁽¹⁾ de mogelijkheden om hun productie-efficiëntie te verhogen, maximaal benut, daarbij tevens werk makend van een betere kostenbeheersing dankzij de (dis)locatie van bepaalde productiefasen naar lageloonlanden of landen met een soepeler fiscale, sociale of milieuwetgeving. Aangezien die multinationals profijt hebben getrokken van de door iedere productielocatie geboden comparatieve voordelen, hebben ze deelgenomen aan de ontzotting van de productielijnen die zijn opgedeeld in opeenvolgende en soms over verschillende landen verspreide schakels.

Tegenwoordig produceren de bedrijven van een land hun goederen en diensten slechts zeer zelden op basis van alleen maar binnenlandse hulpbronnen. Of het resultaat

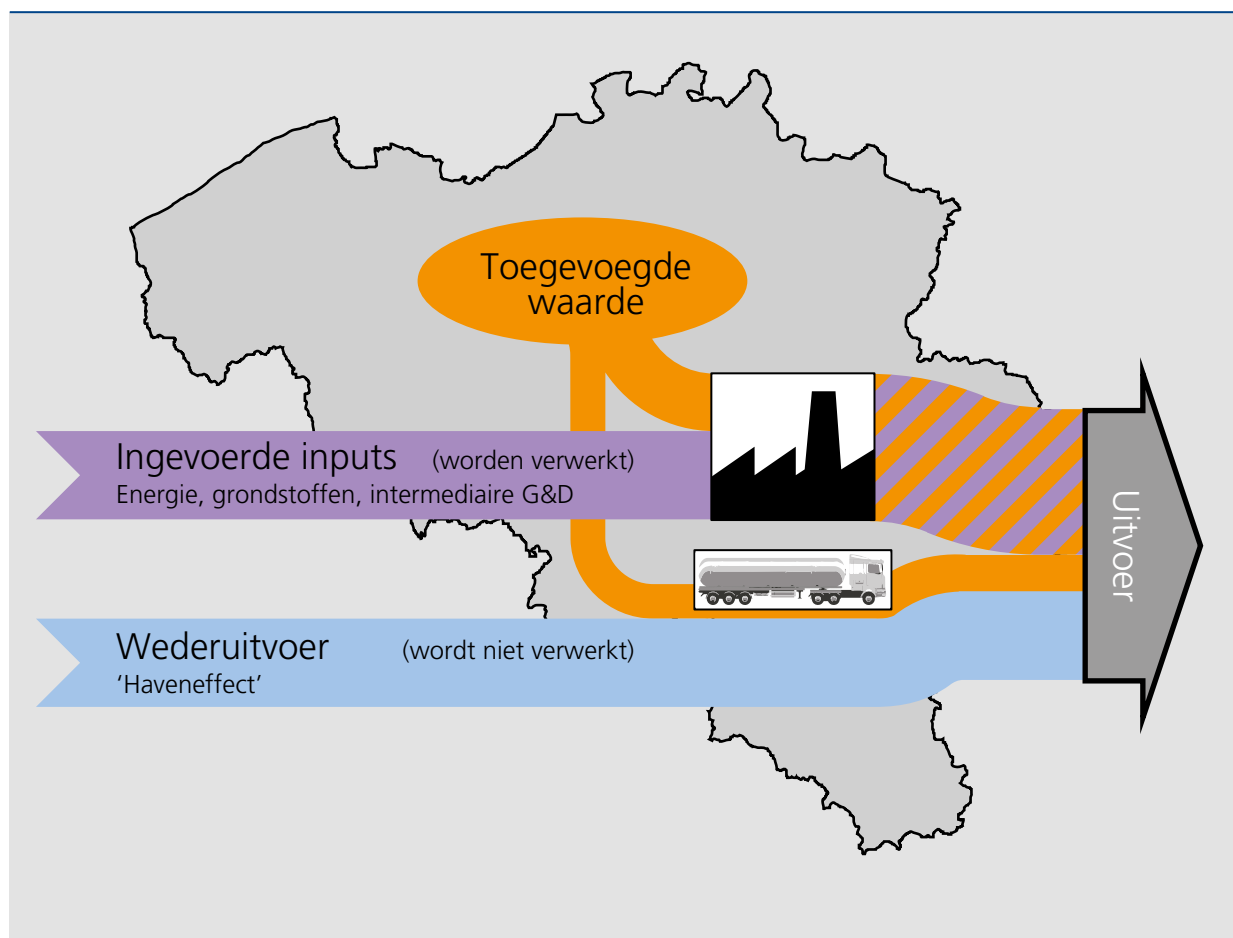
van die productie nu bestemd is voor de binnenlandse of voor de buitenlandse markt, bij het productieproces wordt gebruik gemaakt van geïmporteerde inputs, zoals grondstoffen, en in het bijzonder energiedragers, of andere intermediaire goederen en diensten. Zoals P. Lamy⁽²⁾ het verwoordde: 'As recently as 30 years ago, products were assembled in one country, using inputs from that same country. [Now] it is very different. Apple's iPhone illustrates this clearly. It is assembled in China. Yet the components come from numerous countries. It isn't just phones. Automobiles, aircraft, electronics – even clothing – are increasingly made in many countries. Manufacturing is driven by global supply chains, while most imports should be stamped 'made globally'.'

Uit statistisch oogpunt worden de overdrachten van inputs tussen de verschillende landen telkens bij de uitvoer

(1) Voor meer informatie over de rol van de multinationals in het buitenlands handelsverkeer, zie Bernard et al. (2010).

(2) Financial Times, 24 januari 2011.

GRAFIEK 2 UITSPLITSING VAN DE UITVOER VAN GOEDEREN EN DIENSTEN



Bron: NBB.

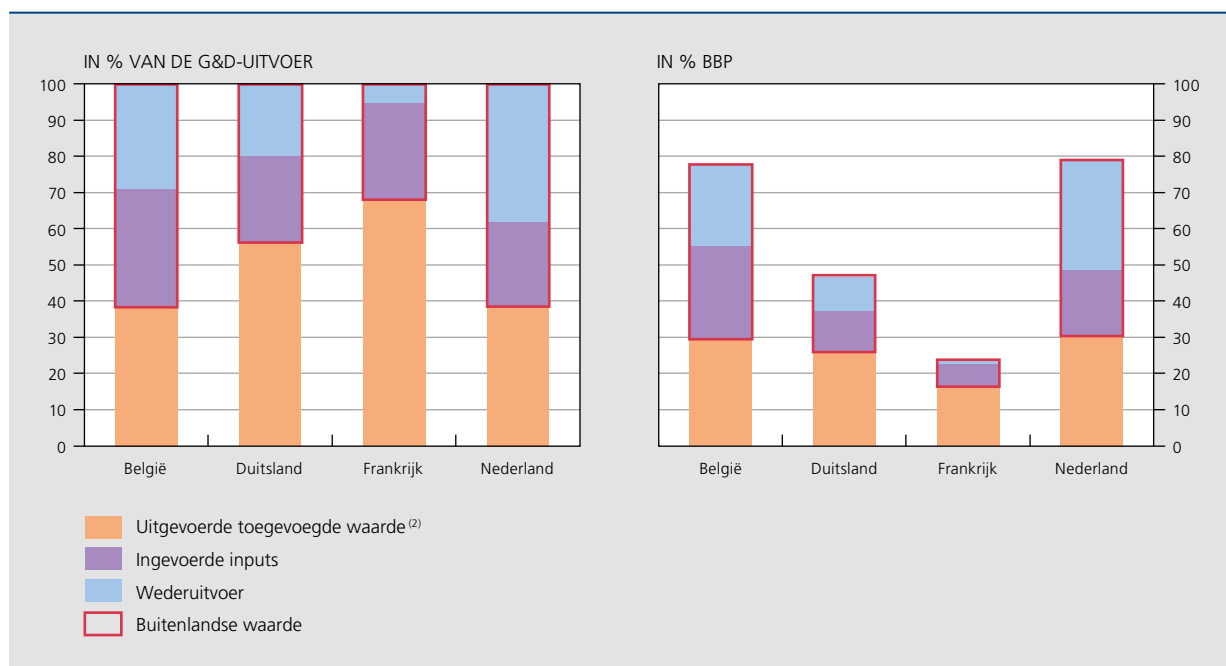
geboekt. Bovendien bevinden sommige landen zich op een kruispunt van handelswegen en fungeren ze als schakel tussen de leverancierslanden en de landen van bestemming. Het goederenverkeer dat een land binnenkomt en het weer verlaat zonder de minste verwerking te hebben ondergaan, wederuitvoer genaamd, dikken de uitvoerstatistieken aan⁽¹⁾. Op wereldschaal veroorzaakt dat een versterkend effect want één en hetzelfde goed wordt achtereenvolgens door verschillende landen uitgevoerd. De wederuitvoer van goederen is bijzonder groot in landen die beschikken over een internationale zeehaven van wereldformaat. Daarom wordt die wederuitvoer soms bestempeld als 'haveneffect'. Hongkong en Singapore, die als toegangs- of uitgangspoort dienen voor de Zuidoost-Aziatische markt, worden op grote schaal met dit fenomeen geconfronteerd, net als België en Nederland die de Noord-Europese markt bedienen. Andere landen die eveneens langs handelsroutes gevestigd zijn, bijvoorbeeld Estland, Slowakije en Hongarije, zijn alle drie belangrijke wederuitvoerders van machines en transportmaterieel.

De wederuitvoer en de ingevoerde inputs vormen samen het gehalte aan buitenlandse waarde van de uitvoer⁽²⁾. Ze werden immers voorafgaandelijk ingevoerd. Hoewel ze fysiek niet noodzakelijk meer van elkaar te onderscheiden zijn, vanwege verwerkt tijdens de productieprocessen,

maken de ingevoerde inputs economisch beschouwd integraal deel uit van de uitgevoerde goederen en diensten. Door van de uitvoer het gehalte aan buitenlandse waarde af te trekken, verkrijgt men de uitgevoerde toegevoegde waarde (TW)⁽³⁾. Economisch gezien, meet deze laatste de werkelijke waardecreatie bij de uitvoer, door de actieve binnenlandse productiefactoren direct of indirect te vergoeden bij de productie van voor de export bestemde goederen en diensten. Voor de wederuitvoer, die zonder verwerking wordt doorverkocht, stemt de uitgevoerde TW overeen met het eventuele verschil tussen de aan- en verkoopprijs; ze omvat de handelsmarge en, in voorkomend geval, de vergoeding van op het grondgebied verleende logistieke en transportdiensten.

- (1) Wederuitvoer is niet hetzelfde als doorvoer omdat een ingezetene de eigendom van de goederen tijdens de transactie verwerft (zie INR-NBB, 2009, 2012). Doorvoer wordt niet geregistreerd in de nationale rekeningen, en evenmin in de gegevens van de betalingsbalans of van de buitenlandse handel. In België doen buitenlandse bedrijven die over een Belgisch btw-nummer beschikken evenwel aan doorvoer. Deze laatste wordt ondergebracht bij de gegevens over de buitenlandse handel als communautair concept, maar niet bij de gegevens als nationaal concept noch in de nationale rekeningen.
- (2) Om precies te zijn, moet men het hebben over buitenlandse toegevoegde waarde, en niet over buitenlandse waarde. Eenvoudigheidshalve zullen we echter enkel over toegevoegde waarde spreken als ze van binnenlandse oorsprong is.
- (3) De term wordt gebruikt naar analogie met het begrip dat wordt gebruikt op het niveau van het bedrijf. Er wordt immers beweerd dat een bedrijf toegevoegde waarde creëert als de verkoopprijs van zijn product hoger ligt dan het intermediair verbruik, namelijk de goederen en diensten die werden aangekocht om het product te vervaardigen.

GRAFIEK 3 RELATIEF AANDEEL VAN DE DRIE COMPONENTEN VAN DE UITVOER VAN GOEDEREN EN DIENSTEN⁽¹⁾
(2010)



Bron: Berekeningen van de NBB op basis van EC-gegevens.

(1) Volgens de nationale rekeningen, en exclusief de consumptie van de ingezetenen op het grondgebied.

(2) Inclusief de productgebonden belastingen min de subsidies.

In de praktijk kan de uitgevoerde TW in verscheidene fasen worden gegeneerd via een gefragmenteerd productieproces. De waarden worden derhalve op een gecumuleerde basis vastgesteld. Een eenvoudig voorbeeld kan dit mechanisme toelichten. Stel dat een Belgisch bedrijf ingevoerde inputs (cacaobonen) verwerkt tot half-fabricaten (cacaomassa), en dat het deze vervolgens aan een ander Belgisch bedrijf verkoopt. Dit laatste verwerkt ze dan tot een voor de uitvoer bestemd eindproduct (chocolade); in zijn productieproces maakt het bedrijf daarbij gebruik van andere ingevoerde inputs (suiker)⁽¹⁾. In dit voorbeeld stemt de uitgevoerde TW overeen met de som van de door de beide binnenlandse bedrijven gecreëerde TW⁽²⁾. Uit macro-economisch oogpunt wordt deze eenvoudig verkregen door van de inkomsten uit de verkoop van chocolade aan het buitenland de ingevoerde inputs af te trekken, namelijk de facturen voor de cacaobonen en de suiker. De macro-economische benadering heeft in feite het grote voordeel dat ze relevante economische informatie verschaft, terwijl ze het lastige werk vermijdt om elke intermediäre input te traceren die tijdens iedere opeenvolgende productiefase van elk van de uitgevoerde goederen en diensten werd gebruikt (zie De Backer en Miroudot, 2013).

In België genereerde een uitvoerbedrag van € 100 in 2010 gemiddeld € 38 aan inkomens, want vooraf waren aankopen in het buitenland ten belope van € 62 vereist. Daarvan ging € 29 naar goederen die bestemd waren om opnieuw te worden uitgevoerd en € 33 naar in het productieproces geïntegreerde ingevoerde inputs. Deze bedragen aan buitenlandse waarde van de export zijn vergelijkbaar met die van Nederland, dat qua grootte en geografische ligging⁽³⁾ vergelijkbaar is, maar ze liggen wel heel wat hoger dan die van Duitsland of Frankrijk.

3. Buitenlands concurrentievermogen uit het oogpunt van de toegevoegde waarde

Zoals verderop zal blijken, is de uitsplitsing van de uitvoer in toegevoegde en in buitenlandse waarde een nuttige aanvulling op de traditionele visie van het concurrentievermogen ten opzichte van het buitenland, die berust op de statistieken van de export van goederen en diensten.

(1) Ingevoerde inputs worden in elk productiestadium geïntegreerd voor zover energiedragers meestal noodzakelijk zijn (verwarming, vervoer, enz.).

(2) De uitgevoerde TW = (prijs cacaomassa – prijs cacaobonen) + (prijs chocolade – prijs cacaomassa – prijs suiker) = prijs chocolade – prijs cacaobonen – prijs suiker.

(3) Volgens Baldwin en Lopez-Gonzalez (2013), is een andere bepalende factor de nabijheid van Duitsland dat een van de drie internationale clusters is.

(4) De uitgevoerde TW omvat de productgebonden belastingen min de subsidies.

(5) Daarbij komen nog de productgebonden belastingen min de subsidies.

(6) Met inbegrip van het bruto gemengd inkomen, namelijk de bezoldiging van de zelfstandigen.

Door het gehalte aan buitenlandse waarde buiten beschouwing te laten, werpt het onderzoek naar de uitgevoerde toegevoegde waarde nieuw licht op verschillende concepten, waaronder de openheidsgraad, de marktaandeel, het aantonen van de uitvoeractieve bedrijfstakken, de handelspartners of de handelsbalans.

3.1 Een nieuwe kijk op de openheidsgraad

Hoewel de openheidsgraad van een economie gewoonlijk wordt berekend als de verhouding tussen de uitvoer en het bbp, kan hij ook worden bepaald door de uitgevoerde toegevoegde waarde in de teller te plaatsen. Volgens deze nieuwe definitie bedroeg de openheidsgraad van de Belgische economie in 2010 bijna 30 % bbp⁽⁴⁾. Dat is vergelijkbaar met het Nederlandse niveau en in mindere mate met dat van Duitsland. In vergelijking met de 80 % die traditioneel gehanteerd wordt op basis van de gegevens inzake uitvoer van goederen en diensten, is deze openheidsgraad in diverse opzichten relevant. Hij brengt twee conceptueel identieke variabelen met elkaar in verband, namelijk de uitgevoerde TW en het bbp dat niets anders is dan de totale TW⁽⁵⁾. Hij biedt derhalve een economische interpretatie voor de resterende 70 % bbp, die gelijk is aan de creatie van waarde in België die binnen de grenzen wordt gebruikt of geïnvesteerd.

De op basis van de uitgevoerde TW berekende openheidsgraad is ook een relevante maatstaf voor het reëel economisch gewicht van de uitvoer. Door de buitenlandse waarde van de uitvoer buiten beschouwing te laten, kan het bedrag worden geïsoleerd dat voor de economie inkomens en werkgelegenheid genereert. Doorgaans wordt de uitgevoerde TW gecreëerd door de twee productie-factoren, namelijk arbeid en kapitaal, ongeacht of die nu rechtstreeks worden ingezet in de exportbedrijven of indirect bij hun leveranciers. In 2010 beliep de bezoldiging van de loontrekkenden die actief waren in de uiteindelijk voor de uitvoer bestemde productie 16 % bbp, tegen 13 % voor het bruto-exploitatatieoverschot⁽⁶⁾ van de overeenstemmende activiteiten. Uitgedrukt in werkgelegenheid was 29 % van de 4,5 miljoen Belgische werknemers direct of indirect werkzaam in de export.

Zoals blijkt uit grafiek 8 in paragraaf 3.5, is de openheidsgraad, gemeten uit het oogpunt van de uitgevoerde TW, tussen 1995 en 2010 slechts weinig veranderd, schommelend rond 30 % bbp. Daartegenover is de ratio op basis van de uitvoer van goederen en diensten sedert 1995 gestegen, namelijk van 65 % tot 80 % bbp. Deze laatste ratio is echter enkel veranderd als gevolg van een versnelde wederuitvoer en een toegenomen gebruik van ingevoerde inputs in de exportgerichte productieprocessen.

3.2 Een nieuwe kijk op het verlies aan marktaandeel

Het is gebruikelijk de buitenlandse resultaten te beschouwen uit het oogpunt van de marktaandelen bij de uitvoer. Hoewel de verschillende mogelijke berekeningsmethoden of statistische bronnen⁽¹⁾ uiteenlopende resultaten opleveren, lijken ze er allemaal op te wijzen dat België duidelijk zwaardere verliezen aan marktaandelen lijdt dan Duitsland of Nederland. Het aandeel van België in de uitvoer van goederen en diensten van alle OESO-landen, naar waarde gemeten volgens de nationale rekeningen, is tussen 1995 en 2008 aldus met 12 % gekrompen. Tijdens diezelfde periode wonnen Duitsland en Nederland respectievelijk 11 % en 2 % aan marktaandeel, terwijl Frankrijk er 19 % op achteruitging.

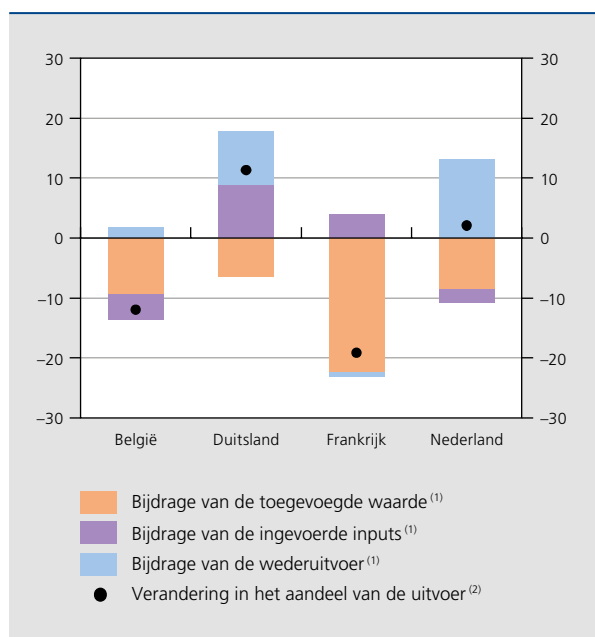
Aangezien de schommelingen in marktaandeel berekend worden op basis van de statistieken betreffende de uitvoer, worden ze beïnvloed door het verloop van hun gehalte aan buitenlandse waarde. Neemt dat gehalte toe, dan is een stijging van de uitvoer perfect verenigbaar met een daling van de uitgevoerde TW, precies zoals in het geval van een onderneming waar de stijging van

de omzet een daling van de winst zou verhullen. De toename van de wederuitvoer in Nederland, die in het geval van Duitsland bovendien gepaard ging met een verhoogd gebruik van ingevoerde inputs, dreef de uitvoer van deze beide landen tussen 1995 en 2008 op. België's exportresultaten werden daarentegen niet gekenmerkt door een positieve bijdrage van de buitenlandse waarde. Wordt deze laatste buiten beschouwing gelaten en indien uitsluitend wordt gefocust op de bijdrage van de uitgevoerde toegevoegde waarde, dan blijken België's uitvoerresultaten dus veel minder sterk achter te blijven bij die van Duitsland en Nederland dan wanneer ze worden beoordeeld op basis van de statistieken inzake uitvoer van goederen en diensten.

Algemeen beschouwd, zou de negatieve bijdrage van de ingevoerde inputs aan de Belgische uitvoer kunnen worden verklaard door een toegenomen beroep op binnenlandse inputs. Gelet op het hoge gehalte aan ingevoerde inputs in de Belgische uitvoer, is dat echter niet het geval, en zondert België zich dus niet af van de mondiale productieketens. Die negatieve bijdrage heeft veeleer te maken met een inhaalbeweging van de andere OESO-landen. Ten opzichte van hun situatie in 1995, gebruiken deze laatste meer ingevoerde inputs in hun exportgerichte productieprocessen. Qua niveau blijven de meeste onder hen evenwel minder geïntegreerd dan België.

GRAFIEK 4 VERLOOP VAN HET EXPORTAANDEEL IN HET GEHEEL VAN DE OESO-LANDEN.

(verandering in het aandeel van de totale uitvoer van goederen en diensten van de OESO-landen, tussen 1995 en 2008)



Bron: Berekeningen van de NBB op basis van OESO-gegevens.

(1) Voor land *i* is de bijdrage van component *C_i* (*C* = toegevoegde waarde, ingevoerde inputs of wederuitvoer) van de uitvoer *X_i* gelijk aan $(C_{i08}/X_{i95}) * (X_{i08}/X_{i95}) - (C_{i95}/X_{i95})$. De bijdrage van de uitgevoerde toegevoegde waarde omvat de productgebonden belastingen min de subsidies.

(2) Naar waarde, volgens de nationale rekeningen.

3.3 Een nieuwe kijk op de exportactieve bedrijfstakken

Door de exportactieve bedrijfstakken te onderzoeken, kan de analyse van de uitgevoerde TW worden verfijnd. Daartoe overlopen we de aard van de geëxporteerde goederen en diensten, de identiteit van de exporteurs – namelijk tot welke bedrijfstakken de exportbedrijven behoren – en, tot slot, de identiteit van hen die de uitgevoerde TW hebben gecreëerd – namelijk de bedrijfstakken die, hetzij direct hetzij indirect, bijgedragen hebben tot de exportgerichte productieprocessen.

Gedurende geruime tijd kreeg de industrie het aandeel van de goederen in het buitenlands handelsverkeer toegerekend, namelijk ongeveer 80 %. De diensten, goed voor de overige 20 %, werden uiteraard toegewezen aan de branches van de marktdiensten. Deze ordegrottes zijn evenwel niet gevalideerd door de op dit ogenblik beschikbare statistieken. Van het totale bedrag aan door België uitgevoerde goederen en diensten bedroeg het aandeel

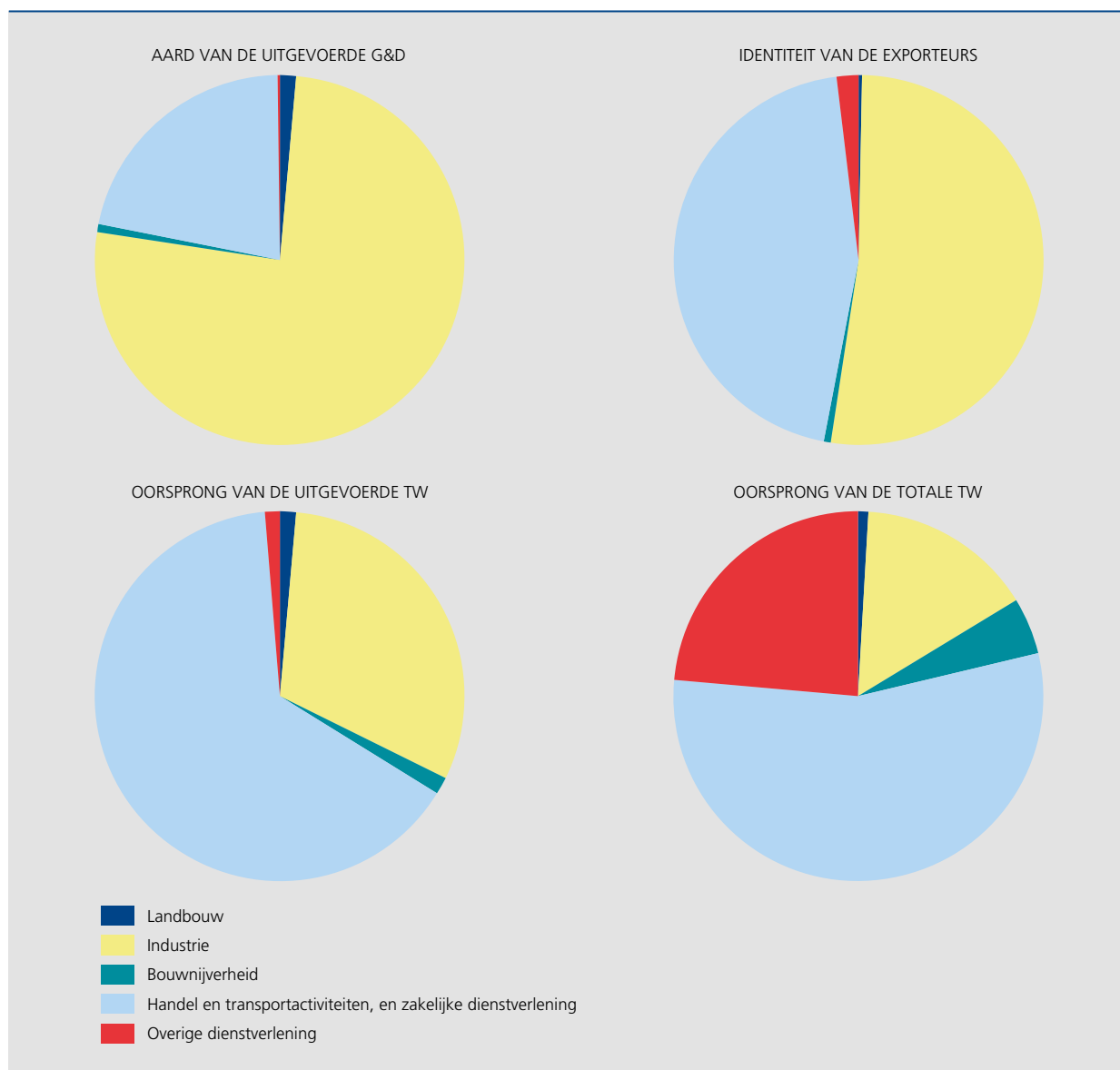
(1) De marktaandelen kunnen worden berekend door, hetzij naar waarde hetzij naar volume, de export van een land te vergelijken met die van een geheel van landen, of met de import van een geheel van partnerlanden. De nationale rekeningen, de betalingsbalans of de buitenlandse handel zijn evenzeer statistische bronnen.

voor rekening van de industriële bedrijven in 2010 52 %, tegen 47 % voor de bedrijven uit de dienstenbranches⁽¹⁾. Beperkt men zich uitsluitend tot de uitvoer van goederen, dan beliep het aandeel van de dienstverlenende bedrijven reeds 35 %. In dat opzicht werkt de door tal van dienstverlenende bedrijven gespeelde rol van tussenhandelaar verhelderend. Nu eens doen zij aan wederuitvoer van goederen die via België transiteren, met name via de haven van Antwerpen, dan weer fungeren ze als tussenschakel voor de uitvoer van door Belgische bedrijven vervaardigde producten.

(1) Het resterende aandeel van 1 % is toe te schrijven aan de landbouw en de bouwnijverheid.

De identiteit van de uitvoerder verschaft niet noodzakelijkerwijs relevante economische informatie. Tegen de achtergrond van gefragmenteerde productie- en distributieketens, wordt de waarde van de uitgevoerde goederen en diensten doorgaans door verscheidene bedrijven gecreëerd, die achtereenvolgens aan het productieproces deelnemen. Zoals blijkt uit de grafiek 10 in de bijlage, getuigen de talrijke economische verbanden tussen de bedrijfstakken van de complexiteit daarvan. De exportbijdrage van iedere bedrijfstak kan worden beoordeeld op basis van zijn respectieve bijdrage aan het productieproces van de uitgevoerde goederen en diensten. Splitst men de totale door België uitgevoerde TW uit naar oorspronkelijke bedrijfstak,

GRAFIEK 5 ROL VAN DE BEDRIJFSTAKKEN IN DE UITVOER VAN GOEDEREN EN DIENSTEN (2010)



Bron: Berekeningen van de NBB op basis van INR-gegevens.

dan blijkt dat de waardecreatie bij de uitvoer voornamelijk toe te schrijven is aan de dienstverlenende bedrijfstakken, ten belope van 66 %, tegen 31 % voor de industrie.

De dienstverlenende bedrijven creëren uiteraard TW doordat ze exportgerichte diensten verlenen. Uit een analyse van het productieproces van de industriële producten blijkt echter dat de waarde die deze laatste verwerven, deels ook toe te schrijven is aan de dienstverlenende bedrijfstakken. Onderzoek naar het intermediair verbruik leert dat, tussen 1980 en 2010, de bijdrage van de dienstverlenende bedrijven opgelopen is van 14 % tot 31 % van de totale, in de vorm van industriële producten uitgevoerde TW. Deze ontwikkeling houdt weliswaar tot op zekere hoogte verband met een eerder boekhoudkundige verschuiving naar de dienstverlenende activiteiten⁽¹⁾. Zo worden de goederen af en toe geëxporteerd door bij de dienstenbranches ingedeelde bijkantoren van industriële groepen, waarvan de uitgevoerde TW aangedikt wordt door de gerealiseerde handelsmarges. Een andere oorzaak ervan is dat de industriële bedrijven zich terugplooiën op hun basismetier. In dat opzicht besteden de industriële bedrijven de aan de industriële bedrijvigheid verwante dienstenactiviteiten, bijvoorbeeld juridische, boekhoudkundige, financiële of transportdiensten, momenteel vaker uit.

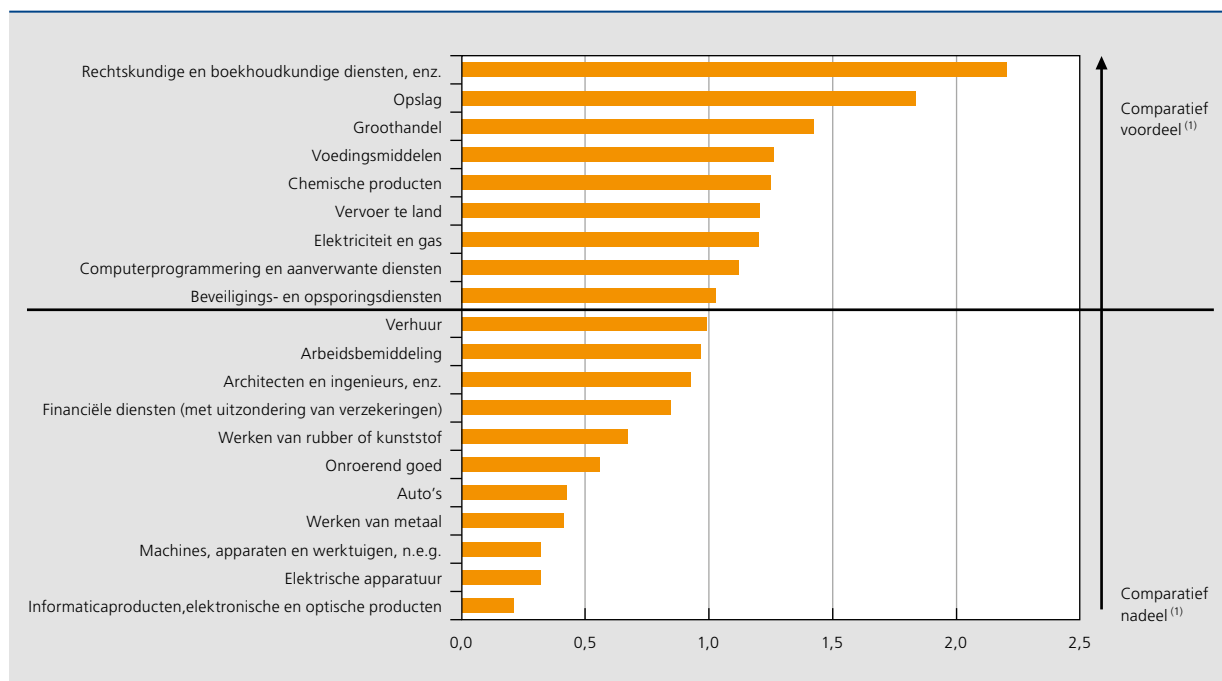
Uit macro-economisch oogpunt ontkracht de sleutelrol van de dienstenbranches in de exportactiviteiten enigszins de paradox volgens welke de goederen het leeuwendeel van de buitenlandse handel uitmaken, terwijl dienstverlening de voornaamste economische bedrijvigheid zou zijn⁽²⁾. De analyse vanuit de invalshoek van de waardecreatie leert in feite dat de dienstenbranches van essentieel belang zijn voor het concurrentievermogen ten opzichte van het buitenland. Dat geldt evenwel uitsluitend voor de marktdiensten. De niet-marktdiensten, van hun kant, blijven – net als de bouwnijverheid – vrijwel uitsluitend binnenlandse activiteiten.

Voor de twintig belangrijkste bedrijfstakken van de 64 branches tellende uitsplitsing, beschikt België voor een aantal marktdiensten over een klaarblijkelijk comparatief voordeel. Vergeleken met wat het geval is in de drie buurlanden, leveren de rechtskundige en boekhoudkundige diensten, de opslag en de groothandel relatief grote bijdragen aan de uitgevoerde TW. Behalve in sommige dienstenbranches, geniet België tevens een klaarblijkelijk comparatief voordeel in de bedrijfstakken van

(1) Dit geldt met name voor de arbeidsbemiddeling (ondergebracht bij de dienstenbranches) waarin ook het uitzendwerk aan de industrie wordt meegeteld.
(2) Zie Duprez en Dresse (2013).

GRAFIEK 6 KLAARBLIJKE COMPARATIEVE VOORDELEN VAN BELGIË

(ten opzichte van de drie buurlanden, 2010)



Bron: EC.

(1) Aandeel van de door elke bedrijfstak bij de uitvoer gecreëerde TW in de totale door België uitgevoerde TW, gestandaardiseerd in verhouding tot de drie buurlanden. Een index hoger (lager) dan 1 geeft een comparatief voordeel (nadeel) weer, aangezien het aandeel van de bedrijfstak in de uitgevoerde TW in België groter (kleiner) is dan in de drie buurlanden.

de voedingsmiddelen en de chemische producten. Voor een groot aantal verwerkende branches, bijvoorbeeld informaticaproducten, elektrische apparatuur, machines, werken van metaal en auto's, is er echter een comparatief nadeel.

3.4 Een nieuwe kijk op de geografie van het buitenlands handelsverkeer

De traditionele benadering van de buitenlandse handel geeft aan wie de rechtstreekse ontvanger is van de uitvoer⁽¹⁾. De export naar een land kan echter op zijn beurt weer uitgevoerd worden naar een derde land, eventueel na verwerking. De eindontvanger van de export en, derhalve, van de erin vervatte uitgevoerde TW, kan dus verschillend zijn van de directe ontvanger⁽²⁾. Op precies dezelfde manier duiden de traditionele importgegevens de directe leverancier aan. De werkelijke oorsprong kan echter totaal anders zijn, voor zover de leverancier die goederen en diensten vooraf kan hebben ingevoerd.

Voor heel wat productielijnen is een land slechts één van de vele schakels in een ketting. De waarde van de door de finale ontvanger verbruikte goederen en diensten kan over het algemeen worden uitgesplitst naar waardegehalte, zoals dat achtereenvolgens wordt gecreëerd door

ieder land dat aan de productieprocessen heeft deelgenomen⁽³⁾. Op die manier wordt de geografische oorsprong van de waarde bepaald, net als de plaats van de finale consumptie.

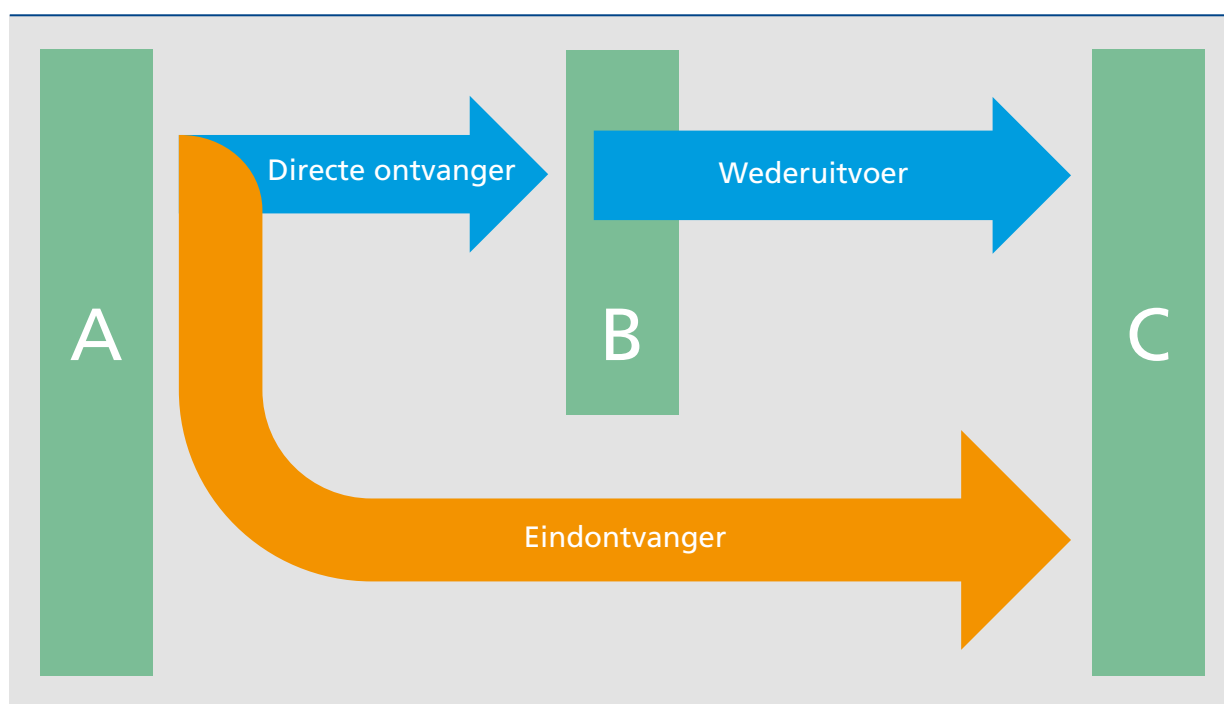
Een vergelijking van de kaart van België's handelspartners volgens de traditionele benadering en volgens de benadering van de toegevoegde waarde verschaft nieuwe inzichten. In 2008 verbruikte de EU bijna 60% van de door België uitgevoerde TW, terwijl haar aandeel in de Belgische goederenuitvoer meer dan 75% bedroeg. Deze vaststelling, die vooral voor Duitsland en Nederland geldt, kan door twee elementen worden verklaard. Enerzijds zijn de buurlanden de bevoorrechte ontvangers van de Belgische wederuitvoer, die per definitie een relatief laag TW-gehalte heeft. Anderzijds gebruiken ze de uit België afkomstige goederen en diensten als inputs voor hun eigen exportbestemde productie. In voorkomend geval vormt Nederland, en in grotere mate Duitsland, de volgende schakel in een ketting die in fine elders eindigt. Zo legt de Belgische export gemiddeld bijna 1 850 km

(1) De buitenlandse handel en de betalingsbalans geven een geografische uitsplitsing van de invoer en de uitvoer voor respectievelijk de goederen en de diensten.

(2) Het exportland kan zelf de eindontvanger zijn als het de voor verwerking naar het buitenland verstuurd producten of diensten wederinvoert. Volgens gegevens van de OESO vallen de bedragen in kwestie voor België echter zeer gering uit.

(3) Timmer et al. (2014) gaan nog verder door de bijdrage te berekenen van kapitaal en arbeid van elk land.

GRAFIEK 7 DIRECTE ONTVANGER VERSUS EINDONTVANGER: EEN VOORBEELD



Bron: NBB op basis van WHO (2013).

TABEL 1 BELGIË'S HANDELSPARTNERS
(2008; in %, tenzij anders vermeld)

	Uitvoer van goederen en diensten		Invoer van goederen en diensten	
	Eindontvanger	Directe ontvanger (G) ⁽¹⁾	Oorsprong van de waarde	Directe leverancier (G) ⁽¹⁾
EU	59,3	75,5	60,7	74,3
Duitsland	9,1	17,1	13,5	16,1
Frankrijk	13,2	17,5	12,4	12,4
Nederland	5,6	13,5	9,5	24,3
Verenigd Koninkrijk	8,2	6,9	6,7	6,4
Verenigde Staten	9,9	3,8	8,2	4,1
BRICS	8,5	5,7	10,4	7,1
Gemiddelde afstand ⁽²⁾ (km)	2 943	1 846	2 841	2 037

Bronnen: OESO, INR.

(1) De gegevens gelden uitsluitend voor de goederen, volgens de buitenlandse handel als nationaal concept.

(2) De bilaterale afstanden gemeten volgens de geografische verspreiding van de bevolking (Mayer & Zignago, 2011) zijn gewogen aan de hand van de geografische spreiding van de uitvoer of de invoer.

af vooraleer hij de directe ontvanger bereikt, terwijl het eindverbruik plaatsvindt op een afstand van gemiddeld bijna 3 000 km⁽¹⁾.

Wat de invoer betreft, is de buitenlandse waarde eveneens gecreëerd op een veel grotere gemiddelde afstand dan die welke België van haar directe leveranciers scheidt. Bijvoorbeeld, de in België via Nederland geïmporteerde energiedragers vergroten het belang van deze leverancier in de invoergegevens.

3.5 Een nieuwe kijk op de invoer en de handelsbalans

Naast de rol die de import speelt voor de export, voedt hij tevens de binnenlandse vraag. Ook het bestuderen van de invoer uit het oogpunt van de toegevoegde waarde is leerzaam, net zoals dat eerder ook voor de export het geval was. De rechtstreekse invoer en de verbruikte ingevoerde inputs – de term ‘verbruikt’ wordt hier gehanteerd in tegenstelling tot de uitvoerbestemde ingevoerde inputs – vormen samen de in België finaal verbruikte buitenlandse waarde⁽²⁾. Anders dan de rechtstreekse invoer die wordt verbruikt zonder te zijn verwerkt, worden de verbruikte

ingevoerde inputs – namelijk de grondstoffen waaronder de energiedragers en zelfs andere intermediaire goederen en diensten – gebruikt tijdens het productieproces van de voor de binnenlandse markt bestemde goederen en diensten.

Naar analogie van de voorstelling van de uitvoer in grafiek 2, kan ook de binnenlandse vraag in drie componenten worden uitgesplitst, namelijk de verbruikte toegevoegde waarde, de verbruikte ingevoerde inputs en de rechtstreekse invoer. Deze laatste vervangt in het schema de wederuitvoer. De verbruikte TW meet de waarde die wordt gegenereerd tijdens de voor de binnenlandse markt bestemde productie. Een gedeelte ervan komt ook voort uit de handels- en transportmarges die tot stand komen op het ogenblik dat de rechtstreekse import wordt vervoerd of op het grondgebied wordt verdeeld. De verbruikte TW, die de uitgevoerde TW aanvult, is de complementaire inkomensbron voor de economie.

In België varieert het gehalte aan verbruikte TW van het ene aggregaat van de binnenlandse vraag tot het andere. Hoewel de overheid voornamelijk Belgische TW consumeert, in 2010 88 %, bevatten de gezinsconsumptie en de bruto kapitaalvorming, met een TW-gehalte van respectievelijk 71 % en 64 %, een hoger gehalte aan buitenlandse waarde. In haar geheel beschouwd, voedt de Belgische binnenlandse vraag zich voor 72 % met Belgische TW en voor 28 % met buitenlandse waarde. Ter vergelijking: met een gehalte aan Belgische TW van slechts 38 %, bevat de uitvoer duidelijk meer buitenlandse waarde.

(1) Hierbij zijn de afstandsmaten uit de gegevensbank van de CEPII gebruikt. De afstanden houden rekening met de verspreiding van de bevolking over het grondgebied (Mayer en Zignago, 2011). Er zij tevens opgemerkt dat, volgens Johnson en Noguera (2012b), de door de export afgelegde afstand metertijd is verkleind. Een onderzoek van de gegevens voor België heeft die vaststelling evenwel niet bevestigd.

(2) De consumptie wordt hier bedoeld in de ruime zin, inclusief de bruto kapitaalvorming en de voorraadwijziging.

De vergelijking tussen de export en import van goederen en diensten levert, per saldo, de handelsbalans op. Dankzij de benadering vanuit de invalshoek van de toegevoegde waarde kan de handelsbalans als volgt worden herschreven:

Handelsbalans = uitvoer van goederen en diensten – invoer van goederen en diensten

= (uitgevoerde TW + buitenlandse waarde van de uitvoer) – (verbruikte buitenlandse waarde + buitenlandse waarde van de uitvoer)

= uitgevoerde TW – verbruikte buitenlandse waarde

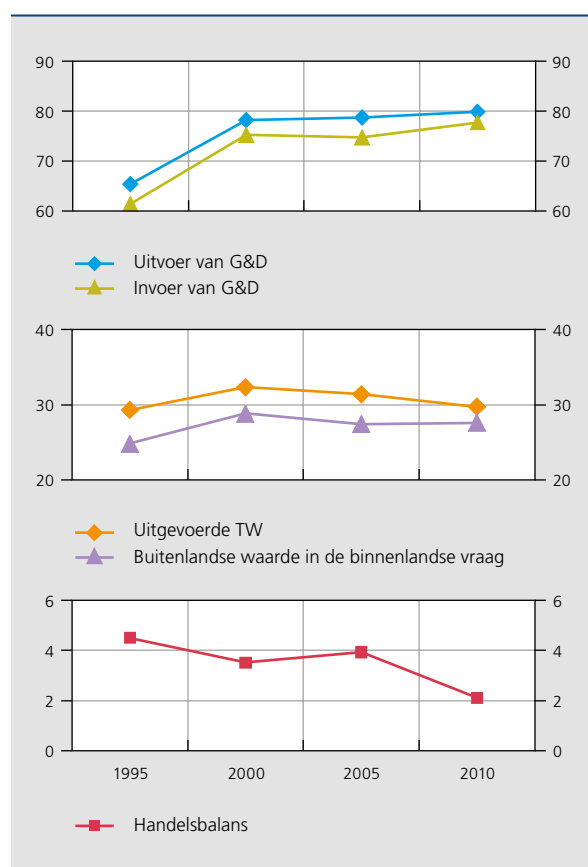
Het voordeel van deze nieuwe formulering is dat de buitenlandse waarde van de uitvoer die de beide stromen van goederen en diensten doet aanzwellen, geneutraliseerd wordt waardoor het versterkend effect verdwijnt. De handelsbalans wordt tegenwoordig gedefinieerd als het verschil tussen de uitgevoerde TW⁽¹⁾ en de verbruikte buitenlandse waarde. Eerstgenoemde meet de bijdrage van het land aan de buitenlandse vraag, terwijl laatstgenoemde bepaalt welke bijdrage het buitenland aan de binnenlandse vraag levert. Tot slot geeft de handelsbalans de nettobijdrage weer van een economie aan de buitenlandse vraag.

De handelsbalans is een vaak gebruikt instrument om de economie te monitoren. In België is de verslechtering ervan de belangrijkste oorzaak van de trendmatige daling van het saldo op de lopende rekening. De diagnose van de werkzame krachten verschilt echter naargelang van de benadering. Beschouwen we de stromen van goederen en diensten, dan lijkt de verslechtering van de handelsbalans vooral te wijten te zijn aan de relatieve toename van de invoer. Uit voorafgaande studies is gebleken dat die toename voornamelijk toe te schrijven is aan het duurder worden van de grondstoffen, in het bijzonder van de energiedragers waarvan België een netto-invoerder is⁽²⁾. De analyse van de TW-stromen, van haar kant, lijkt er nog sterker op te wijzen dat de uitgevoerde TW, uitgedrukt in procenten bbp, sedert 2000 een dalende tendens vertoont. Hoewel de analyse zich nog in een beginstadium bevindt, ziet het ernaar uit dat de prijsstijging voor grondstoffen, dankzij een rationeler gebruik van deze laatste, onder controle is gehouden, maar dat

(1) Eigenlijk zou men de in het buitenland verbruikte TW moeten gebruiken, die niet altijd overeenstemt met de uitgevoerde TW. Een gedeelte van de uitgevoerde TW kan immers opnieuw worden ingevoerd en in fine in het land zelf worden verbruikt. Volgens de gegevens van de OESO gaat het voor België echter om te verwaarlozen bedragen.

(2) Zie met name NBB (2012).

GRAFIEK 8 VERSLECHTERING VAN DE HANDELSBALANS VAN BELGIË
(in % bbp)



Bronnen: INR, berekeningen van de NBB.

ze bepaalde exportgerichte productielijnen kwetsbaarder heeft gemaakt.

Met een sedert 2000 teruglopende uitgevoerde TW (in % bbp), is de situatie in Frankrijk grotendeels vergelijkbaar met die in België. Duitsland en Nederland, daarentegen, laten sinds 1995 een stijging van hun handelsbalans optekenen. Een kort onderzoek vanuit de invalshoek van de toegevoegde waarde in verhouding tot het bbp toont aan dat Duitsland vooral profijt heeft getrokken van een stijging van de uitgevoerde TW, terwijl Nederland de verbruikte buitenlandse waarde heeft zien dalen.

4. Recente resultaten en conclusies

De benadering uit het oogpunt van de toegevoegde waarde verschaft nieuwe inzichten in het concurrentievermogen ten opzichte van het buitenland. Ze is een nuttige aanvulling op de analyses die tot dusver zijn verricht op basis van de in- en uitvoerstatistieken van goederen en diensten,

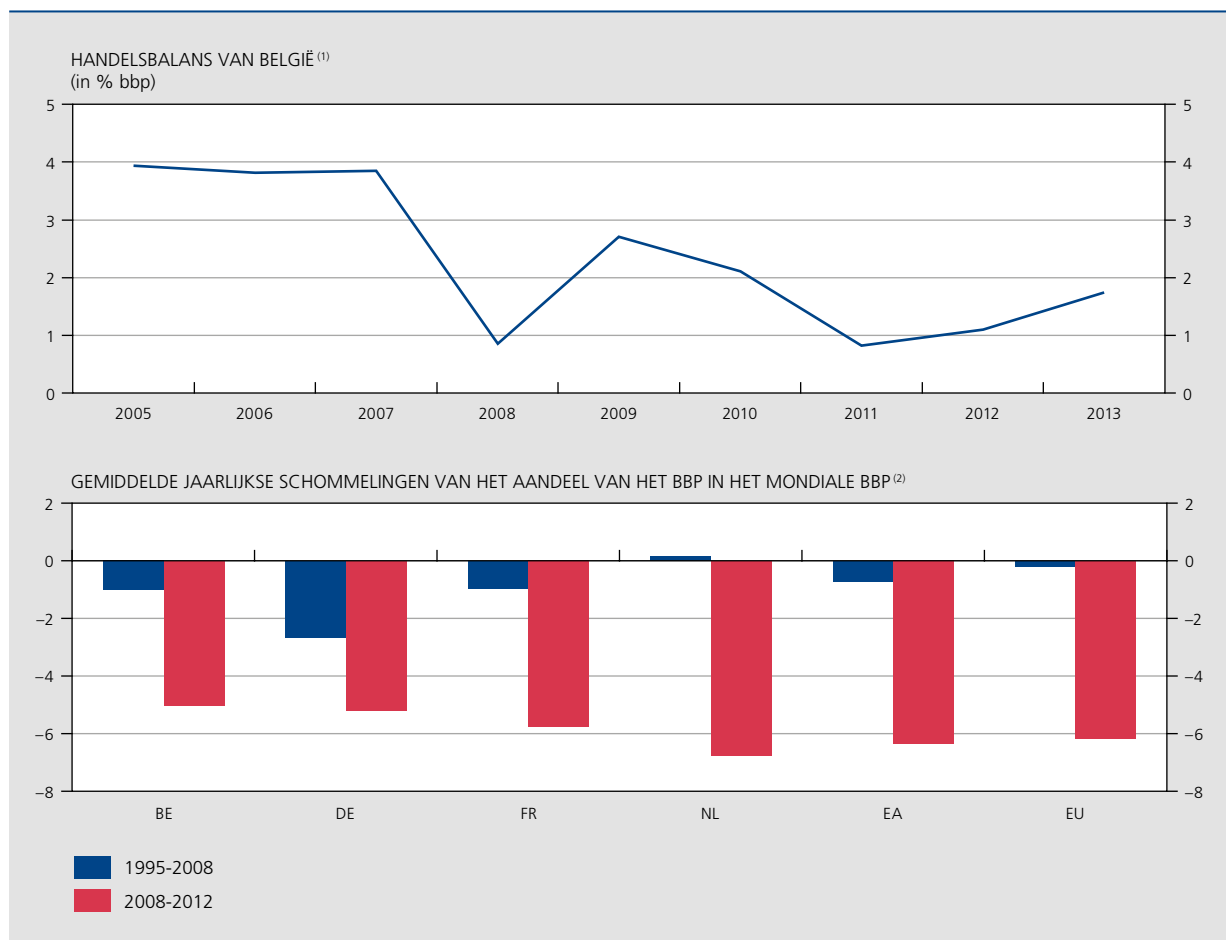
maar ze is er geen vervanging van, met name omdat de gegevens van de mondiale matrix niet gevalideerd zijn door de nationale instituten voor statistiek, maar ook omdat het lang duurt vooraleer ze beschikbaar komen.

De jongste ontwikkelingen kunnen moeilijk accuraat worden beoordeeld, vooral omdat ze hebben plaatsgevonden tegen de achtergrond van een economische crisis die de structurele tendensen heeft omgebogen. Er zijn echter een aantal elementen die enkele indicaties kunnen geven. België's handelsbalans is tussen 2007 en 2013 verslechterd. Die verslechtering wordt hier echter slechts gedeeltelijk beschouwd, aangezien deze analyse slechts tot 2010 reikt. De economische crisis heeft in Europa doorgaans zwaar toegeslagen, getuige de sterke inkrimping van het Europese aandeel in het mondiale bbp tussen 2008 en 2012. Ook België ontsnapt hier niet aan, hoewel ons land blijkbaar niet zwaarder getroffen werd dan de buurlanden.

Ofschoon de in dit artikel uiteengezette benadering vanuit de invalshoek van de toegevoegde waarde het niet mogelijk maakt de recente ontwikkelingen te volgen, verrijkt ze toch in verschillende opzichten de structurele analyse van België's concurrentievermogen ten opzichte van het buitenland. Deze benadering:

- maakt een betere afbakening mogelijk van het begrip 'uitvoer van goederen en diensten', een statistiek waarin buitenlandse waarde vervat is. Deze laatste brengt een in het analysekader van de externe resultaten van een economie ongewenst versterkend effect teweeg;
- biedt derhalve een alternatief concept van de openheidsgraad. Door deze openheidsgraad te meten vanuit de invalshoek van de uitgevoerde toegevoegde waarde, belooft hij ongeveer 30 % bbp, tegen 80 % volgens de traditionele indicator die gebaseerd is op de uitvoer van goederen en diensten. Het verschil tussen deze beide ratio's, namelijk bijna 50 % bbp, meet de buitenlandse

GRAFIEK 9 ONTWIKKELINGEN SINDS DE ECONOMISCHE CRISIS



Bronnen: UNCTAD, INR.
 (1) Volgens de nationale rekeningen.
 (2) Gegevens naar waarde.

waarde van de uitvoer. Aangezien deze waarde de invoerkosten dekt, is ze geen bron van inkomen voor de binnenlandse productiefactoren;

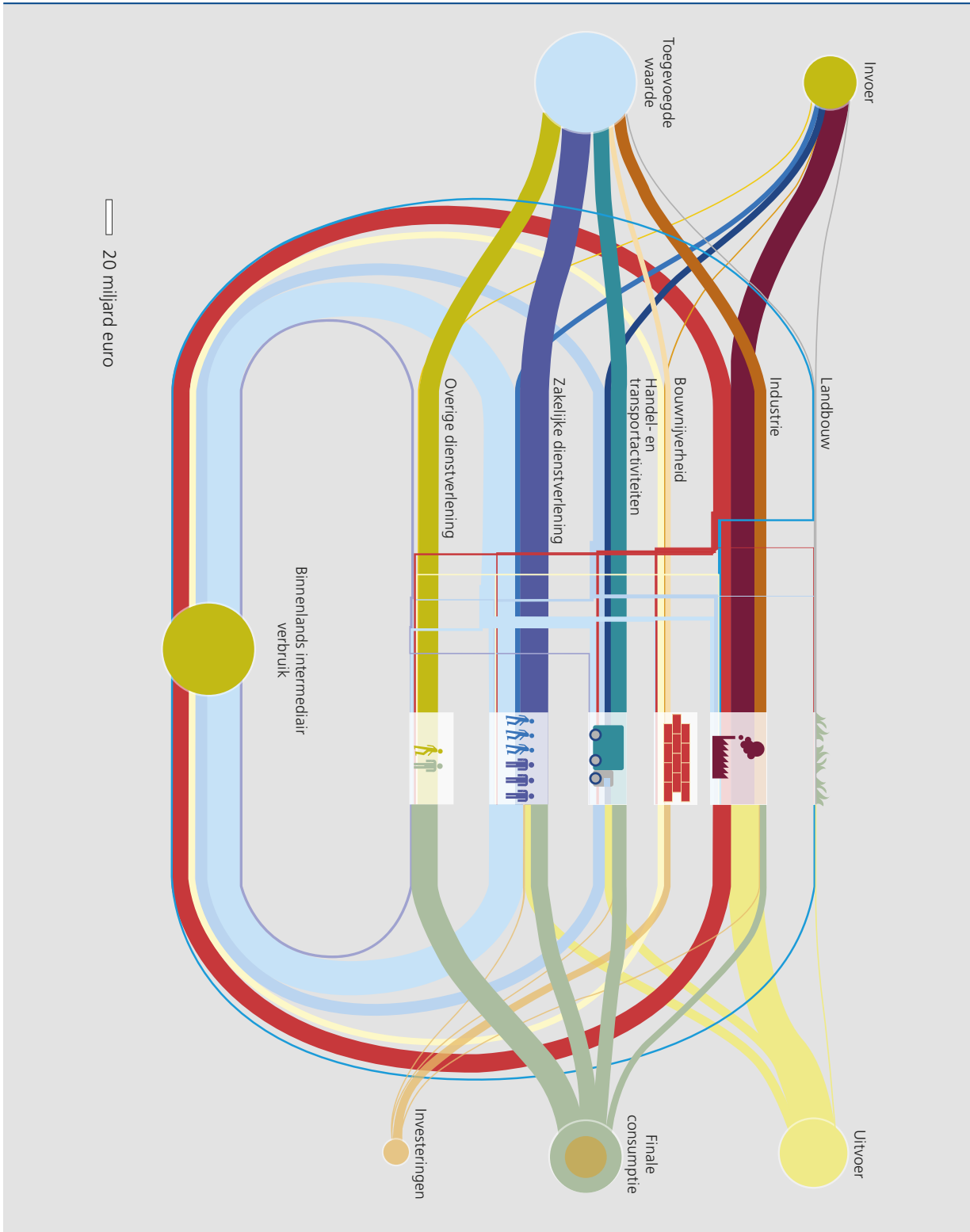
- nuanceert het tussen 1995 en 2008 opgetekend verloop van het marktaandeel bij de uitvoer. Door de bijdrage van de uitgevoerde toegevoegde waarde te isoleren, valt het verlies aan marktaandeel iets geringer uit dan wanneer het wordt berekend op basis van de uitvoer van goederen en diensten. Bovendien verkleint het verschil met Duitsland en Nederland, aangezien de resultaten van deze beide landen bepaald worden door een stijging van de wederuitvoer en van de buitenlandse inputs;
- onderstreept de cruciale rol, ook al is die soms indirect, van de ondernemingen uit de dienstenbranches. Ofschoon de goederen het leeuwendeel van de uitvoer voor hun rekening nemen, is de export vaak een zaak van bedrijven uit de dienstenbranche. Nu eens doen ze aan wederuitvoer van goederen die via België gaan, met name via de zeehavens, dan weer fungeren ze als exportschakel voor door Belgische industriële bedrijven vervaardigde goederen. Meer fundamenteel wordt de uitgevoerde toegevoegde waarde voornamelijk

gegenereerd door bedrijven die actief zijn in de dienstenbranche, meer bepaald via het verlenen van intermediaire diensten aan industriële bedrijven;

- brengt de handelspartners beter in kaart door de werkelijke oorsprong van de invoer en de finale bestemming aan te geven. De werkelijke consumenten van de door België uitgevoerde TW liggen verder af dan de rechtstreekse ontvangers van de export. Zo verbruiken de drie buurlanden minder dan 30 % van de door België uitgevoerde TW, terwijl bijna 50 % van de Belgische goederenuitvoer voor hen bestemd is;
- draagt bij tot het bestuderen van de sedert 2000 opgetekende verslechtering van de handelsbalans. De daling van België's uitgevoerde toegevoegde waarde, uitgedrukt in procenten bbb, is daar blijkbaar een oorzaak van, hoewel ter zake aanvullend onderzoek noodzakelijk is.

Tot slot is de benadering vanuit de toegevoegde waarde om verscheidene redenen veelbelovend. Ze verfijnt de kennis van het concurrentievermogen ten opzichte van het buitenland en ze biedt tevens nieuwe analyse- en onderzoeksperspectieven.

GRAFIEK 10 ONDERLING VERBAND TUSSEN DE BEDRIJFSTAKKEN
(binnenlandse productie⁽¹⁾, 2010)



Bron: Datavisualisatie van M. Bogaert op basis van INR-gegevens.

(1) De voorradwijziging, alsook de belastingen min de subsidies, zijn niet voorgesteld aangezien de desbetreffende bedragen zeer klein zijn.

Bibliografie

Amador J. en S. Cabral (2014), *Global value chains: surveying drivers, measures and impacts*, Banco de Portugal, Working papers 3/2014, January 2014.

Avonds L. (2013a), *De gecumuleerde kosten 1995-2005*, BFP, Working paper 9-13, september 2013.

Avonds L. (2013b), *Bijdrage van de componenten van de finale vraag tot het bbp 1995-2005*, BFP, Working paper 10-13, september 2013.

Baldwin R. en J. Lopez-Gonzales (2013), *Supply-chain trade: a portrait of global patterns and several testable hypotheses*, NBER working paper series 18957.

Bernard A., J. Jensen, S. Redding en P. Schott (2010), 'Intrafirm trade and product contractibility', *American Economic Review*, 100(2), 444-448.

Bernard A., J. Jensen en S. Kortum (2003), 'Plants and productivity in international trade', *American Economic Review*, 93(4), 1268-1290.

De Backer K. D. en S. Miroudot (2013), *Mapping global value chains*, OECD Trade Policy Papers, 159, OECD Publishing.

Duprez C. en L. Dresse (2013), 'De Belgische economie in de mondiale ketens van de toegevoegde waarde – Een verkennende analyse', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 7-22.

Eaton B. C., S. Kortum en F. Kramarz (2004), 'Dissecting trade: firms, industries, and export destinations', *American Economic Review*, 94(2), 150-154.

EC (2013), *Macroeconomic imbalances – Belgium*, Occasional paper 144, April 2013.

EC (2014), *Macroeconomic imbalances – Belgium*, Occasional paper 172, March 2014.

FPB (2013), *Input-outputtabellen 2010*, december 2013.

IMF (2013), *Belgium: 2013 Article IV Consultation-Staff Report*, IMF country report 13/123, May 2013.

IMF (2014), *Belgium: 2014 Article IV Consultation-Staff Report*, IMF country report 14/76, March 2014.

INR-NBB (2009), *De statistieken van de buitenlandse handel*, Maandbericht (2009-11), 5-31.

INR-NBB (2012), *De statistieken van de buitenlandse handel*, Maandbericht (2012-06), 5-6.

Jacks, D., C. Meissner en D. Novy. (2011), 'Trade Booms, Trade Busts, and Trade Costs', *Journal of International Economics*, 83, 185–201.

Johnson R. (2014), 'Five facts about value-added exports and implications for macroeconomics and trade research', *Journal of Economic Perspectives*, 28(2), 119-142.

Johnson R. en G. Noguera (2012a), 'Accounting for intermediates: Production sharing and trade in value added', *Journal of International Economics*, 82(2), 224-236.

Johnson R. en G. Noguera (2012b), 'Proximity and production fragmentation', *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, 102 (3), 407-411.

Johnson R. en G. Noguera (2014), *A portrait of trade in value added over four decades*, Working Paper.

Koopman R., Z. Wang en S.-J. Wei (2014), 'Tracing value added and double counting in gross exports', *American Economic Review*, 104(2), 459-494.

Mayer T. en S. Zignago (2011), *Notes on CEPII's distances measures: the GeoDist Database*, CEPII Working Paper 2011-25.

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

NBB (2012), *Jaarverslag*.

NBB (2013), *Jaarverslag*.

OESO-WHO (2012), *Trade in value added: concepts, methodologies and challenges*, Joint OECD-WTO note.

OESO (2013), *OCDE economic survey Belgium*, May 2013.

Timmer M., A. Erumban, B. Los, R. Stehrer en G. de Vries (2014), 'Slicing up global value chains', *Journal of Economic Perspectives*, 28(2), 99-118.

WHO (2013), Nanyang Technical University en Fung Global Institute, 'Global Value Chains In A Changing world', uitgegeven door Elms, D. en P. Low.

Mondiale onevenwichten en brutokapitaalstromen

P. Butzen
M. Deroose
S. Ide

Inleiding

Het in het eerste decennium van deze eeuw niet uit het economisch debat weg te denken thema van de mondiale onevenwichten krijgt de laatste jaren blijkbaar ietwat minder belangstelling. Oorzaak daarvan is de empirische vaststelling dat de mondiale onevenwichten – die traditioneel worden weergegeven door de tekorten en overschotten op de lopende rekening van de betalingsbalans – en derhalve ook de kwetsbaarheden die ermee gepaard gaan, sinds de financiële crisis afgenomen zijn. Bovendien is de aandacht van de internationale beleidsfora verschoven naar het uitbouwen van een veiliger financieel kader en naar een duurzaam herstel van de economische groei, getuige bijvoorbeeld het Growth Initiative van de G20. De recentelijk toegenomen volatiliteit op de financiële markten van de opkomende economieën herinnert er evenwel aan dat verschillende landen, onder meer die met een tekort op de lopende rekening, erg kwetsbaar blijven voor een ommekeer in het beleggerssentiment. Aan de hand van de nieuwe inzichten die de literatuur ons op basis van de analyse van de financiële crisis en de mondiale onevenwichten aanreikt, wordt in dit artikel dieper ingegaan op de indicatoren die de externe kwetsbaarheid van een land of van een economische regio weergeven.

Vroeger werd een dergelijke kwetsbaarheid gewoonlijk geanalyseerd op basis van de saldi van de lopende rekening van de betalingsbalans. Landen met een tekort op de lopende rekening en een nettoschuldpositie werden geacht kwetsbaar te zijn voor een ommekeer in de kapitaalstromen, een zogenaemde sudden stop. Dit analysekader werd onderbouwd door ervaringen

met de Latijns-Amerikaanse crisis in de jaren tachtig en de Azië-crisis aan het einde van de jaren negentig. In de jaren 2000 nam de bezorgdheid toe over de oplopende tekorten in de Verenigde Staten. Volgens diverse beschouwingen leken die zich echter, om verscheidene redenen, vrij eenvoudig te laten financieren door de overschotlanden in Azië, terwijl het eurogebied met zijn te verwaarlozen nettopositie ter zake geen rol zou spelen. Het spaaroverschot (excess saving) van deze landen werd aldus mede verantwoordelijk geacht voor de zeer soepele kredietvoorwaarden in de Verenigde Staten en de bubble op de Amerikaanse woningmarkt, die zou uitmonden in de financiële crisis. Het resultaat van de financiële crisis – geen sudden stop in de Verenigde Staten, zware verliezen voor de Europese banksector door zijn internationale blootstelling en de vrij ongeschonden financiële positie van de Aziatische overschotlanden – toonde echter de tekorten van dit analysekader aan.

Naast het beschikbaar komen van supplementaire statistieken, werd in de economische literatuur steeds meer aandacht geschonken aan de rol van grensoverschrijdende brutokapitaalstromen. Het analyseren van brutokapitaalstromen is uiteraard niet nieuw. Men is zich reeds lang bewust van het belang van brutokapitaalstromen, van de samenstelling ervan en van eventuele mismatches inzake valuta, looptijd en liquiditeit. De recente situatie verschilt evenwel daarin van het verleden dat die kapitaalstromen tomeloos zijn gegroeid, wat geleid heeft tot een ongekende accumulatie van grensoverschrijdende uitstaande bedragen inzake vorderingen en verplichtingen. Daarom is een grondige analyse van de brutokapitaalstromen van essentieel belang om de kwetsbaarheid van een economie

te evalueren. Zoals uit de Europese overheidsschuldencrisis en meer recentelijk uit de onrust op de financiële markten van de opkomende economieën is gebleken, blijft een kwetsbaarheidsanalyse terzelfder tijd aandacht eisen voor nettoposities en voor lopende saldi.

Het eerste hoofdstuk van dit artikel bevat een summier overzicht van het verloop van de mondiale onevenwichten. In hoofdstuk 2 wordt het toegenomen belang aangetoond van de grensoverschrijdende kapitaalstromen wereldwijd en wordt meer in detail aangegeven waar het analyseren van brutokapitaalstromen noodzakelijk en complementair is om de kwetsbaarheid van een land in te schatten. Dankzij de financiële crisis kan dit empirisch worden onderbouwd. Voor een supplementaire en recentere illustratie hiervan wordt verwezen naar hoofdstuk 3, waarin wordt nagegaan in hoeverre beide indicatoren bepalend zijn geweest ter verklaring van de volatiliteit die de financiële markten van de opkomende economieën sinds de zomer van 2013 hebben laten optekenen.

1. Het verloop van de mondiale onevenwichten op de lopende rekening: de traditionele benadering

Vóór de financiële crisis namen de mondiale onevenwichten op de lopende rekening fors toe. Het meest opvallend waren, enerzijds, de oplopende overschotten in China en in de grondstoffenexporterende landen en, anderzijds, de gestaag stijgende tekorten in de Verenigde Staten. In het eurogebied, dat in zijn geheel beschouwd zo goed als in evenwicht was ten opzichte van het buitenland, lieten verscheidene individuele lidstaten echter vrij aanzienlijke overschotten of tekorten optekenen. Vóór de crisis waren onevenwichten op de lopende rekening het resultaat van meerdere landspecifieke en mondiale factoren, met name zeer gunstige financieringsvoorwaarden – die in de hand werden gewerkt door een onderschatting van de kredietrisico's en de buitenlandse kapitaalstromen –, overdreven optimistische inkomensverwachtingen, hogere grondstoffenprijzen en een mercantilistische groeistrategie die gepaard ging met een massale accumulatie van deviezenreserves⁽¹⁾.

In 2009 zwakten de mondiale onevenwichten fors af; daarna bleven ze opmerkelijk kleiner dan in de periode vóór de financiële crisis, maar wel nog steeds groter dan in de jaren tachtig en negentig. Die verbetering van de externe posities weerspiegelt voornamelijk door de financiële crisis teweeggebrachte cyclische aanpassingen. Door

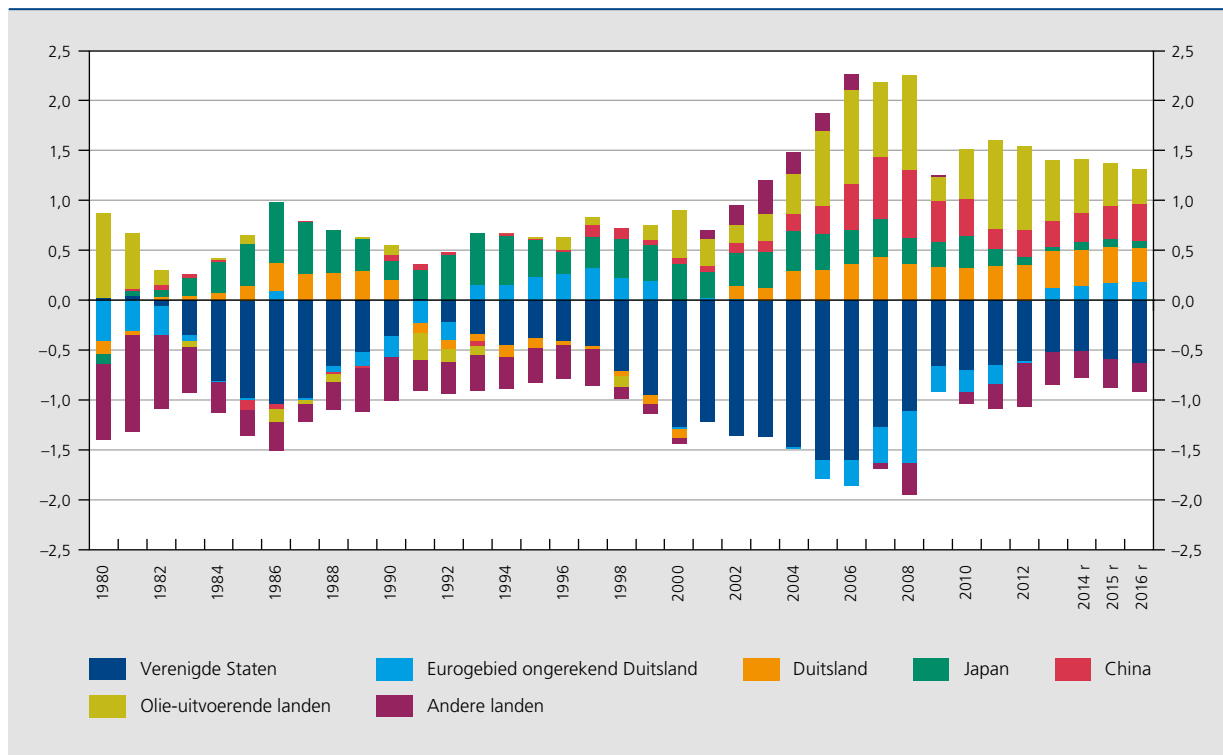
de strengere financieringsvoorwaarden (onder meer het opdrogen van externe financieringsbronnen) en de daling van de activaprijzen werden de binnenlandse vraag en de invoer vooral zwaar getroffen in de landen met een tekort op de lopende rekening. In de surpluslanden hielden de binnenlandse bestedingen doorgaans beter stand, maar de uitvoer ondervond er de negatieve gevolgen van de ineenstorting en van de daaropvolgende gematigde opleving van de internationale handel, alsook – voor sommige landen – van de initiële daling van de grondstoffenprijzen. Het sinds het uitbreken van de crisis zwakke herstel van de wereldeconomie – dat in een eerste fase werd gestimuleerd door de opkomende economieën (2010-2011) en vervolgens door de geavanceerde economieën (sinds eind 2013) – belette dat de mondiale onevenwichten opnieuw sterk gingen oplopen. Ook tijdelijke landspecifieke factoren, zoals de toegenomen energie-invoer van Japan na de aardbeving van 2011, droegen ertoe bij dat de mondiale onevenwichten onder controle bleven.

Behalve cyclische factoren zijn er in verscheidene economieën ook duurzamere aanpassingen aan de gang. Zo gaan tal van deficitlanden door met hun begrotingsconsolidatie, hoewel het tempo daarvan recentelijk wel wat trager is. Daarnaast, en meer specifiek, neemt de particuliere spaarquote in de Verenigde Staten toe (weliswaar vanaf een laag niveau). Verwacht wordt ook dat die spaarquote structureel hoger zal blijven dan in de periode vóór de crisis vermits de recente ervaring de Amerikaanse huishoudens heeft geleerd dat pijnlijk zware correcties in de aandelen- en huizenprijzen niet denkbeeldig zijn zodat een steviger vermogensbuffer noodzakelijk is. Bovendien zorgt de toenemende olieproductie in de Verenigde Staten, voornamelijk dankzij de winning van schalieolie, er mede voor dat het tekort op de lopende rekening verkleint. In China hebben onder meer het toenemend belang van de consumptie in de bbp-groei en de geleidelijke appreciatie van de renminbi een inkrimping van het surplus op de lopende rekening in de hand gewerkt. De Chinese regering heeft in november 2013 ook een hervormingsplan voor het komende decennium voorgesteld dat een verdere herbalancering van de economie beoogt. Voorts lijken de verbeteringen in de externe concurrentieposities van de perifere landen van het eurogebied duurzamer te zijn. Toch lijken structurele hervormingen tot dusver een kleinere rol te hebben gespeeld in het terugdringen van de mondiale onevenwichten waardoor het risico bestaat dat deze na verloop van tijd terug toenemen (IMF, 2013a en Ollivaud en Schwellnus, 2013).

Al met al is het tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten verbeterd van \$ 681 miljard in 2008 naar \$ 379 miljard in 2013. Zo ook wist het eurogebied (ongerekend Duitsland) zijn deficit van \$ 327 miljard om

(1) Voor een meer gedetailleerde beschrijving, zie onder meer Butzen et al. (2010).

GRAFIEK 1 SALDO OP DE LOPENDE REKENING
(in % van het mondiaal bbp)



Bron: IMF.

te zetten in een surplus van \$ 92 miljard, voornamelijk dankzij inspanningen van de deficitlanden. Zo hebben Ierland, Portugal en Spanje hun tekort van respectievelijk \$ 15 miljard, 32 miljard en 154 miljard in 2008 omgebogen in een surplus van \$ 14 miljard, 1 miljard en 10 miljard in 2013. Het overschot van de olie-exporterende economieën slonk van \$ 585 miljard in 2008 naar \$ 445 miljard in 2013 en dat van China van \$ 421 miljard naar \$ 189 miljard. Opvallend is ook de standvastigheid van het Duitse surplus dat sedert 2011 zelfs dat van China achter zich heeft gelaten en aldus het grootste ter wereld werd.

Een onevenwicht op de lopende rekening is op zich niet meteen een aanwijzing dat de situatie ontspoord is; ze kan zelfs volledig gepast zijn, gelet op de fundamentals en de structurele kenmerken van een economie. Zo kan het voor een land met een verouderende bevolking wenselijk zijn om geld opzij te zetten voor de oude dag (surplus) en voor een land met aantrekkelijke investeringsopportunities in infrastructuur of uitrustingsgoederen om buitenlands kapitaal aan te trekken (deficit). Zijn onevenwichten evenwel het gevolg van onderliggende interne ontwrichtingen, dan zijn ze niet duurzaam en is een

correctie aangeraden. Aangezien externe onevenwichten dus mogelijk interne onevenwichten weerspiegelen, zijn ze voor beleidsmakers een nuttige indicator bij het opsporen van eventuele risico's voor de macro-economische en financiële stabiliteit. Landen met een tekort worden doorgaans wel als kwetsbaarder gepercipieerd. Ze zijn immers sterk afhankelijk van buitenlandse financiële stromen. Drogen deze instromen plots op of slaan ze om (sudden stop scenario), dan brengt dit meestal een pijnlijke aanpassing in de gehele economie met zich, wat het recente verleden nogmaals heeft aangetoond.

Aangezien de opbouw van onevenwichten medio jaren 2000 gevolgd werd door het uitbreken van een zware financiële crisis, is het monitoren van externe onevenwichten nog belangrijker geworden. Zo kwamen zowel tekort- als overschotlanden op de G20-top van Pittsburgh in september 2009 overeen beleidsmaatregelen te nemen die de mondiale onevenwichten moesten helpen corrigeren. Via een wederzijds evaluatieproces, waaraan het IMF technische bijstand verleent, wordt erop toegezien dat de aangegane verbintenissen worden nageleefd. Voorts neemt de Europese Commissie het lopend saldo op in het scorebord dat sedert 2012 wordt gebruikt in de nieuwe

economic governance procedure (het Europese Semester) om in de EU-lidstaten macro-economische onevenwichten op te sporen. Ook het IMF publiceert sinds 2013 jaarlijks een rapport waarin de externe sector van 29 belangrijke economieën wordt geanalyseerd en waarbij veel aandacht wordt geschonken aan de stand van de lopende rekening.

Niettemin is het oorzakelijk verband tussen de lopende rekening, enerzijds, en het vóórkomen of de intensiteit van financiële crisissen, anderzijds, in de literatuur blijkbaar niet robuust⁽¹⁾. Enkele auteurs hebben aangetoond dat ook andere, meer financiële factoren een rol spelen. In het volgende hoofdstuk wordt daar nader op ingegaan. Het kan in dit opzicht voor de beleidsmakers hoe dan ook nuttig zijn om in hun toezicht op de mondiale financiële stabiliteit hun analysekader te verrijken met informatie afkomstig van andere relevante variabelen.

2. Het belang van de analyse van brutokapitaalstromen

In het eerste hoofdstuk van dit artikel werd het verloop van de lopende rekening in de verschillende grote wereldregio's beschreven. Daaruit bleek dat onevenwichten op de lopende rekening een goede indicator kunnen zijn voor de economische kwetsbaarheid van een land en ook voor de kwetsbaarheid van dat land voor financiële schokken. De recente financiële crisis heeft evenwel aangetoond dat een analyse die louter gebaseerd is op de lopende rekening – in se een nettoconcept – onvoldoende is om die kwetsbaarheden correct in te schatten. Vóór het uitbreken van de financiële crisis was er vooral bezorgdheid over de aanhoudende tekorten op de lopende rekening van de Verenigde Staten, waarbij men leek aan te nemen dat deze gefinancierd werden door de overschotten in de opkomende Aziatische economieën, terwijl het eurogebied met zogoed als een evenwicht op de lopende rekening daar niet bij betrokken en ook absoluut niet kwetsbaar leek. In dit hoofdstuk willen we illustreren dat, op basis van de analyse van de bruto financiële stromen, Azië eigenlijk niet bijdroeg aan de financiering van de kredietboom in de Verenigde Staten, terwijl het eurogebied – in het bijzonder de banken – een cruciale rol speelde. Die banken bleken dan ook uitermate kwetsbaar toen de kredietboom in de Verenigde Staten barstte. Landen of valutazones met een lopende rekening in evenwicht kunnen met andere woorden broze bruto financiële posities ontwikkelen.

Dit hoofdstuk licht summier het belang toe van de analyse van bruto financiële stromen tegenover het louter focussen op nettoconcepten van de betalingsbalans. Dit wordt gestaafd door eerst het verloop van de

brutokapitaalstromen wereldwijd te schetsen; vervolgens wordt dieper ingegaan op de rol die brutokapitaalstromen hebben gespeeld bij de opbouw van kwetsbaarheden vóór de recente financiële crisis. Aan de hand van deze verrijkte analyse trachten we in het laatste deel van dit artikel de kwetsbaarheid van de opkomende economieën in de huidige economische context in te schatten.

2.1 Het toenemende belang van brutokapitaalstromen⁽²⁾

De toegenomen wereldwijde handelsintegratie en handelsstromen van goederen en diensten zijn gepaard gegaan met een toename van de financiële stromen sinds de jaren negentig, vooral van de grensoverschrijdende kapitaalstromen. De belangrijkste categorieën kapitaalstromen in de betalingsbalans zijn: (1) de buitenlandse directe investeringen; (2) het effectenverkeer in schuldbewijzen en aandelen⁽³⁾; (3) de officiële reserves; (4) de overige investeringen. Deze laatste groep omvat financiële transacties inzake leningen en deposito's, bancaire kapitaal, handelskredieten en officiële kapitaalstromen, ongerekend bewegingen in buitenlandse reserves. Kenmerkend voor het verloop van de kapitaalstromen is dat de brutostromen veel sterker zijn toegenomen dan de nettokapitaalstromen. De toename weerspiegelt een financiële verbreding van de balansen, in het bijzonder in de financiële sector, en tegelijkertijd een verkleining van de financiële home bias die geleid heeft tot een verruiming van het aandeel van de buitenlandse activa en passiva op deze balansen.

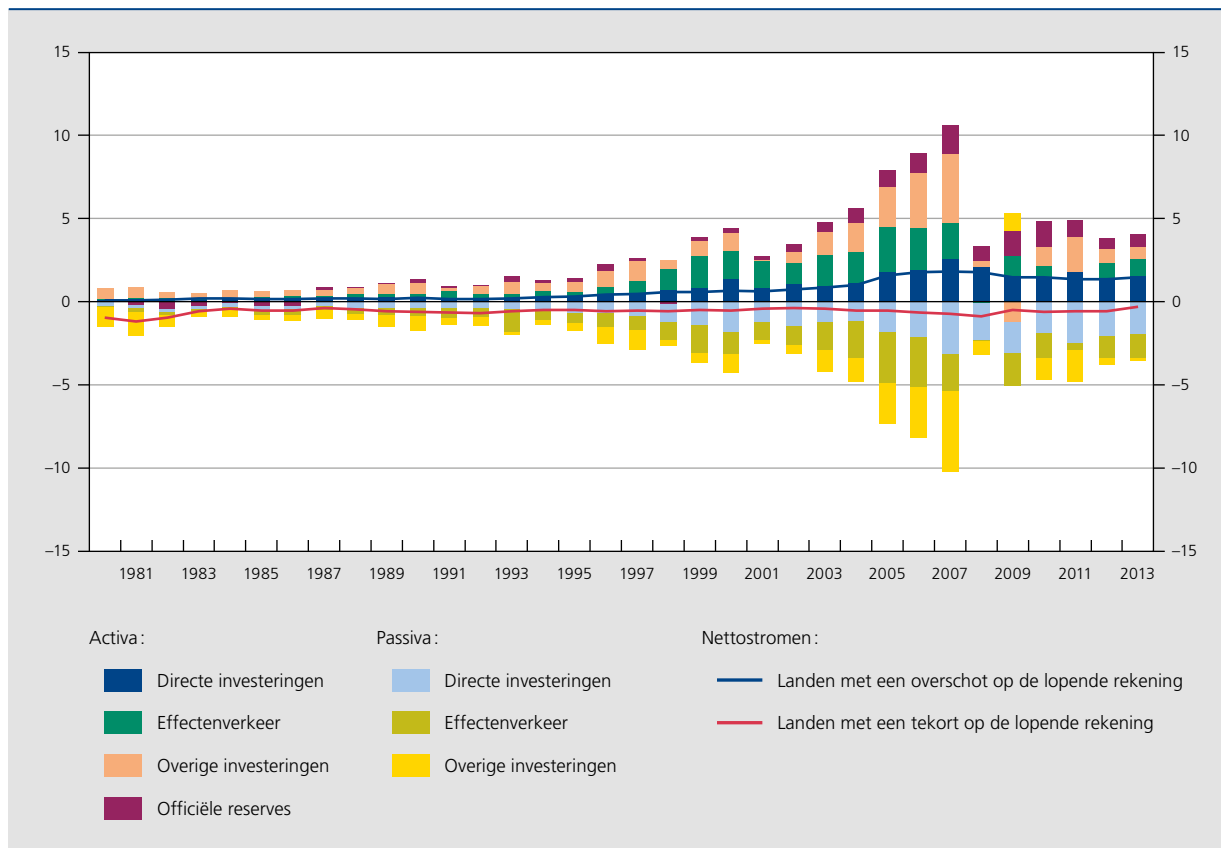
De afgelopen decennia hebben de grensoverschrijdende kapitaalstromen een ongekende stijging laten optekenen die vooral sedert het midden van de jaren negentig is versneld. In 2007 waren de gecumuleerde in- en uitstromen opgelopen tot maar liefst 20% van het mondiaal bbp tegenover gemiddeld amper 1% over de periode 1980-1995. Hoewel zowat alle categorieën van kapitaalstromen toenamen, werd de expansie vooral gedreven door het grensoverschrijdend interbancair verkeer (vervat in de 'overige investeringen') en in mindere mate door de reservevorming. Bij de aanvang van de financiële crisis in 2008 stortten de brutokapitaalstromen echter in.

(1) Voor een analyse, zie Blanchard et al. (2010), Frankel en Saravelos (2010), Jordà et al. (2011), Gourinchas en Obstfeld (2012).

(2) De bruto financiële stromen zoals die worden geregistreerd in de statistieken van de betalingsbalans – en waaraan in dit artikel wordt gerefereerd – behelzen reeds gesaldeerde bedragen. De brutokapitaaluitstroom is immers gelijk aan het verschil tussen alle aankopen en alle verkopen van buitenlandse activa door ingezetenen. De brutokapitaalinstroom is op zijn beurt gelijk aan het verschil tussen alle aankopen van binnenlandse activa door niet-ingezetenen.

(3) Om een onderscheid te maken tussen het effectenverkeer en de buitenlandse directe investeringen is de omvang belangrijk van de participatie die een belegger in de bevestigde onderneming aanhoudt. Is die participatie gelijk aan of kleiner dan 10%, dan worden kapitaalstromen tot het effectenverkeer gerekend.

GRAFIEK 2 WERELDWIJDE INTERNATIONALE BRUTO- EN NETTOKAPITAALSTROMEN
(in % van het mondiaal bbp)



Bronnen: IMF International Financial Statistics, IMF WEO.

In 2009 trokken de stromen opnieuw aan, maar sindsdien zijn de wereldwijde kapitaalstromen, mede onder invloed van de Europese overheidsschuldencrisis, afgegleden naar niveaus vergelijkbaar met die van eind de jaren negentig. Deze recente ontwikkelingen verhullen een drietal niet altijd gelijklopende tendensen.

Om te beginnen, is er de sinds 2008 aanhoudende inkrimping van het grensoverschrijdend interbancair verkeer. Deze ontwikkeling heeft met zowel aanbod- als vraagfactoren te maken. Internationaal actieve banken, vooral in het eurogebied en in het Verenigd Koninkrijk, hebben zich teruggeplooid op hun thuis- en nabije markten en verrichten, uit het oogpunt van een algemeen herstel van hun balansen, heel wat minder grensoverschrijdende transacties. Ook de kredietvraag blijft zwak vanwege de in de meeste geavanceerde landen aanhoudende fragiele macro-economische omgeving, terwijl huishoudens en bedrijven hun schuldgraad veeleer af- dan opbouwen. Voorts is er in de opkomende economieën sinds 2010 een aanzienlijke toename van de internationale uitgifte van schuldbewijzen door bedrijven. De krachtige

internationale vraag naar dergelijke schuldbewijzen werd gedreven door met name een search for yield, terwijl de kredietkwaliteit steeds meer afnam (BIB, 2014). Ten slotte houdt de wereldwijde accumulatie van buitenlandse deviezenreserves aan. Na de piek van 2007 en de vertraging van 2008, trok de reservevorming in 2009 en 2010 weer snel aan. Sedertdien is er opnieuw een lichte vertraging, maar de jaarlijkse reservevorming ten belope van 0,7 % van het mondiaal bbp blijft hoe dan ook aanzienlijk.

Vanwege hun omvang kunnen deze kapitaalstromen duidelijk van essentieel belang zijn voor de kwetsbaarheid van een economie, vooral indien – gecumuleerd over jaren – omvangrijke uitstaande brutopositities worden opgebouwd. Inzonderheid mismatches in de samenstelling qua valuta en looptijd zijn hierbij van belang omdat bij grote uitstaande bedragen kleine wisselkoers- en/of renteschommelingen reeds een zwaar effect kunnen sorteren. Hierbij zij opgemerkt dat dergelijke mismatches zich ook kunnen voordoen bij een lopende rekening in evenwicht of in overschot en dat dus niet alleen landen met een lopend tekort kwetsbaar kunnen zijn.

2.2 Het meten van economische kwetsbaarheid: netto- en brutokapitaalstromen

Zoals in dit hoofdstuk zal worden aangetoond, illustreerde de recente financiële crisis duidelijk dat internationale kapitaalstromen niet noodzakelijk gerelateerd zijn aan de onevenwichten op de lopende rekening. Een analyse van de mondiale onevenwichten op de lopende rekening wordt dus bij voorkeur aangevuld met een evaluatie van de brutokapitaalstromen en -posities.

Onderzoek naar de financiële crisis leidt immers tot de volgende inzichten: 1) (netto)kapitaalstromen van de landen met een overschot op de lopende rekening, in casu de opkomende economieën in Azië en Japan, hebben niet noodzakelijk rechtstreeks de kredietgroei/boom gefinancierd in de landen met een lopend tekort, in casu de Verenigde Staten; 2) vóór en tijdens de financiële crisis waren de onevenwichten op de lopende rekening tussen het eurogebied en de Verenigde Staten vrij beperkt, terwijl de Europese banken wel omvangrijke financiële posities opbouwden in de vorm van mortgage-backed securities en Amerikaans overheidspapier, wat hen kwetsbaar maakte voor de economische ontwikkelingen in de Verenigde Staten.

Deze inzichten worden onderbouwd door in paragraaf 2.2.1 een conceptueel onderscheid te maken tussen sparen en financieren, en door in paragraaf 2.2.2 enkele empirische feiten van de financiële crisis te belichten.

2.2.1 Sparen versus financiering

Vóór het uitbreken van de financiële crisis werd het vermoedelijk verband tussen de mondiale onevenwichten op de lopende rekening en de financiering van de sterke groei van de kredietverlening in landen met een lopend tekort vaak gerationaliseerd door de zogeheten excess savings theorie. Aan deze theorie liggen twee hypothesen ten grondslag. Ten eerste zijn er nettokapitaalstromen van landen met een lopend overschot naar landen met een lopend tekort, wat aanleiding geeft tot een overmatige kredietexpansie in laatstgenoemde; ten tweede is de toename van het wereldwijd sparen ten opzichte van het wereldwijd investeren voornamelijk toe te schrijven aan de overschotlanden, in het bijzonder aan de opkomende economieën in Azië, wat geleid heeft tot een daling van de reële rentetarieven, vooral in de Verenigde Staten.

De soms uiteenlopende oorzaken die aan deze theorie ten grondslag liggen, werden uitvoerig behandeld in de economische literatuur en Chinn (2013) biedt een goed overzicht: de verschillen in sparen en investeren waren

het gevolg van verschillen in budgettair beleid – sterk expansief in de Verenigde Staten – en van uiteenlopende demografische ontwikkelingen, in het bijzonder de veroudering in het Westen, de hogere productiviteit in de Verenigde Staten en de daarmee gepaard gaande consumption smoothing, de op de uitvoer gerichte economieën in Azië in combinatie met wisselkoersinterventies ter ondersteuning van de uitvoersector, de zogeheten 'savings glut' waarbij de financiële markten in de opkomende economieën onvoldoende ontwikkeld zijn om het binnenlandse sparen te absorberen.

Vaak wordt verwezen naar een combinatie van alle of van sommige van de hierboven opgesomde oorzaken, maar allemaal hebben ze met elkaar gemeen dat regio's of landen met een zogoed als evenwichtige lopende rekening geen rol spelen en dus zelf niet kwetsbaar worden geacht en evenmin als een bron van kwetsbaarheid voor andere economieën worden beschouwd. Borio en Disyatat (2011) wijzen er echter op dat er niet noodzakelijk een direct verband hoeft te bestaan tussen nettokapitaalstromen of het saldo op de lopende rekening, enerzijds, en de wereldwijde intermediaatatie van financieringsstromen, anderzijds.

Cruciaal in hun argumentatie is het onderscheid tussen sparen en financiering. Sparen is een concept uit de nationale rekeningen dat wordt gedefinieerd als inkomen dat niet wordt geconsumeerd. Sparen omvat dus de bijdrage die finale uitgaven ongerekend consumptie leveren tot het totale inkomen (of productie). In een gesloten economie is er enkel sprake van sparen als er iets wordt geproduceerd dat niet wordt geconsumeerd, namelijk investeringen. Dit concept van sparen zegt evenwel zeker niet alles over het al dan niet beschikbaar zijn van financiering voor investeringen. Indien in een bepaalde periode de gegenereerde middelen ontbreken, moeten eigen financiële activa worden aangesproken of moet er worden geleend. Zo hoeft er geen link te bestaan tussen sparen (en investeringen) in de betekenis van de nationale rekeningen en het verloop en de veranderingen in financiële activa en passiva. Een bepaald spaarvolume kan immers gepaard gaan met uiteenlopende grote wijzigingen in financiële activa en passiva, zoals die worden geregistreerd door de flow-of-funds in de nationale rekeningen.

In het geval van open economieën kan het onderscheid tussen sparen en financieren het best worden weergegeven door, enerzijds, nettokapitaalstromen en, anderzijds, brutokapitaalstromen. Nettokapitaalstromen omvatten enkel het resultaat van de bilaterale handel in goederen en diensten. Ze bevatten evenwel geen informatie over de veel grotere bewegingen in brutostromen die tevens zuivere transacties in financiële activa bevatten. Deze

laatste maken immers het leeuwendeel van de grensoverschrijdende financiële transacties uit (Obstfeld, 2012a). Daarom zegt het verloop van het saldo op de lopende rekening weinig over de rol die een land speelt in de internationale financiële stromen, over de mate waarin de investeringsuitgaven al dan niet gefinancierd worden vanuit het binnen- of het buitenland en over de impact die grensoverschrijdende kapitaalstromen hebben op de binnenlandse financiële voorwaarden. Een overschot op de lopende rekening betekent wel dat de nettovordering op de rest van de wereld toeneemt. Een lopende rekening in evenwicht betekent enkel dat de binnenlandse productie gelijk is aan de binnenlandse uitgaven, maar ze betekent niet noodzakelijk dat het binnenlandse sparen rechtstreeks de binnenlandse investeringen financiert. Zo kan, bij een lopende rekening in evenwicht, een binnenlands bedrijf, om een investering te financieren, een lening aangaan bij een buitenlandse bank. Worden de deposito's als gevolg van de investeringsuitgave tevens bij een buitenlandse bank geplaatst, dan genereert dit enkel elkaar compenserende brutokapitaalstromen.

Uit wat voorafgaat, blijkt voornamelijk dat op basis van de nettostromen van de betalingsbalans onmogelijk conclusies kunnen worden getrokken over de financieringspatronen en de grensoverschrijdende financiële intermediatie. Een land met een lopend overschot financiert met andere woorden niet noodzakelijk de investeringen en uitgaven van landen met een lopend tekort. Op het niveau van de nationale rekeningen is het wel zo dat landen met een lopend tekort het sparen van landen met een overschot compenseren door meer te consumeren. Voor de wereld in zijn geheel stemmen de tekorten en overschotten dus met elkaar overeen, op statistische verschillen na. De onderliggende consumptie en investeringsuitgaven die aan deze onevenwichten ten grondslag liggen, kunnen echter op tal van manieren gefinancierd zijn. In geval van een lopend tekort, dat financiële verplichtingen voor goederen en diensten met zich brengt, moet dit land dus wel degelijk lenen van de rest van de wereld, maar de tegenpartij van deze vorderingen hoeft niet noodzakelijk een ingezetene te zijn van een land met een lopend overschot. Dit blijkt duidelijk uit de analyse van de brutokapitaalstromen in de periode vóór en tijdens de recente financiële crisis.

2.2.2 Brutokapitaalstromen tijdens de financiële crisis

Om een aantal redenen is een analyse die louter gebaseerd is op mondiale onevenwichten op de lopende rekeningen onvoldoende gebleken om de kwetsbaarheden van de economieën vóór en tijdens de financiële crisis op te sporen.

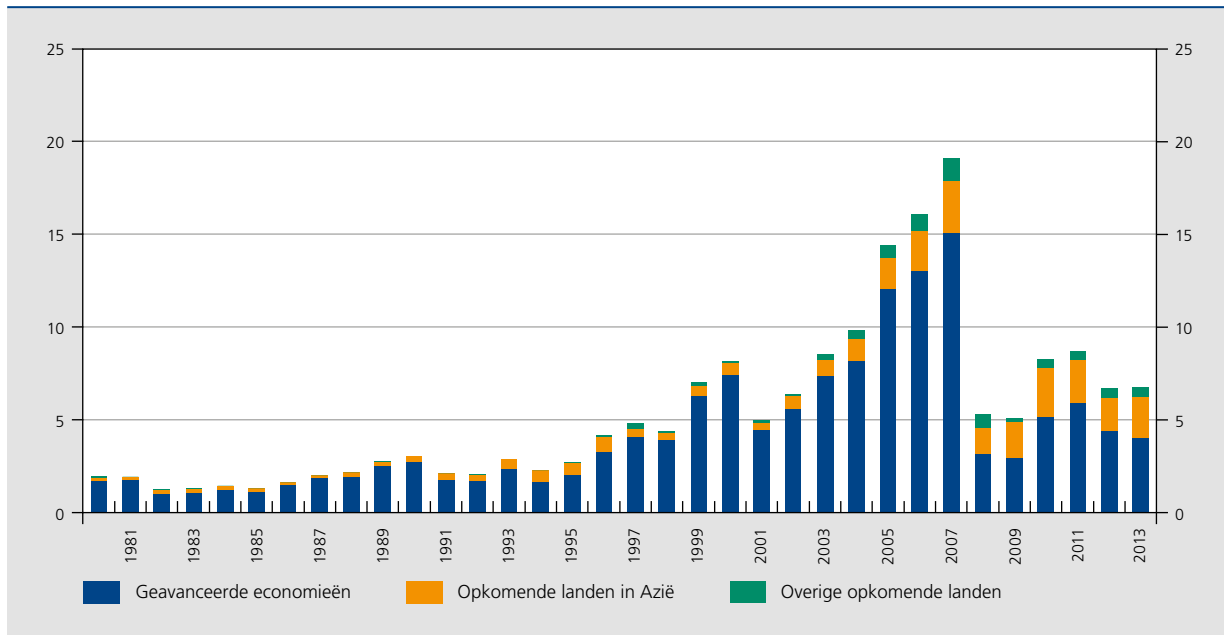
Om te beginnen, was de sterke toename van de mondiale brutokapitaalstromen (zie paragraaf 2.1) in de jaren negentig tot en met het uitbreken van de financiële crisis in 2008 vooral toe te schrijven aan de uitbreiding van de kapitaalstromen tussen de geavanceerde economieën. Hoewel deze laatste een steeds kleiner deel van de wereldhandel voor hun rekening namen, bleven ze goed voor ten minste 75 % van de brutokapitaalstromen vóór de crisis en voor ongeveer 60 % na de crisis. Binnen de groep van opkomende economieën laat Azië wel de sterkste stijging optekenen. De relatieve omvang van deze stromen ten opzichte van de nettokapitaalstromen of saldi op de lopende rekening en de geografische samenstelling ervan ondermijnen in zekere mate reeds de excess savings visie als belangrijke verklaring van de financiële crisis. Volgens deze visie zouden het vooral de opkomende landen zijn die de financiële voorwaarden wereldwijd hebben gecreëerd en beïnvloed, terwijl hun rol in de mondiale brutokapitaalstromen veeleer beperkt is gebleven.

Voorts bevestigen de betalingsbalansstatistieken van de Verenigde Staten dat de saldi van de lopende rekening tijdens de periode vóór de crisis geen dominante rol hebben gespeeld in de financiële bewegingen. Bij een stijging van het lopend tekort in de Verenigde Staten zijn de brutokapitaalstromen maar liefst driemaal sneller gestegen. De Verenigde Staten lieten zowel aanzienlijke kapitaaluitstromen van Amerikaanse ingezetenen optekenen als aanzienlijke kapitaalinstromen van niet-ingezetenen. Dit laatste zou ook het geval zijn geweest, mocht de Amerikaanse lopende rekening in evenwicht zijn geweest.

De rationalisering van de excess savings theorie via de global savings glut berust ten dele op de krachtige accumulatie, door hoofdzakelijk Aziatische centrale banken, van in Amerikaanse dollar luidende reserves – vooral in de vorm van Amerikaans overheidspapier. Uit de betalingsbalansstatistieken van de Verenigde Staten blijkt evenwel dat de toename van de brutokapitaalinstromen grotendeels te maken had met de private sector. Vooral de aankoop van Amerikaanse effecten ongerekend overheidspapier was de belangrijkste kapitaalinstroom. Vanaf de jaren 2000 gingen ook private buitenlandse beleggers een gestaag belangrijker rol spelen in de financiering van Amerikaanse banken en brokers. Deze laatste ontwikkeling weerspiegelt de forse toename van grensoverschrijdende interbancaire transacties, die op hun beurt een belangrijke rol hebben gespeeld in de financiële crisis.

De Amerikaanse betalingsbalansstatistieken betreffende de geografische oorsprong van de buitenlandse kapitaalinstromen in de Verenigde Staten tonen aan dat de belangrijkste financieringsbron afkomstig was uit Europa. Banken uit het eurogebied en het Verenigd Koninkrijk

GRAFIEK 3 INTERNATIONALE BRUTOKAPITAALSTROMEN
(in % van het mondiaal bbp, som van in- en uitstromen)



Bronnen : IMF International Financial Statistics, IMF WEO.

belegden niet alleen aanzienlijk in Amerikaanse langetermijnactiva, maar ze financierden een en ander door kortlopend papier in Amerikaanse dollar uit te geven, bijvoorbeeld asset-backed handelspapier (Noeth & Sengupta, 2012). Hierdoor werden de brutokapitaalstromen groter, terwijl de nettokapitaalstromen ongewijzigd bleven. Het Verenigd Koninkrijk had immers een lopend tekort en de lopende rekening van het eurogebied was zogoed als in evenwicht⁽¹⁾. De opkomende economieën uit Azië, meer bepaald China, of landen met een groot overschot op de lopende rekening zoals Japan of de OPEC-landen waren goed voor slechts een kleiner deel van de kapitaalinstromen naar de Verenigde Staten. De geografische uitsplitsing van de brutostromen ontkracht dus de stelling dat de Verenigde Staten voornamelijk werden gefinancierd door de landen met een groot overschot op hun lopende rekening.

Terwijl het tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten tijdens en na de financiële crisis slechts in geringe mate afnam, laten de brutokapitaalstromen een veel volatieler verloop optekenen. Die brutokapitaalstromen geven de ontwrichting weer van het grensoverschrijdend interbancair verkeer met voornamelijk het Verenigd Koninkrijk en het eurogebied. Opvallend is dat de kapitaalstromen uit China, Japan en de OPEC-landen tijdens de crisis aanhielden, wat betekent dat de officiële stromen voor de Amerikaanse betalingsbalans

eerder een stabiliserende factor waren dan een bron van volatiliteit.

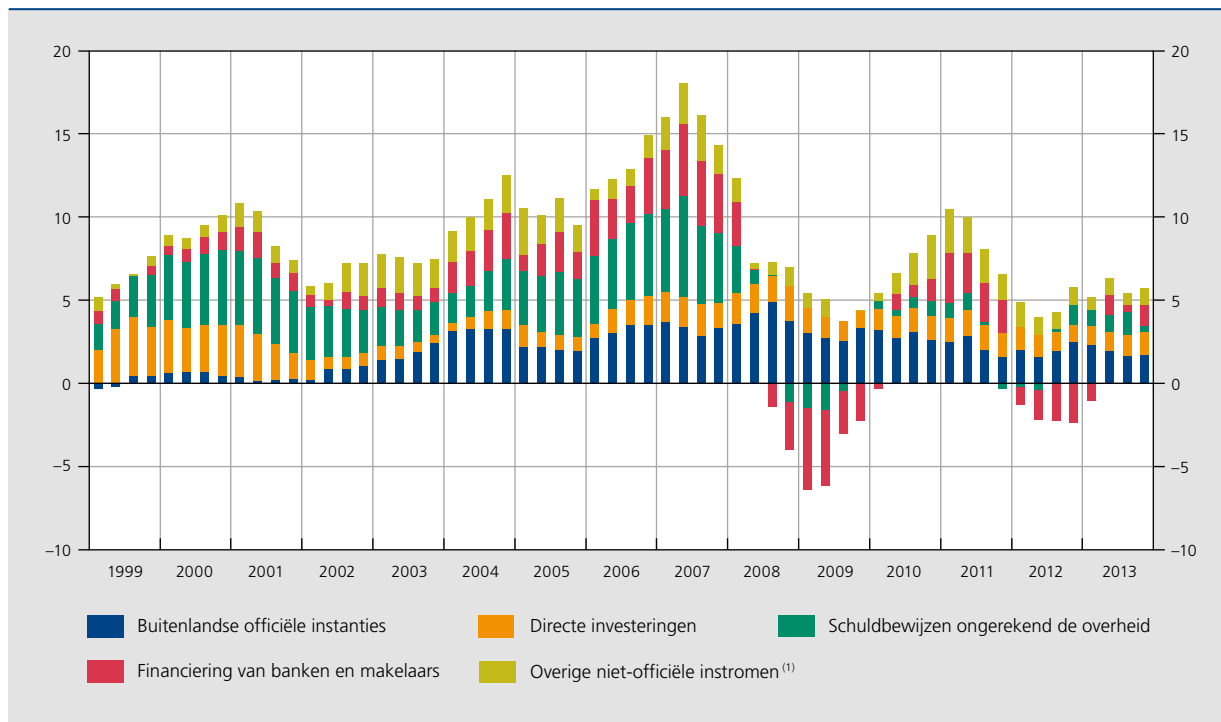
De analyse van de brutokapitaalstromen schetst al met al blijkbaar een ander beeld van de zogeheten mondiale onevenwichten als indicator voor de economische kwetsbaarheid van landen, en in het bijzonder van de Amerikaanse economie. In de periode voorafgaand aan de financiële crisis speelden de Aziatische landen kennelijk een veeleer beperkte rol in de financiering van de kredietexpansie in de Verenigde Staten, terwijl de Europese banken ter zake een cruciale functie vervulden. Een analyse die louter gebaseerd was op de onevenwichten op de lopende rekening hield geen rekening met de rol van deze banken in de Amerikaanse kredietexpansie. Tegelijkertijd kreeg het aanleggen van buitenlandse deviezenreserves veel aandacht, maar uiteindelijk speelde dit in de crisis slechts een beperkte rol.

Een ander hoofdstuk van de financiële crisis, namelijk de Europese overheidsschuldencrisis, leert evenwel dat, naast de brutokapitaalstromen, nettoposities van belang blijven om de economische kwetsbaarheid van een land vast te stellen. In de periode vóór de financiële crisis nam

(1) De kapitaalstromen van het Verenigd Koninkrijk geven deels de rol weer van Londen als financieel centrum. Op basis van geconsolideerde statistieken van de BIB bevestigen Borio & Disyatat (2011) het belang van de Europese banken in de kapitaalinstromen naar de Verenigde Staten.

GRAFIEK 4 VERENIGDE STATEN: BRUTOKAPITAALINSTROMEN NAAR TYPE

(in % bpp, voortschrijdend gemiddelde over vier kwartalen)



Bron: BEA.

(1) 'Overige niet-officiële instromen' bevatten Amerikaanse overheidsobligaties en overige activa die worden aangehouden door niet-ingezetenen die niet tot officiële instanties behoren.

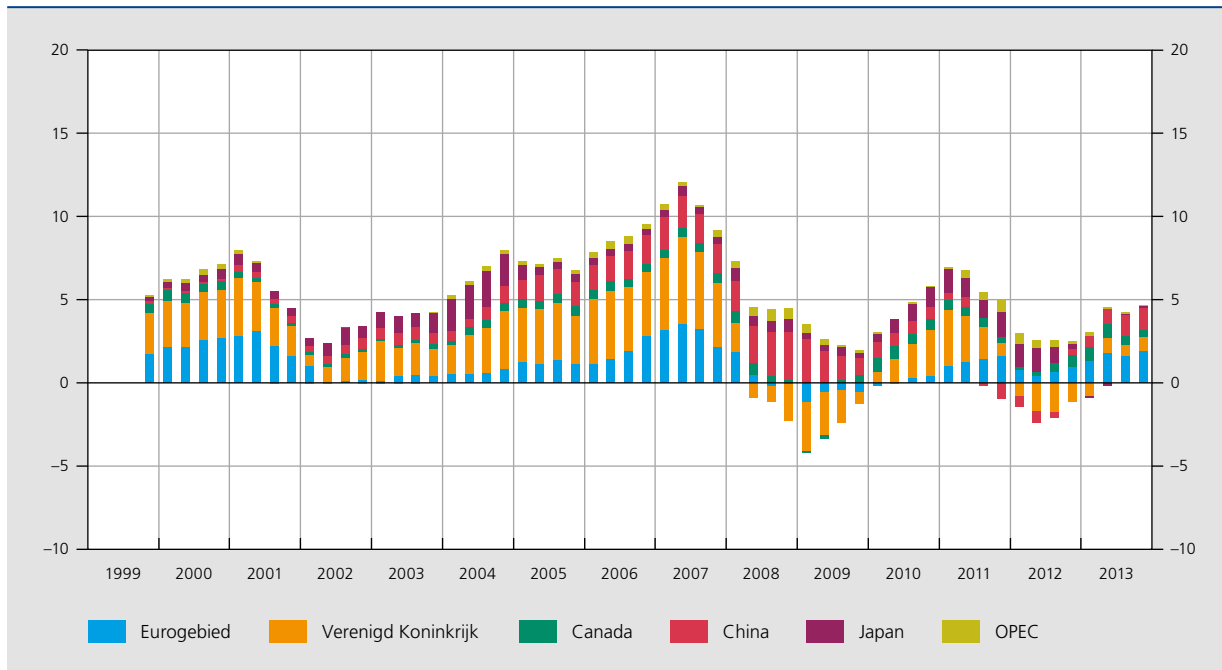
de internationale blootstelling van banken in de zogenoemde kernlanden zoals Duitsland, Frankrijk, België en Nederland niet alleen toe ten opzichte van de Verenigde Staten, maar ook ten opzichte van de zogeheten perifere landen van het eurogebied. Vergeleken met de blootstelling aan de Verenigde Staten verschilt in het geval van de perifere landen evenwel het soort van financiële intermediatie: de banken bouwden wel activa op in de perifere landen; maar ze financierden zich elders. Hale & Obstfeld (2014) tonen aan dat een aanzienlijk deel van de kapitaalinstromen in het eurogebied werden bemiddeld door de banken in de kernlanden en naar de perifere landen stroomden. De brutokapitaalstromen van en naar de perifere landen compenseerden elkaar derhalve niet; deze landen werden bijgevolg netto-invoerders van kapitaal. De betalingsbalansstatistieken tonen een sterke toename van de 'overige investeringen', in het bijzonder van het interbancair verkeer, die bijgedragen hebben aan de sterke kredietexpansie in de perifere landen.

Aan de hand van een nieuwe database brengen Hobza & Zeugner (2014) de bilaterale financiële stromen van de landen van het eurogebied in beeld. Ze bevestigen dat, in

de periode vóór de crisis, de bankbalansen in de kernlanden fors toenamen als gevolg van de internationale blootstelling zowel aan de perifere landen van het eurogebied als aan de rest van de wereld. De oplopende tekorten in de perifere landen, daarentegen, werden bijna uitsluitend gefinancierd door kernlanden met een overschot, maar ook door kapitaalstromen uit Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk, landen met een lopend tekort. De auteurs oordelen dat de intra-euro onevenwichten veeleer werden veroorzaakt door de financiële stromen dan door de traditionele rol van de handelstromen tussen overschot- en tekortlanden.

Aan het begin van de crisis stroomde het kapitaal terug naar de overschotlanden, vooral naar Duitsland, maar Frankrijk compenseerde deze uitstromen grotendeels. Pas toen ook de kapitaalstromen uit dit laatste land vanaf 2011 stilvielen en/of werden teruggehaald, greep de overheidsschuldencrisis om zich heen. De perifere landen vielen vanaf dat ogenblik terug op financiering door de ECB en op officiële 'assistance' van het IMF en de Europese hulpfondsen, de EFSF en het ESM, om de financiële noden te blijven financieren (de Sola Perea & Van Nieuwenhuyze, 2014).

GRAFIEK 5 VERENIGDE STATEN: BRUTOKAPITAALINSTROMEN NAAR REGIO
(in % bbp, voortschrijdend gemiddelde over vier kwartalen)



Bron: BEA.

3. De financiële integratie en de kwetsbaarheden in de opkomende economieën

Het afgelopen jaar waren de opkomende economieën sterk blootgesteld aan de onrust op de financiële markten. Sommige landen bleken meer dan andere kwetsbaar voor de schommelingen in marktsentiment. Als mogelijke oorzaak hiervan wordt traditioneel verwezen naar verschillen in fundamentals, zoals groei, inflatie, de toestand van de overheidsfinanciën en vooral het saldo op de lopende rekening, dat weergeeft in welke mate een land een beroep moet doen op buitenlandse financieringsbronnen.

In dit hoofdstuk wordt echter opnieuw geïllustreerd dat het te exclusief focussen op de fundamentals, en meer bepaald op de lopende rekening die een nettoconcept is, geen afdoende verklaring biedt en dat ook de omvang en de samenstelling van de brutokapitaalstromen en –posities een belangrijke rol spelen.

Hieronder wordt eerst het verloop van de financiële integratie van de opkomende economieën tijdens het laatste decennium geschetst. Vervolgens worden de gebeurtenissen geanalyseerd die sedert de zomer van 2013 hebben plaatsgevonden.

3.1 Ontwikkelingen in de periode 2004-2012

3.1.1 Aanhoudende financiële globalisering in de opkomende economieën

Tijdens het afgelopen decennium zijn de financiële markten van de opkomende economieën sterk verdiept en ze zijn ook steviger geïntegreerd in het mondiaal financieel systeem. Zoals in het vorige hoofdstuk is vermeld, vinden de meeste kapitaalbewegingen desalniettemin nog steeds tussen geavanceerde economieën plaats. Sinds de financiële crisis is het aandeel van de opkomende economieën in de mondiale brutokapitaalstromen wel beduidend toegenomen.

Aan de activazijde van de internationale investeringspositie van de opkomende economieën speelt de publieke sector vaak een dominante rol door zijn opbouw van internationale reserves. Kenmerkend daarbij is het grote aandeel van veilig korte-termijn overheidspapier van geavanceerde landen dat als dusdanig wordt aangehouden, maar doorgaans slechts een gering rendement oplevert. Aan de passivazijde heerst meer diversiteit en het is vooral hierop dat in het vervolg van het artikel wordt gefocust.

Over de periode 2004-2007 zagen de opkomende economieën hun buitenlandse kapitaalinstromen fors

toenemen; ze bedroegen ongeveer \$ 800 miljard per jaar. De financiële crisis van 2008 zorgde voor een korte onderbreking in deze instromen maar vanaf medio 2009 trokken deze opnieuw aan en waren zelfs omvangrijker dan vóór de crisis (gemiddeld zowat \$ 1 100 miljard per jaar). De opleving gebeurde echter niet in alle regio's even snel en even sterk.

Voornameijk opkomend Europa werd blijvend geconfronteerd met zwakke kapitaalinstromen, waarbij vooral de geringe bijdrage van de 'overige investeringen' (waaronder interbancaire leningen) opviel. Dit kwam enerzijds doordat internationaal actieve banken, voornamelijk die uit het eurogebied die in de regio sterk vertegenwoordigd zijn, in de nasleep van de crisis hun financiering terugschroefden⁽¹⁾. Anderzijds speelden naast aanbodfactoren ook vraagfactoren een belangrijke rol. Bancaire kapitaalstromen hadden er in de periode vooafgaand aan de crisis nog voor een ruime kredietverlening gezorgd, maar ze hadden op die manier ook bijgedragen aan de opbouw van macro-economische en financiële onevenwichten. De financiële crisis bracht een correctie van deze onevenwichten op gang, die zwaar woog op de meeste economieën in de regio aangezien ze een lange periode

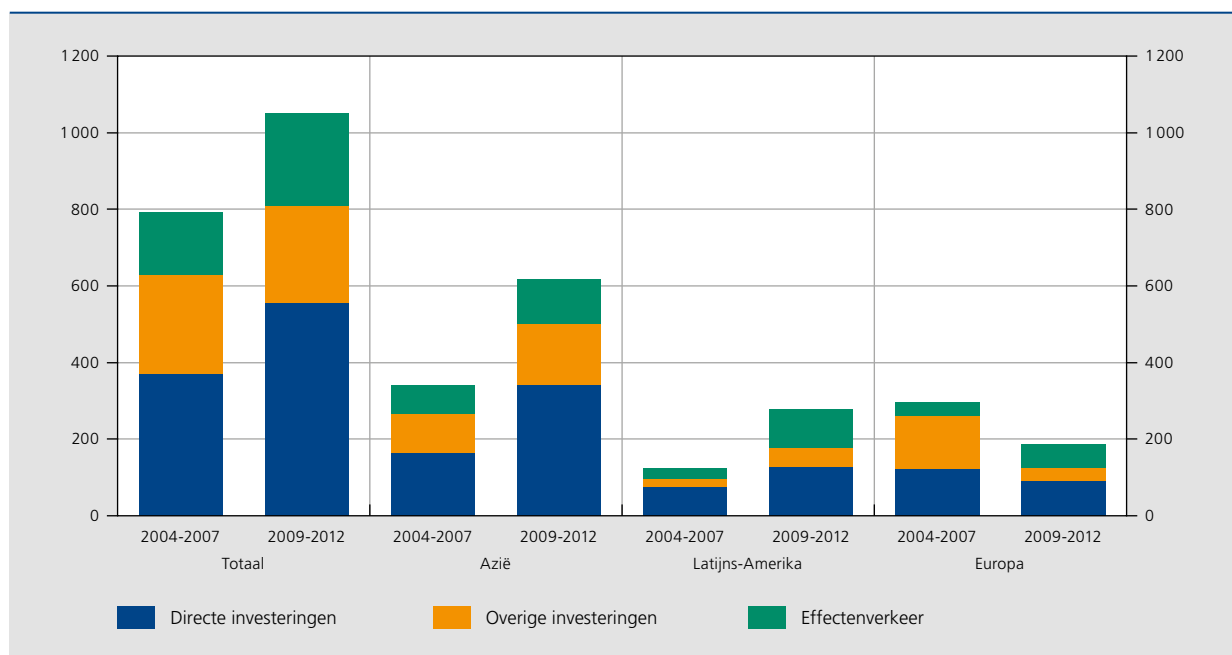
van herstructurering en schuldafbouw tegemoet gingen. Terzelfder tijd lieten de meeste Latijns-Amerikaanse en Aziatische economieën, alsook Turkije en Rusland, een relatief snel economisch herstel optekenen dat kon worden verklaard door, onder meer, de tenuitvoerlegging van een omvangrijk stimuleringsbeleid. De betere groeiresultaten in deze economieën staken scherp af tegen de aanhoudende economische crisis in de Centraal- en Oost-Europese landen die de gevolgen van de malaise in het eurogebied ondergingen.

3.1.2 Van bankfinanciering naar marktfinanciering

Algemeen beschouwd, blijkt uit de financieringsmix van de opkomende economieën, met uitzondering van Azië, dat de stromen die deel uitmaken van de 'overige investeringen' recentelijk lichtjes terrein hebben verloren ten voordele van stromen in het effectenverkeer, terwijl directe investeringen dominant aanwezig zijn gebleven in de totale stromen. In de periode 2004-2007 speelden internationaal actieve banken, die voornamelijk gevestigd waren in de geavanceerde economieën, een centrale rol in de financiële intermediatie. De kapitaalstromen van deze internationaal actieve banken naar banken – vaak dochterondernemingen – in de opkomende economieën namen in deze periode immers sterk toe. Na een inkrimping tijdens de financiële crisis vertoonden deze bankstromen

(1) Bankactiva in handen van buitenlandse banken overstijgen in bijna alle landen van deze regio 50% bbp, wat resulteert in dominante marktaandelen, in sommige landen zelfs tot 90% (IMF, 2013b).

GRAFIEK 6 BUITENLANDSE KAPITAALINSTROMEN NAAR DE OPKOMENDE ECONOMIEËN
(in \$ miljard, jaargemiddelden)



Bron: IMF (2014b) en eigen berekeningen.

een eerder volatiel verloop. Ter compensatie gingen de opkomende economieën meer schuldbewijzen emitteren. Opvallend is de toename in de netto-uitgifte van internationale schuldbewijzen door de niet-bancaire sector.

De overschakeling van bankfinanciering naar marktfinanciering wordt door een aantal factoren verklaard. Internationaal actieve banken zagen zich in de nasleep van de crisis genoodzaakt hun balansen te herstellen en waren derhalve minder geneigd om buiten hun kernmarkten financiering te verschaffen. Daarnaast moeten banken ook de strengere Bazel III-regelgeving naleven, wat hun kredietverlening verder kan hebben afgeremd. Ten derde zakten de langetermijnrendementen, mede als gevolg van de onconventionele monetairbeleidsmaatregelen in de geavanceerde economieën, op de belangrijkste obligatiemarkten tot recordlaagtes, waardoor beleggers wereldwijd op zoek gingen naar hogerrendende activa-classes waaronder die van de opkomende economieën die bovendien, algemeen beschouwd, betere groeivoorzichten boden dan de geavanceerde landen. Mondiale pushfactoren speelden dus, naast landspecifieke pullfactoren (namelijk fundamentals, kredietbeoordelingen, groeivoorzichten) een belangrijke rol in het dirigeren

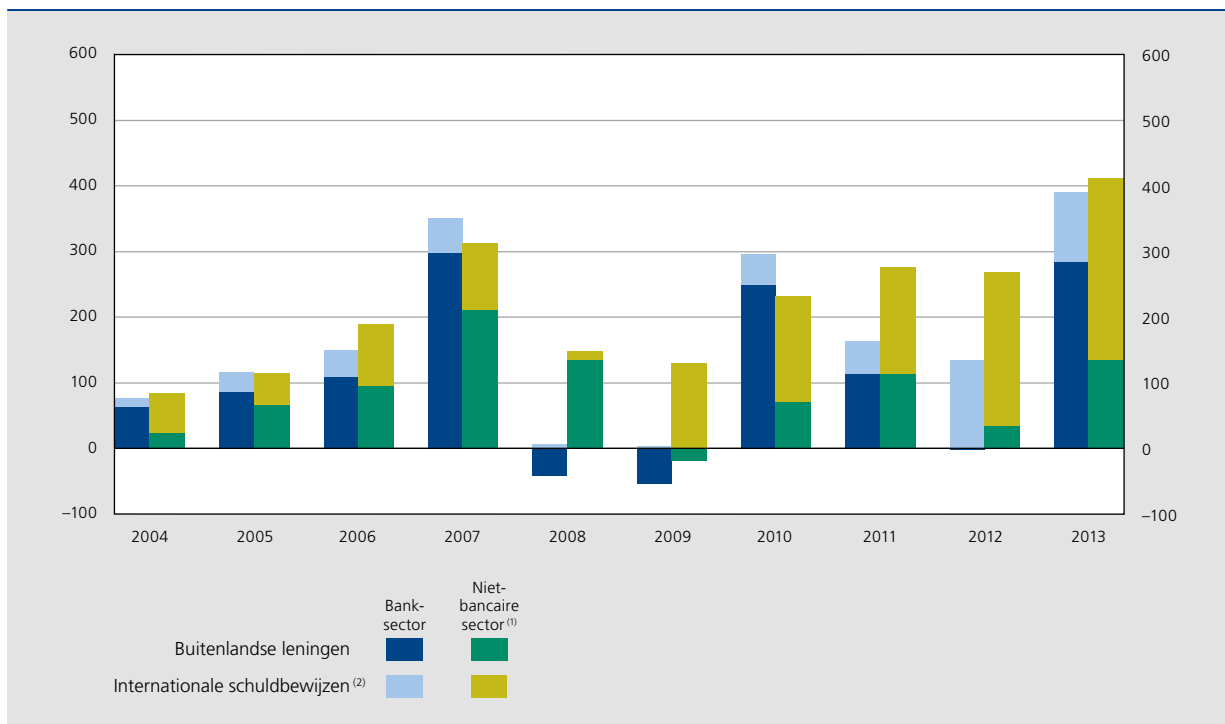
van de financiële stromen naar de opkomende economieën. Zo zouden, volgens de Wereldbank (2014), beide factoren respectievelijk 60% en 40% verklaren van de toename, tussen 2009 en 2013, van de kapitaalstromen naar de opkomende economieën.

De grote belangstelling vanwege buitenlandse beleggers heeft in hoge mate bijgedragen aan de verdere ont-plooiing en verdieping van de financiële markten in de opkomende economieën. Twee recente ontwikkelingen springen in het oog: de stijgende marktfinanciering van niet-financiële bedrijven en de ruimere mogelijkheden voor de overheden om schuld papier in lokale munt uit te geven.

[Toegenomen uitgifte van obligaties door bedrijven, onder meer offshore](#)

Geconfronteerd met een beperktere kredietverlening door de banken en aangemoedigd door de toegenomen vraag vanwege internationale beleggers maakten bedrijven in opkomende economieën gretig gebruik van de internationale kapitaalmarkten om in hun financieringsbehoeften te voorzien. Eind 2013 bedroeg het uitstaande bedrag aan

GRAFIEK 7 BUITENLANDSE FINANCIERING VAN DE OPKOMENDE ECONOMIEËN
(in \$ miljard)



Bron: BIB.

(1) De niet-bancaire sector omvat zowel de private als publieke sector.

(2) De gegevens voor de internationale schuldbewijzen zijn gebaseerd op de nationaliteit van de lener en niet, zoals gebruikelijk, op de residentie van de lener.

internationale bedrijfsschuldbewijzen in de opkomende economieën ongeveer \$ 1 100 miljard, wat meer dan het dubbele was van eind 2007⁽¹⁾. Aangezien marktfinanciering vaak gekenmerkt wordt door langere looptijden dan bankfinanciering, impliceert ze een kleiner herfinancieringsrisico. Zo vervalt in elk van de komende zes jaar slechts ongeveer een tiende van deze bedrijfsschuld.

De buitenlandse filialen van bedrijven gevestigd in opkomende economieën namen een aanzienlijk deel van de schulduitgifte voor hun rekening; zo was eind 2013 ongeveer 40 % van de uitstaande schuld offshore uitgegeven. De sedert de financiële crisis opgetekende sterke toename van de offshore uitgifte heeft voornamelijk te maken met bedrijven die hun hoofdzetel in China en Brazilië hebben.

Er zij aan herinnerd dat deze offshore-uitgifte niet opgenomen wordt in de betalingsbalansgegevens aangezien deze laatste worden opgesteld op basis van de residentie van de emittent (namelijk het land waarin het filiaal gevestigd is), en niet op basis van de nationaliteit van de

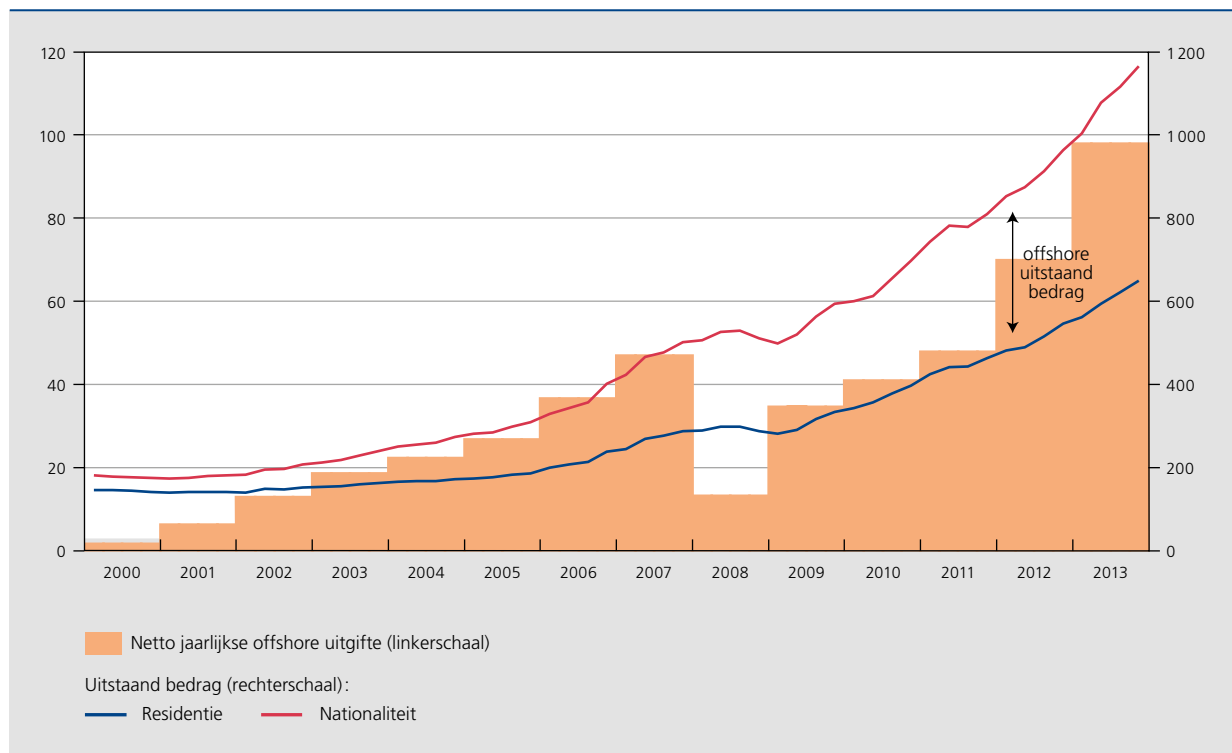
emittent (namelijk het land waar de hoofdzetel van het filiaal gevestigd is). Op betalingsbalansgegevens gebaseerde buitenlandse schuld cijfers onderschatten dus de werkelijk uitstaande externe bedrijfsschuld. Bovendien gebeurt een offshore-uitgifte doorgaans in buitenlandse valuta, wat de kwetsbaarheid van een land inzake valutamismatches en dus wisselkoersschommelingen kan verhogen. Dit risico is niet te verwaarlozen. Zo loopt het in buitenlandse valuta uitgegeven aandeel van de offshore-bedrijfsschuld voor China op tot 84 % en voor Brazilië tot bijna 100 % (McCauley et al., 2013).

Toenemende uitgifte van overheidsobligaties in lokale munt

Ook de buitenlandse aanwezigheid op de overheids-schuldenmarkt van de opkomende economieën is sinds de financiële crisis sterk gestegen. Zo is het aandeel van niet-ingezetenen in de uitstaande overheidsschuld in Thailand verviervoudigd; in Maleisië en Mexico zijn ze vrijwel verdubbeld. In opkomend Europa namen de buitenlandse deelnemingen minder sterk toe aangezien ze reeds op een hoog niveau lagen wat de sterke financiële integratie binnen Europa weerspiegelt. Geschat wordt dat buitenlandse beleggers eind 2012 ongeveer \$ 1 000 miljard aan overheidsschuld van de belangrijkste opkomende

(1) Ook overheden van opkomende economieën zijn op internationale schuldmarkten actief, zij het in mindere mate, en de recente toename van hun schuld was ook kleiner. Zo is het uitstaande bedrag aan internationale overheidsschuldbewijzen van de opkomende economieën sinds eind 2007 met bijna 60% gestegen tot \$ 750 miljard eind 2013.

GRAFIEK 8 INTERNATIONALE SCHULDBEWIJZEN VAN DE NIET-BANCAIRE PRIVATE SECTOR IN DE OPKOMENDE ECONOMIEËN
(in \$ miljard)



Bron: BIB.

economieën aanhielden (vergeleken met \$ 500 miljard in 2010), waarvan 80 % afkomstig was van buitenlandse niet-bancaire financiële instellingen, namelijk grote institutionele beleggers, hedgefondsen en welvaartsfondsen (zie Arslanalp & Tsuda, 2014)⁽¹⁾.

In combinatie met de toegenomen buitenlandse belangstelling voor de overheidsschuld van de opkomende economieën, maakte de groeiende lokale beleggersbasis het voor de overheden van deze landen gemakkelijker om obligaties in lokale munt uit te geven, waardoor het risico op valutamismatches fors afneemt⁽²⁾. De lokale overheidsschuldenmarkt groeide van \$ 3 100 miljard in 2009 tot \$ 4 900 miljard in 2012, waarvan Brazilië, China en India meer dan 67 % uitmaakten (zie WB, 2013). Het is voornamelijk op deze lokale schuldmarkten dat buitenlandse beleggers hun posities aanzienlijk hebben verstevigd; in tal van landen zijn ze sinds 2009 verdubbeld. Zo waren

buitenlandse deelnemingen (waarvoor gegevens beschikbaar zijn) op de overheidsobligatiemarkten in lokale munt van de opkomende economieën in 2013 gemiddeld beschouwd goed voor 27 % van het totaal, tegen slechts 12 % in 2009. In Peru en Maleisië hebben niet-ingezetenen zelfs meer dan 40 % van de overheidsobligaties in lokale munt in handen.

3.1.3 Opbouw van mogelijke kwetsbaarheden

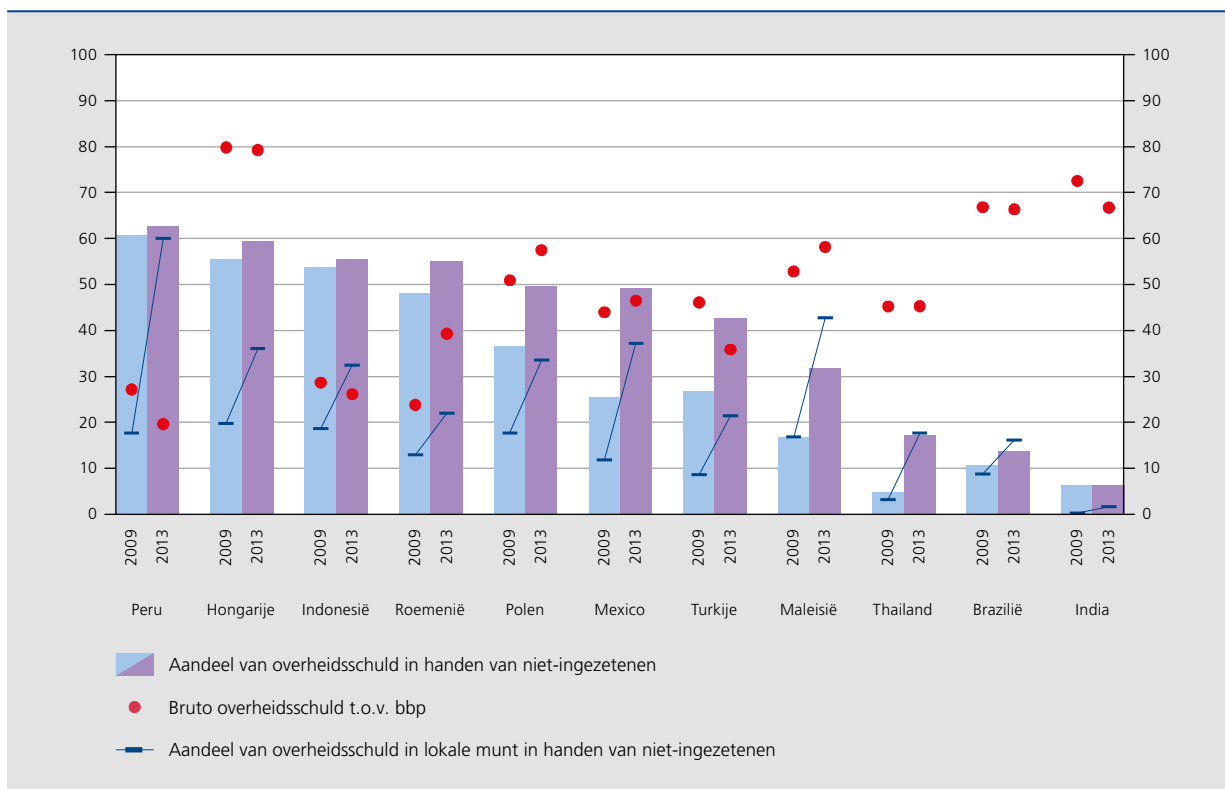
Ofschoon financiële instromen voor de opkomende economieën voordelen inhouden, zijn er ook een aantal risico's aan verbonden.

Om te beginnen, kan een toenemende aanwezigheid van buitenlandse beleggers er mee voor zorgen dat de lokale financiële markten volatieler worden. Zo maken omvangrijker buitenlandse kapitaalinstromen de opkomende economieën gevoeliger voor een plotse inkrimping of ommekeer van deze stromen. Kenmerkend voor liquiditeitsstromen van buitenlandse oorsprong is immers dat ze gewoonlijk sterk procyclisch zijn, wat inhoudt dat ze goedkoop en overvloedig voorhanden zijn in goede tijden maar snel opdrogen bij slecht nieuws, zoals een wereldwijde

(1) Arslanalp en Tsuda (2014) hebben in hun studie gebruik gemaakt van gegevens voor 24 belangrijke opkomende economieën die samen het grootste deel van het investeringslandschap voor overheidsschuld in de opkomende economieën uitmaken.

(2) Bedrijven in opkomende markten hebben ook steeds meer schuld in lokale munt uitgegeven. Buitenlandse participaties hierin blijven echter gering, aangezien deze markten illiquide zijn en buitenlanders minder bereid zijn naast het wisselkoersrisico ook het liquiditeits- en bedrijfskredietrisico te nemen.

GRAFIEK 9 BUITENLANDSE AANWEZIGHEID OP DE OVERHEIDSSCHULDENMARKTEN VAN DE OPKOMENDE ECONOMIEËN (in %)



Bronnen: IMF, Arslanalp & Tsuda (2014).

rentestijging of een verslechtering van de binnenlandse fundamentals. Dit deed zich voor in de zomer van 2013 (zie verderop). Opvallend is ook dat in goede tijden, wanneer liquiditeit overvloedig aanwezig is, beleggers minder onderscheid maken tussen de opkomende economieën op basis van hun fundamentals, terwijl ze dat in slechte tijden eerder wel doen. Dit maakt dat in slechte tijden de financiële volatiliteit relatief groter zou zijn in landen met zwakke fundamentals. Ook kunnen buitensporige instromen zelf gedurende lange tijd vrijwel onopgemerkt bijdragen tot een verslechtering van fundamentals, onder meer door de creatie van bubbels in de activaprijzen, totdat plots – bij een algemene ommekeer in het beleggerssentiment – dergelijke onevenwichten worden uitvergroot.

Daarnaast is een toegenomen aanwezigheid van buitenlandse beleggers op lokale financiële markten geen garantie op meer liquide markten. Op de Hongaarse, Indonesische en Maleisische overheidsschuldmarkten in lokale munt werd zelfs een daling van de liquiditeitsvoorwaarden opgetekend (IMF, 2013c). Op minder liquide markten kan een relatief kleine portefeuillereallocatie van een belegger significante implicaties hebben voor het koersverloop.

Zoals hierboven reeds vermeld, heeft de overgang van bank- naar marktfinanciering het risico op valutamismatches in de private sector voorts niet verkleind, integendeel. Zo luidt meer dan 90 % van de internationale

schuldbewijzen van bedrijven in de opkomende economieën in buitenlandse valuta (BIB, 2014).

Tot slot heeft de grote toevoer van goedkope liquiditeiten naar de opkomende economieën een versoepeling van de financiële voorwaarden in de hand gewerkt, wat op zijn beurt zorgde voor een hogere waardering van de activa en voor een sterkere schuldopbouw. Heel wat opkomende economieën hebben dan ook te kampen met macro-economische en financiële onevenwichten. Zo hebben zowel bedrijven als overheden sinds 2007 hun schuldgraad zien toenemen met, gemiddeld beschouwd, respectievelijk 58 % en 14 %. Dit alles maakt de opkomende economieën kwetsbaarder voor een normalisatie van het rentepeil en voor een kentering in de kapitaalstromen die zwaardere financieringskosten met zich kunnen brengen.

3.2 Ontwikkelingen sinds mei 2013

3.2.1 Aankondiging van een eventuele normalisatie in het Amerikaans monetair beleid veroorzaakt onrust op de financiële markten van de opkomende economieën

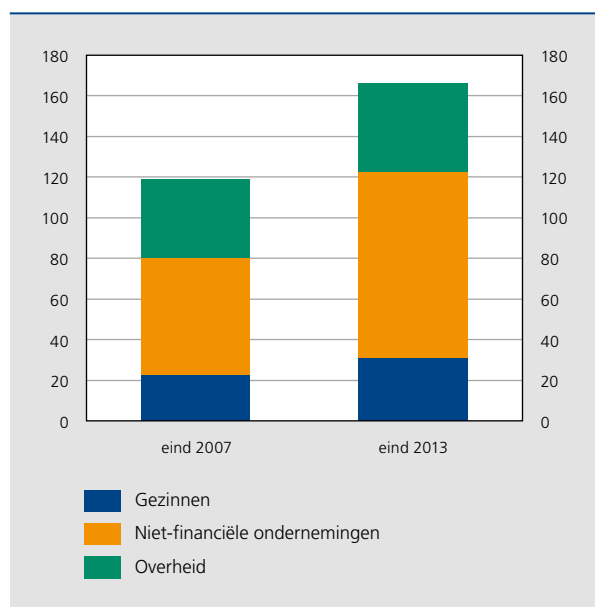
Nadat in de geavanceerde landen gedurende een lange periode een uitzonderlijk accommoderend monetair beleid was gevoerd, verraste Bernanke, de toenmalige voorzitter van de Federal Reserve, op 22 mei 2013 de financiële markten met zijn aankondiging dat de Federal Reserve in de nabije toekomst haar maandelijkse effectenaankopen mogelijk zou verminderen. De markten zagen in dit signaal een aanwijzing dat er vlugger dan verwacht een einde kon komen aan de overvloedige en goedkope liquiditeitsverschaffing door de Federal Reserve, met tot gevolg wereldwijd tumult op de financiële markten. Deze periode van marktstress werd gekenmerkt door een verminderde risicobereidheid, scherpe valutadepreciaties, stijgende rendementen op obligaties, dalende aandelenprijzen en wereldwijd hogere financieringskosten.

Algemeen beschouwd, leden de opkomende markten zwaardere verliezen dan de geavanceerde economieën. Zo verloren de aandelenindices van de opkomende economieën tussen eind mei en eind juni 2013 ongeveer 16 % van hun waarde, tegen slechts 7 % voor de geavanceerde economieën. Over dezelfde periode verloren de valuta's van Brazilië en die van India ongeveer 10 % van hun waarde tegenover de Amerikaanse dollar; voor de Russische roebel was dat ongeveer 5 %; de Chinese yuan bleef evenwel appreciëren.

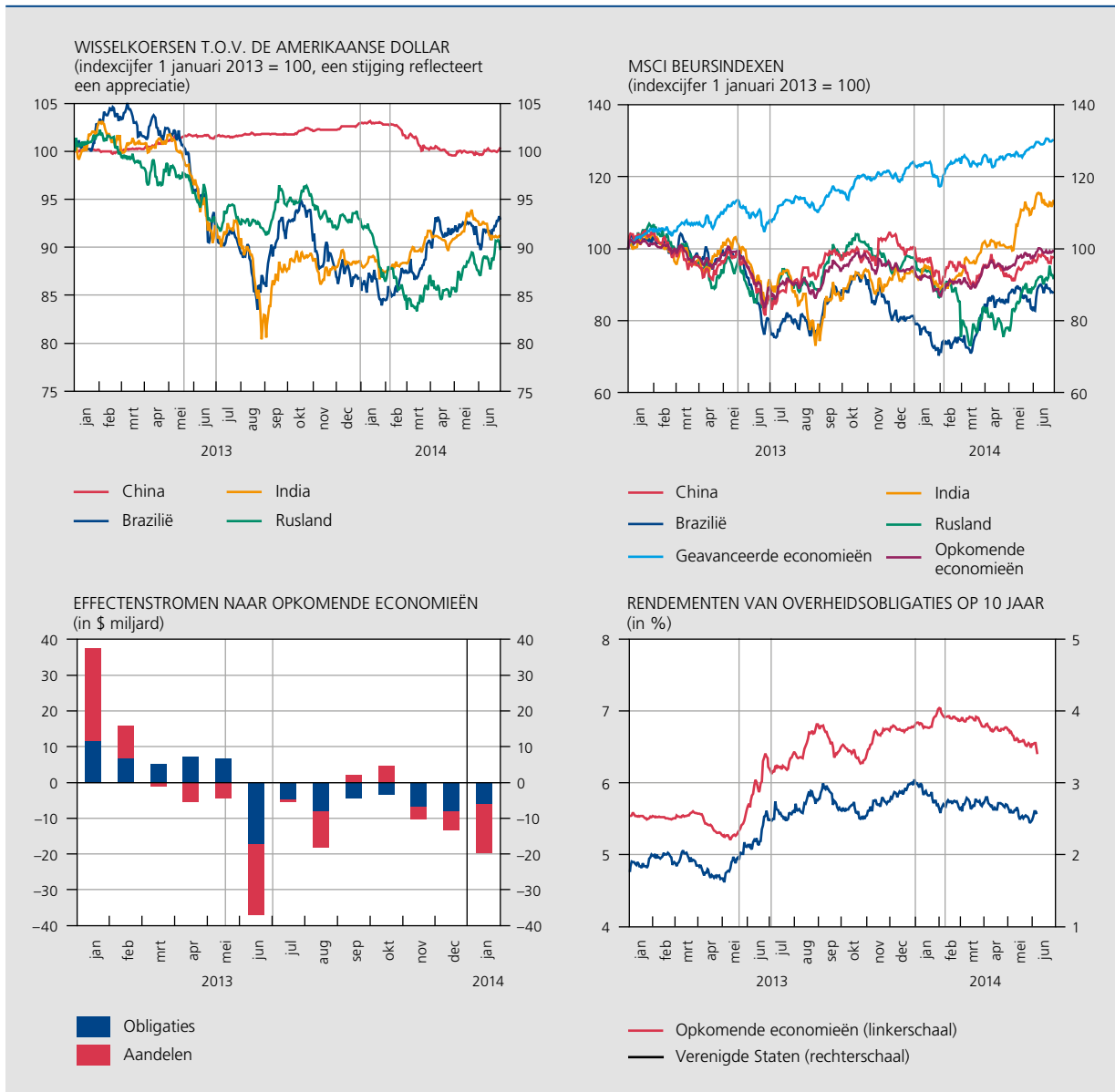
Zo zorgde de marktverwachting – namelijk dat het monetair beleid van de Federal Reserve weldra zou worden

GRAFIEK 10 SCHULDGRAAD VAN DE OPKOMENDE ECONOMIEËN

(in % bbp)



Bron: BIB (2014).



Bronnen: BIB, EPFR, Thomson Reuters Datastream.

(1) De verticale lijnen geven respectievelijk de volgende data weer: 22 mei 2013, 1 juli 2013, 1 januari 2014, 3 februari 2014.

bijgestuurd – voor een verstrenging van de mondiale financiële voorwaarden nog vóór de Federal Reserve haar effectenaankopen effectief had verminderd of haar rentetarieven had verhoogd. Om de gemoederen te bedaren, werd begin juli 2013 zowel door de Europese als door de Amerikaanse en Engelse centrale bank verzekerd dat het monetair beleid nog geruime tijd accommoderend zou blijven. Deze forward guidance zorgde ervoor dat de spanning op de financiële markten van de geavanceerde economieën aanzienlijk afnam. De druk op de financiële markten van de opkomende economieën hield echter langer aan. Zo leefden de aandelenmarkten in de

geavanceerde economieën vanaf juli 2013 sterk op, terwijl die in de opkomende economieën een eerder volatiel verloop lieten optekenen. Ook de kapitaalstromen naar geavanceerde economieën herstelden zich vrij snel, terwijl er in de opkomende economieën een verdere uitstroom van fondsen werd opgetekend. De druk op de wisselkoersen van sommige opkomende economieën (bv. Brazilië en India) hield dan ook de hele zomer lang aan.

Naast de reeds aangehaalde kwetsbaarheden, oordeelden de markten dat er een te sterke convergentie was geweest tussen de rendementen en risicopremies van

de opkomende economieën en die van de geavanceerde economieën⁽¹⁾. Deze nauwere ecarts werden bovendien slechts voor een derde verklaard door de binnenlandse situatie, terwijl externe factoren voor het overgrote deel van de convergentie zorgden (zie IMF, 2013c). Een herwaardering drong zich dus op. Daarnaast hadden heel wat opkomende economieën ook zwakkere groei-vooruitzichten, dit in tegenstelling tot de geavanceerde economieën waar de bedrijvigheid eindelijk wat begon aan te trekken.

Terwijl de herfst voor de financiële markten blijkbaar een kalmere periode was, bleef de onzekerheid over de opkomende economieën sluimeren. Eind januari 2014 deed er zich derhalve opnieuw een opstoot van de risicoaversie voor die gepaard ging met een tweede periode van kapitaalvlucht.

3.2.2 Verschillende determinanten van de volatiliteit over drie periodes

De literatuur over het belang van de fundamentals als verklaring voor de marktreacties tijdens de recente periodes van volatiliteit op de financiële markten van de opkomende economieën staat nog in een beginstadium. Toch kan men reeds vaststellen dat de variabelen die bepalend waren voor de volatiliteit op de financiële markten van de opkomende economieën, mettertijd zijn geëvolueerd. Aanvankelijk speelden ook pushfactoren een meer dominante rol; in een later stadium wonnen de pullfactoren aan belang.

Periode 1 (eind mei – juni 2013): initiële reactie raakt alle opkomende economieën, maar vooral die met een grotere volatiele schuldpositie

Van eind mei tot juni ondervonden alle opkomende economieën, ook die met steviger fundamentals, tumult op hun financiële markten. Landen met een overschot op de lopende rekening (bv. de Filippijnen, Korea, Maleisië en Rusland) bleken evenmin immuun te zijn voor die beroering en hun wisselkoers stond onder een soortgelijke neerwaartse druk als die van de landen met een tekort (bv. Chili, Colombia, Peru, Turkije en Zuid-Afrika (zie grafiek 13, figuur links). Daartegenover bleken de landen met een uit meer liquide componenten bestaande schuldpositie wel kwetsbaarder dan de andere. Wordt, geïnspireerd op Eichengreen & Gupta (2014), de verhouding tussen de passivastock van het effectenverkeer en de overige investeringen, enerzijds, en de totale internationale passivapositie, anderzijds, als proxy gebruikt, dan blijkt immers dat de wisselkoers van landen met een hogere ratio zoals Brazilië, India, Mexico en Turkije (met een lopend tekort) en de Filippijnen, Korea, Maleisië en Rusland (met een

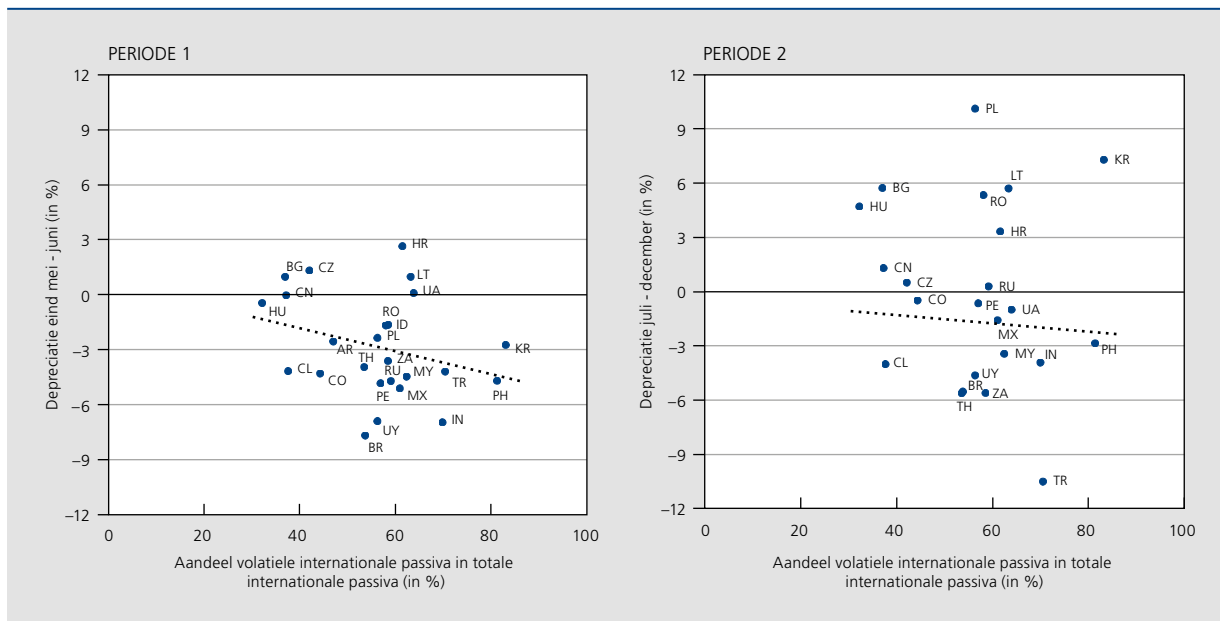
lopend overschot) zwaarder wordt getroffen dan landen met een relatief minder liquide buitenlandse schuld (zie grafiek 12, figuur links). Dit wordt verklaard door het feit dat beleggers hun posities in de opkomende economieën – die in de periode na de crisis fors waren vergroot – zo vlug mogelijk opnieuw wilden afbouwen, wat het gemakkelijkst – en zonder al te zware verliezen – haalbaar was voor de meest liquide posities. Een parallelle oefening, gebaseerd op de totale buitenlandse kapitaalinstromen in de jaren vóór de zomer van 2013, leert bovendien dat landen die sterke instromen hadden opgetekend, hun financiële markten volatieler zagen worden (Mishra et al., 2014). Deze landen zouden gevoeliger zijn voor een wijziging in de mondiale financiële voorwaarden aangezien beleggers er initieel ook de grootste posities hebben ingenomen en dus ook de grootste risico's lopen. Dit verklaart waarom ook landen met stevige fundamentals in de periode mei-juni onder relatief grote druk kwamen te staan (Aizenman et al., 2014). Een en ander bevestigt nogmaals dat de omvang en de samenstelling van de brutoposities wel degelijk van belang zijn om de kwetsbaarheid van een land in te schatten.

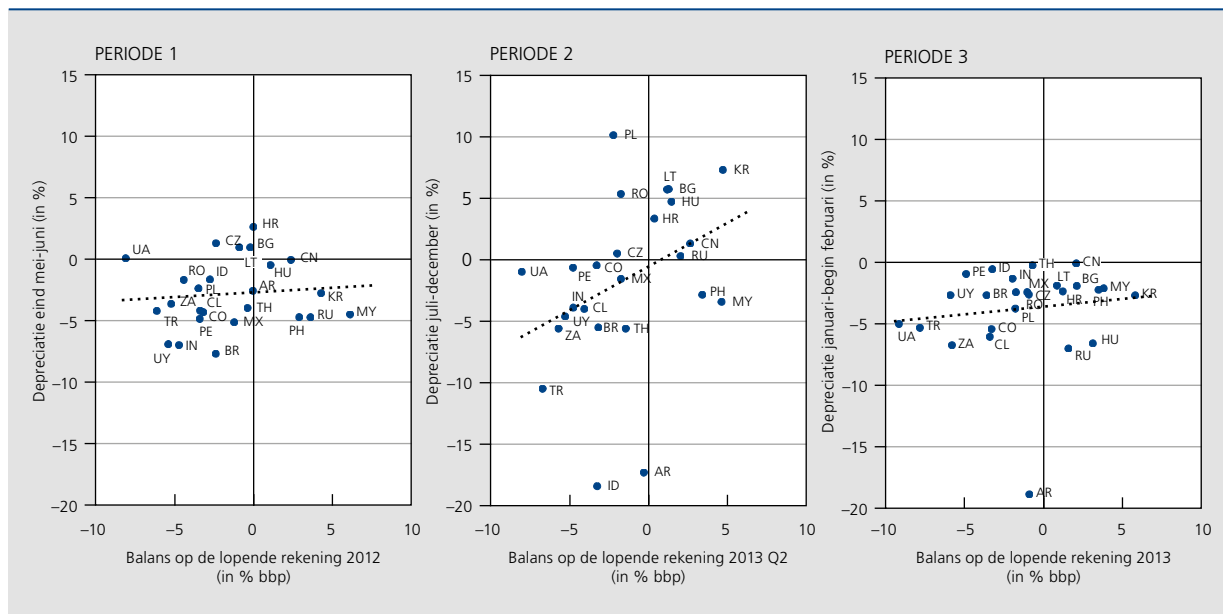
Periode 2 (juli – december 2013): meer differentiatie gebaseerd op fundamentals

Naarmate de zomer vorderde, gingen de beleggers wel meer differentiëren tussen opkomende economieën met sterke en opkomende economieën met zwakke fundamentals. Dit wijst erop dat ze zich na hun initiële reactie realiseerden dat fragiele economieën zich moeilijker aan een minder gunstige financiële omgeving zullen kunnen aanpassen. De beleggers focusten meer bepaald op landen met een omvangrijk lopend tekort die vooral gevoelig zijn voor plotse kapitaaluitstromen. De relatie tussen de liquiditeit van de financiële markten en de druk op de wisselkoers gaat dan ook lichtjes verwateren (zie grafiek 12, figuur rechts), terwijl het verband met het saldo op de lopende rekening zich sterker manifesteert (zie grafiek 13, figuur links versus figuur in het midden). Zo zagen Brazilië, India, Indonesië, Zuid-Afrika en Turkije hun valuta's tijdens de periode juli-december 2013 het scherpst depreciëren. Daarnaast waren er ook sterke depreciaties in landen met een hoge inflatie en een snelle kredietgroei.

Landen zoals Brazilië, India, Indonesië, Rusland en Turkije zagen zich dan ook genoodzaakt hun beleidsrentes op te trekken, kapitaalcontroles in te voeren en/of restrictieve macroprudentiële en budgettaire beleidsmaatregelen te nemen. Met name India, Indonesië en Rusland zetten ook

(1) Zo lagen de rendementen van de tienjaars overheidsobligaties van Indonesië, Mexico en de Filippijnen in mei 2013 meer dan 300 basispunten onder het gemiddelde van de periode 2005-2012.





Bronnen: IMF, nationale statistieken, Thomson Reuters Datastream.

economieën. Het vertrouwen blijft echter broos aangezien iedere publicatie van nieuwe informatie mogelijk negatieve effecten kan sorteren op de opkomende economieën. Het valt ook nog af te wachten wat de impact zal zijn van een renteverhoging door de Federal Reserve.

De recente periodes van volatiliteit hebben aangetoond dat de opkomende economieën en de kapitaalstromen ernaartoe nog steeds zeer gevoelig zijn voor een plotse ommekeer in het beleggerssentiment en dit ofschoon die economieën thans meestal over flexibeler wisselkoersen, steviger fundamentals en beter gekapitaliseerde financiële instellingen beschikken dan aan het einde van de jaren negentig. Uit de analyse hierboven blijkt echter ook dat de degelijke fundamentals, in het bijzonder een overschot op de lopende rekening, niet voldoende zijn om gevrijwaard te blijven van spanningen op de financiële markten. De sinds de financiële crisis opgetekende sterke toename van de brutokapitaalstromen en -posities heeft immers ook tot een verhoogde kwetsbaarheid van de opkomende economieën geleid. De aankondiging van de Fed dat ze haar effectenaankopen mogelijk zou terugschroeven, heeft de bewustwording van deze kwetsbaarheden verhoogd en de financiële voorwaarden in de opkomende economieën verstrengd. Een normalisatie van de Amerikaanse rente zou dit laatste nog kunnen verergeren en zodoende additionele kwetsbaarheden onthullen die nu nog niet aan het licht zijn gekomen. De

gegevensbeschikbaarheid met betrekking tot de brutostromen en -posities van de opkomende economieën is immers nog beperkt, waardoor het moeilijk is om vooraf kwetsbaarheden op te sporen.

Conclusie

De lopende rekening (nettoconcept) blijft een onmisbare variabele om de economische en financiële kwetsbaarheden van economieën te analyseren. De sterk toegenomen financiële globalisering, zoals die blijkt uit de nooit eerder geziene expansie van de internationale brutokapitaalstromen, brengt behalve voordelen ook supplementaire risico's met zich mee die niet altijd door nettoconcepten worden gevat. Dit vereist dus een ruimer analysekader waarin ook rekening wordt gehouden met brutoconcepten.

In dit artikel is het belang van beide indicatoren aangetoond aan de hand van twee gebeurtenissen: de financiële crisis en de recente volatiliteit op de financiële markten van de opkomende economieën. Het is gebleken dat zowel netto- als brutoconcepten relevante indicatoren zijn die elk op zich een verschillend licht werpen op waar zich mogelijk risico's bevinden.

Terwijl de lopende rekening sinds lang een gevestigde indicator is, is de belangstelling voor brutokapitaalstromen

en -posities pas sinds de financiële crisis beduidend toegenomen. Men is dan ook recentelijk van start gegaan met het aanleggen en beschikbaar stellen van betere statistieken die risico's inzake valuta- en looptijdmatches vatten, aangezien daar op dit ogenblik nog veel onzekerheid over bestaat. Meer transparantie inzake mismatches in brutoposities kan beleidsmakers helpen bij het uittekenen en implementeren van doelgerichte maatregelen die deze kwetsbaarheden beogen aan te pakken. Meer transparantie helpt beleggers ook de risico's verbonden aan bepaalde markten beter in te schatten, waardoor waarderingen van financiële activa meer in overeenstemming kunnen zijn met de onderliggende fundamentals.

Bibliografie

Aizenman J., M. Binici en M.M. Hutchison (2014), *The transmission of federal reserve tapering news to emerging financial markets*, NBER, Working Paper 19980.

Arslanalp S. en T. Tsuda (2014), *Tracking global demand for emerging market sovereign debt*, IMF Working Paper 14/39.

BIB (2014), *84th Annual Report*.

Blanchard O.J., H. Faruqee en M. Das (2010), 'The initial impact of the crisis on emerging market countries', *Brookings papers on Economic Activity* 41, 263–307.

Blanchard O.J. en G.M. Milesi Ferretti (2009), *Global imbalances in midstream?*, Staff Position Note 09/29.

Borio C. en P. Disyatat (2011), *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?*, BIS, Working Papers 346.

Butzen P., W. Melyn en W. Vandevyvere (2010), 'Herbalancing van de wereldeconomie', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 23–41.

Chinn M.D. (2013), 'Global imbalances', in G. Caprio (ed), *The Evidence and Impact of Financial Globalization 3*, Oxford, Elsevier, 67–79.

de Sola Perea M. en C. Van Nieuwenhuyze (2014), 'Financiële integratie en fragmentatie in het eurogebied', NBB, *Economisch Tijdschrift*, maart, 109–137.

Eichengreen B. en P. Gupta (2014), *Tapering talk: The impact of expectations of reduced federal reserve security purchases on emerging markets*, World Bank, Policy Research Working paper Series 6754.

Frankel J.A. en G. Saravelos (2010), *Are leading indicators of financial crises useful for assessing country vulnerability? Evidence from the 2008-09 global crisis*, NBER, Working Paper 16047.

Gourinchas P.O. (2011), *Global imbalances and global liquidity*, Paper presented at the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, November 28–30.

Gourinchas P.O. en M. Obstfeld (2012), 'Stories of the twentieth century for the twenty-first', *American Economic Journal: Macroeconomics* 4, 226–265.

Hale G. en M. Obstfeld (2014), *The euro and the geography of international debt flows*, CEPR, Discussion Paper 9337.

Hobza A. en S. Zeugner (2014), *The 'imbalanced balance' and its unravelling: Current accounts and bilateral financial flows in the euro area*, EC, Economic Papers 520.

IMF (2014a), 'Recovery strengthens, remains uneven', *World Economic Outlook*, April.

IMF (2014b), 'Moving from liquidity to growth-driven markets', *Global Financial Stability Report*, April.

IMF (2013a), *Imbalances and Growth: Update of staff sustainability assessments for G20 Mutual assessment process*, September.

IMF (2013b), 'Finance Future growth: The evolving role of banking systems in CESEE', *Central Eastern and Southeastern Europe-Regional Economic Issues*, April.

IMF (2013c), 'Transition challenges to stability', *Global Financial Stability Report*, October.

- Jordà O., M. Schularick en A.M. Taylor (2011), 'Financial crises, credit booms, and external imbalances: 140 years of lessons', *IMF Economic Review* 59, 340–378.
- McCauley R.N., C. Upper en A. Villar (2013) 'Emerging market debt securities issuance in offshore centres', *BIS Quarterly Review* Q3, 22–23.
- Mishra P., K. Moriyama, P. N'Diaye en L. Nguyen (2014), *Impact of Fed tapering announcements on emerging markets*, IMF Working Paper 14/109.
- Noeth B. en R. Sengupta (2012), 'Global European banks and the financial crisis', *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 94 (6), 457–480.
- Obstfeld M. (2012a), 'Financial flows, financial crises, and global imbalances', *Journal of International Money and Finance* 31 (3), 469–480.
- Obstfeld, M. (2012b), *Does the current account still matter?*, NBER, Working Paper 17877.
- Ollivaud P. en C. Schwellnus (2013), *The post-crisis narrowing of international imbalances – cyclical or durable?*, OECD, Economics Department Working Papers 1062.
- World Bank (2014), 'Capital flows and risks in developing countries' in *Global Economic Prospects: Coping with policy normalization in high-income countries*, 96–119.
- World Bank (2013), 'Recent developments in local currency bond markets', October (<https://www.g20.org>).

De schuldenlast van de huishoudens : verloop en verdeling

Ph. Du Caju
Th. Roelandt
Ch. Van Nieuwenhuyze
M.-D. Zachary

Inleiding

Tijdens de afgelopen decennia hebben de huishoudens in de meeste landen van het eurogebied hun schulden fors zien toenemen, zowel in absolute termen als ten opzichte van het bbp. België is aan deze internationale tendens niet ontsnapt. In nominale termen zijn de schulden van de Belgische huishoudens de afgelopen tien jaar verdubbeld tot € 217 miljard begin 2014. Als gevolg daarvan liep in die periode ook de schuldgraad van de huishoudens op van 40 tot 56,5 % bbp. Ondanks deze trendmatige stijging lag hij begin 2014 evenwel onder die van de huishoudens in het eurogebied (63,7 % bbp).

Het is zaak het verloop van de schuldgraad nauwgezet te volgen. Een stijgende schuldgraad kan immers belangrijke implicaties hebben voor de (volatiliteit van de) macro-economische bedrijvigheid en, indien de schuldpositie onhoudbaar wordt (dat betekent indien een voldoende groot aantal huishoudens in gebreke blijft), mogelijk ook voor de financiële stabiliteit. Om deze risico's te volgen, en in het bijzonder om de houdbaarheid van de schuld te beoordelen, wordt meestal gebruik gemaakt van indicatoren die de schulden relateren aan de middelen waarover de schuldenaars beschikken. Daarbij kan gebruik worden gemaakt van zowel liquiditeitsratio's, dat zijn de stromen (aflossingen versus inkomen, debt-service-to-income ratio), als solvabiliteitsratio's, dat zijn de uitstaande bedragen (schulden versus activa, debt-to-asset ratio), of een combinatie van beide (schulden versus inkomen, debt-to-income ratio). Schuldposities en indicatoren worden vaak geëvalueerd aan de hand van macro-economische

statistieken (nationale rekeningen), aangezien deze laatste tijdig beschikbaar en internationaal vergelijkbaar zijn. Aan die statistieken is evenwel een groot nadeel verbonden, namelijk dat ze worden opgesteld voor de sector van de huishoudens in zijn geheel en niet voor de individuele huishoudens waardoor, bijvoorbeeld bij een ongelijke verdeling van inkomen, activa of schulden, bepaalde aan specifieke types van huishoudens verbonden risico's mogelijk niet aan het licht komen.

In dit artikel wordt getracht dat te verhelpen door de aan de schuldposities verbonden risico's ook te beoordelen aan de hand van micro-economische gegevens. Daarvoor wordt een beroep gedaan op de Household Finance and Consumption Survey (HFCS), die de huishoudens in 2010 bevroeg in verband met hun financiële positie, en op de Centrale voor kredieten aan particulieren (CKP), waarin zowel de kredieten als de wanbetalingen worden geregistreerd. Het voordeel van deze gegevens is dat ze de financiële gezondheid op het niveau van het gezin of het individu meten. Dankzij de micro-economische gegevens, vooral die afkomstig van de HFCS, kunnen de schuldposities ook worden gekoppeld aan sociaaleconomische variabelen, zoals leeftijd en inkomen. In de CKP is dat enkel mogelijk naar leeftijd. Op die manier kunnen binnen een bevolking de kwetsbare groepen worden opgespoord. Bovendien hangt de houdbaarheid van de schulden vaak ook af van deze sociaaleconomische variabelen, vooral van de leeftijd. Jongeren hebben gedurende hun loopbaan vaak het vooruitzicht op een hoger inkomen, waardoor ze ten opzichte van hun huidig inkomen doorgaans een grotere schuld kunnen dragen, vooral ook omdat zij

aanzienlijk moeten investeren. Bij het beoordelen van de houdbaarheid dient daar rekening mee te worden gehouden. Zo kan een hoge schuldgraad op het niveau van de economie in haar geheel ook demografisch gedreven zijn (bijvoorbeeld door een groter aandeel van jongeren in de bevolking).

In dit artikel wordt nader ingegaan op het verloop en de verdeling van de schuldenlast van de Belgische huishoudens. In hoofdstuk 1 wordt theoretisch verklaard waarom en wanneer huishoudens schulden aangaan. In hoofdstuk 2 worden de indicatoren voorgesteld aan de hand waarvan de houdbaarheid van de schuldposities kan worden beoordeeld en wordt er dieper ingegaan op de geraadpleegde gegevensbronnen die kunnen worden uitgesplitst in macro-economische (nationale rekeningen) en micro-economische informatie (HFCS, CKP). In hoofdstuk 3 wordt aan de hand van deze bronnen het verloop en de verdeling van de schuld in België en in het eurogebied besproken; daarbij wordt tevens een onderscheid gemaakt tussen de (gewaarborgde) hypothecaire kredieten en de (niet-gewaarborgde) consumentenkredieten. In hoofdstuk 4 worden, op basis van de indicatoren en thresholds, huishoudens met een bovenmatige schuldenlast aangetoond in de verschillende leeftijds- en inkomenscategorïën. Voorts wordt nagegaan hoe de houdbaarheid van de schuld reageert op diverse schokken (inkomens-, rente-, en activaprijenschok), zowel op basis van de HFCS als, ex post, op basis van de geregistreerde wanbetalingen in de CKP. Tot slot worden de voornaamste bevindingen van de analyse samengevat in de conclusie.

1. Theorie: de rol van schulden voor de huishoudens

De economische theorie en, in het bijzonder, de levenscyclustheorie (Ando en Modigliani, 1963), beschouwt het op- en afbouwen van schulden tijdens de levensloop als een voor de individuele huishoudens normaal – en zelfs cruciaal – proces. Volgens de hypothese van de levenscyclus streven consumenten een stabiel consumptiepatroon na dat afgestemd is op de middelen waarvan ze verwachten dat ze er in hun leven zullen kunnen over beschikken (het permanent inkomen). Dit proces van consumption smoothing over de levensloop is slechts mogelijk door de op- en afbouw van schulden via financiële intermediatie, waarbij middelen van actoren met een tijdelijk overschot (beschikbaar inkomen > permanent inkomen) naar actoren stromen met een tekort (beschikbaar inkomen < permanent inkomen). Voor zover dit proces met een efficiëntere consumptieallocatie gepaard gaat, werkt het welvaartsverhogend, zowel voor de schuldenaar als voor de schuldeiser. Vermits het inkomen tijdens de loopbaan

normaliter toeneemt, zullen jonge huishoudens meestal relatief meer krediet opnemen in vergelijking met hun beschikbaar inkomen. Tevens realiseren ze in een vroege levensfase vaak ook aanzienlijke investeringen (bv. de aankoop van een woning), waardoor ze verplicht zijn schulden aan te gaan.

De levenscyclushypothese gaat evenwel uit van perfect rationele consumenten die bovendien een duidelijk zicht hebben op de middelen die ze in de loop van hun leven zullen opbouwen. In de praktijk is het toekomstig inkomenspad vaak onbekend – met mogelijk té optimistische inkomensverwachtingen –, en kunnen er zich zware negatieve economische schokken voordoen, zoals een hogere werkloosheid, dalende activaprijzen, een lagere productiviteit, schokken die mogelijk persistent van aard zijn. Dergelijke schokken kunnen ervoor zorgen dat de aangegane schulden gebaseerd zijn op een te hoog geraamd permanent inkomen en dus een bovenmatige schuldenlast impliceren. Op die manier is een bovenmatige schuldenlast vaak het gevolg van té optimistische verwachtingen en/of niet-ingecalculerde risico's betreffende het toekomstige pad van de economie en/of de persoonlijke situatie (bv. ziekte) en zal hij te allen tijde onvermijdelijk een deel van de bevolking treffen.

Er moet echter worden voorkomen dat een bovenmatige schuldenlast systemisch wordt en een groot deel van de bevolking treft. Naast het persoonlijk leed en welvaartsverlies op het niveau van het individu of het gezin, kan een zware schuldenlast aanzienlijke nadelen hebben voor de economie in haar geheel. Macro-economisch beschouwd, kan een hoge schuldgraad de consumptie van huishoudens gevoeliger maken voor (onverwachte) schokken in de rente, het inkomen, enz. Voor zover dergelijke (negatieve) schokken doorwerken in de consumptie van huishoudens (wegens financiële beperkingen en/of onvoldoende vermogensbuffers), kan die toegenomen volatiliteit zware welvaartsverliezen induceren. In geval van een financiële bust kunnen die schokken ook een deleveragingbeweging op gang brengen, die op haar beurt de neerwaartse economische spiraal in de hand kan werken (een zogenoemde balance sheet recession). Een te hoge schuldenlast kan ook gevolgen hebben voor de financiële stabiliteit. Het niet-nakomen van verplichtingen veroorzaakt voor de crediteurs immers waardeverliezen die – zeker wat de schulden van de huishoudens betreft – dikwijls geconcentreerd zijn in de banksector. Ten slotte gaat een overmatige schuldenlast ook vaak gepaard met een grotere ongelijkheid tussen de economische actoren, waardoor een wijziging in het budgettair/monetair beleid sterke (en mogelijk ongewilde) verdelingseffecten tussen debiteurs en crediteurs op gang kan brengen.

Om na te gaan of huishoudens een bovenmatige of te hoge schuldenlast hebben, moet men naast het macro-economisch beeld ook zicht hebben op het micro-economisch niveau. De financiële stabiliteit van de huishoudens dient immers geval per geval te worden beoordeeld, dit in tegenstelling tot bijvoorbeeld de financiële positie van de overheid. Verdelingsaspecten zijn ter zake cruciaal. Tegenover de schulden van de huishoudens op het niveau van de sector in zijn geheel kunnen omvangrijke inkomensstromen of activa staan die geconcentreerd zijn bij de huishoudens die geen schulden hebben. Om die reden wordt de schuldenlast in dit artikel zowel macro- als micro-economisch gemeten. Het voordeel van de macro-economische cijfers is dat ze tijdig algemene ontwikkelingen signaleren, terwijl de micro-economische cijfers het mogelijk maken de aan de schuldpositie van (bepaalde groepen van) huishoudens verbonden risico's accurater te beoordelen.

2. Schuldindicatoren

Uit het theoretisch kader van de levenscyclus blijkt dat om de houdbaarheid van de schulden te evalueren, rekening moet worden gehouden met meerdere elementen. Naast de schulden, de rente en het beschikbaar inkomen, zijn ook andere variabelen van belang, bijvoorbeeld de leeftijd en het opleidingsniveau (gerelateerd aan het verwacht of permanent inkomen) of het vermogen. Daartoe dienen verschillende (zowel micro- als macro-economische) gegevensbronnen te worden aangesproken.

Om de houdbaarheid van de schuld te beoordelen, wordt naast het schuldniveau (gemeten in euro of ten opzichte van het bbp) meestal gebruik gemaakt van indicatoren die de schulden relateren aan de middelen waarover de schuldenaars beschikken. Men kan daarbij zowel liquiditeits- als solvabiliteitsratio's hanteren, of een combinatie van beide. De meest courante maatstaven in de economische literatuur, die ook in dit artikel worden gebruikt, zijn:

- de debt-to-income ratio: de uitstaande schuld ten opzichte van het inkomen; deze indicator meet het aantal (netto of bruto) jaarinkomens die noodzakelijk zijn om de uitstaande schuld af te lossen.
- de debt-service-to-income ratio: de kapitaalaflossing en rentelast ten opzichte van het inkomen; deze indicator meet welk gedeelte van het (netto of bruto) inkomen naar schuldaflossingen vloeit.
- de debt-to-asset ratio: de uitstaande schuld ten opzichte van het totaal financieel en onroerend vermogen; deze indicator meet of de uitstaande schuld kan worden afgelost door (roerende en onroerende) activa te liquideren.

De indicatoren variëren van nul (geen schuld) tot oneindig (geen activa of inkomen). Hoe hoger de ratio, hoe groter de kans dat de schuld onhoudbaar wordt. In sectie 4.1 worden voor deze indicatoren drempelwaarden gedefinieerd waarboven de schuld als moeilijk houdbaar wordt beschouwd. De maatstaven die de schuld relateren aan het inkomen (debt-to-income en debt-service-to-income) houden verband met de liquiditeitspositie van de huishoudens en gaan na of een gezin op basis van de huidige inkomensstroom zijn verplichtingen kan nakomen. Ze meten meer specifiek de inspanning van de huishoudens: hetzij in termen van het gedeelte van het huidige inkomen dat wordt besteed aan schuldaflossing (debt-service-to-income ratio), hetzij in termen van de duur tijdens welke de schuldaflossing moet worden aangehouden (debt-to-income ratio). De maatstaven die de schuld relateren aan de activa houden verband met de solvabiliteit van de huishoudens, en ze meten het gedeelte van de schuld dat kan worden afbetaald via directe liquidatie van de activa, ervan uitgaande dat deze laatste te gelde kunnen worden gemaakt. Diverse macro-economische schokken hebben op deze indicatoren een impact. Zo beïnvloedt een renteschok voornamelijk de debt service-to-income ratio, terwijl een daling van de vastgoedprijzen in de eerste plaats tot uiting zal komen in de debt-to-asset ratio. Een overmatige schuldenlast vereist meestal dat zowel de liquiditeit als de solvabiliteit van de huishoudens wordt aangetast. Het is bijvoorbeeld mogelijk dat een gezin met een hoge debt-to-income ratio er niet in slaagt met zijn huidig inkomen zijn verplichtingen na te komen, maar toch geen problematische schuld heeft omdat het die schuld kan aflossen door activa te verkopen. Omgekeerd kan een weinig solvabel huishouden nooit problemen ondervinden als het zich verzekerd weet van een voldoende grote, permanente en zekere inkomensstroom.

Het is belangrijk dat deze indicatoren worden gemeten op basis van zowel macro- als micro-economische informatie. De macro-economische indicatoren worden opgesteld voor de sector als geheel en houden derhalve geen rekening met de verdelingsaspecten. Indien de schulden, het inkomen en/of de activa ongelijk zijn verdeeld, kunnen potentiële problemen verborgen blijven. Micro-economische informatie over de verdeling is dus essentieel ter aanvulling van de macro-economische analyse. De micro-economische indicatoren, van hun kant, geven de waarden weer voor de huishoudens die schulden hebben, waardoor de risico's voor de economie in haar geheel mogelijk worden overschat. Doordat de micro-economische informatie beperkt blijft tot de groep van huishoudens met schulden, zullen de eruit voortvloeiende mediaanwaarden of gemiddelden doorgaans immers hoger liggen dan de macro-economische indicatoren. Voor een aantal indicatoren, in het bijzonder voor

de debt-service-to-income, vult de micro-economische informatie de macro-economische gegevens ook aanzienlijk aan. Zo worden de kapitaalaflossingen in de macro-economische statistieken niet of onvolledig geregistreerd; ze kunnen enkel worden verkregen op basis van een aantal veronderstellingen, onder meer inzake de looptijd van de uitstaande schuld. De enquêtegerelateerde micro-economische informatie levert voor deze indicator een directe maatstaf op en/of ze maakt het mogelijk de in de macro-economische informatie vervatte aannames te toetsen.

De macro-economische informatie over de schulden, het inkomen en de activa is grotendeels afkomstig van de nationale financiële (en niet-financiële) rekeningen. Het belangrijkste voordeel van deze gegevens is dat ze een exhaustief beeld geven van de huishoudens en tijdig beschikbaar zijn. Ze lenen zich tevens voor een internationale vergelijking, vooral binnen de EU, waar de statistieken worden opgesteld volgens een geharmoniseerde methodologie, namelijk het Europees systeem voor nationale en regionale rekeningen (ESR). Wat de financiële rekeningen betreft, maken de nationale rekeningen een uitsplitsing mogelijk naar sector (huishoudens, ondernemingen, enz.) en naar financieel instrument (leningen, aandelen, enz.). De macro-economische statistieken hebben echter ook enkele nadelen. Zo moet bij de analyse rekening worden gehouden met soms ingrijpende herzieningen; bovendien zijn er een aantal hiaten die relevant zijn om, met name, de houdbaarheid van de schuldposities te beoordelen. Tevens registreren die statistieken niet de waarde van de uitstaande stock aan vastgoed. De meeste instellingen die statistieken opstellen, waaronder het INR voor België en de ECB voor het eurogebied, hebben daar recentelijk evenwel – kwalitatief goede – ramingen voor opgesteld. Een andere tekortkoming van de nationale rekeningen betreft het registreren van de afbetalingslasten, in het bijzonder de kapitaalaflossingen, waardoor men onvermijdelijk aangewezen is op veronderstellingen (zie sectie 3.3).

In dit artikel wordt de schuldenlast ook geanalyseerd op basis van twee micro-economische bronnen. De eerste bron is de Centrale voor kredieten aan particulieren (CKP). Deze centrale biedt tijdig beschikbare tijdreeksen over individuele kredietnemers. De CKP heeft als opdracht alle kredieten te registreren (positieve centrale), zowel consumentenkredieten (leningen en verkopen op afbetaling) als hypothecaire kredieten, die natuurlijke personen voor privédoeleinden aangaan, alsook de eventuele wanbetalingen in verband met deze kredieten (negatieve centrale). Ze heeft ook tot taak de toegestane debetsaldi te registreren, dat wil zeggen de kredietlijnen die de consument in staat stellen het beschikbare bedrag op zijn zichtrekening te overschrijven. De kredietgevers zijn trouwens verplicht

de CKP te raadplegen vóór elke kredietverstrekking aan particulieren, wat hen sterker kan responsabiliseren. Gelet op de wettelijke verplichting ze te registreren, zijn die gegevens volledig; ze zijn beschikbaar naar krediettype (hypothecaire kredieten en consumentenkredieten: leningen en verkopen op afbetaling, en kredietopeningen) en kunnen worden uitgesplitst volgens de leeftijd van de kredietnemers, het aantal gesloten overeenkomsten of het initiële bedrag van de overeenkomst.

De CKP bevat echter niet veel extra informatie over de kredietnemers. Zo zegt ze slechts weinig over de sociaal-economische kenmerken van de kredietnemers (enkel hun leeftijd) en helemaal niets over hun inkomens of activa. Daartoe zijn supplementaire, meer structurele gegevens vereist. De tweede micro-economische bron, de HFCS, komt hieraan tegemoet. De gegevens zijn afkomstig van een enquête naar het financieel gedrag van de huishoudens in het eurogebied. Die enquête wordt uitgevoerd door een daartoe specifiek opgericht onderzoeksnetwork (Household Finance and Consumption Network, HFCN). De werking van het HFCN en de organisatie van de HFCS in België werden reeds uitvoeriger toegelicht in het Economisch Tijdschrift van de Bank (zie Du Caju, 2012 en 2013). Voor de eerste golf werden de interviews in de meeste landen – waaronder België – uitgevoerd in 2010. In het eurogebied werden in totaal meer dan 62 000 huishoudens geïnterviewd, waarvan 2 364 in België. Enquêtegegevens op gezinsniveau hebben het voordeel dat de groep huishoudens die schulden heeft, apart kan worden bekeken en dat er informatie beschikbaar is over de verdeling van de schuld over deze huishoudens, eventueel uitgesplitst naar verschillende gezinskenmerken. Een nadeel ervan is dat ze nooit exhaustief zijn (bijvoorbeeld door onvolledige rapportering door de respondenten), en dat ze niet vaak en met vertraging worden gepubliceerd. De enquêtegegevens zijn daarom steeds een aanvulling op, en nooit een vervanging van, de macro-economische statistieken.

3. Verloop en verdeling van de schuld van de huishoudens

In dit hoofdstuk worden de samenstelling en het verloop van de huishoudens besproken en worden de hierboven gedefinieerde schuldindicatoren voor België en het eurogebied berekend. Aan de hand van de micro-economische informatie (HFCS) worden ze voor België ook voor verschillende leeftijds- en inkomensgroepen becijferd. Op basis van deze uitsplitsing kunnen kwetsbare groepen worden aangetoond. Volgens de levenscyclushypothese varieert de schuldenlast naargelang van, onder meer, de leeftijd, wat het noodzakelijk maakt de houdbaarheid

van de schuld per leeftijdscategorie te beoordelen. Ook de indeling naar inkomen is relevant. Zo kan eenzelfde debt-to-income ratio een hoger risico inhouden voor de lage inkomenscategorieën, aangezien deze huishoudens doorgaans een lage spaarquote hebben en, bijgevolg, wellicht ook over weinig opgebouwd vermogen beschikken. Indien deze huishoudens een negatieve schok ondergaan, dreigen ze bovendien sneller te moeten interneren op de levensnoodzakelijke behoeften – gelet op de relatief kleinere ‘marge’ in niet-noodzakelijke consumptie.

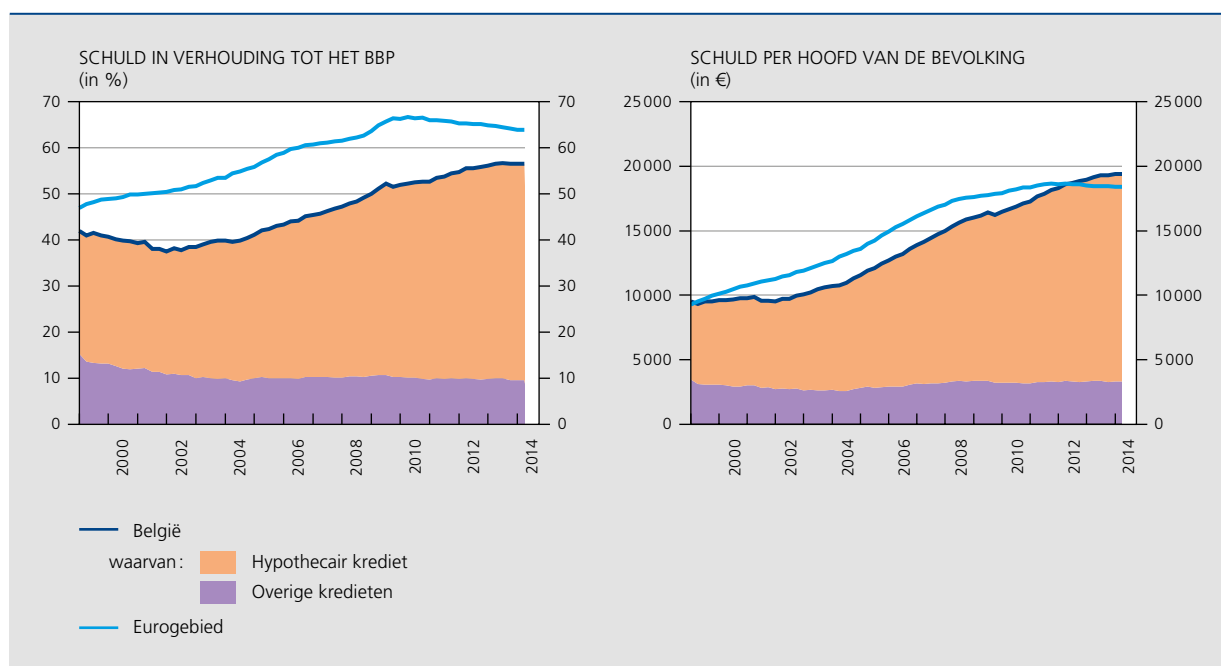
3.1 Het schuldniveau van de huishoudens

De absolute nominale schuld van de Belgische huishoudens is de afgelopen tien jaar verdubbeld tot € 217 miljard, waardoor de huishoudens hun schuldgraad in diezelfde periode hebben zien oplopen van 40% tot 56,5% bbb begin 2014. Een soortgelijke stijging deed zich ook in het eurogebied voor, althans tot medio 2010, toen de crisis de huishoudens er in sommige landen toe noopte hun schulden af te bouwen. Ofschoon de schuldgraad fors en trendmatig stijgt, kwam hij begin 2014 in België lager uit dan in het eurogebied (63,7% bbb). Ook als de schuld wordt gerelateerd aan de bevolking, tekent zich een stijgende trend af, hoewel in dat geval de stijging wordt uitvergroot door de inflatie. In tegenstelling

tot de schuldgraad lag het schuldniveau per hoofd van de bevolking begin 2014 in België (€ 19 400) echter wel hoger dan in het eurogebied (€ 18 400). In vergelijking met de schuldgraad in procenten bbb, zegt het schuldniveau per hoofd van de bevolking evenwel minder over het risico dat eraan verbonden is, omdat deze niet wordt gerelateerd aan het inkomen en/of de activa. Ten opzichte van de huishoudens in het eurogebied, hebben de Belgische huishoudens overigens beduidend méér financiële activa per hoofd van de bevolking, namelijk € 98 500 tegen € 62 900 in het eurogebied. Ook het beschikbaar inkomen per hoofd is in België hoger (€ 21 400) dan in het eurogebied (€ 19 000).

De financiële positie van de Belgische huishoudens wordt macro-economisch dus vrij gunstig beoordeeld dankzij, met name, de relatief lage schuldgraad en de omvangrijke activa. Uit macroprudentieel oogpunt verdient de aanhoudende sterke stijging van de schuldgraad weliswaar de nodige aandacht, gelet op de reeds vermelde macro-financiële risico's (zie hoofdstuk 2) zoals een grotere gevoeligheid van de gezinsbestedingen voor renteschommelingen, de werkloosheid en de activaprijzen. Tevens verhullen de voor de economie in haar geheel opgestelde gunstige macro-economische cijfers mogelijk zwaardere problemen voor de huishoudens met schulden of voor een subgroep daarvan.

GRAFIEK 1 MACRO-ECONOMISCH VERLOOP VAN HET SCHULDNIIVEAU VAN DE HUISHOUDENS



Bronnen: ECB, NBB.

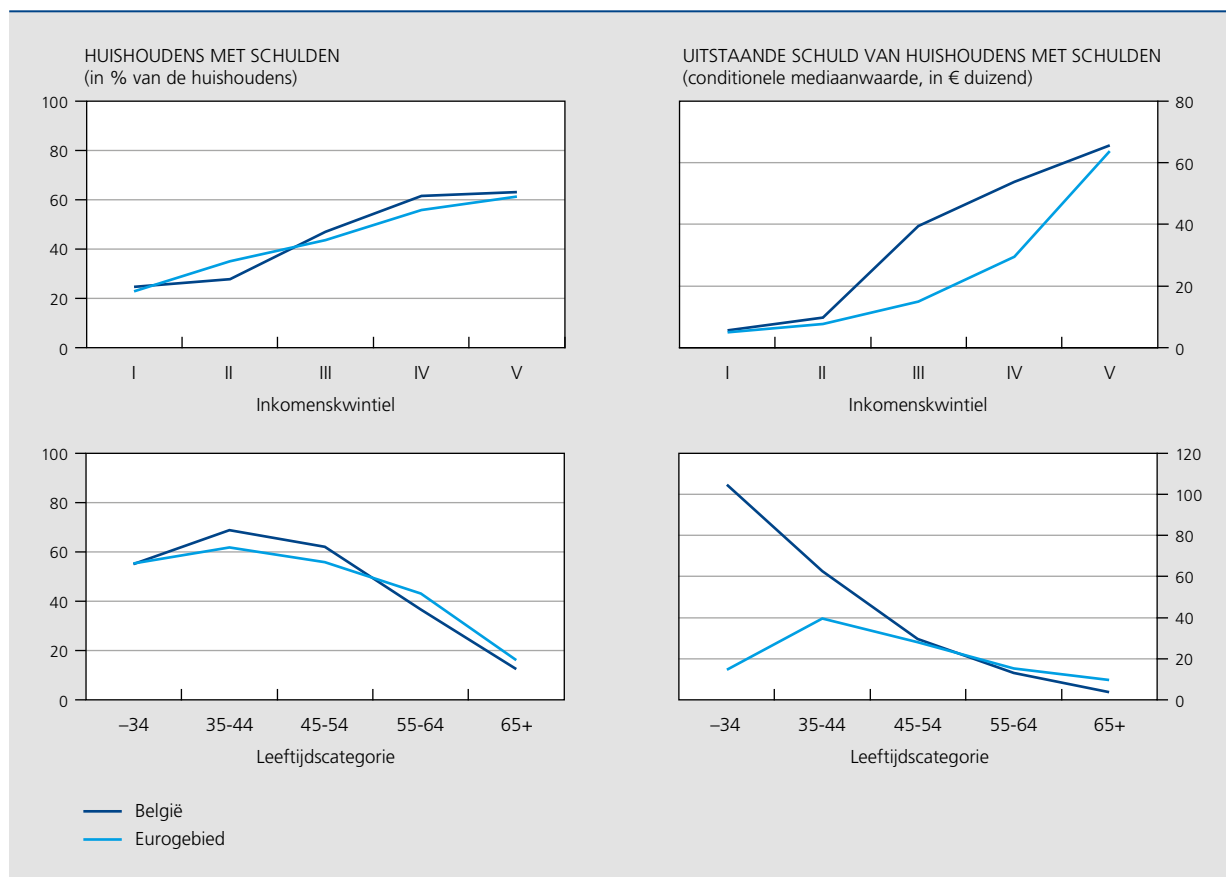
Net als in het eurogebied is in België de schuldopbouw bij de huishoudens voornamelijk toe te schrijven aan de sterk stijgende verlening van hypothecair krediet (Bruggeman en Van Nieuwenhuyze, 2013). Begin 2014 bedroeg het hypothecair krediet 47 % bbp ten opzichte van ongeveer 30 % bbp in de eerste helft van de jaren 2000. Samen met de sterk oplopende vastgoedprijzen steeg ook het gemiddelde kredietbedrag. Het consumentenkrediet van zijn kant bleef stabiel rond 10 % bbp.

Ter verklaring van de tijdens het laatste decennium opgetekende stijgende trend in de schuldgraad, wordt vaak verwezen naar de voor de huishoudens vlottere krediettoegang die werd gestimuleerd door, onder meer, financiële innovaties (bv. verlenging van de looptijd). Voorts deed de schuldopbouw zich voor tegen de achtergrond van gunstige financieringsvoorwaarden (bv. rentevoorzwaarden of loan-to-value). Die voorwaarden werden in de hand gewerkt door de lage nominale en reële rente, alsook door de scherpe concurrentie tussen de banken die zich uitte in, met name, kleine marges op het hypothecair

krediet. Bij de toename van de hypothecaire schulden spelen ook fiscale factoren een rol, gelet op de metertijd door sommige overheden uitgewerkte vaak voordeliger behandeling van de rentelasten. Zo viel de toename van het hypothecair krediet in België vanaf 2005 samen met de invoering van de nieuwe fiscale behandeling voor de sedertdien aangegane hypothecaire kredieten, wat deze laatste een transparanter voordeel opleverde, namelijk de zogeheten 'woonbonus'. Daarnaast werden vanaf 2009, als onderdeel van het 'herstelplan', enkele fiscale stimuli ingevoerd voor energiebesparende investeringen ('groene kredieten'). Van 2009 tot en met 2011, toen deze maatregelen grotendeels werden beëindigd, leidde dit tot een aanzienlijke toename van het aantal voor renovatie bestemde kredieten. Deze factoren zorgden ervoor dat voor eenzelfde inkomen of voor dezelfde activa, de huishoudens meer draagkracht kregen om schulden aan te gaan.

De op de financiële rekeningen gebaseerde bovenstaande statistieken geven een beeld van de schulden van alle

GRAFIEK 2 PARTICIPATIEGRAAD EN SCHULDNIVEAU VAN DE HUISHOUDENS
(uitsplitsing naar inkomenskwintiel en leeftijdscategorie)



Bron: NBB (HFCS).

inwoners of van alle huishoudens samen, ongeacht of deze laatste schulden hebben of niet. Uit de gegevens van de HFCS voor 2010 blijkt echter dat minder dan de helft van de huishoudens schulden heeft. De participatie in de kredietmarkt – dat is het aandeel van de huishoudens dat krediet(en) heeft – bedraagt voor België 44,8 %, tegen 43,7% voor het eurogebied. Worden enkel de huishoudens mét schulden beschouwd, meer bepaald het doorsnee uitstaand bedrag voor een gezin dat zich in het midden van de verdeling bevindt, dan verkrijgt men de conditionele mediaanwaarde van de uitstaande schuld. In België heeft een doorsneegezin met schulden € 39 300 schuld uitstaan (mediaanwaarde), tegen € 21 500 in het eurogebied.

Het schuldniveau van de Belgische huishoudens kan meer in detail worden geanalyseerd door de huishoudens uit te splitsen in leeftijdsgroepen en inkomenskwintielen, waarbij het eerste kwintiel de huishoudens bevat met de 20 % laagste inkomens en zo voort tot het vijfde kwintiel, dat de huishoudens met de 20 % hoogste inkomens bevat. Zoals verwacht, neemt de participatie aan de kredietmarkt toe met het inkomen: huishoudens met een groter inkomen kunnen vlotter kredieten opnemen en afbetalen. Bovendien verkrijgen ze ook gemakkelijker een krediet bij de bank. Het inkomensprofiel van de participatie aan de kredietmarkt in België is vergelijkbaar met het algemene profiel in het eurogebied. Dat het doorsnee uitstaand

schuldbedrag van een gezin met schuld in België groter is dan in het eurogebied komt vooral tot uiting in de middelste inkomenskwintielen.

Het leeftijdsprofiel van de kredietmarktparticipatie is zowel in België als in het eurogebied bultvormig. De participatie stijgt aanvankelijk met de leeftijd, met een piek voor de leeftijdscategorie van 35 tot 44 jaar, en daarna neemt ze af. Dit illustreert de hierboven besproken levenscyclus. In het eurogebied vertaalt het bultvormig patroon van de participatiegraad zich ook in het bedrag van de uitstaande schulden van de verschillende leeftijdscategorieën. Anders dan in het eurogebied hebben in België de jongste huishoudens met schulden typisch de hoogste uitstaande bedragen. Dit kan worden verklaard door de verschillende patronen in het vastgoedbezit en in het bijbehorend hypothecair krediet. In België bezitten relatief meer huishoudens (69,9 %) een eigen huis dan in het eurogebied (60,1 %), een verschil dat zeer markant is voor de jongste leeftijdsgroep: in België bezit 46,4 % van de huishoudens met een referentiepersoon onder de 35 jaar een eigen huis, tegen slechts 31,9 % in het eurogebied. Bovendien is vastgoed in België gemiddeld beschouwd duurder dan in het eurogebied, en vallen de bijbehorende leningen dus zwaarder uit.

De inkomens- en leeftijdsprofielen van de schuld van de huishoudens verschillen afhankelijk van het soort van

GRAFIEK 3 SCHULDNIIVEAU VAN DE BELGISCHE HUISHOUDENS
(uitsplitsing naar type schuld, inkomenskwintiel en leeftijdscategorie)

Huishoudens met hypothecaire schuld (in % van de huishoudens)						Totaal	Uitstaande hypothecaire schuld (conditionele mediaanwaarde, in €)						Totaal
I	II	III	IV	V	I		II	III	IV	V			
-34	8,4	26,4	41,7	71,9	75,5	41,1	94 000	99 000	128 000	125 000	140 000	125 000	
35-44	14,3	12,8	62,9	67,3	80,3	55,2	55 000	76 345	60 000	57 706	90 000	70 000	
45-54	32,1	19,7	42,7	58,4	51,7	43,9	18 504	69 728	40 000	36 700	49 500	40 000	
55-64	n.	18,6	23,1	16,8	27,6	18,1	n.	30 000	25 000	20 000	30 000	25 000	
65+	3,2	3,5	n.	n.	n.	3,0	18 000	11 000	n.	n.	n.	18 000	
Totaal	9,2	13,2	31,1	46,8	52,4	30,5	50 000	65 119	63 000	75 180	75 000	70 000	

Huishoudens met niet-hypothecaire schuld (in % van de huishoudens)						Totaal	Uitstaande niet-hypothecaire schuld (conditionele mediaanwaarde, in €)						Totaal
I	II	III	IV	V	I		II	III	IV	V			
-34	17,2	27,3	31,9	36,2	19,3	26,4	1 500	3 000	7 200	7 330	7 500	5 750	
35-44	20,7	19,3	52,7	31,0	30,4	31,3	1 300	4 500	4 500	9 062	7 300	6 000	
45-54	24,0	43,0	24,3	39,8	31,8	32,7	5 000	3 000	3 500	6 906	10 000	7 000	
55-64	24,3	18,2	26,1	27,9	31,8	25,4	2 200	2 400	4 300	2 500	7 847	5 000	
65+	12,7	7,4	12,0	7,7	6,4	10,1	1 100	1 200	7 200	4 000	3 750	2 725	
Totaal	18,0	19,2	27,0	28,8	27,8	24,2	2 000	2 765	5 000	7 000	8 280	5 037	

Bron: NBB (HFCS).

krediet. Huishoudens kunnen hypotheek aangaan met de eigen verblijfplaats of ander vastgoed in onderpand. De niet-hypothecaire schulden die de HFCS in aanmerking neemt, zijn kredietlijnen en tekorten op rekeningen, uitstaande schulden via kredietkaarten, en andere leningen, zoals autoleningen en overig consumentenkrediet (zie HFCN, 2013). Indien wordt gefocust op de Belgische huishoudens en de factoren 'inkomen' en 'leeftijd' samen worden beschouwd, dan blijkt dat vooral de jongste huishoudens uit de hoogste inkomenskwintielen hypothecaire kredieten aangaan (tot meer dan driekwart van deze huishoudens, tegen drie op tien huishoudens over de volledige bevolking), en dat deze huishoudens relatief beschouwd ook de grootste bedragen hebben uitstaan (in doorsnee twee keer zo groot als de mediaan voor de hele bevolking). Het is overigens ook zo dat, in vergelijking met het eurogebied, de Belgische huishoudens met een laag inkomen die een hypothecair krediet lopen hebben, gemiddeld beschouwd een groot bedrag hebben uitstaan (zie Du Caju, 2013). Niet-hypothecair krediet is gelijkmatiger verdeeld over de verschillende inkomens- en leeftijdsgroepen, maar het komt toch iets minder voor bij de ouderen en bij de lagere inkomens. De hoogste uitstaande bedragen bevinden zich bij jonge huishoudens en bij huishoudens van middelbare leeftijd uit het hoogste inkomenskwintiel. De bedragen blijven in doorsnee echter relatief beperkt. In het eurogebied gaan jonge huishoudens overigens veel vaker niet-hypothecaire leningen aan dan in België (zie Du Caju, 2013).

3.2 De schuld in verhouding tot het inkomen: debt-to-income ratio

Het niveau van de uitstaande schuld van de huishoudens verschaft op zich geen informatie over de mate waarin die huishoudens al dan niet in staat zijn hun schulden af te betalen. Om dat te achterhalen, moeten de schulden worden gerelateerd aan middelen waarover de huishoudens beschikken om ze te delgen. Een eerste indicator die in deze context wordt gebruikt, is de debt-to-income ratio. Deze ratio is de verhouding tussen het uitstaande schuld-niveau en het beschikbaar inkomen van de huishoudens. Ze meet hoeveel jaarinkomens er nodig zijn om de uitstaande schuld af te lossen en ze kan worden beschouwd als een verfijning van de schuldgraad in procenten bbp: de schulden worden nu vergeleken met het inkomen van de huishoudens in plaats van met het inkomen dat door de gehele economie wordt gegenereerd.

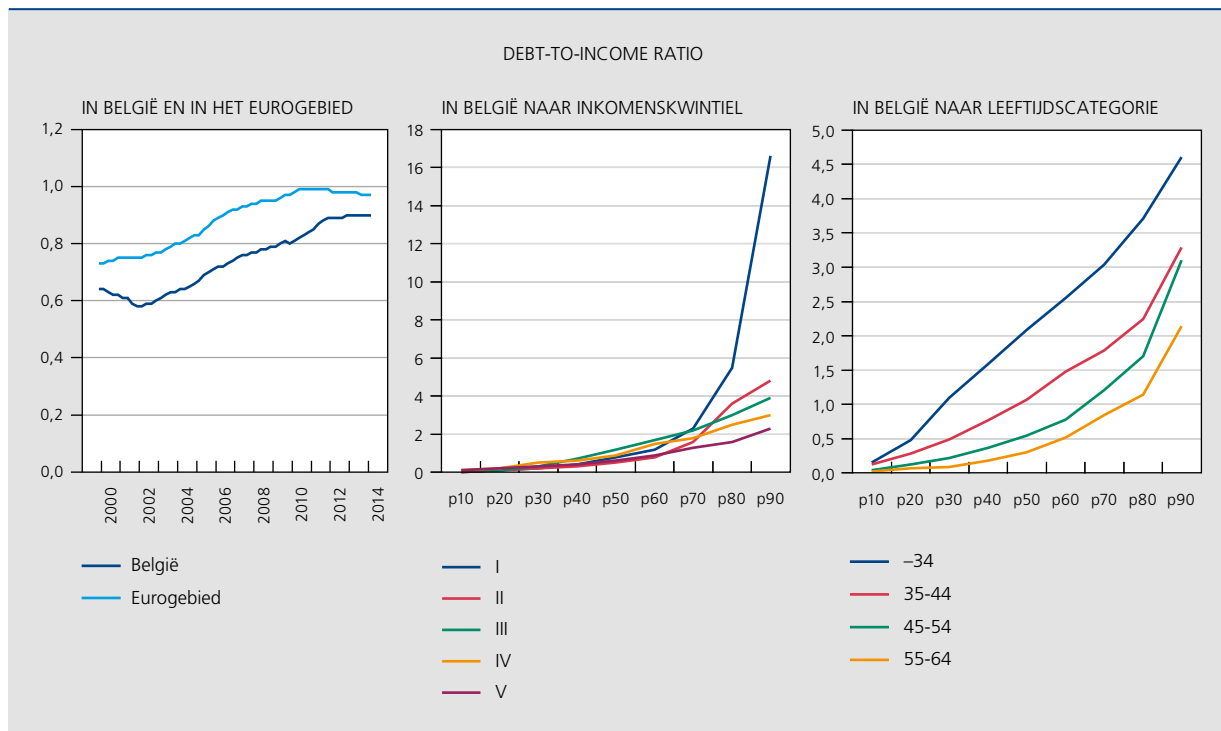
Het macro-economisch beeld dat wordt verschaft door de debt-to-income ratio is vergelijkbaar met dat van de schuldgraad in procenten bbp. Tijdens het afgelopen decennium is die ratio aanzienlijk gestegen, van 0,64 in

2004 tot 0,90 begin 2014. Ze bleef evenwel onder die van het eurogebied.

Bij het beoordelen van deze indicator op macro-economisch niveau moet voor ogen worden gehouden dat hij voor de sector van de huishoudens in zijn geheel wordt berekend, en dat de schulden dus worden gerelateerd aan het inkomen dat niet alleen het inkomen van de schuldenaars omvat maar ook dat van de huishoudens die geen schulden hebben. Bovendien geeft het gemiddelde niet aan hoe de debt-to-income ratio over de bevolking is verdeeld. Het is dus niet denkbeeldig dat, op basis van deze macro-economische indicator, zowel de debt-to-income ratio van de huishoudens met schulden als de inherente risico's worden onderschat. Deze indicator kan nauwkeuriger worden geïnterpreteerd aan de hand van micro-economische gegevens. In de HFCS wordt geïnformeerd naar brutogezinsinkomens; deze laatste omvatten behalve arbeidsinkomens ook inkomens uit overdrachten (pensioenen en allerlei uitkeringen) en inkomens uit vermogen (huur, renten, dividenden). In België heeft een doorsneegezin met schulden (mediaan) een debt-to-income ratio van 0,80; in het eurogebied bedraagt deze conditionele mediaanwaarde 0,62.

Wordt nader ingegaan op de situatie van de Belgische huishoudens, meer bepaald op de verdeling binnen de inkomenskwintielen en leeftijdscategorieën, dan blijkt uit de HFCS dat de debt-to-income ratio vooral voor huishoudens in het laagste inkomenskwintiel relatief hoge waarden kan aannemen. Zo heeft 20% van de huishoudens met schulden uit het laagste inkomenskwintiel een debt-to-income ratio van meer dan 5. Er zij echter opgemerkt dat in dit laagste inkomenskwintiel slechts een kwart van de huishoudens schulden heeft. De hoogste decielen van deze ratio betreffen dus een klein aantal huishoudens, en de waarden worden derhalve geraamd op basis van relatief weinig observaties. De debt-to-income ratio is ook – over de hele verdeling – hoger voor jongere huishoudens. In overeenstemming met de hypothese van de levenscyclus neemt de ratio af met de leeftijd. Zo heeft 10% van de jongste huishoudens met schulden een debt-to-income ratio van meer dan 4,5. Er zij op gewezen dat iets meer dan de helft van de huishoudens in deze leeftijdscategorie schulden heeft. De hoogste ratio's kunnen dus blijkbaar voorkomen bij jonge huishoudens en/of huishoudens met een laag inkomen. Belangrijker dan het niveau van de hoogste – moeilijk te ramen – ratio's is, zoals verderop zal blijken, het aantal huishoudens met een ratio boven een bepaalde kritische waarde (zie sectie 4.1).

GRAFIEK 4 SCHULD VAN DE HUISHOUDENS IN VERHOUDING TOT HUN INKOMEN: DEBT-TO-INCOME RATIO
(macro-economisch en micro-economisch beeld)



Bronnen: ECB, NBB (HFCS).

3.3 De afbetalingslast: debt-service-to-income ratio

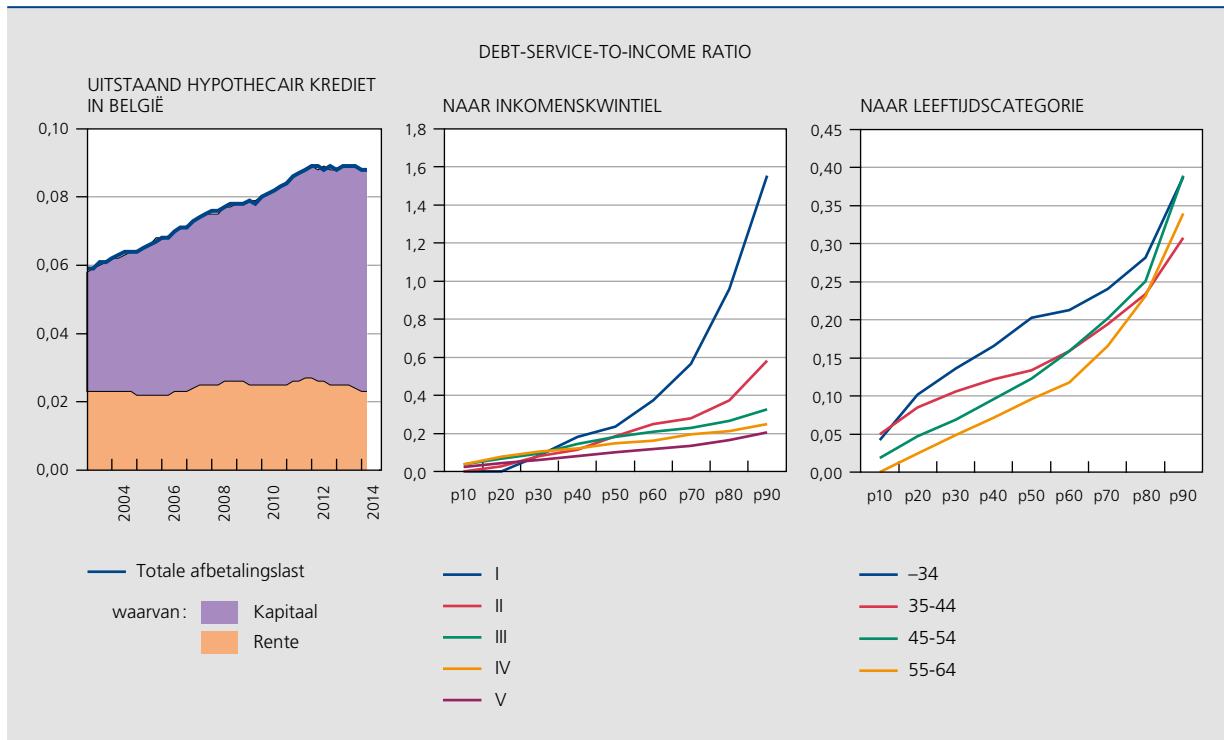
De debt-service-to-income ratio meet welk deel van het inkomen gereserveerd moet worden om de schuld af te lossen (kapitaal en rente). Doordat deze indicator twee stroomvariabelen aan elkaar relateert, is hij de meest directe maatstaf van de liquiditeitspositie van de huishoudens. Deze indicator is ook eenvoudig te interpreteren. Overschrijdt hij in een extreem geval de waarde 1, dan heeft het gezin duidelijk liquiditeitsproblemen en zal het, bij gebrek aan voldoende liquide activa of supplementaire kredieten, zijn verplichtingen niet kunnen nakomen. Aangezien huishoudens ook nog andere uitgaven moeten dekken, zal dit in de praktijk reeds het geval zijn als deze indicator zich nog op een veel lager niveau bevindt.

Het probleem bij de macro-economische analyse van deze indicator is dat de afbetalingslast niet in de nationale rekeningen wordt geregistreerd. Beschikbaar zijn enkel het uitstaand volume van de schulden (financiële rekeningen) en de rentebetalingen (inkomensrekeningen). Op basis van de uitstaande schulden en de gemiddelde impliciete rente op deze schulden (MIR-enquête) kan de afbetalingslast evenwel indicatief worden geraamd,

uitgaande van specifieke veronderstellingen inzake de gemiddelde resterende looptijd en de afbetalingsvorm van deze kredieten. Eenvoudigheidshalve wordt enkel voor de uitstaande hypothecaire kredieten de afbetalingslast berekend. Hypothecaire kredieten hebben als voordeel dat de afbetaling in België meestal volgens een systeem van vaste maandelijkse afbetalingen verloopt en dat hun gemiddelde resterende looptijd relatief stabiel is. Voor deze laatste wordt in deze analyse een hypothese van tien jaar gehanteerd. Volgens deze berekeningsmethode zou de afbetalingslast in België het afgelopen decennium systematisch zijn toegenomen van 6% van het totaal beschikbaar inkomen in 2004 tot 9% begin 2014. Een uitsplitsing ervan naar aflossing van kapitaal en rente toont aan dat de stijging volledig toe te schrijven is aan hogere kapitaalaflossingen. Ondanks de stijging van de schuldssom is de rentelast relatief stabiel gebleven dankzij de over de beschouwde periode gunstiger financieringsvoorwaarden. Er zij opgemerkt dat deze ratio wordt gemeten ten opzichte van het totaal beschikbaar inkomen, en dat ze dus ook het inkomen van de huishoudens zonder schulden omvat.

Uit de micro-economische gegevens van de HFCS blijkt dat de verdeling van de debt-service-to-income ratio in België en in het eurogebied vergelijkbaar is. Net als voor

GRAFIEK 5 SCHULDAFLOSSINGEN VAN DE HUISHOUDENS IN VERHOUDING TOT HUN INKOMEN: DEBT-SERVICE-TO-INCOME RATIO
(macro-economisch en micro-economisch beeld voor België)



Bronnen: ECB, NBB (HFCS).

de debt-to-income ratio, heeft een doorsneegezin met schulden in België weliswaar een iets hogere ratio dan in het eurogebied: in België bedraagt de conditionele mediaanwaarde van de debt-service-to-income ratio 0,14, tegen 0,11 in het eurogebied. De verdeling van de debt-service-to-income ratio naar inkomenskwintiel is vrij uitgesproken. De debt-service-to-income ratio kan voor huishoudens met een laag inkomen hoog oplopen; zo heeft 20% van de huishoudens met schulden in het laagste inkomenskwintiel een ratio van meer dan 0,80. Er zij echter nogmaals op gewezen dat in dit laagste inkomenskwintiel slechts een kwart van de huishoudens schulden heeft. De hoogste decielen van de debt-service-to-income ratio betreffen dus een klein aantal huishoudens, dat wordt geraamd op basis van relatief weinig observaties. Deze huishoudens dragen hoe dan ook een zware afbetalingslast. Enerzijds kan het hier gaan om huishoudens met goede toekomstige inkomensperspectieven of huishoudens die hun schuld met andere middelen kunnen afbetalen (bv. hulp van familie). Anderzijds kan het ook gaan om huishoudens die een negatieve inkomensschok hebben moeten verwerken. De verdeling naar leeftijdscategorie toont dat de debt-service-to-income ratio doorgaans hoger ligt voor jongere huishoudens. De verschillen zijn echter niet zo uitgesproken als voor de debt-to-income ratio.

3.4 De schuld in verhouding tot de activa: debt-to-asset ratio

De debt-to-asset ratio relateert de schulden aan de activa. Zoals reeds vermeld, meet deze ratio de solvabiliteit van de huishoudens. Het feit dat de debt-to-income of de debt service-to-income ratio zich op een alarmerend hoog niveau bevindt, betekent niet noodzakelijk dat de huishoudens hun verplichtingen niet kunnen nakomen, met name wanneer zij een lage debt-to-asset ratio hebben en dus over voldoende activa beschikken die zij te gelde kunnen maken. De debt-to-asset ratio kan ruim of eng worden gedefinieerd, afhankelijk van het feit of de schulden gerelateerd worden aan alle activa (financiële activa en vastgoed), of enkel aan de (meer liquide) financiële activa. Een (in de ruime zin gedefinieerde) ratio boven 1 wordt algemeen beschouwd als een gezin dat zich 'onder water' bevindt. Beschikt dit gezin niet over een voldoende hoge inkomensstroom, dan zal het zijn verplichtingen niet kunnen nakomen.

Zowel voor het eurogebied als voor België komen de macro-economische waarden van de debt-to-asset ratio's duidelijk onder 1 uit, wat aangeeft dat de activa, gemiddeld beschouwd, de verplichtingen ruimschoots

dekken. Dit geeft weer dat de huishoudens over een positief nettovermogen beschikken. De lage waarde van de debt-to-asset ratio in België in vergelijking met die in het eurogebied is toe te schrijven aan de lagere schuldgraad van de Belgische huishoudens, maar vooral ook aan het relatief omvangrijk roerend en onroerend vermogen (ten opzichte van het bbp). Begin 2014 werd het financieel vermogen voor de Belgische huishoudens op 287 % bbp geraamd, tegen 218 % bbp voor de huishoudens in het eurogebied. Volgens de ramingen van het INR (België) en de ECB (eurogebied) schommelde de waarde van het onroerend vermogen zowel in België als in het eurogebied rond 300 % bbp. Aangezien het onroerend vermogen meestal de eigen woning betreft, kan het vaak niet worden ingeroepen om schulden af te lossen, tenzij de eigen woonst wordt verkocht, wat voor het gezin zeer ingrijpend is. In dat opzicht is eerder het enge concept relevant (schuld ten opzichte van de financiële activa). België scoort hier uitermate goed, hoewel de ratio tijdens het afgelopen decennium gestegen is van 0,15 tot 0,20.

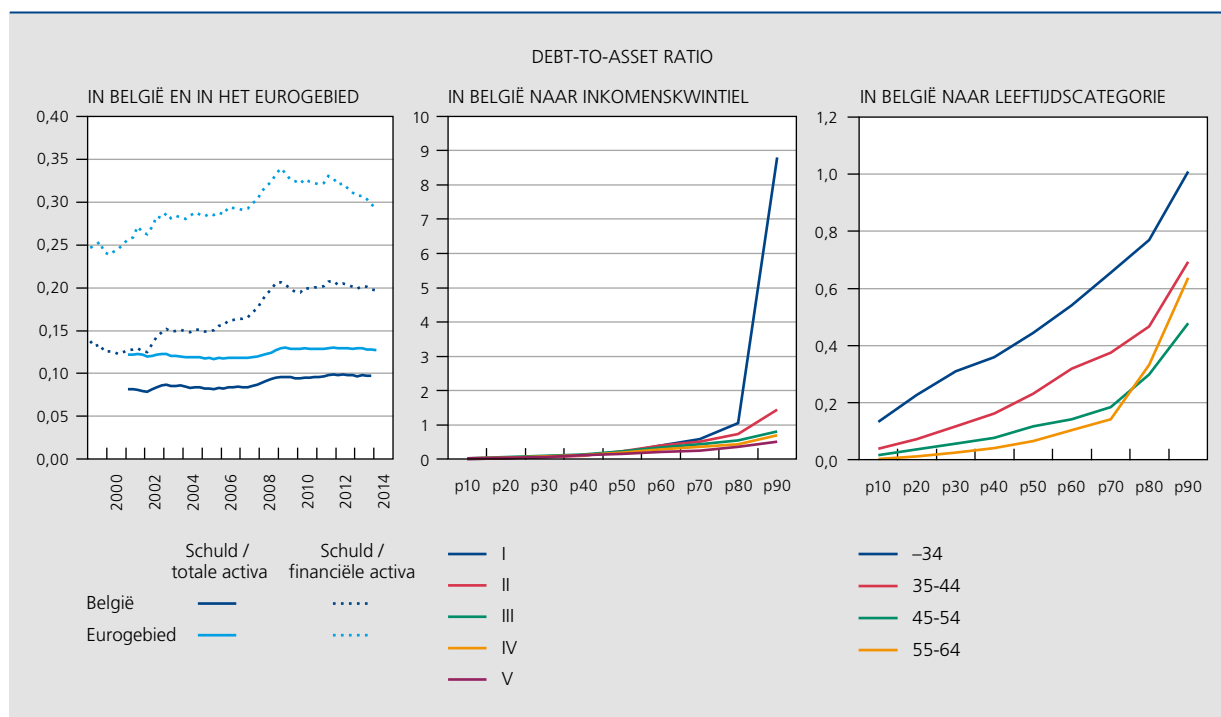
Het macro-economisch beeld volgens hetwelk de schulden van de Belgische huishoudens, vergeleken met die in het eurogebied, vrij behoorlijk door activa worden gedekt, wordt bevestigd door de micro-economische analyse

op basis van de HFCS. Een Belgisch doorsneegezin met schulden heeft een debt-to-asset ratio van 0,18, tegen 0,22 in het eurogebied. In België ligt de ratio over de hele verdeling lager, maar vooral bij de hoogste ratio's. In het eurogebied heeft 10 % van de huishoudens met schulden (hoogste deciel) een debt-to-asset ratio van meer dan 1. In België bedraagt die hoogste decielwaarde minder dan 0,80. Net als voor de debt-to-income en debt-service-to-income ratio's, loopt de debt-to-asset ratio het sterkst op voor de jonge huishoudens en vooral voor die met de laagste inkomens.

4. Schuldenlast van de huishoudens

Tot dusver is de verdeling besproken van een drietal indicatoren die de schuldenlast van de huishoudens meten: de debt-to-income, de debt-service-to-income en de debt-to-asset ratio's. Elk van die indicatoren geeft zicht op de mogelijkheid van huishoudens om hun uitstaande schuld terug te betalen. Het is interessant om na te gaan hoeveel huishoudens op basis van dergelijke ratio's in afbetalingsproblemen dreigen te raken. Daartoe worden voor elk van die indicatoren de drempelwaarden bekeken waarboven huishoudens een relatief groter risico beginnen te lopen.

GRAFIEK 6 SCHULD VAN DE HUISHOUDENS IN VERHOUDING TOT HUN ACTIVA: DEBT-TO-ASSET RATIO
(macro-economisch en micro-economisch beeld)



Bronnen: ECB, NBB (HFCS).

Hoewel het bepalen van kritische waarden voor de hierboven berekende ratio's niet echt strikt theoretisch onderbouwd is, worden in de literatuur vaak (bijna) dezelfde drempelwaarden gebruikt (zie met name HFCN, 2013b en Ampudia et al., 2014). Zo wordt bijvoorbeeld gekeken naar huishoudens die 'onder water' staan; dat zijn huishoudens die niet volledig door activa gedekte schulden hebben. Nadat ze hun activa te gelde hebben gemaakt, kunnen ze hun schulden dus nog steeds niet aflossen. Zo kan voor de debt-to-asset ratio worden uitgegaan van een drempelwaarde 1. Activa liquideren tegen de volledige en zelf ingeschatte waarde is echter niet steeds evident, zeker niet als het vastgoed betreft. Daarom wordt, ook door het HFCN (2013b), voor de debt-to-asset ratio vaak een kritische waarde van 0,75 gekozen. Voor de debt-to-income ratio is het minder voor de hand liggend om een kritische waarde te bepalen, vermits het hier gaat om een ratio tussen een voorraadvariabele (de uitstaande schuld) en een stroomvariabele (het jaarinkomen). Vaak wordt uitgegaan van een ratio 3 in het geval van de bruto-inkomens (zie HFCN, 2013b) tot een ratio 6 in het geval van netto-inkomens (zie Ampudia et al., 2014). Voor de debt-service-to-income ratio zijn 0,3 en 0,4 frequent gebruikte afkapwaarden (zie nogmaals HFCN, 2013b en Ampudia et al., 2014).

4.1 Huishoudens met kritische waarden voor de indicatoren van de schuldenlast

De drie schuldratio's worden elk apart bekeken. Voor de inkomensgebonden ratio's loopt het aantal huishoudens met een verhoogd risico in België relatief gelijk met dat in het eurogebied. Het aandeel van de huishoudens met een debt-to-income ratio van meer dan 3 bedraagt in België en in het eurogebied respectievelijk 15 % en 16 % van de huishoudens met schulden. Het aandeel van de huishoudens met een debt-service-to-income ratio van meer dan 0,4 is zowel in België als in het eurogebied goed voor 8 % van de huishoudens met schulden. In België ligt de debt-to-asset ratio voor 10 % van de huishoudens met schulden hoger dan 0,75, tegen 17 % in het eurogebied. De hoge waarde van de activa van de Belgische huishoudens, alsook de (meer gelijkmatige) spreiding van die activa (vooral het vastgoed) over de bevolking, fungeren in ons land relatief meer als buffer dan in het eurogebied.

Niet alle groepen van huishoudens lopen hetzelfde risico op een (te) hoge schuldratio. Zo zijn er verschillen tussen inkomens- en leeftijdsgroepen⁽¹⁾. Voor alle drie de ratio's daalt, met het inkomen, het aandeel van huishoudens met een problematische schuldratio. In het laagste inkomenskwintiel heeft meer dan een vijfde van de huishoudens een debt-to-asset ratio van meer dan 0,75;

meer dan een kwart heeft een debt-to-income ratio van meer dan 3; en meer dan een derde heeft een debt-service-to-income ratio van meer dan 0,4. In het hoogste inkomenskwintiel overschrijdt, voor elk van de drie indicatoren, telkens minder dan 3 % van de huishoudens de kritische waarde. Internationaal beschouwd, is voor alle inkomensgroepen het aandeel van de huishoudens met een kritische debt-to-asset ratio in België kleiner dan in het eurogebied. Het aandeel van de huishoudens met een kritische waarde voor de inkomensgebonden indicatoren is, wat de laagste inkomenskwintielen betreft, in België groter dan in het eurogebied. Er zijn ook verschillen tussen de leeftijdsgroepen. Vooral jonge huishoudens lopen een potentieel risico op basis van de debt-to-asset en de debt-to-income ratio's. In die jongste leeftijdscategorie heeft in België ongeveer een vijfde van de huishoudens met schulden een debt-to-asset ratio van meer dan 0,75, tegen ongeveer een derde in het eurogebied. Voor de debt-to-income ratio geldt het omgekeerde: in de jongste leeftijdsgroep zijn er in België meer huishoudens met een verhoogd risico, namelijk ongeveer een derde tegen ongeveer een vijfde in het eurogebied.

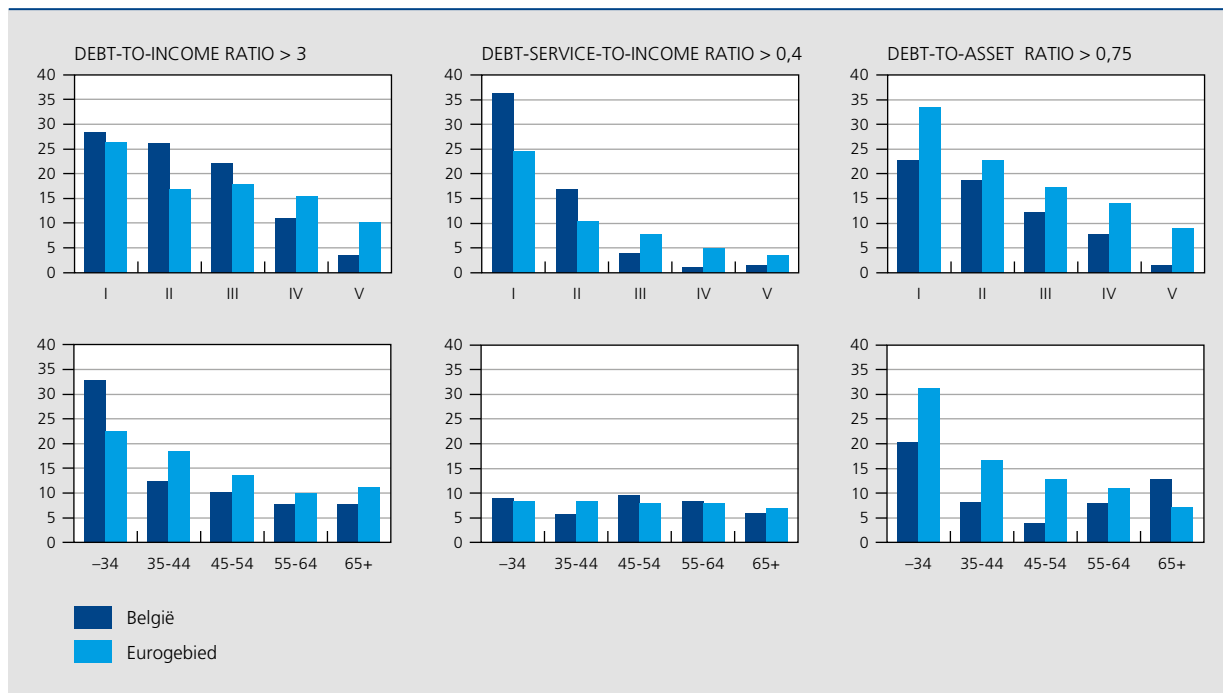
Bundelen we de naar inkomen en leeftijd uitgesplitste informatie over het aantal huishoudens dat kritische schuldratio's heeft met de eveneens naar inkomen en leeftijd uitgesplitste informatie over de participatie in de kredietmarkt en over de conditionele mediaanwaarden van de uitstaande schuld, dan verkrijgen we een algemeen beeld op basis waarvan de risico's kunnen worden ingeschat. Er zij wel op gewezen dat door de kruising van leeftijd en inkomen om de huishoudens op te splitsen, het aantal observaties per categorie soms vrij klein is, waardoor de ramingen dus minder accuraat worden.

Beschouwen we eerst de huishoudens met hypothecair krediet⁽²⁾, dan blijkt dat de huishoudens met kritische schuldratio's geconcentreerd zijn in de jongere groepen met lagere inkomens. In deze groepen heeft meer dan driekwart van de huishoudens die een hypothecair krediet lopen hebben, een mogelijk problematische debt-service-to-income en debt-to-income ratio. Het blijkt echter ook dat precies in die groep(en) relatief minder huishoudens een beroep doen op hypothecair krediet (minder dan één gezin op vier), en dat de uitstaande schuldbedragen typisch laag zijn. Bovendien hebben veruit de meeste huishoudens in deze categorie geen overmatige debt-to-asset ratio. Daarom beschikt de meerderheid over voldoende activa die ze, indien nodig, kunnen aanspreken om hun

(1) In dit artikel wordt het verband tussen schuldratio's en inkomen of leeftijd apart bekeken. De bevindingen worden echter ook bevestigd in een multivariate analyse waarbij naast inkomen en leeftijd nog andere factoren (zoals gezinsgrootte, opleidingsniveau en arbeidsmarktpositie) in rekening worden gebracht (zie Du Caju et al., 2014).

(2) Dit zijn huishoudens die minstens één hypothecair krediet hebben, ongeacht of ze ook niet-hypothecaire kredieten hebben.

GRAFIEK 7 HUISHOUDENS MET EEN BOVENMATIGE SCHULDENLAST, NAAR INKOMENSKWINTIEL EN LEEFTIJDSCATEGORIE
(in % van de huishoudens met schulden)



Bronnen: NBB (HFCS).

GRAFIEK 8 HUISHOUDENS MET EEN BOVENMATIGE SCHULDENLAST NAAR TYPE SCHULD, INKOMEN EN LEEFTIJD
(in % van de huishoudens met schulden)

Debt-to-income ratio > 3							Debt-service-to-income ratio > 0,4							Debt-to-asset ratio > 0,75						
	I	II	III	IV	V	Totaal	Gezinnen met hypothecaire schuld ⁽¹⁾							Gezinnen met niet-hypothecaire schuld ⁽²⁾						
	I	II	III	IV	V	Totaal	I	II	III	IV	V	Totaal	I	II	III	IV	V	Totaal		
-34	96,3	86,4	76,2	26,1	26,0	41,8	89,3	30,2	9,7	0,0	0,0	10,2	23,7	28,7	24,1	14,6	2,6	15,8		
35-44	87,3	62,9	18,8	7,1	6,8	13,9	100,0	33,7	2,1	2,3	2,7	7,0	0,0	7,2	4,3	3,6	0,7	2,6		
45-54	46,1	65,9	12,8	6,7	3,0	13,7	75,2	48,2	6,7	2,3	2,5	12,0	1,6	2,1	1,7	1,9	0,0	1,1		
55-64	n.	27,8	9,8	4,6	0,0	13,8	60,1	31,9	0,0	0,0	0,0	10,8	n.	0,0	2,2	0,0	3,3	3,2		
65+	25,5	26,1	n.	n.	n.	44,4	19,6	13,2	16,2	0,0	0,0	12,6	0,0	0,0	n.	n.	n.	0,9		
Totaal	66,7	55,8	31,1	12,8	4,1	20,5	Totaal	75,6	33,7	5,5	1,5	1,9	9,7	Totaal	8,4	8,6	8,6	6,1	1,0	5,2
-34	13,8	27,2	32,7	6,3	7,2	18,2	26,7	24,3	3,7	0,0	0,0	9,5	61,7	62,0	11,8	7,5	5,9	26,6		
35-44	9,4	34,3	14,1	13,1	5,2	12,7	7,5	9,1	2,1	3,6	1,3	3,4	37,0	34,0	8,4	16,8	2,5	14,1		
45-54	23,8	13,5	4,8	4,2	0,1	6,3	51,3	17,1	8,1	0,0	0,0	8,7	15,2	14,3	4,4	5,5	2,0	6,8		
55-64	14,6	4,0	0,0	0,0	0,0	3,4	28,4	6,8	0,0	0,0	0,0	6,5	27,3	16,1	11,3	3,3	2,9	11,2		
65+	9,7	0,0	1,0	0,0	0,0	3,6	9,7	0,0	2,7	0,0	0,0	4,0	11,0	14,1	35,0	0,0	0,0	16,1		
Totaal	23,1	12,9	3,4	1,1	0,4	6,6	Totaal	23,0	13,0	3,0	1,0	0,0	7,0	Totaal	31,0	25,6	12,3	8,9	2,6	14,2

Bron: NBB (HFCS).

(1) Dit zijn huishoudens die minstens één hypothecair krediet hebben, ongeacht of ze ook niet-hypothecaire kredieten hebben.

(2) Dit zijn huishoudens die minstens één niet-hypothecair krediet hebben, ongeacht of ze ook hypothecaire kredieten hebben.

schulden te delgen. Deze buffer zou wel kunnen worden aangetast door een eventuele vastgoedcrisis. Binnen de groep van jonge huishoudens met een laag inkomen die een hypothecair krediet hebben, zijn er dus wel een aantal die het met hun huidig inkomen niet gemakkelijk hebben om hun schulden af te betalen. Vermits er in die groepen echter relatief weinig huishoudens zijn met een hypothecair krediet, en de meeste kredieten voldoende gedekt zijn door activa, heeft dit niet noodzakelijk zware macro-economische of prudentiële gevolgen. Omgekeerd zijn het vooral de jonge huishoudens uit de hoogste inkomenskwintielen die het vaakst en het meest lenen. De participatie in hypothecair krediet en de uitstaande doorsneebedragen zijn hier het grootst. Het blijkt echter dat in die groepen weinig of geen huishoudens problematische schuldratio's hebben. Zo heeft in deze groepen (veel) minder dan 10% van de huishoudens een debt-service-to-income ratio van meer dan 0,4. De meeste huishoudens kunnen hun schulden dus goed aflossen op basis van hun inkomensstromen. Deze laatste moeten dan uiteraard wel verzekerd blijven.

Zoals reeds gezegd (zie hoofdstuk 3), is het niet-hypothecair krediet meer over de huishoudens gespreid, zowel

inzake participatie als inzake uitstaande bedragen. Net als bij de huishoudens met hypothecair krediet, zijn het bij de huishoudens met niet-hypothecair krediet⁽¹⁾ evenwel opnieuw de jonge huishoudens met lage inkomens die vaker (te) hoge debt-service-to-income en debt-to-income ratio's hebben. Vanwege de doorgaans geringere uitstaande niet-hypothecaire schuldbedragen, hebben hier toch minder huishoudens dan bij de hypothecaire kredieten een te hoge schuldratio. Daar staat tegenover dat voor tal van jonge huishoudens (tot meer dan 60%) met een laag inkomen deze schulden onvoldoende gedekt zijn door activa (debt-to-asset ratio > 0,75). Het risico op uiteindelijke wanbetaling is hier dus groter, vooral wanneer deze huishoudens een negatieve inkomensschok moeten verwerken, bijvoorbeeld mochten ze hun baan verliezen. Door de typisch relatief lage uitstaande bedragen, blijven de mogelijke macro-economische gevolgen van deze problemen beperkt; de sociale gevolgen voor de getroffen huishoudens zijn daardoor evenwel niet minder zwaar.

(1) Dit zijn huishoudens die minstens één niet-hypothecair krediet hebben, ongeacht of ze ook hypothecaire kredieten hebben.

Kader – De impact van macro-economische schokken op de houdbaarheid van de schuld van de huishoudens

Zowel uit het oogpunt van het macro-economisch als het prudentieel beleid moet kunnen worden ingeschat welke impact verschillende types van macro-economische schokken hebben op de houdbaarheid van de schuld van de huishoudens. Macro-economisch beschouwd, kan een aantasting van de houdbaarheid, indien deze zou leiden tot strengere kredietvoorwaarden en/of een deleveragingtendens, immers nefaste gevolgen hebben voor de bestedingen van de huishoudens. Uit het oogpunt van het prudentieel beleid is het, gelet op het gewicht van de uitstaande kredieten aan huishoudens in de totale bankbalans, belangrijk te weten hoe gevoelig het kredietrisico (en dus de rentabiliteit van de financiële instellingen) is voor een verandering in de macro-economische omgeving (dat zijn de macro-economische stress tests).

In dit Kader trachten we na te gaan, en dit op basis van micro-economische gegevens afkomstig van de HFCS, wat in de Belgische economie de impact is van een aantal zware schokken (inkomens-, rente- en vastgoedprijsschokken) op de schuldratio's van de huishoudens. Zoals blijkt uit een recente studie van Ampudia et al. (2014), maken deze gegevens – afhankelijk van enkele hypothesen – een simulatie mogelijk van de impact die schokken hebben op de houdbaarheid van de schuld op gezinsniveau, rekening houdend met de sociaaleconomische kenmerken van de huishoudens alsook met de verdeling van inkomens, schulden en activa over de bevolking. Op basis van deze gegevens kunnen de resultaten van bijvoorbeeld macro-economische stress tests micro-economisch worden onderbouwd.

Voorts worden in dit Kader de bevindingen op basis van de HFCS ook aangevuld met informatie die wordt verkregen door het verloop van de geaggregeerde betalingsachterstanden, zoals geregistreerd in de CKP, te koppelen aan macro-economische variabelen. Deze analyse is weliswaar niet micro-economisch gefundeerd, maar

ze heeft het voordeel de impact op de houdbaarheid ex post te meten, dat betekent aan de hand van de werkelijke betalingsachterstanden.

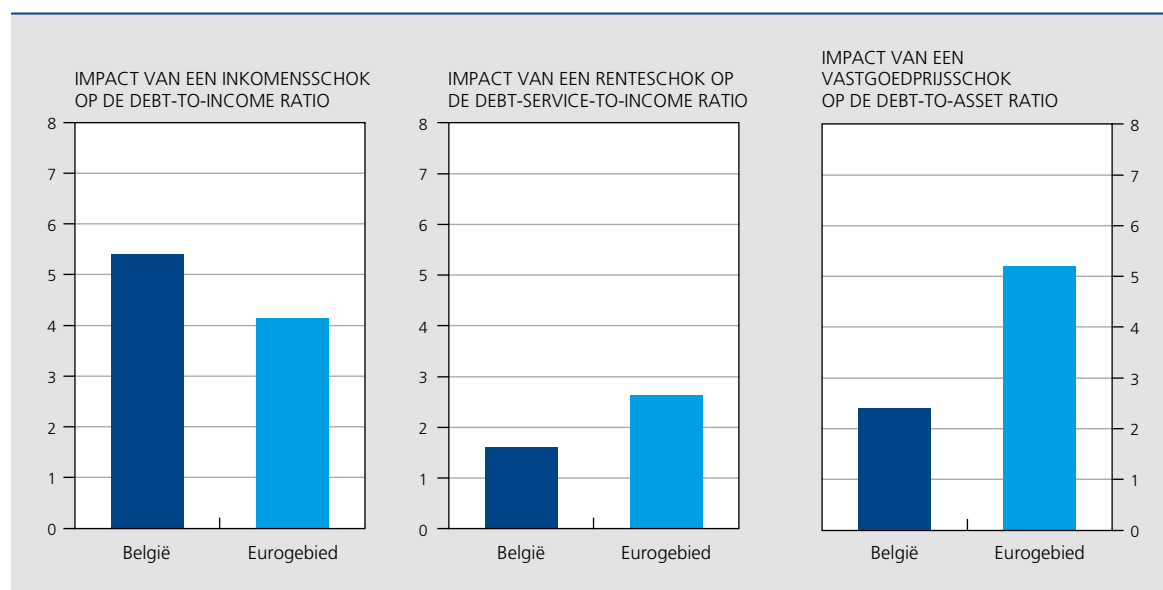
Op basis van HFCS-gegevens hebben Ampudia et al. (2014) voor de landen van het eurogebied geanalyseerd wat het effect is op de debt-to-income, debt-service-to-income en debt-to-asset ratio's van respectievelijk:

- een inkomensschok: een daling van het aantal tewerkgestelden met 10 %, waarbij het arbeidsinkomen gecompenseerd wordt door een werkloosheidsvergoeding;
- een renteschok: een stijging, met 300 basispunten, van de rente op hypothecaire kredieten met variabele rente;
- een vastgoedprijsschok: een daling van de vastgoedprijzen met 20 %.

De impact van een inkomensschok op de mediaanwaarde voor de debt-to-income ratio is in België, vergeleken met het eurogebied, vrij groot (5,4 tegen 4,1 procentpunt). Het effect van de overige schokken (rente en vastgoedprijzen) blijft evenwel beperkter, zowel in vergelijking met de inkomensschok als met de waarden voor het eurogebied. De renteschok zorgt in het eurogebied voor een sterkere stijging van de debt-service-to-income ratio (2,6 procentpunt) dan in België (1,6 procentpunt). Ook de daling van de vastgoedprijzen heeft in het eurogebied een zwaardere impact: de stijging van de debt-to-asset ratio bedroeg er 5,2 procentpunt, tegen 2,5 procentpunt in België. Volgens de resultaten van deze studie zijn de Belgische huishoudens (met schulden) relatief iets gevoeliger voor inkomensschokken dan die in het eurogebied. Deze resultaten kunnen micro-economisch worden verklaard door het feit dat in België bepaalde groepen reeds relatief hoge inkomensgerelateerde schuldratio's hebben en voornamelijk jongere huishoudens een zwaardere schuldenlast dragen. Jongere huishoudens hebben doorgaans nog geen of onvoldoende activa gevormd die ze te gelde kunnen maken wanneer zij een negatieve inkomensschok ervaren. De gevoeligheid voor een rente- of vastgoedprijsschok is daarentegen minder groot dankzij respectievelijk het klein gedeelte van de schuld dat uitstaat tegen variabele rentetarieven en de relatief goede dekking van de schulden van de Belgische huishoudens door activa (en dus een lage debt-to-asset ratio).

TOENAME VAN DE SCHULDRATIO'S VAN DE HUISHOUDENS BIJ ONGUNSTIGE SCHOKKEN

(wijziging in de mediaanratio voor huishoudens met schulden, in procentpunt)

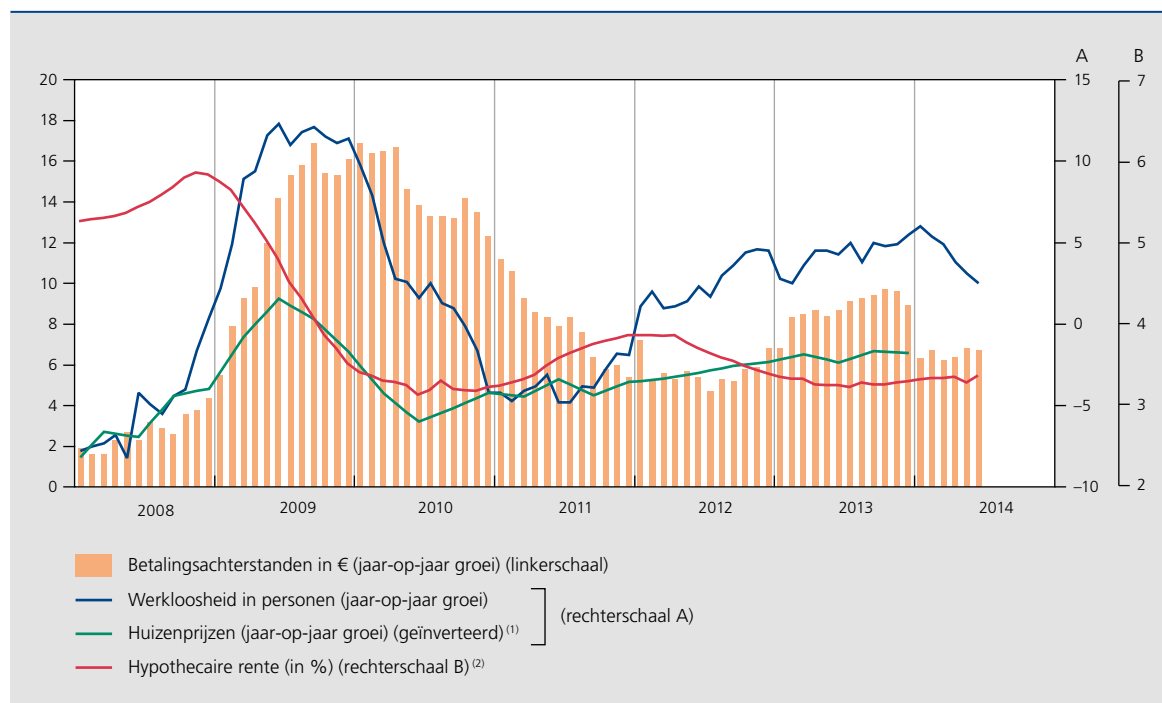


Bron: Ampudia et al. (2014).

Deze bevindingen worden over het algemeen bevestigd door het verloop van de betalingsachterstanden van de Belgische huishoudens. De wanbetalingen – die sedert januari 2007 door de CKP op maandbasis worden geregistreerd – maken het mogelijk om ex post na te gaan op welke wijze de macro-economische omgeving de houdbaarheid van de schulden van de huishoudens beïnvloedt. Daartoe wordt de samenhang tussen de wanbetalingen en de macro-economische variabelen over de cyclus gemeten. Om het cyclisch profiel van de nominale betalingsachterstanden (bedragen in €) te vatten, worden deze laatste weergegeven aan de hand van hun jaar-op-jaar groei. Het effect van de crisis is meteen duidelijk: van 2008 tot 2010 liepen de betalingsachterstanden sterk op. De inkomensschok wordt geïllustreerd door de verandering in de in personen uitgedrukte werkloosheid (jaar-op-jaar groei). De renteschok blijkt uit het verloop van de gemiddelde rente op de uitstaande hypothecaire kredieten (met een initiële rentevasteperiode van ten hoogste één jaar). De activaprijzen worden weergegeven aan de hand van de jaar-op-jaar groei van de huizenprijzen.

Over de beperkte periode waarvoor gegevens beschikbaar zijn, sluiten de veranderingen in de betalingsachterstanden in België het nauwst aan bij het verloop van de werkloosheid (correlatie 0,62). Beide reeksen kennen door de tijd een gelijkaardig verloop, waarbij de werkloosheid ietwat vooruit loopt op de wanbetalingen. Daarentegen kan de toename van de betalingsachterstanden niet gekoppeld worden aan de rente, die over de gehele periode een daling laat optekenen. De betalingsachterstanden laten wel de verwachte relatie optekenen met het verloop van de huizenprijzen. Stijgen deze laatste minder sterk of dalen ze, dan lopen de betalingsachterstanden forser op. De correlatie (-0,43) is evenwel minder sterk dan in het geval van de werkloosheid. Deze ex post analyse bevestigt dat tijdens de periode 2008-2014 persistente inkomensschokken, gemeten aan de hand van veranderingen in de werkloosheid, over het algemeen een significante impact hebben gehad op de houdbaarheid van de schuld van de Belgische huishoudens.

MACRO-ECONOMISCHE OMGEVING EN WANBETALINGEN VAN DE HUISHOUDENS



Bronnen: RVA, NBB (MIR, CKP).

(1) Nominale huizenprijzen, alle woningen, kwartaalobservaties lineair geïnterpoleerd op maandbasis.

(2) Gemiddelde bancaire rente op de uitstaande hypothecaire kredieten, met een initiële rentevaste periode van ten hoogste één jaar.

De resultaten dienen echter omzichtig te worden beoordeeld, vooral omdat we ons in dit artikel beperken tot een grafische analyse en het niet mogelijk is op basis van de beschikbare historiek een volledige cyclus te vatten. In verschillende empirische studies (Marcucci en Quagliariello, 2009; Laeven en Majnoni, 2003) wordt gewezen op een niet-lineaire relatie tussen het kredietrisico en de macro-economische omgeving. Zo zou het verloop van de wanbetalingen tijdens een recessie gevoeliger zijn voor de macro-economische omgeving dan tijdens een fase van hoogconjunctuur. Deze relatie wordt daarnaast ook bepaald door de risicobeoordelingsmodellen van de financiële instellingen. Een goede risicomonitoring – zowel de risicoanalyse binnen de banken als in de context van het macroprudentieel beleid – zou normaal gezien de relatie tussen de betalingsachterstanden en de macro-economische omgevingsfactoren moeten afzwakken.

4.2 Huishoudens met afbetalingsproblemen

Uit de gegevens van de HFCS kon worden afgeleid dat jonge Belgische huishoudens met een laag inkomen een groep vormen die potentieel een groter risico loopt schuldproblemen te hebben dan andere types huishoudens. Op basis van de studie van Ampudia et al. (2014) (zie het Kader hierboven voor meer details), blijkt bovendien dat die groep relatief sterk gevoelig is (vergeleken met het eurogebied) voor (negatieve) inkomensschokken. Gelet op die vaststelling is het interessant gebruik te maken van de gegevens van de CKP; aan de hand hiervan is het immers mogelijk, enerzijds, de uit de HFCS afgeleide bevindingen na te gaan en, anderzijds, te analyseren in hoeverre de verschillen in de risicoprofielen bewaarheid worden en tot uiting komen in uiteenlopende effectieve schuldproblemen. In het bijzonder wordt het verloop in de tijd van de gemiddelde wanbetalingsgraad per leeftijdscategorie van de kredietnemers geanalyseerd voor de hypothecaire kredieten en voor de consumentenkredieten. Vervolgens wordt onderzocht in hoeverre verschillen in dat verloop te verklaren vallen door een uiteenlopende gevoeligheid van de verschillende generaties voor inkomensschokken. Bij gebrek aan statistische gegevens over de inkomens per leeftijdsgroep worden die schokken benaderd aan de hand van de veranderingen in de werkloosheidsgraad van de diverse leeftijdscategorieën.

De omvang van de kredietverlening aan huishoudens en van de eventuele problemen van overmatige schuldenlast in de bevolking kan als geheel worden beschouwd, onder meer op basis van de CKP-gegevens en aan de hand van verscheidene indicatoren, zoals het deel van de bevolking dat over een krediet beschikt, het aandeel van de bevolking met afbetalingsproblemen, en het percentage kredietnemers of overeenkomsten met een betalingsachterstand. Met de gegevens van de CKP kunnen ook de ontwikkelingen tijdens de afgelopen jaren worden gevolgd, meer bepaald van 2006 tot 2013.

Van 2006 tot 2010 nam het aandeel van de bevolking van ouder dan 18 jaar die in de CKP is geregistreerd omdat ze ten minste één krediet had uitstaan, voortdurend toe, namelijk van 46,1% tot 56,9%. Nadat de toegestane debetsaldi in aanmerking waren genomen, liep die verhouding in 2012 op tot 70,6%⁽¹⁾. Die toename van het aandeel van de bevolking met schulden werd ook opgetekend voor de verschillende krediettypes. Zo steeg het aandeel van de meerderjarige bevolking met een uitstaand hypothecair krediet van 26,5% in 2006 tot 32,2% in 2012. Voor de consumentenkredieten liep dat aandeel nog sterker op, namelijk van 34,5% in 2006 tot 44,1% in 2010, en daarna tot 63,6% in 2012, doordat de debetsaldi werden meegerekend. De opgenomen bedragen namen tijdens dezelfde periode eveneens toe. Het gemiddelde bedrag van een nieuw hypothecair krediet was begin 2007 gelijk aan € 99 000, terwijl het eind 2013 uitkwam op € 109 500 (+10,7%). Voor de consumentenkredieten (alle soorten samen) had een nieuw krediet begin 2007 een gemiddelde waarde van € 9 400, tegen € 10 900 eind 2013 (+16,2%).

Met de financiële crisis kwam de aangroei van het aantal kredietnemers eveneens tot uiting in een stijging van het aantal wanbetalers (bij de bevolking ouder dan 18 jaar). Die toename van de wanbetalingen is echter niet alleen het gevolg van de aanwas van het aantal kredietnemers; de gemiddelde wanbetalingsgraad (gemeten via de verhouding tussen het aantal wanbetalers en het totale aantal debiteurs over de periode) ging vanaf de crisis eveneens omhoog. Zo bleef, bij de bevolking ouder dan 18 jaar, het aandeel van de in de negatieve centrale geregistreerde personen stabiel op ongeveer 2,8% tijdens de jaren die voorafgingen aan het uitbreken van de financiële crisis. Vervolgens, van 2009 tot 2012, nam dat percentage constant toe, tot 3,7%. De wanbetalingsgraad bij alle

(1) Laatst beschikbare cijfer voor de bevolking.

kredietnemers samen liep van 2006 tot 2008 licht terug, alvorens opnieuw te stijgen. In 2013 bedroeg hij 5,5 %.

Aangezien de wanbetalingsgraden verschillen in omvang volgens het krediettype, is het evenwel belangrijk een onderscheid te kunnen maken tussen de hypothecaire kredieten enerzijds en de consumentenkredieten anderzijds. Voor de hypothecaire kredieten beliep het aandeel van de kredietnemers met een betalingsachterstand eind 2012 0,5 % van de bevolking ouder dan 18 jaar. Voor de kredietnemers als geheel vertoonde de wanbetalingsgraad een neerwaartse tendens tot 2008 (1,36 %). Vervolgens nam hij daarentegen licht en constant toe, tot 1,52 % in 2013. Voor de consumentenkredieten (alle soorten samen) beliep het aandeel van de kredietnemers met een betalingsachterstand eind 2012 3,5 % van de bevolking ouder dan 18 jaar. De gemiddelde wanbetalingsgraad (aantal wanbetalers ten opzichte van het aantal kredietnemers) bedroeg 5,7 % in 2013, na een onafgebroken stijging sinds 2008.

Bovendien hangen de wanbetalingsrisico's eveneens af van de leeftijd van de kredietnemer, zoals blijkt uit de van de HFCS afkomstige gegevens. De reeksen van de CKP werden daarom eveneens uitgesplitst volgens die variabele.

De totale wanbetalingsgraad voor hypothecaire kredieten blijft relatief gering in België. De curves vertonen echter verschillen volgens de leeftijdsklasse van de kredietnemers. De wanbetalingsgraad neemt immers vanaf 2007-2008 toe voor de jongste leeftijdscategorieën (18-34 jaar en 35-44 jaar), terwijl hij daalt voor de oudste leeftijdsgroep (55-64 jaar). Voor de middelste leeftijdscategorie (45-54 jaar) wordt een daling van de wanbetalingsgraad vastgesteld tot in 2011, die werd gevolgd door een stijging aan het einde van de periode. De lage wanbetalingsgraad voor hypothecaire leningen in vergelijking met die voor consumentenkredieten vloeit wellicht voort uit de concentratie van dat soort krediet bij de huishoudens met een relatief hoog inkomen.

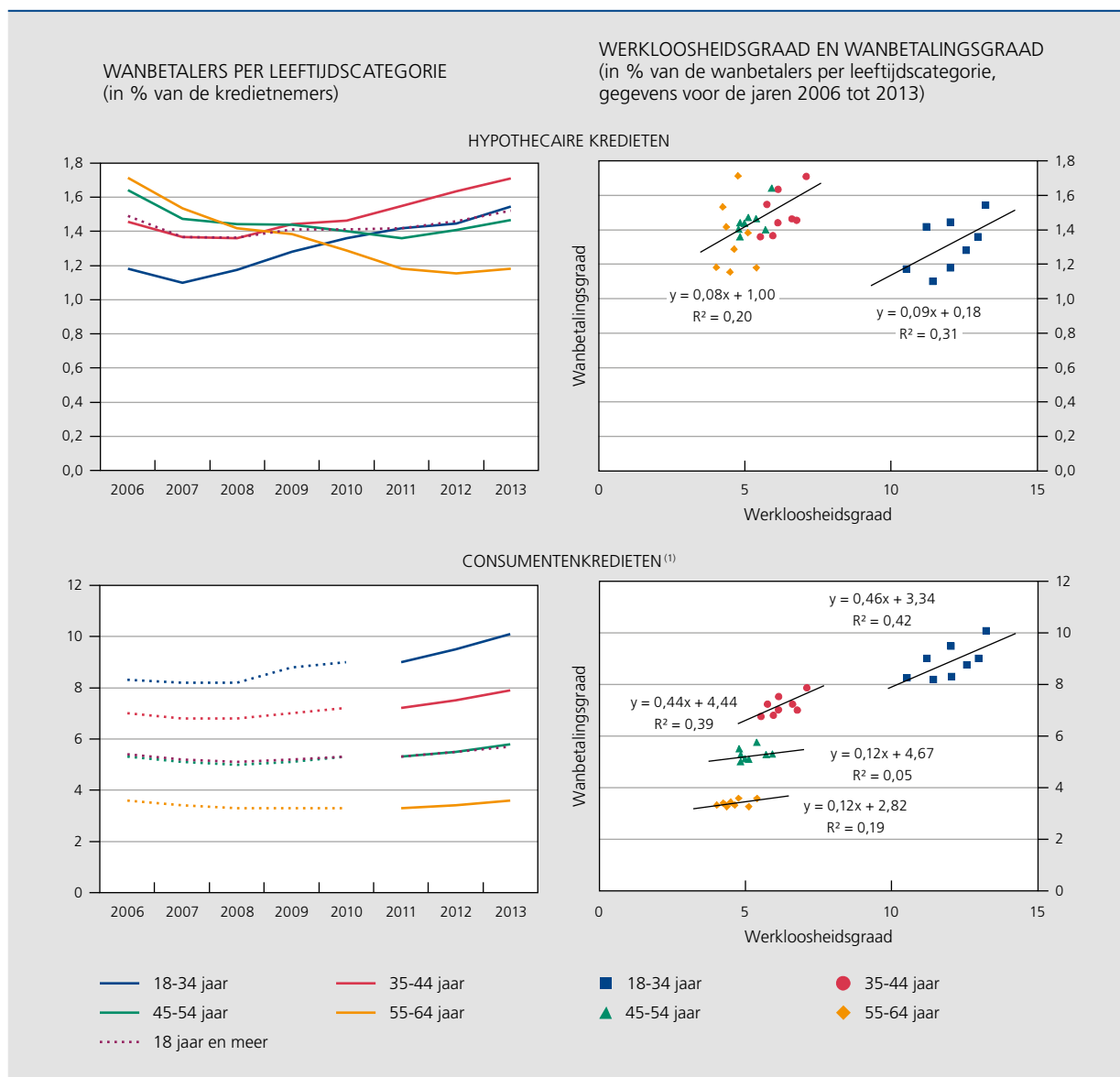
Het verloop van de gemiddelde wanbetalingsgraad voor hypothecaire kredieten kan deels worden verklaard door – persistente – veranderingen in de inkomens. Een parallelle analyse van de ontwikkelingen van de werkloosheidsgraad en de wanbetalingsgraad lijkt te bevestigen dat er tussen die beide variabelen een sterk positief verband bestaat, en onderstreept de relevantie van persistente inkomensschokken als belangrijke verklarende factor voor het verloop van de wanbetalingsgraden. De analyse per leeftijdsgroep geeft meer bepaald de volgende resultaten. Ten eerste lijkt er geen sprake van een leeftijdsgebonden structureel effect, aangezien de wanbetalingsgraden voor hypothecaire kredieten

al met al vergelijkbaar zijn ongeacht de beschouwde generatie. Ten tweede wordt zowel voor de jongste generaties (18-34 jaar) als voor de oudere (35 jaar en ouder) een positieve correlatie vastgesteld tussen het peil van de werkloosheidsgraad en de wanbetalingsgraad. De sterkere toename van de wanbetalingsgraden in de generaties van 18-34 jaar en 35-44 jaar aan het einde van de periode zou deels toe te schrijven zijn aan het verschillende verloop van de werkloosheidsgraden per generatie. Ten slotte lijkt er echter geen noemenswaardig verschil in gevoeligheid te zijn voor een verandering in de werkloosheidsgraad, aangezien de regressies die worden toegepast op de twee gegevensreeksen resulteren in relatief overeenkomstige hellingen.

Samengevat gaat een inkomensdaling (die wordt benaderd door een stijging van de werkloosheidsgraad) voor de hypothecaire kredieten gepaard met een toename van het aandeel van de wanbetalers. Daarentegen lijken de jongste generaties, over het geheel genomen en op dit ogenblik, daardoor niet sterker te zijn beïnvloed. Dit valt wellicht deels te verklaren doordat de markt van het hypothecaire krediet in België relatief gereguleerd is en dat de banken voorzichtig omspringen met het verstrekken van krediet.

Voor de consumentenkredieten (alle krediettypes samen) werden alle generaties kredietnemers getroffen door de toename van de wanbetalingsgraad tijdens de afgelopen drie jaar. De tendens is echter meer uitgesproken voor de jongste kredietnemers (18-34 jaar), waarvan één kredietnemer op tien (10,1 %) in 2013 een afbetalingsprobleem had voor ten minste één consumentenkrediet. Dat percentage bedroeg 7,9 % voor de personen van 35 tot 44 jaar, 5,8 % voor de 45- tot 54-jarigen, 3,6 % voor de kredietnemers van 55 tot 64 jaar, en 1,6 % voor de 64-plussers.

Net als voor de hypothecaire kredieten werd de gemiddelde wanbetalingsgraad voor consumentenkredieten vergeleken met het peil van de werkloosheidsgraad (die werd aangewend als benadering voor een neerwaartse verandering van het inkomenspeil) tussen 2006 en 2013. De algemene vaststelling is dezelfde: de wanbetalingsgraad neemt doorgaans toe wanneer de werkloosheidsgraad stijgt, ongeacht de beschouwde groep. Voor dit type van kredieten, en in tegenstelling tot de hypothecaire kredieten, wordt echter een generatie-effect waargenomen: de gemiddeld hogere werkloosheidsgraad van de jongste generaties komt immers tot uiting in een eveneens hogere wanbetalingsgraad. Bovendien blijkt de correlatie tussen het aandeel van de wanbetalers en het peil van de werkloosheidsgraad voor de 18-34-jarigen en de 35-44-jarigen sterker te zijn dan voor de oudere leeftijdsgroepen.



Bronnen: ADSEI (EAK), NBB (CKP).

(1) De in 2011 ingevoerde methodologische verandering, waarbij aan de CKP werd gevraagd de toegestane debetsaldi op zichtrekeningen te registreren, leidde tot een breuk in de reeksen van de gegevens betreffende consumentenkredieten tussen 2010 en 2011. Om die breuk te verwijderen, werd in 2010 de wanbetalingsgraad gelijkgesteld aan de opgetekende waarde in 2011. Vervolgens werd de reeks over de periode 2006-2009 getropoleerd gebruikmakend van de veranderingpercentages van de originele reeks.

Dit resultaat zou kunnen wijzen op een grotere gevoeligheid van de jonge generaties voor een inkomensdaling. Hun solvabiliteit zou hierdoor sterker worden verlaagd. Dit effect geldt specifiek voor de consumentenkredieten.

Conclusie

In dit artikel werd een analyse gemaakt van het verloop en de verdeling van de schuldenlast van de Belgische huishoudens. Door tegelijk gebruik te maken van gegevens

van macro-economische en micro-economische aard, die elkaar onderling aanvullen, konden een aantal conclusies worden getrokken over de schuldenlast van de huishoudens, zowel op een geaggregeerd niveau als op individueel vlak. Ze kunnen als volgt worden samengevat.

De macro-economische statistieken tonen een veeleer gunstige situatie voor de schuldenlast van de Belgische huishoudens, vergeleken met het eurogebied. De verschillende indicatoren met betrekking tot de schuldpositie zijn in België lager. Ze tonen echter een aanmerkelijke en

constante stijging van de schuldenlast van de huishoudens tijdens de afgelopen tien jaar. Het is wenselijk met die opwaartse tendens rekening te houden en deze te volgen, wegens de potentieel ongunstige invloed ervan op de economische bedrijvigheid en de financiële stabiliteit, met name bij belangrijke negatieve schokken.

De micro-economische gegevens tonen echter aan dat er binnen de kredietnemers groepen zijn met een kwetsbare inkomensgerelateerde schuldratio, en dat in ongeveer dezelfde mate als in het eurogebied. Tevens blijkt uit de gegevens van de HFCS dat vooral jonge huishoudens en huishoudens met een lager inkomen te kampen hebben met relatief hoge schulden ten opzichte van hun inkomen, wat een broze liquiditeitspositie doet vermoeden. Die groepen maken evenwel relatief weinig gebruik van de kredietmarkt en wanneer ze schulden hebben, zijn dit vaak kleine leningen. Daarentegen zijn de schulden van de Belgische huishoudens over het geheel genomen beter gedekt door activa dan in het eurogebied.

Van de huishoudens met een uitstaand hypothecair krediet zijn het de jongste groepen met een laag inkomen die de hoogste schuldgraad vertonen ten opzichte van hun inkomen. De meeste van die huishoudens hebben echter niet te kampen met een buitensporige ratio van het schuldenvolume ten opzichte van hun activa (debt-to-asset ratio). Uit die bevindingen blijkt dat de meeste huishoudens

over voldoende activa beschikken om bij problemen hun schulden weg te werken. De overige krediettypes – de niet-hypothecaire kredieten – zijn gelijker verdeeld (zowel qua participatie als qua volumes) over de huishoudens die dat krediettype aangingen. Bij de huishoudens die ten minste één niet-hypothecair krediet hebben gesloten, zijn het opnieuw de jongere huishoudens met een lager inkomen die vaak (te) hoge inkomensgerelateerde schuldratio's vertonen, mogelijk mede als gevolg van een lopend hypothecair krediet. Voor veel jonge huishoudens met een laag inkomen die een niet-hypothecair krediet hebben opgenomen, worden de schulden niet volledig gedekt door activa. Het wanbetalingsrisico is voor deze groep huishoudens dus het grootst.

De gegevens van de Centrale voor kredieten aan particulieren wijzen op een stijging van de wanbetalingsgraden in de jaren na de crisis, ook al blijft het aantal wanbetalers in België beperkt, ten minste voor de hypothecaire kredieten. De gegevens van de CKP bevestigen bovendien dat jonge particulieren meer af te rekenen hebben met betalingsachterstallen op hun kredieten. Voor die groep wordt ook een sterkere correlatie vastgesteld tussen de terugbetalingsproblemen en het peil van de werkloosheidsgraad, wat de grotere gevoeligheid van deze categorie voor inkomensschokken aantoont. Dit verschil in gevoeligheid geldt echter specifiek voor de consumentenkredieten.

Bibliografie

Ampudia M., H. van Vlokhoven en D. Zochowski (2014), *Financial fragility of euro area households*, ECB, Working Paper (forthcoming).

Ando A. en F. Modigliani (1963), 'The 'life-cycle' hypothesis of saving: aggregate implications and tests', *American Economic Review*, 53 (1), 55–84.

Bover O., J.M. Cassado, S. Costa, Ph. Du Caju, Y. McCarthy, E. Sierminska, P. Tzamourani, E. Villanueva en T. Zavadil (2013), *The Distribution of Debt Across Euro Area Countries: The Role of Individual Characteristics, Institutions and Credit Conditions*, NBB, Working Paper 252.

Bruggeman A. en Ch. Van Nieuwenhuyze (2013), 'Omvang en dynamiek van de schuldbelasting in België en in het eurogebied', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 61-83.

Du Caju Ph. (2012), 'Activavorming door de gezinnen tijdens de financiële crisis', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 91-105.

Du Caju Ph. (2013), 'Structuur en verdeling van het gezinsvermogen: een analyse op basis van de HFCS', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 41-63.

Du Caju Ph., F. Ryx en I. Tojerow (2014), *What Drives Household Over-indebtedness? A Microeconomic Perspective*, mimeo.

HFCN, Eurosystem Household Finance and Consumption Network (2013a), *The Eurosystem Finance and Consumption Survey: Methodological Report for the First Wave*, ECB, Statistics Paper Series 1, April.

HFCN, Eurosystem Household Finance and Consumption Network (2013b), *The Eurosystem Finance and Consumption Survey: Results from the First Wave*, ECB, Statistics Paper Series 2, April.

HFCN, Eurosystem Household Finance and Consumption Network (2013c), *The Eurosystem Finance and Consumption Survey: Statistical Tables*, ECB, Statistics Paper Series, April.

Meer informatie over het HFCN en de HFCS is te vinden op de website van de Europese Centrale Bank: http://www.ecb.int/home/html/researcher_hfcn.en.html.

Laeven L. en G. Majnoni (2003), 'Loan loss provisioning and economic slowdowns: too much, too late?', *Journal of Financial Intermediation*, 12 (2), 178–197.

Marcucci J. en M. Quagliariello (2009), 'Asymmetric effects of the business cycle on bank credit risk', *Journal of Banking and Finance*, 33 (9), 1624–1635.

Lessen uit de Verenigde Staten voor het institutioneel ontwerp van de EMU

P. Butzen
S. Cheliout
H. Geeroms

Inleiding

Reeds tijdens de voorbereiding van de overschakeling op de euro was men zich ervan bewust dat de meeste lidstaten van de EU minder goed dan de vijftig staten van de VS voldeden aan de criteria van een Optimale Muntzone (Optimal Currency Area of OCA). De graad van economische convergentie, de loon- en prijsflexibiliteit alsook de arbeidsmobiliteit tussen de toekomstige lidstaten van het eurogebied leken immers beperkter dan die tussen de VS-staten. De OCA-theorie stelt dat, bij ontstentenis van voldoende convergentie en flexibiliteit, een monetaire unie nood heeft aan solidariteit tussen de lidstaten via overdrachten, meestal vanuit een gemeenschappelijke begroting. In de OCA-theorie werd de financiële zijde van de economie aanvankelijk niet beschouwd, aangezien kapitaalbeperkingen toen nog zeer courant waren. Degelijk geïntegreerde financiële markten bieden echter een alternatief kanaal om idiosyncratische schokken op te vangen. Ook de oprichting van een gemeenschappelijk fonds voor de afwikkeling van faillierende banken zou een vorm van risicodeling (risk sharing) kunnen inhouden.

Hoewel de lidstaten van de EMU ongelijkmatig en onvoldedig aan de OCA-criteria voldeden, werd er toch voor gekozen om met de monetaire unie – op zijn minst een evenzeer politiek als economisch project, van start te gaan. Vooropgesteld werd dat – precies door het invoeren van de gemeenschappelijke munt – de voordelen van dit waardevolle project op termijn nog zouden toenemen en dat de nadelen zouden afnemen.

In combinatie met de gemeenschappelijke markt, die in principe begin 1993 voltooid had moeten zijn, zou de euro immers, naar verhoopt, de communautaire handel intensiveren, terwijl hij de convergentie tussen de lidstaten zou bevorderen en hij de financiële markten zou integreren. Er werd tevens aangenomen dat er aanpassingsmechanismen in werking zouden treden die onevenwichtigheden zouden corrigeren. Zo werd onder meer betoogd dat de effecten van een oververhitte economie, gepaard gaande met een hoge inflatie en tekorten op de lopende rekening, mettertijd zouden worden gecorrigeerd door de negatieve impact, op de groei, van een verlies aan concurrentievermogen. Voorts werd ervan uitgegaan dat eventuele verschillen qua landenrisico zich zouden weerspiegelen in de prijszetting van de overheidsschuld op de financiële markten. Dit zou op afdoende wijze begrotingsdiscipline afdwingen en besmettingseffecten beperken. De 'no bail-out'-clausule in het EU-Verdrag zou voor een dergelijke differentiatie door de financiële markten voldoende zijn.

Mede tegen de achtergrond van de verwachte voortgaande convergentie en in de veronderstelling van een gedifferentieerde prijszetting door de financiële markten, werd voor de EMU een unieke institutionele structuur opgezet waarbij het monetair beleid werd eengemaakt, terwijl het begrotings- en structureel beleid overwegend nationaal bleven. Het historisch voorstel van Pierre Werner voorzag in een meer gecentraliseerde economische coördinatie, maar de politieke wil voor deze belangrijke bevoegdheids-overdracht naar het Europese niveau bleek in de jaren negentig niet aanwezig te zijn. Ter vervanging van een vorm van Europese economische regering werd de coördinatie

van het begrotingsbeleid vastgelegd in Europese regels teneinde de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te garanderen. Voor het overig macro-economisch beleid, alsook voor het structureel economisch beleid, werd enkel in een 'zachte' vorm van coördinatie voorzien, zonder bindende regels en gebaseerd op het Verdragsartikel dat bepaalt dat de lidstaten hun economisch beleid als een zaak van gemeenschappelijk belang beschouwen. Ook het banktoezicht, de bankenafwikkeling en de depositobescherming bleven nationale bevoegdheden, met alleen maar een vrij zwakke en vrijblijvende coördinatie tussen de bevoegde nationale autoriteiten.

Zodra de euro was ingevoerd – waardoor het wisselkoersrisico tussen de landen van het eurogebied wegviel – trok de handel binnen het eurogebied, zoals verwacht, verder aan en kreeg de financiële integratie een extra impuls. Enkele hypothesen van vóór de start van de euro bleken achteraf beschouwd evenwel niet gefundeerd.

De gedifferentieerde prijszetting door de financiële markten kwam er niet; na de invoering van de euro convergeerden de rentetarieven zo goed als volledig naar de laagste rentetarieven, ondanks de uiteenlopende economische fundamentals en de landspecifieke risico's. De rentetarieven werden trouwens ook buiten het eurogebied en voor andere activa dan de overheidsschuld genivelleerd. Deze neerwaartse convergentie droeg in verscheidene eurolanden in hoge mate bij tot een overmatige schuldvorming door de overheid en/of de private sector.

Het aanpassingsmechanisme via het concurrentievermogen bleek bovendien, tegen de verwachtingen in, onvoldoende of in ieder geval te traag te werken, zodat op macro-economisch vlak de onevenwichtigheden ongehinderd bleven toenemen. De inzake economische coördinatie geldende regelgeving kon dit niet verhinderen, al was het maar omdat ze vaak te soepel of helemaal niet werd toegepast.

Aan financiële zijde was de verdieping van de gemeenschappelijke markt gepaard gegaan met omvangrijke, toenemende en blijkbaar zeer volatiele grensoverschrijdende bancaire kapitaalstromen. De liberalisering van de financiële regelgeving droeg er bovendien toe bij dat sommige banken zodanig gegroeid waren dat een reddingsoperatie door hun nationale overheid budgettair moeilijk haalbaar was geworden, terwijl Europa deze verantwoordelijkheid hoofdzakelijk bij de lidstaten had gelaten.

In een dergelijke onstabiele situatie begonnen vanaf eind 2009, naar aanleiding van de toenemende bezorgdheid over de Griekse overheidsfinanciën, de

rendementsverschillen op de overheidsschuld tussen sommige landen van het eurogebied sterk op te lopen. Dit mondde uit in de overheidsschuldencrisis van het eurogebied die vervolgens escaleerde door de vicieuze cirkel tussen banken en overheden.

Er werden meerdere ad-hocinstrumenten gecreëerd, maar de onrust op de financiële markten bedaarde slechts geleidelijk toen het Eurosysteem in de zomer van 2012 de outright monetaire transacties (OMT's) aankondigde. Deze maatregel beoogt evenwel geen duurzame oplossing voor de overheidsschuldencrisis, maar hij kan de beleidsmakers wel de tijd geven om het institutioneel design van de EMU bij te sturen en in de afzonderlijke lidstaten de onevenwichtigheden te corrigeren.

Ondertussen is er in beide domeinen flink voortgang geboekt en liggen er nieuwe voorstellen op tafel. Met het oog op eventuele, in dit verband te trekken lessen voor de EMU, worden in dit artikel belangrijke aspecten van een succesvolle monetaire unie, meer bepaald de Verenigde Staten, geanalyseerd. De Amerikaanse economie is immers vergelijkbaar qua omvang en graad van ontwikkeling. Voorzichtigheid is echter geboden; er zijn immers ook grote verschillen, meer bepaald het feit dat de Verenigde Staten een natiestaat zijn en het eurogebied slechts een unie van soevereine landen is.

Dit artikel is als volgt opgebouwd. In het eerste hoofdstuk worden de kenmerken van de Verenigde Staten en het eurogebied getoetst aan de criteria die de OCA-theorie naar voren schuift. In het tweede hoofdstuk wordt een vergelijking gemaakt tussen de bestaande bankenunie in de Verenigde Staten en die waarover in het eurogebied een akkoord werd bereikt. In hoofdstuk drie wordt nagegaan hoe de Amerikaanse budgettaire solidariteit verloopt en of dit mechanisme in Europa haalbaar is. Tot slot volgen enkele conclusies.

1. De Verenigde Staten en het eurogebied in het licht van de Optimum Currency Area-theorie

1.1 De Optimum Currency Area-theorie

Bij het bestuderen van monetaire unies wordt vaak verwezen naar de Optimum Currency Area-theorie (OCA). Deze theorie specificceert de voorwaarden waaraan een monetaire unie moet voldoen opdat de voordelen van de invoering van de gemeenschappelijke munt – bijvoorbeeld lagere transactiekosten – de nadelen zouden compenseren van het opgeven van een onafhankelijk monetair

beleid met verlies van rente en wisselkoers als beleidsinstrumenten om schokken op te vangen.

De OCA-theorie werd begin jaren zestig ontwikkeld door Mundell, McKinnon en Kenen. De OCA-literatuur is sedertdien geëvolueerd en kreeg in de aanloop naar de EMU opnieuw veel aandacht (Corsetti, 2008). Sommige waarnemers betwijfelden of een dergelijke heterogene groep van landen een succesvolle muntunie zou kunnen vormen. Die sceptische visie werd echter niet gedeeld door andere waarnemers die ervan uitgingen dat de EMU tussen de deelnemende landen een geleidelijke economische convergentie zou bewerkstelligen (endogene OCA), wat de slaagkansen van het project zou waarborgen. Het recente verleden heeft echter duidelijk de tekortkomingen in de institutionele opzet van de EMU blootgelegd. Hoewel uit de OCA-theorie veel lering kan worden getrokken, blijft de EMU een complex en door de tijd evolutief project dat vaak unieke oplossingen vergt.

1.1.1 De basiscriteria

Het al dan niet optimaal zijn van een monetaire unie kan worden nagegaan op basis van een aantal 'traditionele' criteria (Mongelli, 2008). Aan de hand van deze laatste kan worden uitgemaakt of de baten van een monetaire integratie groter zijn dan de ermee gepaard gaande kosten. Wordt aan die criteria voldaan, dan zal de impact van asymmetrische schokken beperkt blijven omdat de economische aanpassing, ondanks het verlies aan soevereiniteit inzake monetair beleid, vlot zal verlopen.

1. Idealiter vormen de deelnemende economieën een homogene groep, wat betekent dat ze een hoge mate van economische **convergentie** moeten vertonen. Gemeenschappelijke schokken zullen dan immers een vergelijkbare uitwerking hebben en economieën met een soortgelijke economische structuur zullen minder onderhevig zijn aan asymmetrische schokken. Meer integratie, en derhalve openheid, bevordert normaal gesproken het convergentieproces.
2. **Flexibele prijzen en lonen** zijn noodzakelijk om de resterende verschillen tussen de lidstaten van een monetaire unie te verkleinen en asymmetrische schokken op te vangen. Gelet op de geringere beleidsruimte als gevolg van het wegvallen van het instrument van de nominale wisselkoers, is voldoende flexibiliteit belangrijk om de door een negatieve schok getroffen landen in staat te stellen hun lonen en relatieve prijzen aan te passen teneinde hun concurrentievermogen te herstellen.

3. **Factormobiliteit inclusief arbeidsmobiliteit** kan de druk op lonen en prijzen in oververhitte regio's verlichten. Dit argument, dat oorspronkelijk werd aangevoerd door Mundell, is verwant met de theorie van de internationale handel, volgens welke de mobiliteit van de productiefactoren een herschikking van de middelen binnen een gebied mogelijk maakt. Voldoende arbeidsmobiliteit kan bijvoorbeeld voorkomen dat de werkloosheid in sommige regio's toeneemt als gevolg van een negatieve vraagschok, alsook dat in sommige gebieden waar de vraag stijgt, de inflatie onder opwaartse druk komt. Kapitaalstromen maken een betere bundeling van de beschikbare middelen (pooling of reserves) mogelijk, alsook een betere risicospreiding tussen de lidstaten: buitenlandse houders van activa van een land zullen deels eventuele schommelingen van de prijzen van die activa moeten dragen. Dankzij deze kapitaalstromen kunnen ook mogelijke tijdelijke nadelige schokken in een bepaald land worden opgevangen, bijvoorbeeld door kredietverlening van overschotlanden aan het getroffen land; zo maken ze een afvlakking mogelijk van de bestedingen van huishoudens en ondernemingen.

Financiële integratie mag echter geen substituut voor een permanente aanpassing zijn (bijvoorbeeld inzake prijzen en lonen) wanneer deze laatste noodzakelijk is; ze kan in dat geval het proces enkel vlotter helpen laten verlopen door ertoe bij te dragen de negatieve schok op de bestedingen af te zwakken. Sommige auteurs hebben ook nuances aangebracht en gewaarschuwd voor mogelijke destabiliserende effecten van de kapitaalstromen (bv. 'sudden stop').

4. Aan die criteria dient nog de **diversificatie van de productie en de consumptie** en, derhalve, van de uitvoer te worden toegevoegd, waardoor de impact van schokken op een enge productcategorie wordt beperkt.
5. **Correctiemechanismen op federaal niveau** – het niveau dat de deelnemende landen overkoepelt – kunnen de resterende verschillen helpen verkleinen, bijvoorbeeld overdrachten via een federale begroting.

1.1.2 De 'meta'-criteria

De 'klassieke' criteria kunnen moeilijk meetbaar blijken, waardoor het wellicht niet zo eenvoudig is om op grond van de opgetekende eigenschappen te besluiten tot het bestaan van een OCA. Zo heeft een tweede en meer recente golf van onderzoek uit de empirische literatuur nieuwe 'meta'-indicatoren belicht. Laatstgenoemde gaan over de overeenkomst tussen de impact van de schokken.

Ze trachten alle traditionele criteria te vatten via hun interacties. De onderliggende intuïtie is immers dat indien de weerslag van vraag- of aanbodschokken, alsook de snelheid van aanpassing bij de partners vergelijkbaar zijn, dat het prijskaartje voor het prijsgeven van monetaire soevereiniteit zou beperken.

1.1.3 Enkele beperkingen en kritische bedenkingen met betrekking tot de OCA-theorie

Naast de problemen inzake meetbaarheid, is het mogelijk dat de 'klassieke' eigenschappen van Optimale Muntgebieden moeilijk aan elkaar kunnen worden getoetst en ze soms in tegenovergestelde richtingen kunnen overhellen en zo tot weinig afdoende resultaten kunnen leiden ('inconclusiveness problem'). Een zeer open economie in termen van handelstromen met een groep partnerlanden zou bijvoorbeeld aangeven dat de invoering van vaste wisselkoersen met die landen gunstig voor haar zou zijn. Indien dat land niettemin eveneens een zeer lage mobiliteit van zijn productiefactoren, met name van arbeid, vertoont, zou volgens de OCA-theorie daarentegen een stelsel van zwevende wisselkoersen moeten worden aangehouden.

Bovendien zijn de 'klassieke' criteria bij constructie retrospectief; ze berusten op gegevens uit het verleden. Ze kunnen derhalve geen eventuele wijzigingen inzake voorkeur of beleidskeuzes, zoals het opzetten van monetaire eenmaking, weerspiegelen. Verscheidene auteurs hebben derhalve de vraag van het bestaan van 'endogene' effecten opgeworpen, het feit een gemeenschappelijke munt aan te nemen en daardoor een gunstig proces op gang te brengen dat mettertijd leidt tot nog meer convergentie tussen de landen (hypothese van endogeniteit). Bovendien brengt de instelling van een OCA duurzame en sterke (commerciële en politieke) verbintenissen van haar leden met zich, wat vooruitzichten biedt inzake investeringen en intensivering van de handelsbetrekkingen op langere termijn.

Die hypothese werd weerlegd in de specialisatietheorie van Krugman. Volgens deze laatste zullen landen die steeds meer geïntegreerd worden, zich doorgaans gaan specialiseren in goederen en diensten waarvoor ze een comparatief voordeel vertonen. Een toegenomen specialisatie impliceert een minder gediversifieerde productie, waardoor de landen kwetsbaarder worden voor asymmetrische schokken. In die hypothese heeft zulks tot gevolg dat voor het verlies aan soevereiniteit over het monetairbeleidsinstrument daarentegen een hoge prijs zou moeten worden betaald.

1.2 Een OCA-evaluatie van de Verenigde Staten en het eurogebied

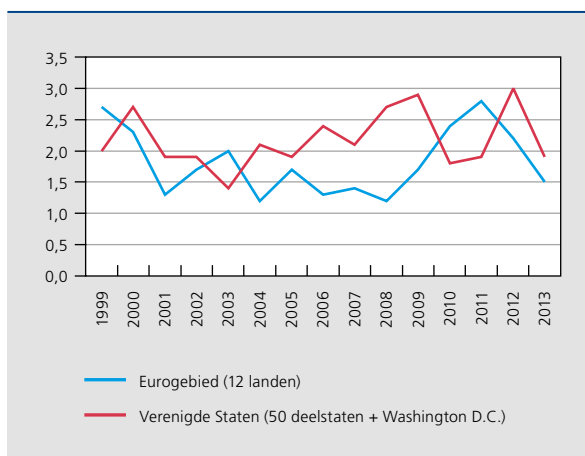
1.2.1 Economische convergentie

Deze dimensie kan worden gevat in een aantal indicatoren die nagaan hoe homogeen een monetaire unie is. Hiertoe worden de regionale cijfers van de lidstaten van een unie bestudeerd. Over het algemeen wordt aangenomen dat de Amerikaanse economie veel homogener is dan die van het eurogebied. Een snel overzicht van een aantal relevante variabelen ter zake toont evenwel aan dat de regionale verschillen in het eurogebied doorgaans vergelijkbaar zijn met die in de Verenigde Staten.

De groeiverschillen in het eurogebied, afgemeten aan de standaardafwijking van de bbp-groei van de lidstaten, waren de afgelopen decennia kleiner dan die in de Verenigde Staten. Tijdens de crisis bereikten de groeiverschillen in beide zones een piek (in het eurogebied als gevolg van de zware recessie die zich in de periferie van deze regio manifesteerde). In 2013 liepen de verschillen in bbp-groei in de twee gebieden terug tot een niveau vergelijkbaar met dat van vóór de crisis. De economische convergentie binnen een monetaire unie wordt vaak ook gemeten door voor een bepaalde periode de correlatie te berekenen tussen de bbp-groei van elk van de leden en die van de unie in haar geheel. Deze maatstaf tracht het synchroon verloop van conjunctuurcycli te vatten. Volgens deze maatstaf is de economische convergentie in de VS-staten algemeen beschouwd vergelijkbaar met die in de eurolanden.

GRAFIEK 1 VERSCHILLEN IN BBP-GROEI TUSSEN HET EUROGEBIED EN DE VERENIGDE STATEN

(standaardafwijking tussen landen (of deelstaten), in procentpunt van de groei)

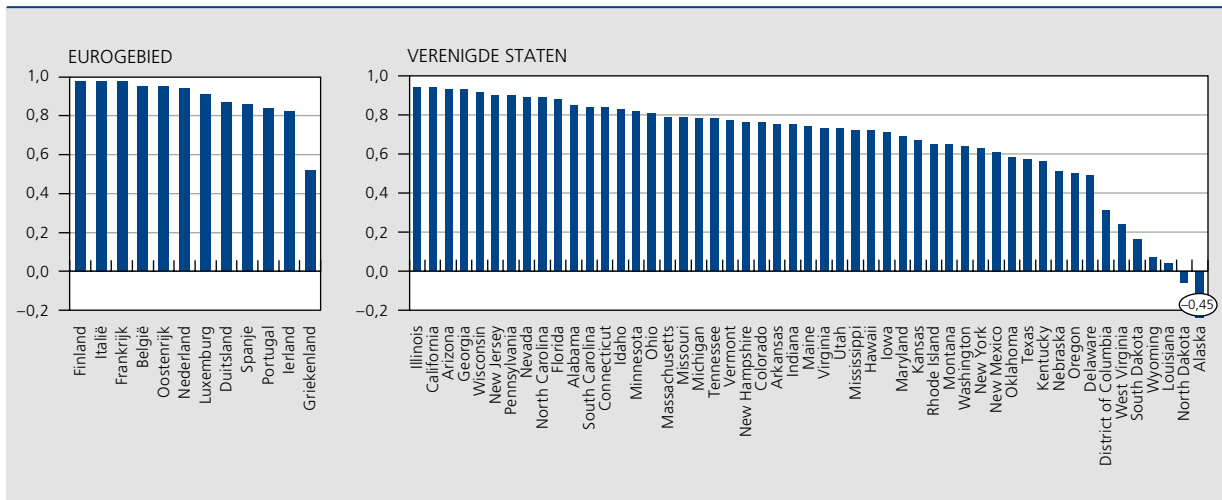


(1) Bronnen: EC, BEA.

GRAFIEK 2

SYNCHRONICITEIT VAN DE GROEI IN HET EUROGEBIED EN IN DE VERENIGDE STATEN

(correlatie tussen de groei van de landen (deelstaten) en die van het eurogebied (Verenigde Staten) in de periode 1999-2013)



(1) Bronnen: EC, BEA.

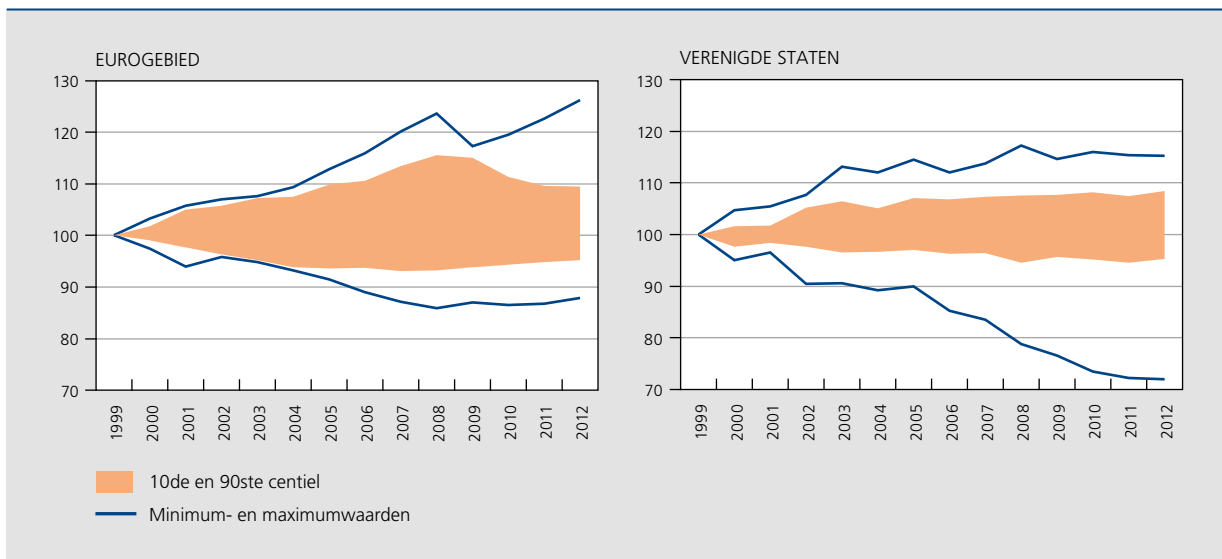
Terwijl de economische cycli in de Verenigde Staten en in het eurogebied (sinds de invoering van de EMU) een vrij analoog verloop vertonen, lijken regionale verschillen in elke zone daarentegen in de loop van de tijd te hebben aangehouden. De onderliggende oorzaken van de regionale verschillen in economische resultaten vertonen gelijkenissen in de twee gebieden. Met name de effecten van de crisis op de diverse landen van het eurogebied lieten een vergelijkbaar patroon optekenen met dat in

de afzonderlijke staten van de VS. De zwaarst getroffen landen en staten zijn degene waarin een aanvang werd gemaakt met het bijsturen van onevenwichtigheden of die waarvan sommige structurele problemen niet vóór de crisis waren aangepakt. In de Verenigde Staten hadden Nevada, Arizona, Florida of Californië een aanhoudende stijging van de vastgoedprijzen laten optekenen. Bij het uitbreken van de crisis stortten de vastgoedprijzen er in. Evenzo ontstond er in verscheidene landen van het

GRAFIEK 3

DYNAMIEK VAN DE ARBEIDSKOSTEN PER EENHEID PRODUCT IN HET EUROGEBIED EN IN DE VERENIGDE STATEN

(indexcijfers 1999 = 100)



(1) Bronnen: EC, BEA.

eurogebied vóór de crisis een vastgoedzeepbel (Spanje, Ierland). De verschillen in de regionale resultaten kunnen eveneens worden toegeschreven aan structurele factoren. In de Verenigde Staten is de regio van de Great Lakes sterk afhankelijk van de verwerkende nijverheid. Hierdoor is de groei er tijdens de afgelopen decennia aan de lage kant gebleven. Zo ook hadden sterke structurele rigiditeiten in sommige landen van het eurogebied (zoals Portugal) geleid tot lager dan gemiddelde groeicijfers.

In het eurogebied convergeerden vóór de start van de EMU ook de loonkosten per eenheid product. Sinds 1999 is de regionale spreiding van die loonkosten in het algemeen slechts ietwat kleiner in de Verenigde Staten. Tegelijkertijd bestaat er in de beide zones nog een grote maximale spreiding; uit de gedetailleerde gegevens blijkt dat er in de beide unies regio's zijn waar de verandering van de loonkosten per eenheid product persistent boven of onder het gemiddelde uitkomt.

De conclusie inzake economische convergentie is dus dat er in een goed functionerende monetaire unie zoals de Verenigde Staten verschillen blijven bestaan en dat die verschillen doorgaans vergelijkbaar zijn met die in het eurogebied. Economische heterogeniteit is dus kennelijk geen argument voor de negatieve houding ten opzichte van de levensvatbaarheid van het eurogebied.

1.2.2 Flexibiliteit

Een monetaire unie met onderlinge verschillen tussen de leden of die getroffen wordt door een asymmetrische schok, maar die qua mobiliteit van de productiefactoren en loon/prijsvorming voldoende flexibel is, kan het wegvallen van de wisselkoers en het monetair beleid als aanpassingsmechanismen opvangen.

Wat de factor arbeid betreft, voldoet het eurogebied veel minder dan de Verenigde Staten aan de flexibiliteitsvoorwaarden. Uit een vergelijking van de gegevens voor het jaar 2006, concluderen Gakova en Dijkstra (2008) dat de migratie tussen de Amerikaanse staten *grosso modo* tweemaal groter is dan die tussen landen van de EU, of zelfs nog meer indien de EMU in aanmerking wordt genomen. De arbeidsmobiliteit in de EMU is mettertijd echter enigszins toegenomen. Volgens Van Beers et al (2014), die een periode tot 2012 behandelen, blijft het vermogen om dankzij arbeidsmobiliteit nadelige werkgelegenheidsschokken op te vangen groter in de Verenigde Staten dan in Europa, maar de laatste jaren is het verschil toch afgenomen.

De grotere interne arbeidsmobiliteit in de Verenigde Staten wordt verklaard door een aantal factoren waaronder institutionele factoren (een gedeeltelijk federale

sociale zekerheid, minder gereguleerde arbeidsmarkten, eenvoudige transactieprocedures op de woningmarkt), culturele factoren (verhuizen maakt deel uit van de Amerikaanse identiteit, gebruik van dezelfde taal) en demografische factoren (jongere bevolking).

Inzake loonflexibiliteit bestaan tussen de landen van het eurogebied grote verschillen. Uit een recente en veel geciteerde studie blijkt echter dat, in tegenstelling tot de wijdverspreide opinie dat er meer flexibiliteit is in de Verenigde Staten, het verschil met het eurogebied niet zo groot is (Dickens et al., 2007). Een studie van de ECB over het verloop van de consumenten- en producentenprijzen leert dat deze in het eurogebied wel veel rigider zijn dan in de Verenigde Staten (ECB, 2005).

Kapitaalstromen ondersteunen de economische integratie en kunnen, net als een mobiele factor arbeid, voor voldoende flexibiliteit zorgen om schokken op te vangen. Sinds de oprichting van de EMU is het bezit van grensoverschrijdende activa fors toegenomen. Het bezit van met name schuldpapier, maar ook van door lidstaten onderling aangehouden grensoverschrijdende aandelen is aanzienlijk gegroeid (Van Beers et al., (2014)). Een dergelijk verloop is niet typisch voor de EMU, aangezien ook de financiële integratie op internationaal niveau toegenomen is. Nochtans was deze ontwikkeling markanter in de EMU. In het bijzonder de buitenlandse bankactiva maken een belangrijk onderdeel van de grensoverschrijdende activa uit. De internationalisering van de bankinstellingen van de EMU gebeurde via het kanaal van de interbancaire financiering en in geringe mate door middel van directe kredietverlening aan consumenten van andere landen (Sapir en Wolff, 2013). Deze laatste markt blijft op nationaal niveau nog relatief gesegmenteerd (ECB, 2014). In de Verenigde Staten, waar de bankmarkt aanvankelijk sterk gesegmenteerd was, hebben opeenvolgende golven van deregulering en de opheffing van geografische beperkingen aanleiding gegeven tot een intensivering van de financiële stromen tussen de staten⁽¹⁾. Volgens Morgan et al. (2004), is het aandeel van de activa in het bezit van in verscheidene staten aanwezige bankgroepen snel verzesvoudigd (van 10% in 1975 tot 60% in 1994)⁽²⁾. Anders dan in de Verenigde Staten, heeft de vermenigvuldiging van bankergroeperingen in Europa geleid tot

(1) Tot in de jaren zeventig resulteerde het bestaan van restrictieve wetten met betrekking tot de bankactiviteiten in de Verenigde Staten in een sterke geografische fragmentatie, die *grosso modo* overeenstemde met 50 verschillende markten. Vervolgens vond een dereguleringsbeweging plaats dankzij de geleidelijke invoering van diverse wetswijzigingen en van wetten die bankactiviteit toestonden in verschillende staten tegelijkertijd. Die overgang naar een banksysteem 'tussen staten' werd in 1994 afgerond met de goedkeuring van de Reigle-Neale Act (Ghironi en Stebunovs (2010)).

(2) Volgens de auteurs is dit percentage na 1994 nog fors kunnen stijgen vanwege de aanhoudende fusies tussen grote bankgroepen (bv. tussen de Bank of America en NationsBank in 1998); de auteurs merken evenwel op dat het voor de jaren na 1994 bijzonder moeilijk wordt om de bankactiva per staat accuraat te meten.

het ontstaan van grote groepen, die elkaar voornamelijk op de wholesalemarkt beconcurreren. De retailmarkt is daarentegen overwegend nationaal gebleven.

In een ander onderdeel van de economische literatuur wordt de financiële integratie gemeten vanuit de – ruimere – invalshoek van de kapitaalmobiliteit. In een zone met een reeds gevorderde integratie kunnen de kapitaalstromen vrij tussen de leden circuleren en zodoende de overschotten kanaliseren naar landen met een financieringsbehoefte, zoals dat het geval is geweest in het eurogebied⁽¹⁾. Vanwege gegevensbeperkingen is een dergelijke oefening voor Amerikaanse staten haast onmogelijk en verschillende auteurs hanteren indirecte maatstaven die de vergelijking met het eurogebied bemoeilijken.

Verscheidene recente empirische bijdragen⁽²⁾ hebben desalniettemin de rol van de financiële integratie als stabilisator van macro-economische schokken onderzocht en de voor de Verenigde Staten en de EMU verkregen resultaten vergeleken. Hoewel de financiële markten in de EMU sedert het jaar 2000 tot aan de crisis zich hebben uitgebreid, spelen ze al met al een veel minder belangrijke rol bij het opvangen van schokken dan in de Verenigde Staten. Door de crisis zijn de private kapitaalstromen zelfs omgeslagen, vooral in de perifere landen van de EMU, terwijl andere schokabsorptiekanalen, zoals de publieke kapitaalstromen of spaartegoeden, de rol hebben overgenomen. In de Verenigde Staten dragen de financiële markten reeds geruime tijd in hoge mate bij tot de aanpassing van macro-economische schokken.

1.2.3 Correctiemechanismen op federaal niveau

Als een economie door een asymmetrische schok wordt getroffen en de factormarkten die schok niet of onvoldoende snel kunnen absorberen, dan nog is een monetaire unie levensvatbaar op voorwaarde dat er op federaal niveau voldoende solidariteit of 'schokdempende capaciteit' is. Dit veronderstelt meestal een grotere integratie in de richting van een begrotingsunie. In hoofdstuk 4 wordt de huidige mate van begrotingsintegratie in het eurogebied ten opzichte van de VS gedetailleerd besproken.

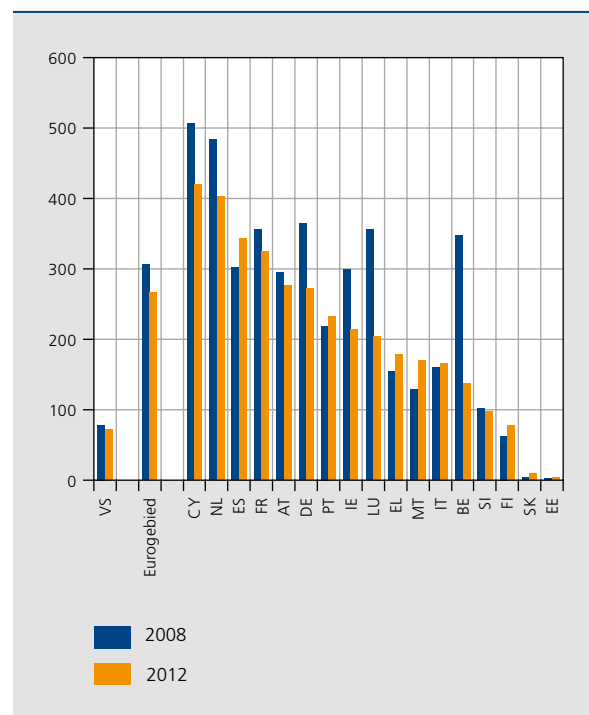
2. De bankenunie

2.1 Het bancaire landschap in de Verenigde Staten en in het eurogebied

De financiële en de eurocrisis hebben in het eurogebied een aantal belangrijke zwakheden aan het licht gebracht, met name de verwevenheid tussen banken en hun nationale overheden. Die verwevenheid heeft mede het probleem van de financiële fragmentatie veroorzaakt en de financiering van een aantal economieën bemoeilijkt (de Sola Perea en Van Nieuwenhuyze, 2014). Dankzij diverse factoren bestaat dit probleem kennelijk niet in de Verenigde Staten.

Om te beginnen, staan de lidstaten van het eurogebied zelf in voor de steun aan en, indien nodig, voor de afwikkeling van hun banken. In de Verenigde Staten is dat evenwel een federale bevoegdheid en de centrale overheid beschikt ook over ruime middelen om noodlijdende banken te redden. Een aantal lidstaten in het eurogebied werd dan ook veel zwaarder dan de federale overheid in de Verenigde Staten getroffen door de reddingsoperaties

GRAFIEK 4 OMVANG VAN DE AMERIKAANSE EN DE EUROPESE BANKEN⁽¹⁾
(activa, in % bbp)



Bron: ECB, Banking Structures Report, 2013.

(1) Niet-geconsolideerde gegevens, dus zonder de buitenlandse dochterondernemingen.

(1) EC (2014), de Sola Perea M. en C. Van Nieuwenhuyze (2014).

(2) Asdrubali et al. (1996), Balli et Sorensen (2007), Afonso et Furceri (2008), Furceri et Zdzienicka (2013), Kalemli-Ozcan et al. (2014).

van de banken, temeer daar deze laatste in het eurogebied gemiddeld veel groter zijn dan die in de Verenigde Staten. In de beide muntzones zijn ongeveer 6 000 banken actief, maar de activa van de banken in het eurogebied bedroegen eind 2012 266 % bbp, tegen slechts 72 % bbp in de Verenigde Staten. Zowel in deze laatste als in het eurogebied als geheel slonken de bankactiva in procenten bbp na de financiële crisis, hoewel sommige landen van het eurogebied, voornamelijk vanwege de zware impact van de recessie op hun bbp, nog een lichte toename optekenden. Hoewel het geringer balanstotaal van de Amerikaanse banken deels wordt verklaard door verschillende boekhoudregels, bewijst een en ander toch voornamelijk dat de Amerikaanse economie fundamenteel anders wordt gefinancierd dan die van het eurogebied. In dit laatste staan de banken in voor iets meer dan 60 % van de financiering van ondernemingen en gezinnen terwijl dat in de Verenigde Staten minder dan 25 % is.

De veel geringere bancaire intermediatie in de Verenigde Staten heeft twee oorzaken:

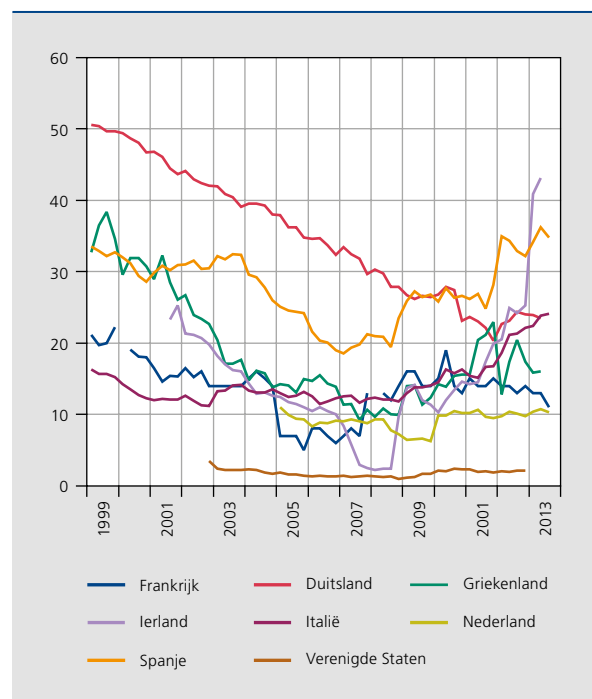
1. Om te beginnen zijn de kapitaalmarkten er belangrijker dan in het eurogebied: de aandelenmarkten en de markt voor bedrijfsobligaties zijn er sterker ontwikkeld, mede als gevolg van het grotere belang van de private pensioenfondsen;
2. de geringere rol van de banken in de Verenigde Staten wordt ook verklaard door de grotere omvang van 'shadow banking': in hun geheel beschouwd, komen de meer ontwikkelde hedge en equity funds, money market funds en investment funds in de Verenigde Staten niet veel lager uit dan de activa van de banksector zelf. Daarnaast speelt het 'originate-to-distribute'-model een belangrijke rol via, onder meer, de wijdverspreide uitgifte van asset backed securities⁽¹⁾ door de banken. Bovendien (her)financieren de overheidsge subsidieerde instellingen, Fannie Mae en Freddie Mac, meer dan de helft van de hypotheekleningen.

Een tweede fundamenteel probleem in het eurogebied is de aanzienlijke blootstelling van de Europese banken aan de schuld van de eigen soevereine staat; die blootstelling schommelt tussen 10 % à 15 % van de nationale overheidsschuld (Frankrijk en Nederland), 24 % (Duitsland en Italië) en zelfs 36 % in Spanje, tegen amper méér dan 2 % in de Verenigde Staten waar deze schuld voornamelijk wordt gefinancierd door het buitenland, niet-bancaire financiële instellingen, gezinnen en de centrale bank. In de

sterke lidstaten (Duitsland en Nederland) is die blootstelling sinds de eurocrisis stabiel gebleven of zelfs afgenomen, maar dat geldt zeker niet voor de zwakkere landen, waaronder de programmalanden Ierland, Griekenland en Spanje, alsook Italië. Bovendien gaat het in het eurogebied om blootstelling aan de schuld van de eigen lidstaat, terwijl in de Verenigde Staten de banken vooral blootstaan aan de schuld van de federale overheid die, in tegenstelling tot die van sommige zwakkere eurolanden, door de financiële markten als zeer kredietwaardig wordt beschouwd. Zoals in het volgende hoofdstuk meer gedetailleerd wordt toegelicht, is de schuld van de staten in de VS immers beperkt qua omvang, namelijk 10 à 20 % bbp, dit vanwege de frequente toepassing van balanced budget rules op het niveau van de staten. Bovendien worden banken er niet echt aangemoedigd om die schuld in hun portefeuilles op te nemen aangezien ze bij het bepalen van hun kapitaalvereisten niet als risicovrij wordt beschouwd. Tot slot heeft Paul De Grauwe (2011) aangetoond dat de financiering van de overheidsschuld in een land dat de controle over zijn eigen munt heeft verloren, veel kwetsbaarder is voor een plotse ommekeer van de kapitaalstromen dan in een land dat nog een eigen munt heeft, met mogelijke gevolgen voor de marktwaardering van die overheidsschuld en voor de balansen van de banken.

GRAFIEK 5 BLOOTSTELLING VAN DE BANKEN AAN DE SCHULD VAN DE EIGEN OVERHEID

(in % van de door de binnenlandse banken aangehouden overheidsschuld van een land)



Bron: Bruegel.

(1) Asset Backed Securities, of ABS, zijn financiële instrumenten, waarbij een portefeuille van activa het zakelijk onderpand vormt en de kasstroom genereert. Een belangrijk voordeel van ABS is dat zij, door samenvoeging van minder liquide activa, de verhandelbaarheid ervan verbeteren en op die manier de financiering via de markt mogelijk maken.

Bij een negatieve schok brengen de nationale afwikkeling en financiering van noodlijdende banken, versterkt door de grootte van de banken uit het eurogebied en door het feit dat die banken zwaar zijn blootgesteld aan de overheidsschuld van hun eigen land, een neerwaartse spiraal op gang tussen overheden en banken: wordt een overheid als minder solvabel aangezien, dan worden de banken van dat land evenzeer als minder solvabel beschouwd omdat de mogelijkheden waarover hun overheid beschikt om hen te redden, kleiner en het risico op verliezen voor de bank groter worden. Omgekeerd: kan een bank minder solide balansen voorleggen, dan vergroot het gevaar dat de overheid moet interveniëren, met negatieve gevolgen voor de schuld/bbp-ratio en de kredietwaardigheid van de overheid in kwestie. Dit alles heeft consequenties voor de werking van de financiële markten in het eurogebied. Reeds vóór de financiële crisis was de graad van financiële integratie tussen de lidstaten niet optimaal, en zeker niet wat mag worden verwacht van een goed functionerende gemeenschappelijke markt. De banken in het eurogebied zijn immers overwegend 'nationale banken' gebleven en hetzelfde geldt voor de financiële markten (Sapir en Wolff, 2013). Aan die ontoereikende financiële integratie in het eurogebied liggen elementen van heterogene regelgeving ten grondslag zoals verschillende belastingstelsels, regels inzake corporate governance of faillissementswetgeving, maar vooral ook een gedecentraliseerd systeem van toezicht op en afwikkeling van banken. De financiële en eurocrisis hebben de fragmentatie evenwel fors opgevoerd: de – onder meer interbancaire – grensoverschrijdende kapitaalstromen droogden op, het aandeel van de overheids- en ondernemingsobligaties in de portefeuilles van niet-ingezetenen verkleinde en de financieringskosten van banken begonnen sterker te divergeren. Dit alles ondermijnde de goede werking van de monetaire transmissie en had nefaste gevolgen voor de financiering van de economie van de zwakke lidstaten (de Sola Perea M. en C. Van Nieuwenhuyze, 2014).

In het eurogebied komt het er vóór alles op aan de viciuze cirkel tussen zwakke banken en zwakke overheden te doorbreken. Hieraan kan in de eerste plaats worden bijgedragen door een betere spreiding van de overheidsschuld over bancaire en niet-bancaire portefeuilles zoals in de Verenigde Staten. Sommigen (onder meer Weidmann, 2014) oordelen in dit verband dat er aan de concentratie van de overheidsschuld bij de banken limieten moeten worden opgelegd. Een alternatief zou kunnen zijn dat, bij het bepalen van de kapitaalvereisten van de banken, deze activa als niet risicoloos worden beschouwd, zoals dat trouwens ook in de Verenigde Staten het geval is voor de schuldbewijzen van de staten. Iedere overgang dient hoe dan ook zeer geleidelijk te gebeuren teneinde op de markten onrust te vermijden.

Daarnaast is er, net als in de Verenigde Staten, behoefte aan een meer gecentraliseerd toezicht op de financiële instellingen en een meer federaal stelsel om noodlijdende banken te helpen of af te wikkelen. Ook de aanbevelingen in het van eind 2012 daterende rapport-Van Rompuy (Towards a genuine economic and monetary union) behelsden deze elementen, naast het uitwerken van een eengemaakt depositogarantiestelsel. De eerste stappen in de richting van deze 'bankenunie' zijn gezet. Ze worden verderop besproken aan de hand van een vergelijking met de huidige institutionele opzet in de Verenigde Staten.

2.2 Prudentieel toezicht

Het prudentieel toezicht in de Verenigde Staten is een complex systeem dat mettertijd zo gegroeid is en vooral na de financiële crisis nog sterk is gewijzigd. Net zoals dat in het eurogebied het geval is voor het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (Single Supervisory Mechanism – SSM) werken in de Verenigde Staten, vanwege het grote aantal financiële instellingen, federale toezichthouders (de rol van de ECB in het SSM) en lokale toezichthouders (state supervisors) samen.

De Federal Deposit and Insurance Corporation (FDIC), die ook een cruciale rol speelt in het afwikkelen van banken (zie hieronder) houdt toezicht op 63 % van alle Amerikaanse banken, die samen goed zijn voor slechts 17 % van alle bankactiva. Het Office of the Comptroller of the Currency (OCC), een onafhankelijk bureau van de US Treasury, en de Fed, die sinds de Dodd-Frank Act van 2010 de bevoegdheid heeft over alle systeemkritische instellingen, controleren 36 % van de banken en spaarbanken, die echter meer dan 80 % van de bankactiva vertegenwoordigen. Banken die onder de FDIC vallen, maar die als 'veilig' worden bestempeld en relatief klein zijn, kunnen volledig door state supervisors worden gecontroleerd met de eindverantwoordelijkheid bij de FDIC; het gaat hierbij om een vrij beperkt aantal lokale banken met weinig activa. Een punt van kritiek op het Amerikaans systeem is wel dat banken in sommige gevallen vrij kunnen kiezen tussen een state supervisor en een federal supervisor, wat aanleiding kan geven tot 'toezichtsarbitrage' en de keuze voor de meest soepele instantie. Bovendien zijn er in de Verenigde Staten verschillende federale instanties bevoegd.

In het SSM houdt de ECB rechtstreeks toezicht op bijna 120 grote, systeemkritische banken die samen goed zijn voor om en nabij 85 % van de bankactiva van het eurogebied. Het operationeel prudentieel toezicht in de Verenigde Staten gebeurt meer dan in het eurogebied op federaal niveau. De ECB is echter wel verantwoordelijk

voor alle banken; ze kan immers te allen tijde beslissen banken te controleren die, wat de meeste toezichtstaken betreft, onder de bevoegdheid van de nationale toezichthouder blijven.

Het opstarten van het SSM gaat gepaard met een uitgebreide beoordeling (comprehensive assessment) van de banken die onder rechtstreeks toezicht van de ECB vallen; die beoordeling omvat onder meer een activakwaliteitsbeoordeling (asset quality review) en een stresstest. In afwachting van de publicatie van de resultaten ervan, in oktober 2014, wordt vastgesteld dat de banken van het eurogebied zich (blijven) herkapitaliseren en dat het vertrouwen in de banken verbetert, wat de bedoeling van deze oefening is. De ervaring van de Verenigde Staten leert ook dat regelmatige geloofwaardige stresstests belangrijk zijn om dat vertrouwen te bestendigen. Sommigen zijn van oordeel dat ook in het eurogebied voor een groep van systeemkritische banken jaarlijks stresstests zouden moeten worden georganiseerd (Nouy, 2014).

2.3 Bankenafwikkeling

Inzake bankenafwikkeling is de institutionele opzet in de Verenigde Staten eenvoudig: de FDIC vervult er de centrale rol. In de Europese Unie is het afwikkelingsproces complexer. Het wordt er op twee niveaus geregeld: de Richtlijn tot herstel en afwikkeling van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen (Banking Resolution and Recovery Directive – BRRD), die in april 2014 werd goedgekeurd en begin 2015 van kracht wordt, regelt de bankenafwikkeling voor de gehele Europese Unie van 28 lidstaten, terwijl het Gemeenschappelijk Afwikkelingsmechanisme (Single Resolution Mechanism – SRM) deze regels coherent en gecentraliseerd toepast voor alle banken die onder het SSM vallen. Binnen het SRM geldt een soortgelijke werkverdeling als in het SSM. Voor banken die onder rechtstreeks toezicht van de ECB vallen⁽¹⁾, worden de beslissingen genomen door een Gemeenschappelijke Afwikkelingsraad (Single Resolution Board – SRB), en de nationale afwikkelingsautoriteiten blijven verantwoordelijk voor de overige banken. Deze regeling is gebaseerd op een Verordening (in het najaar van 2014 nog te stemmen door het Europees Parlement), terwijl het bijbehorende Gemeenschappelijk Bankenafwikkelingsfonds (Single Resolution Fund – SRF) juridisch gesteund is op een intergouvernementeel akkoord. Dit laatste werd op 21 mei 2014 door 26 lidstaten ondertekend – met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk en Zweden –, maar het moet nog worden

bekrachtigd; tevens moet nog een akkoord worden bereikt over de precieze verdeling van de bijdragen van de banken. Op een aantal punten zijn er duidelijke verschillen tussen het Amerikaans en het Europees systeem:

inzake besluitvorming: in de Verenigde Staten is de FDIC verantwoordelijk voor het initiatief tot afwikkeling, samen met de FED en het OCC; de uitvoering ligt bij de FDIC, waar de beslissingen worden genomen door een Board of Directors, die uit vijf federale leden bestaat. In de Verenigde Staten wordt zowel preventief ingrijpen als afwikkeling bijna automatisch getriggered op basis van een door de FDIC ontwikkeld systeem, namelijk het Prompt Corrective Action of PCA, dat 'kapitaalzones' vaststelt waarbinnen moet worden opgetreden. Als de Risk Weighted Assets (RWA) kapitaalratio onder de 6% uitkomt, kan de toezichthouder onder meer het management vervangen en andere corrigerende acties opleggen; daalt de ratio tot onder de 2%, dan neemt de FDIC de instelling automatisch over.

In het eurogebied is de besluitvorming complexer, blijven de lidstaten een rol spelen en bestaat er geen automatisme. De SRB bestaat uit vijf 'Europese' leden plus de vertegenwoordigers van de nationale afwikkelingsautoriteiten. De meeste beslissingen worden voorbereid in een bestuursvergadering (executive session) waarin de 'Europese' leden plus de vertegenwoordigers van de lidstaat van de bewuste bank zitting hebben. De plenaire vergadering blijft verantwoordelijk voor beslissingen die een zware impact hebben op het afwikkelingsfonds en ze kan beslissingen van de executive session verwerpen, bijvoorbeeld die krachtens welke het afwikkelingsfonds de toestemming krijgt om te lenen. Elke lidstaat beschikt over een vetorecht als het beslissingen betreft die zijn budgettaire soevereiniteit zouden aantasten.

De ECB brengt ter kennis dat een bank faillieert of kan failleren, maar de SRB kan ook zelf het afwikkelingsproces starten. Vervolgens bepaalt deze Board op welke wijze de afwikkeling zal verlopen: welke instrumenten, hoeveel steun uit het afwikkelingsfonds, enz....

Dit complex systeem is het resultaat van een compromis tussen de Raad en het Europees Parlement, en het wijkt af van het oorspronkelijk voorstel dat, in het kader van een meer gecentraliseerd mechanisme, in een sterkere rol voor de Commissie voorzag. In de praktijk zal moeten blijken hoe goed het huidige compromis in periodes van financiële stress functioneert.

Inzake bail-in: in de beide bankenunies geldt een regeling waarbij een bank in de eerste plaats, dat betekent vooraleer de overheid intervenueert, gered wordt door

(1) Alsook alle cross-border banken die moeten worden afgewikkeld en de banken die een beroep doen op het Gemeenschappelijk Afwikkelingsfonds of het Europees Stabiliteitsmechanisme.

inlevering van de aandeelhouders en de andere schuldeisers; via deze 'redding van binnenuit' (bail-in) worden de kosten voor de belastingbetaler vermeden of toch beperkt. Globaal beschouwd, worden ongeveer dezelfde principes toegepast, met name dat van 'no creditor worse off', wat impliceert dat de schuldeisers geen zwaarder verlies mogen lijden dan bij normale faillissementsprocedures. De BRRD en het SRM bepalen wel dat private crediteuren van een bank in principe ten belope van minimaal 8 % van de passiva aan de redding van de bank moeten bijdragen vooraleer het nationaal afwikkelingsfonds of het SRF mogen interveniëren of er een andere vorm van overheidssteun mag worden verleend; daartoe moeten de bankbalansen een minimum aan dergelijk passiva bevatten. In de Verenigde Staten bestaat een dergelijke minimumdrempel van aanspreekbare passiva niet.

Inzake afwikkelingsfonds: het afwikkelingsfonds van de FDIC, het Deposit Insurance Fund (DIF), dient zowel voor bankenafwikkeling als voor depositobescherming. Het wordt vooruitgefinancierd door de banken op basis van een bijdrage die sterk gerelateerd is aan hun systemisch karakter. Het is de bedoeling een fonds op te bouwen ten belope van 1,15 % van het depositobedrag dat gedekt is door het depositogarantiestelsel (de zogenoemde gedekte deposito's); dat cijfer zou oplopen tot 1,35 % in 2020 en tot 2 % in de jaren nadien. Dit laatste percentage zou een fonds opleveren van zowat \$ 81 miljard of ongeveer 0,6 % van het balanstotaal van de banken. De BRRD verplicht de lidstaten een fonds op te bouwen met een target van 1,0 % van de gedekte deposito's, terwijl de Richtlijn inzake het Depositogarantiestelsel de nationale depositogarantiefondsen een target van 0,8 % van de gedekte deposito's oplegt. Ook in het Europees systeem worden de bijdragen gerelateerd aan de omvang van de balansen, gecorrigeerd voor parameters die te maken hebben met het systeemrisico. Beide fondsen mogen worden samengevoegd. Ze moeten in tien jaar tijd hun 'steady state'-niveau bereiken, dat betekent tegen 2025. 1,8 % van alle gedekte deposito's zou ongeveer 0,3 % van het balanstotaal van de banken uitmaken. De nationale afwikkelingsfondsen, beschouwd als onderdelen van het SRF, zullen vanaf begin 2016 geleidelijk worden samengevoegd zodat ze tegen 2024 1 % van de gedekte deposito's zullen uitmaken.

Inzake opvangmechanisme (fiscal backstop): om het verschil tussen het Europees en het Amerikaans afwikkelingsmechanisme in te schatten, is de kredietlijn waarover de FDIC bij de Amerikaanse Schatkist beschikt en die \$ 100 miljard bedraagt (maar die, indien nodig, kan worden opgetrokken tot \$ 500 miljard) van essentieel belang. Het opzet is dat in tijden van crisis (een gebeurtenis die, per definitie, noch qua tijdstip noch qua omvang

kan worden voorzien) de FDIC leent via het DIF en de schulden achteraf door de banksector laat terugbetalen. De geloofwaardigheid van de FDIC wordt dus door de Treasury ondersteund. Naast deze faciliteit hebben de Verenigde Staten, gelet op de omvang van de tijdens de financiële crisis benodigde financiële steun aan de banken, het Troubled Asset Relief Programme (TARP) opgezet op basis van de Emergency Economic Stabilisation Act van eind 2008. Dat programma had meerdere doelstellingen, maar was in feite een fiscal backstop ad hoc. Het initieel budget voor het TARP bedroeg \$ 700 miljard, maar het werd verlaagd tot \$ 475 miljard. Er mag dus worden geconcludeerd dat de stabiliteit van de Amerikaanse banken gegarandeerd wordt door een – in feite onbegrensd – opvangmechanisme dat qua grootte beantwoordt aan wat de omstandigheden vereisen.

In het eurogebied is dat nog niet het geval. Het SRM voorziet momenteel niet in een opvangmechanisme, maar de Raad van 18 december 2013 gaf wel aan hierover een akkoord te willen bereiken vóór het einde van de overgangsfase van het SRF (dus vóór 2024), zodat de leencapaciteit van het SRF kan worden opgevoerd; op dit ogenblik lopen de visies echter nog sterk uiteen. De belangrijkste belemmering voor een effectieve fiscal backstop voor het SRF is uiteraard dat het eurogebied geen eigen begroting en geen eigen leencapaciteit heeft. Enkel het Europees Stabiliteitsmechanisme (European Stability Mechanism – ESM) zou desnoods als dusdanig kunnen fungeren. Tijdens de overgangsfase – zolang het SRF niet op kruissnelheid is –, is overbruggingsfinanciering wel mogelijk via nationale middelen, via leningen tussen de nationale onderdelen en, indien nodig, via het ESM, maar dan wel via een lening aan de bewuste lidstaat. Als alle andere mogelijkheden zijn uitgeput, kan het ESM als ultima ratio een bank rechtstreeks herkapitaliseren (dus zonder de overheidsschuld van het land in kwestie te belasten) ten belope van maximaal € 60 miljard.

Inzake effectiviteit van de bankenafwikkeling: de vlugge en effectieve vereffening van zombie- en failliete banken is belangrijk voor het herstel van de kredietverlening aan de economie, terwijl de budgettaire kosten voor de overheden geringer uitvallen.

In die zin wordt vaak verwezen naar de betere resultaten van de Verenigde Staten, waar de FDIC sinds de financiële crisis 484 banken heeft afgewikkeld, terwijl dat er in de Europese Unie naar schatting slechts een honderdtal zouden zijn, waarvan zo'n vijftig in het eurogebied⁽¹⁾. De gemiddelde omvang van een Amerikaanse afgewikkelde bank is \$ 1,4 miljard; kleine banken zijn dus vooral via het

(1) Bronnen: FDIC jaarverslagen en Open.economics.net.

DIF afgewikkeld, terwijl voor het herstel en de afwikkeling van de grotere banken overheidsmiddelen via het TARP werden aangewend. Sinds 2009 zijn er in de Verenigde Staten geen banken meer die federale overheidssteun ontvangen, terwijl dat aantal in de EU nog steeds aanzienlijk, ofschoon dalend is. Een en ander lijkt er toch wel op te wijzen dat de Amerikaanse banksector de financiële crisis van 2007-2008 sneller te boven is gekomen. Dit zou voornamelijk verklaard worden door, met name, het feit dat de Verenigde Staten in het verleden geloofwaardiger stresstests hebben uitgevoerd (IMF, 2013) en dat het banktoezicht en de bankenafwikkeling centraler zijn georganiseerd, wat moet zorgen voor een meer neutrale benadering die vrij is van onder meer nationale budgettaire overwegingen.

2.4 Depositogarantie

Een depositogarantieregeling helpt een bankrun te voorkomen. Het Amerikaans systeem is vergelijkbaar met dat van de Europese Unie: het gewaarborgd bedrag ligt met \$ 250 000 per deposito en per bank wel hoger dan de minimale € 100 000 in de Europese Unie. Verscheidene EU-lidstaten garanderen echter een hoger – soms zelfs onbeperkt – bedrag. Gerelateerd aan het bbp/hoofd ligt de garantie in de Verenigde Staten bovendien slechts ongeveer 40 % hoger dan de € 100 000 in de Europese Unie. In de Verenigde Staten wordt de waarborg gedekt via het hierboven toegelicht federaal DIF. In de Europese Unie voorziet het nieuw Depositogarantiestelsel (DGS), zoals reeds vermeld, in een vooruitgefinancierd fonds op het niveau van de lidstaten. Eerdere voorstellen uit het rapport-Van Rompuy om een gemeenschappelijk depositogarantiefonds te starten op het niveau van de Europese Unie of op dat van het eurogebied staan niet langer op de politieke agenda.

Met het SSM en het SRM zet het eurogebied een belangrijke stap in de richting van een volwaardige bankenunie, zoals die bestaat in de Verenigde Staten. Dit bevordert de financiële stabiliteit, onder meer omdat de negatieve wisselwerking tussen banken en nationale overheden wordt doorbroken. De Europese bankenunie is geen exacte kopie van haar Amerikaanse tegenhanger, maar eerder een constructie sui generis, waarin nog een belangrijke rol weggelegd blijft voor de nationale toezichthouders en afwikkelingsautoriteiten. Er moet ook nog een akkoord worden bereikt over aspecten zoals een gemeenschappelijk depositogarantiefonds en een fiscal backstop voor het afwikkelingsfonds.

De oprichting van een bankenunie is een essentiële, maar niet de enige bouwsteen voor de voltooiing van een

eengemaakte financiële markt. Ook in andere domeinen moet de bestaande regelgeving verder worden geharmoniseerd teneinde de financiële markten in de Europese Unie beter te integreren zodat kapitaal vrij naar zijn meest optimale bestemming kan stromen en risico's over de landsgrenzen heen worden gespreid (risk sharing). Een verder reikende financiële integratie zou tevens bevorderlijk zijn voor de ontwikkeling van de kapitaalmarkten en in het eurogebied kunnen leiden tot een evenwichtiger financieringsmix en risicospreiding met een groter aandeel voor niet-bancaire financieringsbronnen. Aanvullend op deze vorm van risk sharing, zouden overdrachten tussen de lidstaten via een 'begroting van het eurogebied' ook kunnen zorgen voor een verzekeringsmechanisme dat de impact van asymmetrische, landspecifieke schokken temperert (fiscal risk sharing). Het volgende hoofdstuk handelt over de begrotingsunie in de Verenigde Staten en over de mogelijkheden voor verdere begrotingsintegratie in het eurogebied.

3. De begrotingsunie

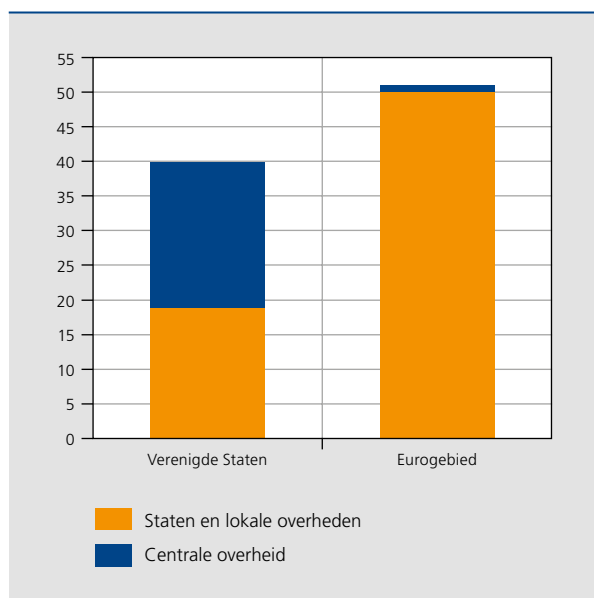
De Verenigde Staten worden soms als voorbeeld aangevoerd om het eurogebied te voorzien van een volwaardige begroting teneinde asymmetrische schokken op te vangen en de stabiliteit van de Unie in haar geheel te verstevigen. Ook de theorie over de Optimale Muntzones (zie hierboven) pleit voor een belangrijke stabilisator via begrotingsoverdrachten in een monetaire unie die wordt gekenmerkt door rigide arbeidsmarkten en een geringe arbeidsmobiliteit.

De Verenigde Staten hebben immers een aanzienlijke federale begroting; in 2012 bedroeg ze 21 % bbp. De uitgaven en inkomsten van de centrale overheid liggen in de Verenigde Staten hoger dan die van de staten en van de lokale overheid. In de EU, daarentegen, bedraagt de begroting slechts 1 % bbp en ze wordt voor 85 % gefinancierd via bijdragen van de lidstaten, terwijl die lidstaten zelf bijna 50 % bbp uitgeven.

De federale uitgaven in de Verenigde Staten worden voor een groot gedeelte besteed aan de werking van de federale overheidsdiensten en aan overheidsinvesteringen en defensie, maar het leeuwendeel ervan is bedoeld om de impact van idiosyncratische schokken op individuele staten af te zwakken. De meeste sociale uitkeringen, namelijk de basispensioenen en een deel van de gezondheidszorg, zijn immers afkomstig van de federale overheid, waardoor kan worden vermeden dat ze in een individuele staat moeten worden bijgestuurd teneinde de impact van economische schokken op de eigen ontvangsten of uitgaven van die staat te compenseren. De federale overheid beschikt

GRAFIEK 6 OVERHEIDSUITGAVEN IN DE VERENIGDE STATEN EN IN HET EUROGEBIED⁽¹⁾

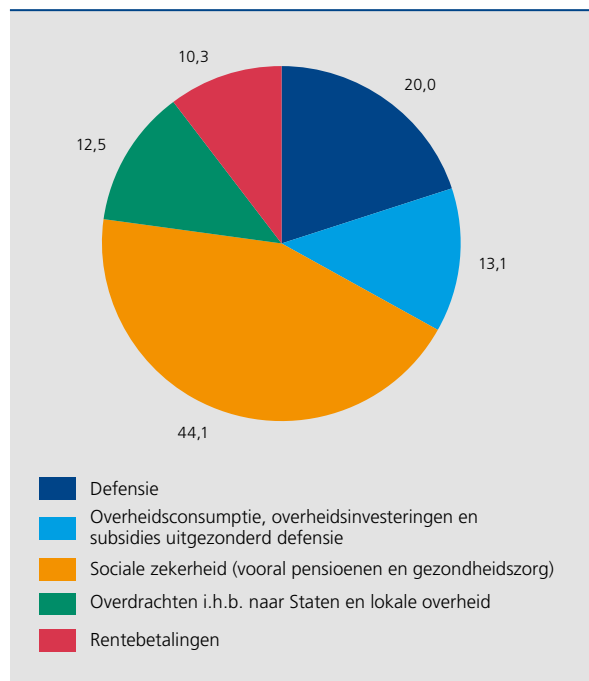
(in % bbp, 2012)



Bronnen: OECD Fiscal Decentralisation Database, eigen berekeningen op basis van de betalingen van de EU aan de lidstaten.

(1) Voor het eurogebied zijn de centrale uitgaven exclusief de crisismechanismen (bilaterale leningen aan Griekenland, EFSM, EFSF, ESM).

GRAFIEK 7 UITGAVEN VAN DE FEDERALE OVERHEID IN DE VERENIGDE STATEN



Bron: Bureau of Economic Analysis.

hiermee over een efficiënt instrument om op subfederaal niveau negatieve inkomensschokken op te vangen. De werkloosheidsuitkeringen worden weliswaar voornamelijk betaald door de staten, maar bij zware schokken worden deze werkloosheidsstelsels toch vaak aangevuld met ad-hocprogramma's van de federale overheid. Zo werd in 2008 het Emergency Unemployment Compensation programme in het leven geroepen voor staten met een bijzonder hoge werkloosheid. De overdrachten van de federale overheid naar de staten en naar de lokale overheden, de 'Grants-in-aid to state and local governments', behelzen meer dan honderd programma's waarmee de federale overheid het lokaal beleid mee financiert en dus mee bepaalt.

De werking van de automatische stabilisatoren via de socialezekerheidsuitgaven biedt de Amerikaanse staten dus een verzekeringsmechanisme tegen eigen risico's (fiscal risk sharing).

Fiscal risk sharing in de Verenigde Staten verloopt echter in eerste instantie via de federale overheidsontvangsten; die belopen ongeveer 55 % van de totale geconsolideerde overheidsontvangsten. De werking van de automatische stabilisatoren zorgt ervoor dat de economische subjecten van de staten die door een negatieve schok worden getroffen, minder bijdragen tot de centrale begroting, terwijl

de bijdragen van die van de staten met een gunstiger economische situatie relatief groter zijn. Meer concreet zijn in de Verenigde Staten de inkomsten van de federale overheid voornamelijk afkomstig van de meest conjunctuurgevoelige belastingcomponent, namelijk de inkomstenbelastingen (personen- en vennootschapsbelasting); die van de staten bestaan vooral uit taksen op de omzet en voor een deel uit personenbelastingen; die van de lokale overheid komen vooral uit vastgoedbelastingen.

Dankzij de regels inzake 'balanced budget' die de meeste Amerikaanse staten hebben ingevoerd, is hun schuld beperkt gebleven tot minder dan 25 % bbp. De Amerikaanse overheidsschuld, die in 2013 104,3 % bbp bedroeg, is dan ook voornamelijk een zaak van de federale overheid.

In schril contrast met de situatie in de Verenigde Staten kunnen de reeds schaarse gemeenschappelijke begrotingsmiddelen in de Europese Unie slechts voor een zeer klein gedeelte eventueel asymmetrische schokken opvangen. Dat is onder meer het geval voor het Europees Globaliseringsfonds met € 150 miljoen uitgaven per jaar; de uitgaven van de Unie zijn immers overwegend overdrachten aan de landbouw, langetermijnoverdrachten voor regionale ontwikkeling en subsidies aan ondernemingen voor R&D. De EU-begroting wordt voor minder dan 15 %

gefinancierd door douane- en landbouwheffingen en voor bijna 85 % door bijdragen van de lidstaten op basis van hun aandeel in de btw-belastingbasis en in het BNI van de Unie. Dit laatste gedeelte is dus gekoppeld aan het verloop van het bbp maar, gelet op de beperkte omvang van de EU-begroting en het mogelijk asynchroon verloop van de bijdragen en de conjunctuurcyclus, is de stabiliserende functie ervan gering. Dat de uitgaven voor het cohesiebeleid in de armere lidstaten geconcentreerd zijn en de rijkere lidstaten een groter aandeel hebben in de bijdragen aan de begroting, leidt grosso modo tot een overdracht van de rijke naar de armere lidstaten. Die overdracht wordt echter grotendeels bepaald door het niveauverschil in bbp per hoofd van de bevolking en bovendien hebben conjunctuurverschillen geen invloed op de respectieve overdrachten. De EU-begroting is dus amper in staat om schokken op te vangen; ze heeft hooguit een beperkt herverdelend effect. Bovendien moet de EU-begroting steeds in evenwicht zijn en de Europese Unie kan enkel lenen voor een beperkt aantal specifieke uitgaven zoals de Balance of Payments Facility. De recente harde onderhandelingen tussen de lidstaten (inzonderheid tussen de nettobetalers en de anderen) en tussen de Raad en het Europees Parlement over de meerjarenbegroting (Meerjarig Financieel Kader of MFK) hebben duidelijk aangetoond dat er momenteel geen bereidheid bestaat om de solidariteit tussen de lidstaten via deze begroting te vergroten. Bij de mid-term review van het MFK en bij het geplande debat over de invoering van echte eigen middelen voor de Unie in 2016 zou eventueel wel rekening kunnen worden gehouden met een vorm van anticyclische bijdragen.

In het eurogebied zijn weliswaar crisismechanismen ingesteld via welke de lidstaten van het eurogebied door middel van bilaterale leningen (het Griekse hulpprogramma), de EU-begroting (EFSM), overheidsgaranties (EFSF) of een kapitaalparticipatie (ESM) ten belope van ongeveer 4 % bbp van het eurogebied financiële bijstand hebben verleend aan in moeilijkheden geraakte lidstaten. Van essentieel belang bij (fiscal) risk sharing is evenwel het ex ante karakter. Daardoor worden de lasten van een asymmetrische schok immers over de lidstaten verdeeld en worden de financiële markten, vóór zich nefaste scenario's voordoen waarbij de besmetting om zich heen grijpt, geholpen in hun risicobeoordeling.

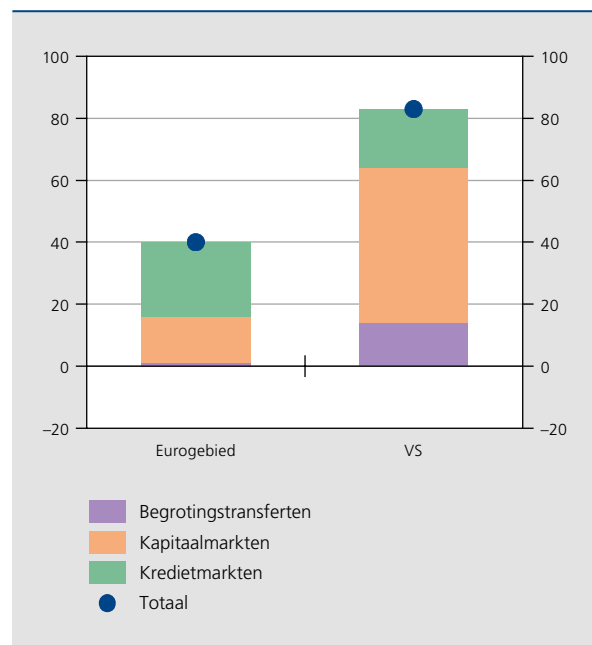
Aangezien momenteel sneller kan worden geïnterveneerd, is het bestaan op zich van deze hulpfondsen reeds een vooruitgang ten opzichte van de situatie aan het begin van de eurocrisis, maar het is geen vervanging voor de ex ante mechanismen van fiscal risk sharing.

Bescherming tegen idiosyncratische schokken via de overdracht van budgettaire overheidsmiddelen moet

niet noodzakelijk zeer omvangrijk zijn. Zo zou fiscal risk sharing in de Verenigde Staten goed zijn voor slechts ongeveer 15 procentpunt van de circa 80 % belopende totale risk sharing (Allard et al., 2014). Het zijn de financiële markten die zouden zorgen voor het overgrote deel van de inkomensbescherming tegen risico's. Dat is echter wel ongerekend het federaal bankenafwikkelingsfonds en een eventuele extra fiscal backstop die kunnen worden ingezet om lokale banken in tijden van crisis te redden. In het eurogebied schat het IMF de totale risk sharing veel geringer in, namelijk slechts 40 % (eveneens ongerekend het SRF). Fiscal risk sharing is er zogoed als onbestaand. De bescherming tegen inkomensschokken via de kapitaalmarkten is beperkter dan in de Verenigde Staten en voor zover de financiële markten bescherming bieden tegen inkomensschokken verloopt dit vooral via de kredietmarkten (grensoverschrijdende bankactiviteit). Zoals de recente euroschuldencrisis heeft aangetoond, is dit een minder stabiel kanaal van risk sharing aangezien de internationale kredietmarkten in tijden van onrust de neiging hebben op te drogen.

Een effectieve bankenunie, inclusief een geloofwaardige fiscal backstop, en vlot functionerende Europese kapitaalmarkten kunnen reeds in hoge mate bijdragen tot het temperen en opvangen van asymmetrische schokken. Ze kunnen dus zowel tot risk reduction als tot risk sharing

GRAFIEK 8 RISK SHARING VIA DE FINANCIËLE MARKTEN OF VIA DE OVERHEID
(in % van een inkomensschok die wordt opgevangen)



Bron: IMF.

leiden (Geeroms en Karbownik, 2014). Het lijkt dus minder waarschijnlijk dat de begroting van een lidstaat een uitzonderlijk zware schok in de financiële sector zoals die van 2008 alleen te verwerken krijgt.

Bovendien voorzien de regels van het Stabiliteits- en groeipact, zoals die ook zijn opgenomen in het Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en bestuur in de Economische en Monetaire Unie, in een ruime marge voor een anticyclisch begrotingsbeleid, op voorwaarde dat ze worden toegepast en de lidstaten zich dus dicht in de buurt bevinden van hun middellangetermijndoelstelling van een structureel evenwicht of overschot en hun overheidsschuld op een houdbaar pad is gebracht. Op die manier kunnen de lidstaten in vette jaren een buffer aanleggen voor magere jaren. Toch blijft het, volgens velen, wellicht nuttig om daarbovenop over een mechanisme van fiscal risk sharing te kunnen beschikken, bijvoorbeeld door een deel van het nationaal begrotingsbeleid over te hevelen naar het Europees niveau zodat de werking van de automatische stabilisatoren niet beperkt blijft tot het nationaal niveau, maar er rekening kan worden gehouden met de oversijpelings-effecten van het begrotingsbeleid naar andere lidstaten. Veeleer dan solidariteitsoverwegingen, is het inperken van de negatieve effecten van een asymmetrische schok op andere lidstaten vaak de voornaamste reden voor fiscal risk sharing.

Een dergelijk mechanisme kan in principe bijdragen tot een stabielere unie. Ook in het rapport-Van Rompuy wordt een 'begrotingscapaciteit' (fiscal capacity) voorgesteld. Daaromtrent werden enkele concrete suggesties geformuleerd⁽¹⁾: sommigen hebben het idee ontwikkeld van een fonds waaruit lidstaten die een negatieve schok ondergaan, kunnen putten en dat zou worden vooruitgefinancierd door alle lidstaten (het Rainy Day Fund van de Tommaso Padoa-Schioppa Group, 2012) of enkel door de lidstaten die de begrotingsregels overtreden (het Europees Monetair Fonds van Mayer en Gros, 2010). Een ander voorstel betreft een mechanisme waarbij lidstaten met een werkloosheidsgraad onder het structureel niveau een deel van de werkloosheidsvergoedingen zouden betalen van landen die worden getroffen door een negatieve schok, die de werkloosheid boven haar structureel niveau tilt. In principe zou een dergelijk systeem geen aanleiding geven tot permanente overdrachten, maar gedurende de conjunctuurcyclus eerder budgettair neutraal zijn (Trésor, 2014).

(1) Voor een duidelijk overzicht, zie Wolff B.G. (2012), A Budget for Europe's Monetary Union, Bruegel Policy Contribution, December.

(2) Zo gingen in het begin van de negentiende eeuw de staten op grote schaal lenen, wat resulteerde in een hoge schuld. In de veronderstelling dat hun schuld impliciet door de federatie werd gewaarborgd, vroegen tal van staten om een federale bail-out. Het Congres weigerde echter zodat in 1840 verscheidene staten hun betalingsverplichtingen niet langer konden nakomen en ze pijnlijke aanpassingsmaatregelen moesten nemen (Bordo et al., 2011).

Opdat een 'fiscal risk sharing'-mechanisme werkbaar en politiek haalbaar zou zijn, moeten twee belangrijke voorwaarden vervuld zijn.

Om te beginnen, moet worden uitgesloten dat slecht beleid (bad policy) beloond wordt door overdrachten, met andere woorden, 'moral hazard' moet vermeden of in ieder geval tot een minimum beperkt kunnen worden. Er mag enkel worden verzekerd tegen 'bad luck'. Dat geldt voor alle beleidsdomeinen. Inzake het begrotingsbeleid, bestaan er twee opties om budgettaire discipline op te leggen.

De eerste optie is een geloofwaardige 'no bail-out' en een begrotingsdiscipline die door de financiële markten wordt afgedwongen. De ervaring van de Verenigde Staten heeft echter geleerd dat aan bepaalde voorwaarden moet voldaan zijn opdat 'no bail-out'-regels goed zouden werken als basis voor begrotingsdiscipline op subfederaal niveau. Zo zullen deze regels voor de financiële markten enkel geloofwaardig zijn als de potentiële besmettings-effecten naar andere staten alsook de behoefte aan ex post financiële bijstand vanuit het federale niveau en de overige staten zo beperkt mogelijk blijven. Een en ander veronderstelt dat zelfs indien een staat niet langer financieringsmiddelen vindt en hij zijn betalingsverplichtingen niet meer kan nakomen, de financiële stabiliteit niet in het gedrang komt en er bovendien voor de lokale bevolking te allen tijde een minimum aan overheidsdiensten en sociale uitkeringen verzekerd blijft zodat de door de crisis veroorzaakte financieel-economische en sociale kosten onder controle kunnen worden gehouden. In tegenstelling tot de situatie in het eurogebied vormt, volgens medewerkers van het IMF, de reeds bestaande fiscal risk sharing tussen de federale overheid en de staten precies de basis voor de geloofwaardigheid van de 'no bail-out'-regel in de Verenigde Staten. Bovendien werd het 'no bail-out'-principe er in het verleden effectief toegepast⁽²⁾. De meeste Amerikaanse staten hebben in hun wetgeving tevens balanced budget regels opgenomen teneinde de financiële markten extra van hun kredietwaardigheid te overtuigen. Een dergelijk mechanisme vereist wel een relatief omvangrijke centrale begroting en een verreikende politieke integratie, wat in een natiestaat zoals de Verenigde Staten uiteraard eenvoudiger is dan in het eurogebied.

De tweede optie is dat de centrale overheid regels oplegt die ze voorts ook voldoende kan afdwingen. In de Europese Unie zou men zelfs kunnen denken aan een minister van Financiën voor het eurogebied (Trichet, 2011) of een Budgetkommissar (Schäuble, 2012). Dit vereist evenwel een ruime soevereiniteitsoverdracht van de lidstaten en roept vragen op inzake democratische

legitimiteit. Daartoe is ook een verderreikende politieke integratie noodzakelijk. Een andere mogelijkheid is het streng controleren van centraal afgesproken regels door een onafhankelijke instelling. De afgelopen jaren is de economic governance van de Unie reeds grondig herzien via, onder meer, het sixpack en het twopack. De Europese Commissie werd op dat ogenblik reeds een belangrijker rol toevertrouwd bij het toezicht op de begrotingsregels en bij de nieuwe procedure ter voorkoming van macro-economische onevenwichtigheden. De Raad behield in het besluitvormingsproces evenwel een cruciale stem. Meer bevoegdheden toekennen aan een onafhankelijke instelling zou bevorderlijk kunnen zijn voor de doeltreffendheid van beide procedures en het risico op 'bad policy' beperken.

De tweede belangrijke voorwaarde voor een 'risk sharing'-mechanisme is dat de unie geen unie van permanente overdrachten wordt ('Transferunion'). Dit betekent dat een permanente inkomenshervdeling enkel mogelijk is binnen duidelijk afgebakende grenzen. De inkomenshervdeling via het Europees Cohesiebeleid is daar een voorbeeld van: het gaat om een beperkt bedrag dat door de gehele Europese Unie in het MFK en in de jaarlijkse begroting is vastgelegd, en de overdrachten zijn gekoppeld aan voorwaarden inzake bestedingen en medefinanciering; de Europese Commissie voorziet bovendien in monitoring en beoordeling.

De grote moeilijkheid bij dit alles is het bepalen van 'bad policy' en 'bad luck'. Triviale oplossingen stoten vaak op beperkingen. Zo tracht het Franse voorstel van een werkloosheidsuitkeringsschema dit onderscheid te maken door enkel de cyclische werkloosheid – die verondersteld wordt het gevolg te zijn van 'bad luck' – als basis te nemen voor de gemeenschappelijke betaling van de werkloosheidsvergoedingen; het deel van de werkloosheidsvergoedingen dat verband houdt met de structurele werkloosheid is dan het gevolg van 'bad policy' (bv. een te rigide arbeidsmarkt) en moet nationaal worden gefinancierd. Om de cyclische en de structurele component te bepalen, zijn echter verschillende methoden mogelijk waarover vooraf overeenstemming moet worden bereikt.

Conclusie

In dit artikel wordt een vergelijking gemaakt tussen het eurogebied en de Verenigde Staten teneinde lessen te trekken voor de voltooiing van de EMU. De Verenigde Staten voldoen beter, hoewel niet perfect, aan de criteria van de OCA en ze hebben niet de schuldencrisis meegeemaakt waardoor het eurogebied werd getroffen, mede doordat de Verenigde Staten federale instellingen hebben

waarover de EMU helemaal niet of slechts gedeeltelijk beschikt.

De stabiliteit van de muntzone die het eurogebied is, zou er om te beginnen op vooruit kunnen gaan indien de lidstaten beter zouden voldoen aan de criteria van een optimale muntzone; dit vereist flexibelere goederen- en arbeidsmarkten en een grotere regionale arbeidsmobiliteit. Daarnaast moet de gemeenschappelijke markt verder worden verdiept en moeten economische onevenwichtigheden worden voorkomen die besmettingseffecten op andere lidstaten teweeg kunnen brengen. Bij ontstentenis van een gemeenschappelijk economisch beleid zoals in de Verenigde Staten, is er behoefte aan een afdwingbare nationaalbeleidscoördinatie. Daartoe zijn sinds een aantal jaar de nodige instrumenten voorhanden; het sixpack en het twopack kunnen eventueel nog worden verrijkt, maar nu moeten vooral de uit het Europees Semester voortvloeiende landspecifieke aanbevelingen daadwerkelijk in de praktijk worden gebracht. Het gaat daarbij om een probleem van ownership en politieke verantwoordelijkheid voor de stabiliteit en de welvaart van het eigen land en van de Europese Unie als geheel.

Er moet absoluut worden voorkomen dat een Europese schuldencrisis zoals die van 2010 zich zou herhalen. Daartoe moet in de eerste plaats de bankenunie worden voltooid. Er is ter zake grote vooruitgang geboekt met het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme, met de uitgebreide beoordeling van de banken die daaronder vallen en met het opzetten van een Gemeenschappelijk Afwikkelingsmechanisme. Door een verdragswijziging zouden de beide taken van de ECB, het monetair beleid en het prudentieel toezicht, wel volledig van elkaar kunnen worden gescheiden en zou ook de verzekeringssector onder gemeenschappelijk toezicht kunnen worden gebracht. Het afwikkelingsmechanisme moet worden voltooid door de instelling van een fiscal backstop en ook de derde pijler van de bankenunie, een gemeenschappelijk depositogarantiestelsel, kan in het eurogebied negatieve financiële schokken helpen vermijden. In het kader van het principe van vrij kapitaalverkeer moeten de financiële markten ook verder worden verdiept via de uitbouw, naast een bankenunie, van een echte kapitaalunie. Dit houdt in dat de economie, net als in de Verenigde Staten, meer via niet-bancaire kanalen wordt gefinancierd, wat onder meer vereist dat de nationale regelgeving verder wordt gestroomlijnd en dat nieuwe financiële instrumenten worden gecreëerd, waarop een passend toezicht wordt uitgeoefend en die, door aan potentiële investeerders voldoende informatie te verschaffen, ook de kmo's kunnen helpen financieren. Op die manier zal de noodzakelijke risk sharing tussen de lidstaten meer via financiële kanalen verlopen en is er minder behoefte aan

begrotingsoverdrachten, die in de Europese Unie bovendien politiek moeilijk liggen.

Voor de resterende noodzaak van risicodeling beschikken de Verenigde Staten over een belangrijke vorm van schuldmutualisering en over een federale begroting die economische schokken kan helpen opvangen. Die zijn evenwel het resultaat van twee eeuwen politieke integratie, meer bepaald sinds Hamilton de eerste federale overheidsschuld creëerde. Het eurogebied heeft zijn gemeenschappelijk monetair beleid onmiddellijk, en met succes, geïmplementeerd, maar op dit ogenblik mag niet worden verwacht dat de achttien Europese natiestaten binnen een relatief korte tijdsperiode voldoende stappen zullen zetten naar een politieke unie, wat wellicht noodzakelijk is voor de uitgifte van gemeenschappelijke schuld en voor een akkoord over een omvangrijke begroting voor het eurogebied of over enig ander schokopvangend mechanisme.

Een gemeenschappelijke schulduitgifte is een panacee voor diverse eurokwalen. Ze zou tevens het

monetairbeleidsinstrumentarium uitbreiden maar, net als overdrachten, gaat ze gepaard met het probleem van moral hazard en met de moeilijkheid om 'bad policy' en 'bad luck' van elkaar te onderscheiden. Zolang daar geen afdoende oplossing voor wordt gevonden, mag er worden van uitgegaan dat deze instrumenten politiek taboe blijven. Een rigoureuze uitvoering van de aanbevelingen in het kader van het Europees Semester kan de economische convergentie tussen landen bevorderen en zou ook het politieke draagvlak kunnen verbreden om rijkere lidstaten tot meer solidariteit aan te zetten. Monetaire unies hebben een centrale begroting omdat het ook politieke unies zijn; het eurogebied is op die historische regel een uitzondering. Het eurogebied kan zonder federale begroting overleven; de marges die de Europese begrotingsregels inhouden – op voorwaarde dat deze laatste zowel in goede als in slechte economische tijden worden nageleefd – maken het mogelijk economische schokken via de nationale begrotingen op te vangen en daar zal een goed functionerende banken- en kapitaalunie in hoge mate toe bijdragen.

Bibliografie

- Afonso A. en D. Furceri (2008), 'EMU enlargement, stabilisation costs and insurance mechanisms', *Journal of International Money and Finance*, 27(2), 169-187.
- Allard C. et al. (2013), *Toward a Fiscal Union for the Euro Area*, IMF Staff Discussion, Note 1309, September.
- Alvarez L.J. et al. (2005), *Sticky prices in the euro area, A summary of new micro evidence*, ECB Working Paper 563, December.
- Asdrubali P., B.E. Sorensen en O. Yosha (1996), 'Channels of interstate risk sharing: United States 1963-1990', *The Quarterly Journal of Economics*, 111(4), 1081-1110, November.
- Balli F. en B. E. Sorensen (2007), *Risk sharing among OECD and EU countries: The role of capital gains, capital income, transfers, and saving*, MPRA Working Paper 10223, December.
- Bordo M. D., et al. (2011), *A Fiscal union for the euro: some lessons from history*, NBER Working Paper 17380, September.
- Buch C. M. (2000), *Financial market integration in the US: lessons for Europe?* Kieler Arbeitspapiere 1004, September.
- Coene L. en G. Langenus (2013), 'Belgium: Promoting Fiscal Discipline in a Federal System', in George Kopits, *Restoring Public Debt Sustainability*, Oxford University press, December.
- Corsetti G. (2008), *A modern reconsideration of the theory of OCA*, EC, Economic Papers 308, February.
- De Grauwe P. (2011), *The governance of a fragile eurozone*, KULeuven and CEPS, April.
- de Sola Perea M. en Ch. Van Nieuwenhuyze (2014), 'Financiële integratie en fragmentatie in het eurogebied', *NBB, Economisch Tijdschrift*, 109-137, juni.
- Dickens W.T. et al. (2007), 'How wages change: micro evidence from the international wage flexibility project', *Journal of Economic Perspectives*, Spring.
- Draghi M. (2014), *Hearing at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*, Introductory statement, Strasbourg, 14 June.
- EC (2012), *A Blueprint for a deep and genuine Economic and Monetary Union – Launching a European Debate*, November.
- EC (2014), *Communication to the European parliament and the Commission on Long term Financing of the European economy*, 27 March.
- ECB (2013), *Intra-Euro area trade linkages and external adjustment*, ECB Monthly Bulletin, 59-74, January.
- ECB (2013), *Financial Integration in Europe*, April.
- ECB (2013), *Banking Structures Report*, November.
- ECB (2014), *Financial Integration in Europe*, April.
- Eichengreen B. (2014), *The eurozone crisis: the theory of optimum theory bites back*, Notenstein White Papers, March.
- Epstein R. en M. Rhodes (2014), *International in Life, National in Death? Banking Nationalism on the Road to Banking Union*, Paper prepared for the ECPR meeting in Salamanca, 10-15 April.

European Council (2012), *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*, Report by the President of the European Council, in collaboration with the Presidents of the EC, the Eurogroup and the ECB, December.

Feld L. P., J. Haucap, W. Möschel, V. Wieland en B. U. Wigger (2012), *Wie viel Koordinierung braucht Europa?*, Stiftung Marktwirtschaft, Kronberger Kreis Studien 55.

Furceri D. en A. Zdzienicka (2013), *The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism?*, IMF Working Paper 198, September.

Gakova Z. en L. Dijkstra (2008), *Labour mobility between the regions of the EU-27 and a comparison with the USA*, EU Regional Policy, Note 02.

Geeroms H. (2009), *The Idea of a European Debt Agency, Commemorative Book for the 80 Years Jubilee of Roman Głowacki*, 116–123.

Geeroms H., W. Moesen en S. De Corte (2011), *The European Union at a crossroads: an action plan*, CES, December.

Geeroms H., S. Ide en F. Naert (2014), *The European Union and the Euro. How to Deal with a Currency Built on Dreams?*, Intersentia.

Geeroms H. en P. Karbownik (2014), *How to complete the EU's Banking Union?*, Documentatieblad Financiën, 1^{ste} kwartaal, nr. 1.

Ghironi F. en V. Stebunovs (2010), *The domestic and international effects of interstate US banking*, Boston College Working Papers in Economics, 765.

Gros D. (2013), *Banking Union rather than Fiscal Union, Visions for Economic Policy Coordination in Europe*, 63–71, June.

Kalemli-Ozcan S., E. Luttini en B. Sorensen (2014), 'Debt Crises and Risk-Sharing: The Role of Markets versus Sovereigns', *Scandinavian Journal of Economics*, 116(1).

Kaminsky G. (2005), *International Capital Flows, Financial Stability and Growth*, DESA Working paper 10.

Kenen P. (1969), 'The Optimum Currency Area: An Eclectic View', in R.A. Mundell en A.K. Swoboda, *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press.

Lane P. (2013), *Capital flows in the Euro area*, EC, Economic Papers 497, April.

Laubach T. (2005), *Fiscal Relations Across Levels of Government in the United States*, OECD Economics Department, Working Paper 462.

Mc Kinnon R. (1963), 'Optimum Currency Areas', *American Economic Review* 52.

Mayer Th. en D. Gros (2010), *Towards a Euro(pean) Monetary Fund*, CEPS Policy Briefs, 17 May.

Mongelli F.P. (2008), *European economic and monetary integration and the optimum currency area theory*, EC Economic Papers 302, February.

Morgan D., B. Rime en Ph. E. Strahan (2004), *Bank integration and state business cycles*, Stockholm Institute for Financial Research, SIFR Research Report Series 30.

Nouy D. (2014), Interview met Der Spiegel, 30 June.

Ong Li L. en C. Pazarbasioglu (2013), *Credibility and Crisis Stress Testing*, IMF Working Paper 178, August.

- Pisany-Ferry J., E. Vihriälä en G. B. Wolff (2013), *Options for a Euro-area fiscal capacity*, Bruegel, 10 January.
- Rockoff H. (2000), *How long did it take the United States to become an optimal currency area?*, NBER Historical Paper 124, April.
- Sapir A. en G. B. Wolff (2013), *The neglected side of banking union: reshaping Europe's financial system*, Note presented at the informal ECOFIN, Vilnius, 14 September.
- Schäuble W. (2012), *Zukunft der Währungsunion: Masterplan für den Euro*, Spiegel online, 16 oktober.
- Tommaso Padoa-Schioppa Group (2012), *Completing the Euro: a Roadmap Toward fiscal Union in Europe*, 26 June.
- Trésor-Eco (2014), *Une assurance chômage pour la zone euro*, lettre 132, juin.
- Trichet J.-C. (2011), *Remarks at the farewell event*, speech, Frankfurt am Main, 19 oktober.
- Van Beers N. et al. (2014), *Cross-country insurance mechanisms in currency unions: an empirical assessment*, Bruegel working paper 04, March.
- Weidmann J (2014), *Speech to the German-British Chamber of Commerce Annual Dinner*, London, 23 July.
- Wolff B. G. (2012), *A budget for Europe's monetary union*, Bruegel policy contribution, 3 december.

Het hoe en het waarom van een negatieve rente op de depositofaciliteit

M. Kasongo Kashama^(*)

Inleiding

Tijdens de zomer van 2014 heeft het Eurosysteem zijn inflatieprojecties voor het eurogebied tot en met 2016 neerwaarts herzien. De inflatievooruitzichten voor dit jaar zijn onder de drempel van 1 % gedaald; ze maken voortaan gewag van een zeer trage terugkeer naar een inflatie in de buurt van 2 %, d.w.z. een peil dat strookt met de definitie van prijsstabiliteit van de Raad van Bestuur van de Europese Centrale Bank (ECB). In de loop van augustus werd op de financiële markten eveneens een aanzienlijke daling van de inflatieverwachtingen op middellange termijn opgetekend. Bovendien gaven de dalende inflatiecijfers en de minder gunstige conjunctuurindicatoren, waaronder het bbp, aan dat het economisch herstel in het eurogebied aan snelheid inboette. In het licht van de gevaren die een langdurige periode van lage inflatie zou kunnen inhouden voor het handhaven van de prijsstabiliteit en meer in het algemeen voor het economisch herstel, heeft de Raad van Bestuur tijdens zijn vergaderingen van juni en september 2014 een reeks maatregelen genomen. Deze laatste omvatten onder andere een dubbele verlaging van de basisrentetarieven (voor één ervan tot een negatief peil), de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties en de aankoopprogramma's van asset-backed securities (ABS) en gedekte obligaties⁽¹⁾.

Een opvallende maatregel uit het voornoemde pakket is dat het Eurosysteem als eerste centrale bank van een groot muntgebied zijn bodembeleidsrente negatief heeft laten worden⁽²⁾. Derhalve werd de rente op de depositofaciliteit, die sinds juli 2012 op 0 % stond, vanaf 11 juni 2014 verlaagd tot -0,1 % en vanaf 10 september 2014 tot -0,2 %. Eenvoudig uitgedrukt, betekent die negatieve rente dat de banken moeten betalen om hun overtollige

liquiditeiten bij het Eurosysteem te stallen. Een goed begrip van die stap in het onbekende is des te relevanter omdat de huidige financiële omgeving van het eurogebied gekenmerkt wordt door een liquiditeitsoverschot op de geldmarkt en een persistente fragmentatie van het banklandschap.

Tegen die achtergrond beoogt dit artikel op synthetische wijze dieper in te gaan op de beslissing om de deposito's bij het Eurosysteem negatief te vergoeden. Daartoe wordt in het eerste hoofdstuk teruggekomen op de exacte draagwijdte van de in juni 2014 door de Raad van Bestuur aangekondigde negatieve rente, alsook op de rol die de rente op de depositofaciliteit speelt bij de monetairbeleidsimplementatie in het eurogebied. In het tweede hoofdstuk wordt vervolgens nagegaan wat de voornaamste redenen zijn voor de keuze van die maatregel tot monetaire versoepeling. In het licht van de vele vragen die naar aanleiding van de beslissing gerezen zijn, worden in de laatste twee hoofdstukken twee specifieke punten behandeld: 'worden de spaarders door een negatieve rente gestraft?' en 'brengt de negatieve rente kosten mee voor de banksector?'

^(*) De auteur dankt L. Aucremanne, J. Boeckx, M. de Sola Perea, J. De Wit en M. Dossche voor hun commentaren en suggesties bij dit artikel. De redactie van dit artikel werd afgesloten op 10 september 2014.

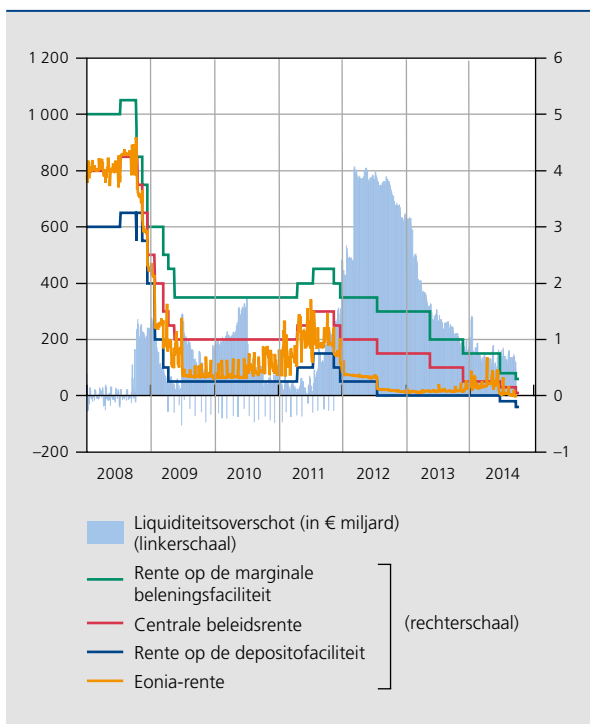
⁽¹⁾ Voor meer informatie over de in juni en september 2014 door de Raad van Bestuur genomen maatregelen, zie de persmededelingen van de ECB.

⁽²⁾ Er zijn in Europa drie precedenten voor de invoering van een negatieve depositorente: Zwitserland in de jaren zeventig, Zweden in 2009 en Denemarken van juli 2012 tot april 2014.

1. De rol van de rente op de depositofaciliteit

De Raad van Bestuur besloot de basisrentetarieven van het Eurosysteem tijdens de zomer van 2014 tweemaal te verlagen, in juni en september. Vooreerst werd de rente van de basisherfinancieringstransacties – de wekelijkse openmarkttransacties – teruggebracht van 0,25 % naar 0,15 %, en in september tot 0,05 %. Dat tarief bepaalt eveneens de kosten van de (gerichte) langerlopende herfinancieringstransacties. Daarnaast werd ook de rente op de marginale beleningsfaciliteit, die de banken de mogelijkheid biedt overnight liquiditeiten op te nemen teruggebracht van 0,75 % tot 0,4 %, en dan tot 0,3 %. Tot slot werd de vergoeding van de depositofaciliteit, die de banken in staat stelt hun liquiditeiten tot de volgende dag bij de centrale bank te stallen, teruggebracht van 0 % tot -0,1 %, alvorens verlaagd te worden tot -0,2 %. Om arbitrages te vermijden, geldt die negatieve rente in de praktijk ook voor de tegoeden die de banken, bovenop hun reserveverplichtingen, op hun rekening-courant bij het Eurosysteem aanhouden. In het licht van de twee voornoemde componenten is het dus het liquiditeitsoverschot als geheel dat aanleiding geeft tot een bewaarloon.

GRAFIEK 1 BELEIDSRENTETARIEVEN, GELDMARKTRENTES EN LIQUIDITEITSOverschOT IN HET EUROGEBIED
(daggegevens, in %, tenzij anders vermeld)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ECB.

De geconsolideerde balans van het Eurosysteem biedt beter inzicht in het ontstaan van het liquiditeitsoverschot. Zoals zopas aangegeven, stemt dat overschot overeen met de door de banken bij het Eurosysteem aangehouden liquiditeiten, hetzij op de depositofaciliteit, hetzij op de rekening-courant bovenop hun reserveverplichtingen (cf. de groen omkaderde balansposten in grafiek 2). Volgens een alternatieve benaderingswijze komt het liquiditeitsoverschot ook overeen met het verschil tussen de in het kader van het monetair beleid verrichte nettoliquiditeitsinbreng door het Eurosysteem (cf. de blauw omkaderde balansposten in grafiek 2) en de geconsolideerde liquiditeitsbehoefte van de banksector (cf. de rood omkaderde balansposten in grafiek 2)⁽¹⁾. Vóór de financiële crisis (cf. 2007 in grafiek 2), was het liquiditeitsoverschot vrijwel gelijk aan nul; de banken verhandelden immers vlot hun overschotten en tekorten en ze verzochten het Eurosysteem enkel om herfinanciering ten belope van hun geconsolideerde behoefte. Als gevolg van de financiële onrust zijn de banken momenteel echter minder bereid elkaar krediet te verlenen. Als reactie heeft het Eurosysteem zijn liquiditeitsaanbod aanzienlijk versoepeld waardoor de tekortbanken zich tegen verruimde voorwaarden⁽²⁾ kunnen herfinancieren en de overschotbanken hun overtoelinge liquiditeiten kunnen beleggen op de depositofaciliteit of op de rekening-courant bovenop hun reserveverplichtingen. Zodoende beschikt de banksector over meer centralebankreserves dan nodig indien de interbancaire markt correct functioneert (cf. september 2014 in grafiek 2). In de huidige omstandigheden kan het liquiditeitsoverschot dus worden beschouwd als een indicator van de onderlinge wrijvingen tussen banken en de facto wijst het op de noodzaak van intermediaat via de balans van het Eurosysteem⁽³⁾. Als gevolg van de afname van de financiële spanningen na het hoogtepunt van de overheidsschuldencrisis in het eurogebied, is het liquiditeitsoverschot sinds medio 2012 trouwens fors teruggelopen. Die tendens kan meer in het bijzonder worden toegeschreven aan het volume van de vervroegde terugbetalingen van de bedragen die werden opgenomen bij de twee driejaars langerlopende herfinancieringstransacties.

- (1) De geconsolideerde liquiditeitsbehoefte ontstaat doordat de liquiditeitsverkrappende autonome factoren hoger liggen dan de liquiditeitsverruimende autonome factoren. Ze wordt bovendien versterkt door het bestaan van de reserveverplichtingen. Voor meer informatie, zie Boeckx en Ide (2012).
- (2) Die verruimde voorwaarden hebben betrekking op de kwantiteit, de prijs, de looptijd, maar ook op de waarborgen. Voor meer details betreffende de tijdens de crisis door het Eurosysteem genomen maatregelen, zie de laatste Jaarverslagen van de Bank.
- (3) Die interpretatie geldt enkel bij een vraaggedreven verloop van het liquiditeitsoverschot maar geldt niet langer wanneer de centrale bank het verloop van dat overschot bepaalt, bijvoorbeeld door grootschalige aankopen van activa.

GRAFIEK 2
GECONSOLIDEERDE EN VEREENVOUDIGDE BALANS VAN HET EUROSISTEEM

(in € miljard)

Activa			Passiva		
	2007 ⁽¹⁾	5 sept. 2014		2007 ⁽¹⁾	5 sept. 2014
Autonome liquiditeitsverruimende factoren			Overheidsdeposito's		
Netto extene activa	323,7	584,2	Autonome liquiditeitsverkrappende factoren	629,6	972,6
Andere autonome factoren (netto)	106,5	-8,8	Bankbiljetten in circulatie	52,5	70,7
Monetairbeleidsinstrumenten			Rekening-courant		
Basisherfinancieringstransacties	263,6	111,2	Verplichte reserves	187,4	105,2
Langerlopende herfinancieringstransacties	183,3	381,4	Op de rekening-courant aangehouden tegoeden bovenop de verplichte reserves	1,9	88,5
Aankooppogramma's voor gedekte obligaties en programma's voor de effectenmarkten	0,0	195,4	Monetairbeleidsinstrumenten		
Marginale beleningsfaciliteit	0,2	0,1	Termijndeposito's	0,0	0,0
Totaal	877,3	1 263,6	Fintuningstransacties (netto)	5,4	0,0
			Depositofaciliteit	0,5	26,7
			Totaal	877,3	1 263,6

Bron: ECB.

(1) Gemiddelde van 2007.

Interessant is dat aan de hand van de analyse hierboven de eerste functie van de rente op de depositofaciliteit wordt belicht. Uit de geconsolideerde balans van het Eurosysteem blijkt immers dat, enerzijds, de banken van het eurogebied te allen tijde liquiditeiten bij de centrale bank kunnen plaatsen en, anderzijds, het Eurosysteem momenteel ook middelen leent aan de banken aangezien ze, op z'n minst, hun geconsolideerde liquiditeitsbehoefte bij haar financieren. Samen met de tarieven waartegen de banken bij de centrale bank geld kunnen opnemen, bepaalt de rente op de depositofaciliteit derhalve de intermediatiemarge van het Eurosysteem, naar analogie van de intermediatiemarge van de commerciële banken. Er zij aangestipt dat, in de praktijk, het verschil tussen de rente van de basisherfinancieringstransacties en die op de depositofaciliteit de meest relevante maatstaf van de intermediatiemarge van het Eurosysteem is. Dat geldt des te meer in een stelsel van vasterentetenders met volledige toewijzing van de inschrijvingen. Het verschil tussen de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de centrale beleidsrente blijft echter een van de factoren die de volatiliteit van de geldmarkttarieven bepalen. Precies om op de variabiliteit van de Eonia-rente te wegen (de Eonia-rente is de eendaags interbancaire rente voor het eurogebied), verlaagde de Raad van Bestuur in juni de

rente op de marginale beleningsfaciliteit van 0,75 % tot 0,4 %. Daardoor verkleinde sindsdien het verschil ten opzichte van de rente van de basisherfinancieringstransacties van 50 tot 25 basispunten.

De rente op de depositofaciliteit heeft, naast haar rol op het niveau van de intermediatiemarge van het Eurosysteem, een tweede belangrijke functie: Ze vormt de benedengrens voor de schommelingen van de Eonia. Dat komt doordat geen enkele bank ermee zal instemmen overnacht geld aan een andere bank te lenen tegen een lagere rente dan die welke ze bij het Eurosysteem zou krijgen. Niet onbelangrijk is dat, in geval van een aanzienlijk liquiditeitsoverschot, die benedengrens de referentie voor de geldmarkttarieven wordt. In een dergelijke situatie daalt de Eonia-rente immers van een niveau dat – onder de in normale tijden geldende evenwichtige liquiditeitsvoorwaarden⁽¹⁾ – dicht bij de centrale beleidsrente ligt, tot een peil in de buurt van de bodembeleidsrente.

Kortom, de rente op de depositofaciliteit is een belangrijke hefboom in de monetairbeleidsimplementatie van

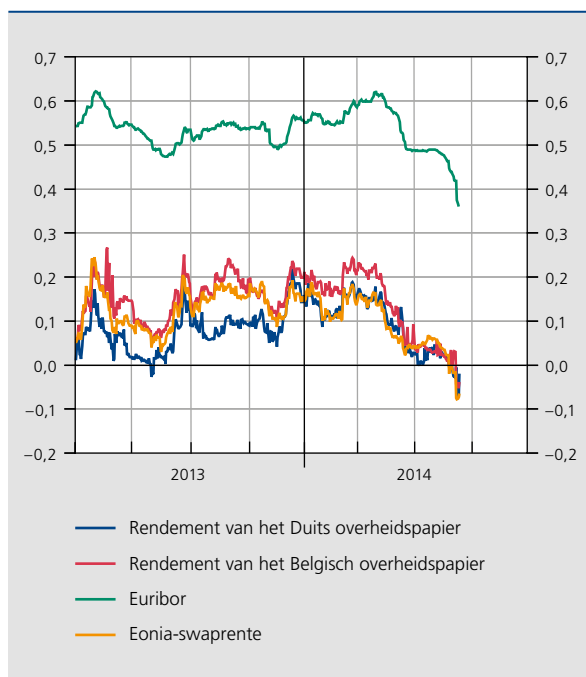
(1) Aucremanne, Boeckx en Vergote (2007).

het Eurosysteem, vooral in tijden van crisis. Er zij evenwel opgemerkt dat die rente niet onbeperkt kan worden verlaagd. Het bezit van liquiditeiten in de vorm van bankbiljetten – steeds ‘vergoed’ tegen 0% – is voor banken immers het ultieme alternatief voor het beroep op de depositofaciliteit. Een negatieve rente op die faciliteit is dus mogelijk, aangezien het bezitten van contant geld niet kosteloos en evenmin risiceloos is. Net als elk goed van enige waarde kunnen bankbiljetten zoek raken, gestolen of vernietigd worden. Er zijn ook kosten verbonden aan het vervoer en het opslaan ervan, in het bijzonder gelet op de bedragen die in het bankwezen van het eurogebied in het geding zijn. Hoe lager de rente op de depositofaciliteit, hoe interessanter evenwel de arbitrage tegen contant geld voor banken, waardoor het potentieel nutteloos wordt om die rente verder te verlagen. In de praktijk valt blijkbaar moeilijk uit te maken bij welke rente de substitutie door bankbiljetten begint te spelen. Het is evenwel zo dat President Draghi, tijdens de persconferentie volgend op de vergadering van de Raad van Bestuur van september, aangegeven heeft dat de benedengrens van de rentetarieven bereikt was en dus geen verdere technische aanpassingen mogelijk zijn. Dat lijkt er op te wijzen dat, voor de Raad van Bestuur, 20 basispunten onder nul de effectieve ondergrens is van de rente op de depositofaciliteit.

2. De redenen waarom een negatieve rente wordt geïntroduceerd

Met de verlaging van de rente op de depositofaciliteit beoogt de Raad van Bestuur in de eerste plaats de monetairbeleidskoers nog meer accommoderend te maken. Zoals eerder vermeld, is de rente op de depositofaciliteit de referentierente op de geldmarkt in een situatie van liquiditeitsoverschot zoals dat sinds de financiële crisis bestaat. Door die rente te verlagen, heeft het Eurosysteem rechtstreeks op de Eonia gewogen, die het startpunt van het monetairbeleidsmechanisme is. Zo beliep de daggeldrente van juni tot midden september 2014 gemiddeld 0,04%, tegen 0,21% tussen februari en mei van dit jaar. Eind augustus en begin september daalde ze tot licht negatieve waarden, en dat voor de eerste keer in haar bestaansgeschiedenis. Terzelfder tijd daalden de geldmarktrentes op langere termijn; dat was reeds het geval sinds de vergadering van de Raad van Bestuur in mei (waarna de mogelijkheid van extra maatregelen werd geopperd). Vanaf eind augustus werden ze daarenboven negatief, anticiperend op nieuwe monetairbeleidsmaatregelen in september. Zo noteerde de eenjaars Eoniaswap begin september rond -0,06%. Bovendien zijn ook sommige rentes op het overheidspapier van kernlanden van het eurogebied, zoals Duitsland of België, negatief geworden.

GRAFIEK 3 EENJAARS RENTE OP DE FINANCIËLE MARKTEN VAN HET EUROGEBIED
(daggegevens, in % per jaar)

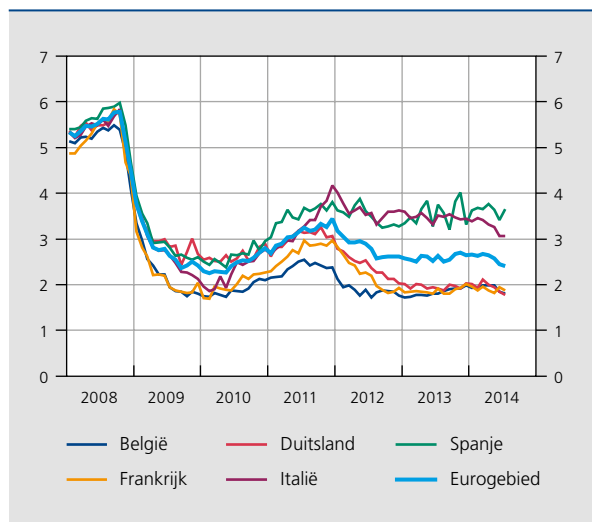


Bron: Thomson Reuters Datastream.

In het proces van de monetairbeleidstransmissie naar de economie, is de impact van de negatieve rente op de geldmarktrentes slechts de eerste schakel in een mechanisme dat uit diverse kanalen bestaat. In de huidige context verwacht het Eurosysteem een transmissie van de monetairbeleidsimpuls naar de rentetarieven op middellange termijn, versterkt door de forward guidance die waarborgt dat de beleidsrentes over een langere periode gehandhaafd blijven. In een economisch systeem zoals dat van het eurogebied, waarin ondernemingen en huishoudens zich voornamelijk via de banken financieren, wordt verwacht dat de nieuwe voorwaarden op de financiële markten bovendien neerwaartse druk op de bancaire debetrente zullen uitoefenen. In het bijzonder de in juni en september aangekondigde extra maatregelen, inclusief de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties, beogen een passende transmissie op het niveau van het bankwezen. Tegen die achtergrond is het bemoedigend dat de bancaire debetrentes voor niet-financiële ondernemingen sinds mei enigszins zijn gedaald, nadat ze maandenlang zogoed als stabiel waren gebleven. De algemene renteverlaging, zowel op de financiële markten als op het niveau van het bankwezen, zou – bij overigens gelijkblijvende omstandigheden – de bedrijfsinvesteringen en de gezinsbestedingen in fine moeten stimuleren en zodoende op termijn een hogere inflatie in de hand werken.

GRAFIEK 4**BANCAIRE DEBETRENTE IN VERSCHIEDENE LANDEN VAN HET EUROGEBIED**

(indicator van de kredietkosten op korte termijn voor niet-financiële ondernemingen⁽¹⁾, maandgegevens, in % per jaar)



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 een jaar) en op door banken aan niet-financiële ondernemingen verstrekte rekening-courantkredieten (cf. ECB, 2013).

Er zij bovendien aangestipt dat de beslissing om de rente op de depositofaciliteit negatief te maken, mogelijk een krachtig signaal afgeeft aan de marktdeelnemers. De maatregel beklemtoont immers dat de Raad van Bestuur bereid is alles in het werk te stellen – inclusief niet-conventionele maatregelen te nemen – om de dreiging van een langdurige periode van lage inflatie, of zelfs deflatie, af te wenden. Dat signaal houdt de geloofwaardigheid van de centrale bank hoog en zorgt er aldus voor dat de inflatieverwachtingen op middellange termijn steviger verankerd blijven.

Hoewel de wisselkoers op zich geen monetairbeleidsdoelstelling van het Eurosysteem is, werden vaak ook de voordelen van een transmissie van de negatieve rente via de wisselkoers van de euro naar voren geschoven. Uit dat oogpunt kan de algemene renteverlaging op de financiële markten binnen- en buitenlandse investeerders ervan afbrengen hun liquiditeiten te beleggen in het eurogebied. Bij overigens gelijkblijvende omstandigheden, zal de kapitaalstroom van het eurogebied naar economieën die hogere rendementen bieden, voor een depreciatie van de wisselkoers zorgen en, derhalve, voor een snellere terugkeer van de inflatie naar een niveau dicht bij 2%. Hoewel de euro tussen mei en 10 september 2014 zowel ten opzichte van de Amerikaanse dollar (met zowat 7%) als in effectieve termen (met ongeveer 4%) is gedeprimeerd,

kan moeilijk accuraat worden geraamd in welke mate de invoering van de negatieve rente aan die tendens bijdraagt; in juni en september werden immers ook andere monetairbeleidsmaatregelen aangekondigd, zoals de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties en de aankoopprogramma's van ABS's en gedekte obligaties. Gelet op de sinds medio 2012 sterke appreciatie van de euro ten opzichte van de andere valuta's blijft de wisselkoers bovendien een belangrijk en terecht aandachtspunt in de huidige context van lage inflatie.

Behalve het feit dat het monetair beleid werd versoepeld, heeft het negatief worden van de rente op de depositofaciliteit er eveneens voor gezorgd dat de interbancaire markt, na de verlagingen van de centrale beleidsrente, vlot kon blijven functioneren. Dit wordt verderop toegelicht.

Sinds november 2013 bedraagt het verschil tussen de rente van de basisherfinancieringstransacties en die op de depositofaciliteit 25 basispunten. Zoals eerder vermeld, is dat rente-ecart een maatstaf van de intermediatiemarge van het Eurosysteem. In normale tijden is een zekere intermediatie door de centrale bank een louter bijproduct van de monetairbeleidsvoering, maar in tijden van financiële crisis en in het bijzonder wanneer op de interbancaire markt grote onzekerheid heerst, wordt de intermediatie van de centrale bank een belangrijk onderdeel van die implementatie en draagt ze bovendien op een potentieel beslissende wijze bij aan de financiële stabiliteit. Treedt de centrale bank echter al te sterk op als intermediair, dan beperkt ze ook de stimuli tot intermediatie via de private sector en tot herstel van de interbancaire markt.

Ter verduidelijking: de situatie kan worden benaderd uit het oogpunt van twee representatieve banken. Bank A heeft een liquiditeitsoverschot en bank B een liquiditeits tekort. In dit vereenvoudigde voorbeeld kan bank A haar overtollige liquiditeiten hetzij bij het Eurosysteem stallen, hetzij ze op de interbancaire markt lenen aan bank B. Teneinde de nodige middelen te verkrijgen, beschikt bank B eveneens over de mogelijkheid om deel te nemen aan de herfinancieringstransacties van het Eurosysteem (tegen afgifte van gepast onderpand). Zo is er een verband tussen het tarief waartegen bank B liquiditeiten bij de centrale bank kan opnemen en de rente die ze bereid is aan bank A te betalen om de middelen te verkrijgen. Het verschil tussen dit laatste tarief en de rente op de depositofaciliteit bepaalt daarentegen de keuze van bank A om al dan niet deel te nemen aan de interbancaire transactie. Hoe kleiner het verschil tussen de centrale beleidsrente en de bodembeleidsrente, hoe sterker de relatieve kosten van de intermediatie van het Eurosysteem verminderen en, bij

overigens gelijkblijvende omstandigheden, hoe sterker het aantal interbancaire transacties afneemt⁽¹⁾.

Al deze overwegingen rechtvaardigen de twee verlagingen van de rente op de depositofaciliteit (en het feit dat ze negatief wordt) tijdens de zomer van 2014, aangezien het de bedoeling van het Eurosysteem was zijn herfinancieringskosten te verminderen en de vraag naar de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties te stimuleren, zonder evenwel zijn intermediatiemarge te versmallen. Ook de bodembeleidsrente werd met andere woorden teruggebracht; er werd immers van uitgegaan dat een marge van minder dan 25 basispunten als gevolg van de verlaging van enkel maar de beleidsrente, een té negatieve invloed kon hebben op de interbancaire markt.

Uit de analyse hierboven blijkt, niet onbelangrijk, dat de negatieve rente op de depositofaciliteit in se de activiteit op de interbancaire markt niet stimuleert. Dat is het rechtstreeks gevolg van het feit dat de relatieve intermediatiekosten van het Eurosysteem voor de banksector ongewijzigd zijn gebleven na juni. Bovendien worden banken met een liquiditeitsoverschot er niet meer toe aangezet zich te ontdoen van hun overtollige liquiditeiten (bijvoorbeeld via interbancaire leningen), aangezien de nieuwe monetaire voorwaarden in principe doorwerken in alle categorieën activa en passiva. In het licht van de economische en financiële realiteit, dient die analyse echter te worden genuanceerd. In de praktijk kan het eventueel trachten te ontsnappen aan het door het Eurosysteem ingevoerde bewaarloon toegeschreven worden aan verscheidene factoren. De mogelijkheid bestaat bijvoorbeeld dat sommige instellingen interne regels moeten naleven volgens welke het verboden is activa met een negatieve rente aan te houden, wat hen uitdrukkelijk verplicht alternatieven te vinden voor het stallen van liquiditeiten bij het Eurosysteem. Bovendien zijn de kredietinstellingen misschien minder geneigd om de negatieve rente af te wentelen op de depositeurrente van hun klanten. Tegen een dergelijke achtergrond zet het rendementsverschil tussen hun activa en passiva hen ertoe aan hun overtollige liquiditeiten van de hand te doen. Bovendien is, in het licht van de negatieve bodembeleidsrente, een zeker niet-lineair gedrag van de marktdeelnemers niet denkbeeldig. Het is dus in fine mogelijk dat de negatieve rente op de depositofaciliteit het op de interbancaire markt verhandelde volume toch stimuleert. In de huidige context kan dat echter moeilijk worden ingeschat voor zover ook andere door de Raad van Bestuur in de zomer genomen maatregelen het liquiditeitsbeleid van de banken kunnen beïnvloeden.

Een negatieve rente op de depositofaciliteit blijft een stap in het onbekende en doet derhalve tal van vragen rijzen.

Zoals in de vorige paragraaf wordt aangetoond, is het effect ervan op het volume van de interbancaire kredietverlening in theorie neutraal, hoewel sommige waarnemers de impact belangrijk noemen. In de twee hoofdstukken hieronder worden nog twee kwesties behandeld in verband met de beslissing om de bodembeleidsrente onder nul te doen dalen: 'Worden de spaarders door de negatieve rente gestraft?' en 'Brengt de negatieve rente kosten met zich voor de banksector?'.

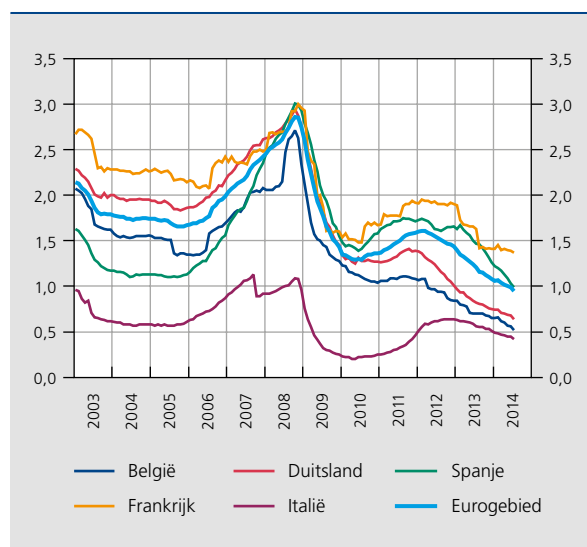
3. Worden de spaarders door de negatieve rente gestraft?

Een natuurlijk uitgangspunt om de situatie van de spaarders in het eurogebied te beoordelen, is het analyseren van het verloop dat wordt opgetekend door de vergoeding van hun deposito's bij de financiële instellingen. Net als de andere rentetarieven op de geld- en financiële markten, werden de tarieven ter vergoeding van de bankdeposito's van de huishoudens in de meeste landen van het eurogebied zeer sterk verlaagd tot hun huidige historisch lage niveaus⁽²⁾. Er wordt meer precies vastgesteld dat

(1) Mercier en Papadia (2011).

(2) De voorgestelde rentetarieven zijn afkomstig van de geharmoniseerde enquête naar de rentetarieven van de monetaire financiële instellingen van het eurogebied (MFI Interest Rates – MIR). Er zij opgemerkt dat de niveaunderschillen tussen landen in zekere mate de voorkeuren inzake looptijden weerspiegelen, alsook de verschillende institutionele opzet op nationaal niveau. Ze moeten dus omzichtig worden geïnterpreteerd.

GRAFIEK 5 RENTE OP DE UITSTAANDE BANKDEPOSITO'S VAN DE HUISHOUDENS⁽¹⁾ IN DIVERSE LANDEN VAN HET EUROGEBIED
(maandgegevens, in % per jaar)



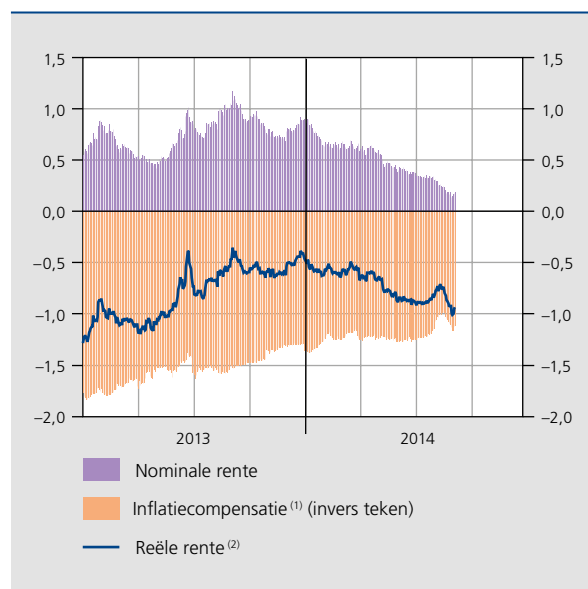
Bronnen: ECB, NBB.

(1) Synthetische rente gebaseerd op de gewogen gemiddelden van de rente op de uitstaande bedragen aan zichtdeposito's, deposito's met een opzegtermijn en termijndeposito's.

de in het najaar van 2008 en begin 2012 ingezette stevige neerwaartse tendens van de depositorente van de huishoudens strookte met het verloop van de leidinggevende rentetarieven van het Eurosysteem. Bovendien daalde de gemiddelde rente op de spaargelden van de huishoudens in het eurogebied in juni en juli 2014 opnieuw. Kortom, de ontwikkelingen wijzen erop dat de als gevolg van de crisis door het Eurosysteem genomen rentebeslissingen, inclusief inzake de negatieve rente op de depositofaciliteit, wezenlijke neerwaartse druk uitoefenen op het rendement van de spaargelden. Voor de centrale bank is dat nieuws welkom aangezien de eigenlijke bedoeling van haar monetairbeleidsversoepeling erin bestaat het sparen voor de economische subjecten minder aantrekkelijk (en krediet interessanter) te maken. Door de rente te verlagen, wil het Eurosysteem dus niet zozeer de spaarders straffen dan wel de huishoudens en de ondernemingen ertoe aanzetten liever vandaag dan morgen hun geld uit te geven of te investeren; de diagnose is dat er op dit ogenblik te veel wordt gespaard om een economische opleving en sneller stijgende prijzen mogelijk te maken.

In het kader van die overwegingen zij opgemerkt dat, hoewel het Eurosysteem voor de nominale rentetarieven over een rechtstreekse hefboom beschikt, het in principe de reële tarieven zijn die relevant zijn voor de beslissingen inzake consumptie of investeringen. De reële rente stemt overeen met de nominale rente, verminderd met de compensatie voor de verwachte inflatie. In combinatie met een algemene daling van de inflatieverwachtingen, kan een verlaging van de nominale rente (eventueel tot onder nul) de reële tarieven derhalve onveranderd laten, of zelfs doen stijgen. In de praktijk hebben de reële tarieven sinds april 2013 trouwens een zekere opwaartse druk ondergaan als gevolg van de uitgesproken daling van de inflatieverwachtingen, dit ondanks het feit dat de beleidsrentetarieven in de loop van die periode herhaaldelijk werden verlaagd. De verhoging van de reële rente in het voorjaar en de zomer van 2013 was meer bepaald toe te schrijven aan een stijging van de nominale rente en aan een zekere verslechtering van de inflatievooruitzichten. Van november 2013 tot april 2014 werden zogoed als stabiele reële rentetarieven opgetekend, aangezien de verlagingen van de nominale rente gecompenseerd werden door een daling van de inflatieverwachtingen tijdens dezelfde periode. Conform het principe van Taylor – volgens hetwelk een centrale bank in het licht van een daling/stijging van de inflatieverwachtingen de nominale rente meer dan proportioneel moet doen dalen/stijgen teneinde de reële rente in de passende richting te sturen en de economische stabiliteit te herstellen⁽¹⁾ – wettigt die vaststelling op zich al het in juni aangekondigde en in september versterkte maatregelenpakket, dat inderdaad geleid heeft tot een daling van de reële rente.

GRAFIEK 6 OPSPLITSING VAN DE REËLE RENTE OP VIJFJAARS DAGGELDRENTESWAPS
(daggegevens, in % per jaar)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, NBB.

(1) Gemeten aan de hand van swaps die het inflatierisico in het eurogebied dekken voor een periode van vijf jaar.

(2) Berekend als het verschil tussen de nominale rente en de inflatiecompensatie.

Kort gezegd, is – uit een algemeen macro-economisch oogpunt – de renteverlaging gerechtvaardigd vanwege de voor de opleving van de bedrijvigheid en de inflatie gunstige voorwaarden die ze creëert. Met andere woorden, een vandaag lage rentevergoeding over de spaargelden werkt op middellange termijn een herstel van de economie in de hand en in fine hogere rentetarieven⁽²⁾. Om die redenen, en vanuit een langetermijnperspectief beschouwd, lijkt de lagere rente op de depositofaciliteit de huidige bezorgdheid of vrees van de spaarders niet te wettigen.

4. Brengt de negatieve rente kosten mee voor de banksector?

Hoewel sommige banken om de een of andere reden te kennen kunnen geven dat ze aan de negatieve rente op de depositofaciliteit willen ontsnappen (cf. supra), moet het liquiditeitsoverschot op het niveau van het bankwezen als geheel – dat een gesloten systeem is – hoe dan ook terugvloeien naar het Eurosysteem. Met andere woorden, voor een bepaald niveau van overtollige liquiditeiten kan de sector de uit een negatieve rente op de depositofaciliteit resulterende 'heffing' niet vermijden. In dit hoofdstuk

(1) Voor meer informatie over dit principe, zie met name Taylor (1999).

(2) Voor meer informatie over de oorzaken en gevolgen van een lage rente, zie Boeckx, Cordemans en Dossche (2013).

wordt getracht meer gedetailleerd na te gaan in welke mate de betaling van het bewaarloon kosten voor de banksector met zich kan brengen.

Zoals eerder toegelicht, fungeert het Eurosysteem voor de kredietinstellingen in zekere zin als een bank; de kredietinstellingen deponeren er immers liquiditeiten, maar nemen er ook voortdurend middelen op. Rekening houdend met de totale positie van de banksector, zijn de kosten die gepaard gaan met het feit dat de rente op de depositofaciliteit onder nul daalt, derhalve onlosmakelijk verbonden met de voordelen van de gelijktijdige verlaging van de rente van de herfinancieringstransacties en van die op de marginale beleningsfaciliteit. Uit het oogpunt van de in het eerste hoofdstuk van dit artikel toegelichte geconsolideerde balans van het Eurosysteem, blijkt onmiddellijk dat de banksector nettodebiteur is ten opzichte van het Eurosysteem. Anders gezegd, het bedrag dat hij opneemt via de herfinancieringstransacties en via het beroep op de marginale beleningsfaciliteit is groter dan de bij het Eurosysteem gestalde liquiditeiten. Die situatie doet zich constant voor – dus niet enkel in tijden van crisis –, aangezien er een geconsolideerd liquiditeitstekort is dat enkel kan worden aangezuiverd via leningen bij het Eurosysteem (cf. supra). In een dergelijke context is de verlaging van de corridor voor de beleidsrente (inclusief het negatief worden van de bodembeleidsrente) voordelig voor de banksector als geheel. Bij wijze van voorbeeld en gebruik makend van de cijfers van de geconsolideerde balans van het Eurosysteem van 5 september 2014 mag worden gesteld dat de beleidsrentecombinatie die vanaf medio september zal gelden (–0,2 %; 0,05 %; 0,3 %) op jaarbasis nettoherfinancieringskosten van de banken bij het Eurosysteem met zich brengt ten belope van € 0,42 miljard, tegen € 0,97 miljard bij de corridor die begin juni van kracht was (0 %; 0,25 %; 0,75 %)⁽¹⁾.

Voor die boekhoudkundige analyse wordt de realiteit uiteraard vereenvoudigd voorgesteld. De redenering moet in twee opzichten worden genuanceerd.

Om te beginnen, schetst de analyse een algemeen beeld van de situatie van de banksector. De impact van de gewijzigde corridor kan derhalve van bank tot bank verschillen, naargelang de instelling een liquiditeitsoverschot of -tekort laat optekenen. Dergelijke overwegingen gaan niettemin het kader van dit artikel te buiten. Toch zij beklemtoond dat het feit op zich dat het Eurosysteem de mogelijkheid

biedt om als intermediair op te treden, aan alle banken ten goede komt. Dat geldt in het bijzonder voor de meest kwetsbare onder hen, maar ook voor de solide instellingen met liquiditeitsoverschotten. Deze hebben immers, meer bepaald op het hoogtepunt van de crisis, profijt getrokken van de door de depositofaciliteit van het Eurosysteem geboden veilige haven. Er zij bovendien aangestipt dat ze veel baat hebben bij de op de financiële markten teruggekeerde stabiliteit dankzij, onder meer, de massale herfinanciering van de meest kwetsbare banken door de centrale bank.

Voorts is de analyse aan de hand van de geconsolideerde balans louter statisch. Vanuit een meer dynamische invalshoek is de impact van een negatieve rente op de rentabiliteit van de banksector moeilijker in te schatten. Zoals in het tweede hoofdstuk van dit artikel reeds summier is toegelicht, komt die mogelijke impact op de winst van de banksector tot stand doordat de banken er in een lagerentemgeving voor kunnen opteren de laatste rentedalingen niet te laten doorwerken in hun depositorente teneinde hun depositobasis niet in het gedrang te brengen. Worden de debetrente en de rendementen op de andere activa tegelijkertijd wél neerwaarts aangepast, dan komt de marge van de commerciële banken onder druk. Hoe sterk de marge eventueel krimpt, is uiteraard afhankelijk van de institutionele opzet van de diverse nationale banksectoren, inclusief de omvang van de kredietverlening tegen variabele rente, of nog, de beschikbare marge om de depositorente verder te verlagen. De banken kunnen de druk op de marge eventueel ook wegnemen door de rente voor nieuwe leningen op te trekken. Een dergelijke ontwrichting blijkt echter noch door de recente cijfers inzake de debetrente in het eurogebied, noch door de Deense ervaring met een negatieve depositorente⁽²⁾ te worden bevestigd.

Uit een oogpunt van algemeen evenwicht zij tevens aangestipt dat de economische stimulus die uitgaat van een negatieve rente op de depositofaciliteit (de monetaire versoepeling) ook bevorderlijk is voor de winstgroei van de banken. Zo mag worden beklemtoond dat de lage rentetarieven de vraag naar leningen van de huishoudens en de ondernemingen kan aanwakkeren. Het is dan ook mogelijk dat de toename van het kredietvolume de daling van de debetrente meer dan compenseert. Dankzij de lagere rente zal het aantal huishoudens en bedrijven met terugbetalingsproblemen naar verwachting teruglopen ten opzichte van een situatie zonder monetaire accommodatie. Interessant is bovendien dat, indien de institutionele factoren die een mogelijk nadelig effect bewerkstelligen van de negatieve rente op de bankmarge (bijvoorbeeld een groter aantal leningen tegen variabele rente) een grotere rol spelen, de monetaire versoepeling wellicht een gunstiger effect zal sorteren op de winst van de banken via de zojuist vermelde kanalen.

(1) Bij die berekening wordt er rekening mee gehouden dat de verplichte reserves vergoed worden tegen de centrale beleidsrente. Er wordt tevens verondersteld dat de op de langerlopende herfinancieringstransacties toepasselijke rente de rente van de basisherfinancieringstransacties is.

(2) Cf. <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1339-negative-deposit-rates-the-danish-experience/>.

Conclusie

In het kader van de tijdens de zomer van 2014 aangekondigde maatregelen, heeft de Raad van Bestuur van de ECB zich op onbekend terrein begeven door alle deposito's van de commerciële banken bij het Eurosysteem boven hun reserveverplichtingen te vergoeden tegen een negatieve rente.

De verlaging – tot een negatief percentage – van de rente op de depositofaciliteit staat, vanwege de dubbele functie van deze laatste in de monetairbeleidsimplementatie, gelijk met een meer accommoderend monetair beleid. Daarnaast kunnen de stimuli om deel te nemen aan de interbancaire transacties worden gevrijwaard, terwijl de herfinancieringskosten van de banken bij het Eurosysteem worden verlaagd.

Hoewel een negatieve rente op de depositofaciliteit lage rendementen voor de spaarders impliceert, wordt een verlaging van de reële rente noodzakelijk geacht om de economische bedrijvigheid en, derhalve, de inflatie te ondersteunen. Dat maakt voor de toekomst bovendien

een terugkeer naar hogere rentetarieven mogelijk. Uit de analyse blijkt tevens dat de nettokosten voor herfinanciering van het bankwezen bij het Eurosysteem sinds begin juni gedaald zijn, hoewel de dynamische impact van de negatieve rente op de rentabiliteit van de banken moeilijker in te schatten is.

Tot slot zij aangestipt dat de efficiëntie van de verlaging, tot onder nul, van de rente op de depositofaciliteit in real time moet worden beoordeeld, gelet op de wisselwerkingen met alle andere in juni en september aangekondigde monetairbeleidsmaatregelen. In het bijzonder de in september 2014 van start gaande gerichte langerlopende herfinancieringstransacties zouden bevorderlijk moeten zijn voor een vlotte transmissie van de negatieve rente naar de reële economie. Bovendien wordt verwacht dat ze, in combinatie met de in oktober aanvangende aankoopprogramma's voor ABS's en gedekte obligaties, het liquiditeitsoverschot op de geldmarkt aanzienlijk zullen vergroten, wat strookt met de bedoeling om het balanstotaal van het Eurosysteem naar het peil van begin 2012 te brengen, zoals aangegeven door President Draghi.

Bibliografie

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

Bindseil U. en J. Jablecki (2011a), *A structural model of central bank operations and bank intermediation*, ECB, Working Paper 1312.

Bindseil U. en J. Jablecki (2011b), *The optimal width of the central bank standing facilities corridor and banks' day-to-day liquidity management*, ECB, Working Paper 1350.

Boeckx J., N. Cordemans en M. Dossche (2013), 'Oorzaken en implicaties van een lage risicoloze rente', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 65-92, september.

Boeckx J. en S. Ide (2012), 'Wat het beroep op de depositofaciliteit ons kan vertellen en wat niet', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 31-38, juni.

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.

Draghi M. (2014), *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*, Frankfurt, Germany, 4 September.

ECB (2013), 'Assessing the retail bank interest rate pass-through in the euro area at times of financial fragmentation', *Monthly Bulletin*, 75-91, August.

ECB (2014), *Waarom heeft de ECB een negatieve rente ingevoerd?* (<https://www.ecb.europa.eu/home/html/faqinterestrates.fr.html>).

Mercier P. en Papadia F. (2011), *The Concrete Euro: Implementing Monetary Policy in the Euro Area*, Oxford University Press, 1st edition.

NBB (2014), *Jaarverslag 2013*.

Taylor J.B. (1999), *An Historical Analysis of Monetary Policy Rules*, NBER, Working Paper 6768.

Summaries of articles

Outlook for the finances of the Communities and Regions

The sixth Belgian State reform completed at legislative level at the beginning of 2014 transfers powers from the federal government to the Communities and Regions. The financing of the Communities and Regions is also being adjusted. The State reform therefore has a significant influence on public finances. The article examines the impact of these changes on the future financial position of the Communities and Regions.

According to the data from the National Accounts Institute concerning the April 2014 general government accounts, the budget of the Communities and Regions as a whole was more or less in balance in 2013. The Flemish Community and the Brussels Capital Region recorded a small surplus while the French Community and the Walloon Region showed a small deficit.

Apart from transferring considerable powers to the Communities and Regions and increasing the fiscal autonomy of the Regions, the revision of the Finance Act also transfers costs from the federal government to the Communities and Regions. In 2015 and 2016, that substantial transfer takes the form of contributions to the consolidation of public finances. In addition, from 2017, the Communities and Regions will be required to make a contribution to population ageing costs. The sixth State reform also makes provision for the refinancing of the Brussels institutions from 2012.

With no change of policy, i.e. before the implementation of the measures adopted in the government agreements concluded in the summer of 2014, the projections indicate a total deficit of around 0.8 % of GDP from 2016. The increase in the deficit in 2015 and 2016 is due mainly to the contributions towards the consolidation of public finances. During the ensuing decade, the deficit is expected to rise to around 1 % of GDP. With the exception of the Brussels Capital Region, which would maintain a small surplus throughout the period, the other main Communities and Regions, namely the Flemish Community, the French Community and the Walloon Region, are predicted to record substantial deficits throughout the period.

Owing to the contributions towards the consolidation of public finances, the main Communities and Regions other than the Brussels Capital Region are required to make a considerable fiscal consolidation effort in order to achieve the target of a balanced budget. The government agreements concluded for 2014-2019 for the Communities and Regions clearly reflect this fiscal context.

JEL codes: H11, H70, H71, H72, H74

Key words: public finance, Belgian State reform, Special Finance Act, Communities and Regions

Creating export value. An analysis of Belgium

A country's exports are the yardstick against which the external competitiveness of its economy is generally measured. However, consistent with the rise in re-exports and the fragmentation of production chains, the export basket is partly made up of goods and services that have not been manufactured within the exporting country or have been for only a small part. The purpose of the article is to introduce the exported value added approach, while presenting the initial findings for Belgium. A new insight is therefore provided into the degree of openness of the economy, market share developments, trading partners, branches of activity focused on export markets and the balance of trade.

JEL codes: F12, F14, F15

Key words: global value chain, external competitiveness, exported value added

Global imbalances and gross capital flows

The article examines in more detail the measurement of an economy's external vulnerability. An external vulnerability analysis traditionally focuses on the current account balance (a net concept). Countries with a current account deficit and an accumulated net debt position are considered vulnerable to a reversal in external capital flows, known as a sudden stop. In line with the recent economic literature, the article tries to demonstrate the importance of gross flows and positions as well. The strong rise in cross-border gross capital flows over the past two decades has led to an unprecedented accumulation of outstanding international asset and liability positions which may lead to new vulnerabilities in the form of currency, maturity and liquidity mismatches not reflected by the net concept. It is argued that, in order to be complete, an analysis of a country's external vulnerability must use both concepts (net and gross), and illustrates this on the basis of two events: the financial crisis and the recent volatility on the financial markets of the emerging economies.

JEL codes: F32, F34, F36

Key words: international capital flows, global imbalances, current account balance

Household indebtedness: evolution and distribution

A high debt ratio may have important implications for (the volatility of) macroeconomic activity and, when debt levels become unsustainable, possibly on financial stability too. Using macroeconomic (national financial accounts) and microeconomic (Household Finance and Consumption Survey and Central Individual Credit Register) statistics, the article examines changes in and distribution of indebtedness among Belgian households, in comparison with the euro area. According to the macroeconomic statistics, the debt ratio of Belgian households rose strongly over the past decade, although it remained below the euro area average household debt ratio. However, microeconomic statistics suggest that certain groups in Belgium are no better off than in the euro area as a whole. Young and low-income households tend to have relatively high income-related debt ratios, possibly pointing to weak liquidity positions. Compared to the euro area, Belgian households' debt is better covered by their assets. However, this coverage is less extensive for households with consumer debt. The debt position of Belgian households appears to be more sensitive to income-related shocks than to asset price and interest rate shocks. This is corroborated by the close relationship between payment arrears and unemployment.

JEL codes: D14, H31, H63, E44

Key words: household finance, debt distribution, payment arrears

Lessons from the US for the institutional design of EMU

The article compares the euro area and the US in order to draw lessons for improving the Economic and Monetary Union. Although still not perfect, the US comes closer to fulfilling the criteria of the optimum currency area theory, and it did not experience the sovereign debt crisis that hit the euro area, partly because the US has federal institutions which are totally or partially lacking in the EU.

The stability of the euro area would improve if the Member States came closer to meeting the criteria of an optimum currency area. That requires more flexible goods and labour markets and an increase in regional labour mobility. Deepening of the Single Market could make a contribution here, as well as further enhancing the benefits of the single currency by boosting trade. It is also necessary to avoid economic imbalances which can generate contagion effects in other Member States. In the absence of a federal economic policy like that in the US, the existing rules on the coordination of national economic policies, translated annually by the Commission and the Council into the country-specific recommendations of the European Semester, must be actually implemented.

It is vital to avoid any repeat of the sudden reversal of capital flows such as that which occurred in 2010. The primary requirement here is completion of the banking union. In that respect, great progress has been achieved with the single supervisory mechanism and the detailed assessment of the banks which come under it, and with the establishment of a single resolution mechanism. An amendment to the Treaty would permit total separation of the ECB's two tasks – monetary policy and prudential supervision – and allow the insurance sector to be brought under the SSM. The resolution mechanism needs further refinement by the addition of a fiscal backstop. The third pillar of the banking union, a single deposit guarantee scheme, could also help to prevent adverse financial shocks in the euro area. The development of alternatives to bank financing of the economy via a capital union is still necessary to ensure that the 'risk-sharing' between the Member States will take place via the capital markets, thereby reducing the need for budget transfers.

For the residual risk-sharing need, the US has an important form of debt mutualisation and a federal budget that helps to cushion economic shocks. However, that has evolved over two centuries of political integration. The euro area implemented its common monetary policy immediately, and with success, but 18 European nation states cannot be expected to take sufficient steps towards a political union within a relatively short time span, though that is necessary for the issuance of common debt and for an agreement on a significant budget for the euro area or another shock-absorbing mechanism.

The issuance of common debt is a panacea for multiple euro area problems and would expand the range of monetary policy instruments, but – like transfers – it is accompanied by the moral hazard problem. Until a convincing solution has been found, we can expect these instruments to remain politically taboo. Monetary unions have a central budget because they are also political unions; the euro area is an exception to that historical rule. The euro area can survive without a federal budget; provided they are respected, the margins inherent in the European fiscal rules make it possible to absorb economic shocks via the national budgets, something that an efficient banking and capital union will do much to assist.

JEL codes: E630, F15, F22, F33, F36, F53, F55, G280

Key words: optimum currency area, monetary union, banking and capital union

The how and why of a negative rate for the deposit facility

Facing increasing risks to price stability in the euro area, the Governing Council of the European Central Bank (ECB) announced a significant package of policy measures in summer 2014. Those

measures include a reduction in the deposit facility rate to a negative level, at -0.1% from June and then at -0.2% from September, which constitutes a move into uncharted waters for a major central bank. The article clarifies the purpose of doing this and how the decision is expected to impact on savers and the banking sector.

The Governing Council decided to implement a negative deposit facility rate for two reasons. First, that negative rate was warranted to ease further the monetary policy stance in an environment characterised by a liquidity surplus in the banking sector. Second, the reduction in the ECB's lending rates combined with a cut in the deposit facility rate made it possible to lower the cost of central bank refinancing for euro area banks without having to accept a smaller central bank intermediation margin which would lead to a decline in activity on interbank markets.

As for this measure's alleged negative impact on savers, the article finds that reality is more nuanced than intuition might suggest, since monetary accommodation is expected to support economic activity and hence allow higher interest rates in the future. As for the impact on banks' profitability, the June and September rate decisions imply a lower net Eurosystem refinancing cost for the banking sector as a whole, although the dynamic impact on banks' profitability is more difficult to assess.

JEL codes: E52, E58

Key words: Eurosystem, deposit facility, monetary policy implementation, negative rate

Abstracts from the Working Papers series

259. A macro-financial analysis of the euro area sovereign bond market, by H. Dewachter, L. Iania, M. Lyrio and M. de Sola Perea, June 2014

The authors estimate the 'fundamental' component of euro area sovereign bond yield spreads, i.e. the part of bond spreads that can be justified by country-specific economic factors, euro area economic fundamentals, and international influences. The yield spread decomposition is achieved using a multi-market, no-arbitrage affine term structure model with a unique pricing kernel. More specifically, the canonical representation proposed by Joslin, Singleton, and Zhu (2011) is used and the authors introduce alongside standard spanned factors a set of unspanned macro factors, as in Joslin, Pribsch, and Singleton (2013). The model is applied to yield curve data from Belgium, France, Germany, Italy and Spain over the period 2005-2013. Overall, their results show that economic fundamentals are the dominant drivers behind sovereign bond spreads. Nevertheless, shocks unrelated to the fundamental component of the spread have played an important role in the dynamics of bond spreads since the intensification of the sovereign debt crisis in the summer of 2011.

260. Economic importance of the Belgian ports: Flemish maritime ports, Liège port complex and the port of Brussels – Report 2012, by C. Mathys, June 2014

The paper is an annual publication issued by the Microeconomic Analysis Service of the National Bank of Belgium. The Flemish maritime ports (Antwerp, Ghent, Ostend, Zeebrugge), the Autonomous Port of Liège and the port of Brussels play a major role in their respective regional economies and in the Belgian economy, not only in terms of industrial activity but also as intermodal centres facilitating commodity flows. This release provides an extensive overview of the economic importance and development of these ports for the period 2007-2012, focusing on 2012 and on the three major variables of value added, employment and investment.

261. European competitiveness: A semi-parametric stochastic metafrontier analysis at the firm level, by M. Dumont, B. Merlevede, G. Rayp, M. Verschelde, June 2014

The authors use a semiparametric stochastic metafrontier approach to obtain insight into firm-level competitiveness in Europe. They differ from standard TFP studies at the firm level as they simultaneously allow for inefficiency, noise and do not impose a functional form on the input-output relation. Using AMADEUS firm-level data covering 10 manufacturing sectors from seven EU15

countries, (i) they document substantial, persistent differences in competitiveness (with Belgium and Germany as benchmark countries and Spain lagging behind) and a wide technology gap, (ii) they confirm the absence of convergence in TFP between the seven selected countries, (iii) they confirm that the technology gap is more pronounced for smaller firms, and (iv) they highlight the role of post-entry growth for competitiveness.

262. [Employment, hours and optimal monetary policy](#), by M. Dossche, V. Lewis, C. Poilly, September 2014

The authors characterise optimal monetary policy in a New Keynesian search-and-matching model where multiple-worker firms meet demand in the short run by adjusting hours per worker. Imperfect product market competition and search frictions reduce steady-state hours per worker below the efficient level. Bargaining results in a convex 'wage curve' linking wages to hours. Since the steady-state real marginal wage is low, wages respond little to hours. As a result, firms overuse the hours margin at the expense of hiring, which makes hours too volatile. The Ramsey planner uses inflation as an instrument to dampen fluctuations in inefficient hours.

263. [On the conjugacy of off-line and on-line – Sequential Monte Carlo Samplers](#), by A. Dufays, September 2014

Sequential Monte Carlo (SMC) methods are widely used for filtering purposes of non-linear economic or financial models. Nevertheless, the SMC scope encompasses wider applications such as estimating static model parameters so much that it is becoming a serious alternative to Markov-Chain Monte-Carlo (MCMC) methods. Not only do SMC algorithms draw posterior distributions of static or dynamic parameters but they also provide an estimate of the normalising constant. The tempered and time (TNT) algorithm, developed in the paper, combines (off-line) tempered SMC inference with on-line SMC inference for estimating many slightly different distributions. The method encompasses the Iterated Batch Importance Sampling (IBIS) algorithm and more generally the Resample Move (RM) algorithm. Besides the number of particles, the TNT algorithm self-adjusts its calibrated parameters and relies on a new MCMC kernel that allows for particle interactions. The algorithm is well suited for efficiently back-testing models. The author concludes by comparing in-sample and out-of-sample performances of complex volatility models.

Conventionele tekens

bv.	bijvoorbeeld
d.w.z.	dat wil zeggen
n.e.g.	niet elders genoemd
t.o.v.	ten opzichte van

Lijst van afkortingen

Landen

BE	België
DE	Duitsland
EE	Estland
IE	Ierland
EL	Griekenland
ES	Spanje
FR	Frankrijk
IT	Italië
CY	Cyprus
LU	Luxemburg
MT	Malta
NL	Nederland
AT	Oostenrijk
PT	Portugal
SI	Slovenië
SK	Slowakije
FI	Finland
EA	Eurogebied
BG	Bulgarije
CZ	Tsjechië
DK	Denemarken
HR	Kroatië
HU	Hongarije
LT	Litouwen
PL	Polen
RO	Roemenië
EU	Europese Unie
AR	Argentinië
BR	Brazilië
CL	Chili
CN	China
CO	Colombia

ID	Indonesia
IN	India
KR	Zuid-Korea
MX	Mexico
MY	Maleisië
PE	Peru
PH	Filipijnen
RU	Rusland
TH	Thailand
TR	Turkije
UA	Oekraïne
UY	Uruguay
ZA	Zuid-Afrika
US/VS	Verenigde Staten

Andere

ABS	Asset-backed securities
ADSEI	Algemene Directie Statistiek en Economische Informatie (Federale Overheidsdienst Economie, KMO, Middenstand en Energie)
BBP	Bruto binnenlands product
BEA	Bureau of Economic Analysis (Verenigde Staten)
BIB	Bank voor Internationale Betalingen
BNI	Bruto nationaal inkomen
BRICS	Brazilië, Rusland, India, China en Zuid-Afrika
BRRD	Bank Recovery and Resolution Directive
BTW	Belasting over de toegevoegde waarde
CKP	Centrale voor kredieten aan particulieren
COCOF	Commission communautaire française (Franse Gemeenschapscommissie)
DGS	Depositogarantiestelsel
DIF	Deposit Insurance Fund
EAK	Enquête naar de arbeidskrachten
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
EFFS	Europese faciliteit voor financiële stabiliteit
EFSM	Europees financieel stabilisatiemechanisme
EMU	Economische en Monetaire Unie
Eonia	Euro Overnight Index Average
ESM	Europees stabiliteitsmechanisme
ESR	Europees Systeem van Rekeningen
EU	Europese Unie
Euribor	Euro Interbank Offered Rate
FDIC	Federal Deposit and Insurance Corporation
FED	Federal Reserve
FPB	Federaal Planbureau
G&D	Goederen en diensten
GGC	Gemeenschappelijke Gemeenschapscommissie

G20	Groep van twintig
HFCN	Household Finance and Consumption Network
HFCS	Household Finance and Consumption Survey
HRF	Hoge Raad van Financiën
IMF	Internationaal Monetair Fonds
INR	Instituut voor de nationale rekeningen
KMO's	Kleine en middelgrote ondernemingen
MFK	Meerjarig financieel kader
MIR	Monetary financial institutions interest rates
MFI	Monetaire financiële instelling
MSCI	Morgan Stanley Capital International
MTO	Medium-term objective
NAVO	Noord-Atlantische Verdragsorganisatie
NBB	Nationale Bank van België
NBER	National Bureau of Economic Research
OCA	Optimum currency area
OCC	Office of the Comptroller of the Currency
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
OPEC	Organisatie van olie-exporterende landen
OMT	Outright monetaire transacties
PCA	Prompt Corrective Action
PPS	Publiek-private samenwerking
PWA	Plaatselijke werkgelegenheidsagentschappen
R&D	Research and development
RVA	Rijksdienst voor Arbeidsvoorziening
RWA	Risk weighted assets
SCvV	Studiecommissie voor de vergrijzing
Sofico	Société wallonne de financement complémentaire des infrastructures
SRB	Single Resolution Board
SRF	Single Resolution Fund
SRM	Single Resolution Mechanism
SSM	Single Supervisory Mechanism
TARP	Troubled Asset Relief Program
TiVA	Trade in value added
TW	Toegevoegde waarde
UNCTAD	Conferentie van de Verenigde Naties inzake handel en ontwikkeling
WEO	World Economic Outlook
WHO	Wereldhandelsorganisatie
WTO	World Trade Organisation

Nationale Bank van België
Naamloze vennootschap
RPR Brussel – Ondernemingsnummer: 0203.201.340
Maatschappelijke zetel: de Berlaimontlaan 14 – BE-1000 Brussel
www.nbb.be

Verantwoordelijk uitgever

Jan Smets

Directeur

Nationale Bank van België
de Berlaimontlaan 14 – BE-1000 Brussel

Contactpersoon voor het Tijdschrift

Luc Dufresne

Secretaris-generaal

Tel. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91
luc.dufresne@nbb.be

© Illustraties: Nationale Bank van België

Omslag en opmaak: NBB AG – Prepress & Image

Gepubliceerd in september 2014