

# Economisch Tijdschrift

September 2015



© 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

WISSELWERKING TUSSEN HET MONETAIR EN HET MACROPRUDENTIEEL BELEID	7
HEEFT DE CRISIS HET DNA VAN DE BELGISCHE ECONOMIE GEWIJZIGD ?	31
WINSTMARGES VAN DE ONDERNEMINGEN : RECENTE ONTWIKKELING TEGEN DE ACHTERGROND VAN EEN LAGE INFLATIE	45
VERKLARENDE FACTOREN VOOR DE GROEIVERTRAGING IN DE OPKOMENDE ECONOMIEËN	61
EUROPEES GOVERNANCEKADER INZAKE OVERHEIDSFINANCIËN : TOELICHTING EN EVALUATIE	81
SUMMARIES OF ARTICLES	109
ABSTRACTS FROM THE WORKING PAPERS SERIES	113
CONVENTIONELE TEKENS	115
LIJST VAN AFKORTINGEN	117

# Wisselwerking tussen het monetair en het macroprudentieel beleid

J. Boeckx  
P. Ilbas  
M. Kasongo Kashama  
M. de Sola Perea  
Ch. Van Nieuwenhuyze

## Inleiding

Vóór in 2007 de financiële crisis uitbrak, gingen de meeste beleidsmakers er traditioneel van uit dat prijsstabiliteit de belangrijkste doelstelling van het monetair beleid behoorde te zijn. Tijdens de vorige twee decennia werd het nastreven van een inflatiedoelstelling het gangbare monetairbeleidskader ('inflation targeting'), hetzij in een expliciete vorm (zoals bij de Reserve Bank of New Zealand, Norges Bank, Sveriges Riksbank, Bank of Chile, enz.), hetzij in een impliciete vorm (bijvoorbeeld bij de Federal Reserve en in het Eurosysteem). Daarbij werd een inflatiedoelstelling op middellange termijn meestal gecombineerd met een doelstelling inzake capaciteitsbezetting, bijvoorbeeld de hoogst haalbare werkgelegenheid of productie die verenigbaar is met prijsstabiliteit.

Algemeen werd aangenomen dat, indien de centrale bank erin slaagde de inflatie stabiel en licht positief te houden (typisch rond 2%), zulks ook reële en financiële stabiliteit zou waarborgen. Er werd bovendien geen hecht verband tussen de financiële markten en de reële economie vermoed, zodat er werd van uitgegaan dat zelfs een verstoring van de financiële markten geen aanzienlijke reële effecten zou sorteren en dat de monetaire autoriteit voldoende middelen ter beschikking zou hebben om de gevolgen van dergelijke crisissen op te vangen ('mopping

up' of de 'Greenspan put'). Deze ideeën werden tijdens de Great Moderation bevestigd. Aangezien de financiële markten in de geavanceerde landen plusminus efficiënt leken te functioneren, werd nadrukkelijke aandacht voor de financiële stabiliteit niet als noodzakelijk beschouwd<sup>(1)</sup>. Financiële stabiliteit werd aldus geacht een afzonderlijk beleidsdomein te zijn, waarvan het waarborgen niet de hoofdpodracht was van het monetair beleid.

Door de Great Recession zagen de beleidsmakers echter in dat prijsstabiliteit op zich geen waarborg is voor financiële stabiliteit en dat ze dus ook geen financiële crisissen kan voorkomen. Bovendien is gebleken dat schokken die ontstaan in het financieel stelsel, een zware impact kunnen hebben op de reële economie – en derhalve ook op de risico's voor de prijsstabiliteit. Anders dan vroeger wordt nu algemeen aangenomen dat de financiële instellingen meer en beter dan in het verleden moeten worden gecontroleerd. Daarbij is er naast een versterkt microprudentieel beleid dat gericht is op de individuele instellingen, ook nood aan een macroprudentiële benadering, waarbij expliciet aandacht wordt besteed aan de systemische risico's voor het financieel stelsel in zijn geheel en aan de wisselwerking tussen de reële en financiële sferen.

In dit artikel wordt nagegaan welke implicaties een actief macroprudentieel beleid heeft voor het monetair beleid. Daarbij wordt voornamelijk aandacht besteed aan de wisselwerking tussen de beide beleidsdomeinen. In het eerste hoofdstuk wordt het kader toegelicht waarin het macroprudentieel en het monetair beleid opereren: wat zijn

(1) In de op twee pijlers berustende strategie van het Eurosysteem worden verscheidene monetaire en kredietaggregaten gevolgd. De aanvankelijke motivatie voor deze tweepijlerstrategie was evenwel dat de geld- en kredietaggregaten een indicatie zouden geven omtrent de risico's voor de prijsstabiliteit op middellange tot lange termijn.

de doelstellingen van de twee beleidsdomeinen, welke instrumenten zijn voorhanden om die doelstellingen te bereiken en wat zijn hun voornaamste transmissiekanalen? Tevens wordt het institutioneel kader geschetst voor de monetaire en macroprudentiële beslissingen in België. In het tweede hoofdstuk wordt bestudeerd in welke gevallen er sterke afwegingen (trade-offs) moeten worden gemaakt tussen prijs- en financiële stabiliteit. Dat is belangrijk omdat de trade-offs tussen die beide doelstellingen bepalend zijn voor de aard van de wisselwerking tussen het monetaire en het macroprudentieel beleid. Aan de hand van een theoretisch model, dat wordt aangevuld met voorbeelden uit de praktijk, wordt aangetoond dat dergelijke afwegingen afhankelijk zijn van de schokken die zich kunnen voordoen. Tegen die achtergrond wordt in het derde hoofdstuk besproken in welke gevallen het voor het monetaire beleid wenselijk kan zijn om 'tegen de wind te leunen' ('leaning against the wind'). Wanneer bijvoorbeeld financiële onevenwichtigheden wijdverspreid zijn of er onvoldoende effectieve prudentiële instrumenten beschikbaar zijn, zou het monetaire beleid het macroprudentieel beleid kunnen aanvullen ter vrijwaring van de financiële stabiliteit. In het vierde hoofdstuk wordt ingegaan op de huidige situatie in het eurogebied en op de mogelijke trade-offs tussen het (niet-conventioneel) monetaire beleid van het Eurosysteem en de financiële stabiliteit. Daarna volgen de conclusies.

## 1. Definitie en institutioneel kader

### 1.1 Doelstellingen, instrumenten en transmissiekanalen

Het monetaire en het macroprudentieel beleid worden in de eerste plaats gedefinieerd op grond van de doelstellingen die ze nastreven. Het monetaire beleid heeft als doelstelling de prijsstabiliteit. Op het niveau van het eurogebied wordt die stabiliteit specifiek omschreven als het behoud, op middellange termijn, van het inflatiecijfer onder, maar dicht bij 2%. Het macroprudentieel beleid van zijn kant streeft financiële stabiliteit na. Deze laatste wordt door de Europese Centrale Bank (ECB), in het kader van haar prudentiële opdrachten binnen het eurogebied, gedefinieerd als 'a condition in which the financial system

– intermediaries, markets and market infrastructures – can withstand shocks without major disruption in financial intermediation and in the effective allocation of savings to productive investment'.<sup>(1)</sup>

Op basis van hun respectieve doelstellingen en krachtens de regel van Tinbergen<sup>(2)</sup>, maken het monetaire en het macroprudentieel beleid aldus gebruik van een waaier aan instrumenten. Vóór 2008 beperkte het Eurosysteem zich typisch tot één enkel monetaire beleidsinstrument: de basisrentetarieven. Sinds het begin van de crisis hebben de centrale banken van de geavanceerde economieën er met het wijzigen van de samenstelling en/of de omvang van de balans een instrument bij. De macroprudentiële instrumenten kunnen in drie categorieën worden onderverdeeld. Om te beginnen, bevatten de kapitaalregels de contracyclische kapitaalvereisten, de kapitaalvereisten voor de dekking van het specifiek sectoraal risico, de kapitaalvereisten verbonden aan het systeemrisico, of nog, de schuld ratio's. Vervolgens zijn er liquiditeitsregels zoals de liquiditeitsratio's 'liquidity coverage ratio' (LCR) en 'net stable funding ratio' (NSFR). Bij de beperkingen inzake de kredietverstrekking, ten slotte, kan melding worden gemaakt van de ratio's lening/waarde, lening/inkomen, schuldenlast/inkomen alsook van de beperkingen inzake risicoposities<sup>(3)</sup>.

Ondanks deze indeling op basis van doelstellingen en instrumenten, zijn het monetaire en het macroprudentieel beleid nauw met elkaar verbonden voor zover hun instrumenten een invloed hebben op de algemene monetaire voorwaarden en/of op specifieke voorwaarden in de financiële sector. De effecten van het monetaire en het macroprudentieel beleid verspreiden zich derhalve simultaan doorheen het financieel stelsel. In het kader van een conceptuele analyse van die wisselwerking kunnen voor de monetaire beleidstransmissie drie soorten kanalen worden onderscheiden – monetaire kanalen, kredietkanalen en het risk-taking channel – en in verband worden gebracht met de invloedssfeer en de actieradius van de macroprudentiële instrumenten.

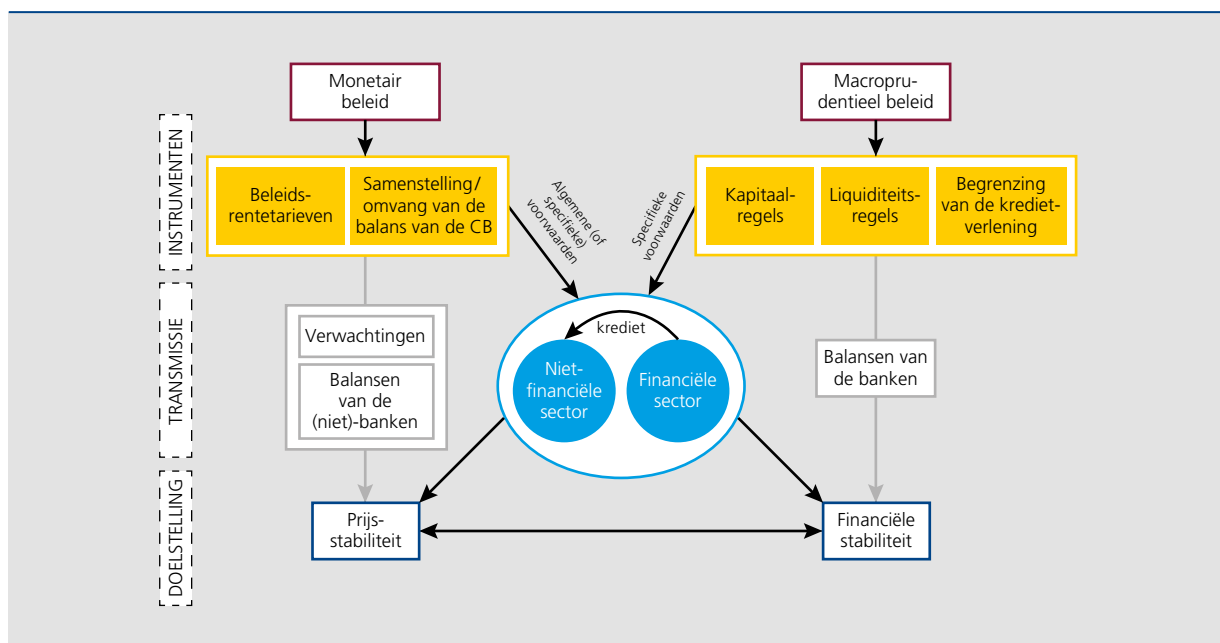
Ten eerste veronderstellen de 'monetaire' kanalen dat de monetaire impulsen het gedrag van de niet-financiële subjecten beïnvloeden via aanpassingen tussen geld, enerzijds, en financiële en reële activa, anderzijds. Die aanpassingen hebben plaats via (1) de gebruikskosten van het kapitaal, met een rechtstreekse impact op de winstgevendheid van de reële investeringen; (2) de rentetarieven (inclusief de bancaire rentetarieven), die substitutie- en inkomenseffecten teweegbrengen die zorgen voor een wijziging in de trade-off tussen de huidige consumptie en de besparingen; (3) de activaprijzen in ruime zin (inclusief de wisselkoers), via portefeuille-effecten. Bovendien kunnen, vanwege de

(1) ECB (2015).

(2) In het economisch beleidskader stelt deze regel dat, voor iedere doelstelling, ten minste één instrument vereist is. Bovendien wordt aanbevolen dat ieder beschikbaar instrument wordt ingezet ten behoeve van de doelstelling waarvoor het over een comparatief voordeel beschikt (Smets, 2014).

(3) Voor een gedetailleerde toelichting bij de soorten van monetaire beleidsinstrumenten die sedert de crisis in de geavanceerde economieën worden gebruikt, zie onder meer Cordemans en Ide (2012). Wat de macroprudentiële instrumenten betreft, biedt het meest recente verslag van de Bank over de financiële stabiliteit (NBB, 2015) een gedetailleerde typologie.

**GRAFIEK 1** DOELSTELLINGEN, INSTRUMENTEN EN KANALEN VOOR DE TRANSMISSIE VAN HET MONETAIR EN HET MACROPRUDENTIEEL BELEID



Bronnen: Smets (2014), NBB.

prospectieve aard van de beslissingen die de economische subjecten nemen, de verwachtingen van deze laatste ten aanzien van de reële rente en, derhalve, van de toekomstige inflatie, de transmissie van de monetaire schokken naar het uitgaven- en investeringsgedrag beïnvloeden.

Ten tweede werkt het monetair beleid eveneens door via de kredietkanalen, namelijk het kanaal van het bancair krediet en het balanskanaal<sup>(1)</sup>. Deze kanalen veronderstellen dat ondernemingen en huishoudens investeringskapitaal of goederen verwerven via hun eigen vermogen en door leningen aan te gaan. De tekortkomingen op de kredietmarkten, in het bijzonder de informatieasymmetrie, zijn op dat ogenblik de voornaamste verklaring voor de hefboom van het monetair beleid. Die tekortkomingen maken immers dat de banken op de kredietmarkten een eersterangsrol spelen net zoals ze ervoor zorgen dat er een contracyclische premie voor externe financiering bestaat<sup>(2)</sup>. Tegen die achtergrond verzekert het vermogen van de centrale bank om de financieringsvoorwaarden

van de banken (kanaal van het bancair krediet) alsook het netto-vermogen van de kredietnemers en, derhalve, hun premie voor externe financiering (balanskanaal) te veranderen, de monetaire transmissie via de aanpassing van de bancaire debetvoorwaarden (rentetarieven en andere voorwaarden inzake de nieuwe kredieten en/of het volume van het kredietaanbod). In de meer algemene context van de theorie van de financiële acceleratoren brengt de hefboom waarover het monetair beleid beschikt voor de kredietvoorwaarden maar ook voor de prijs van de door de kredietnemers in onderpand gegeven activa, tweederonde-effecten teweeg die de initiële monetaire impuls verlengen en versterken<sup>(3)</sup>.

Het risk-taking channel, ten slotte, veronderstelt dat het handhaven van een sterk accommoderend beleid gedurende een lange periode de economische subjecten, en in het bijzonder de banken/financiële instellingen, ertoe aanzet meer risico's te nemen, wat het activiteitsniveau beïnvloedt<sup>(4)</sup>. Meer specifiek kan worden gesteld dat een te sterk vertrouwen als gevolg van een overdreven accommoderend monetair beleid en een gunstige omgeving de financiële en niet-financiële beleggers aanmoedigt om meer risico's te nemen en buitensporig veel schulden aan te gaan. Een langdurige periode van lage rentetarieven kan de financiële instellingen er bovendien toe aanzetten op zoek te gaan naar hogerrendende activa. Deze search for yield kan leiden tot een zwaardere

(1) Zie met name Bernanke en Gertler (1995), Bernanke, Gertler en Gilchrist (1999) en Mishkin (2001).

(2) Het belang van de banken is afhankelijk van de mate waarin ze als opdracht hebben de problemen inzake informatieasymmetrie op te lossen. De tekortkomingen op de kredietmarkten impliceren overigens ook dat de leningen gewaarborgd moeten zijn door de nettowaarde van de kredietnemers. In die omstandigheden bestaat een premie voor externe financiering die omgekeerd evenredig is aan het netto-vermogen van de economische subjecten.

(3) In die zin is de kredietbenadering geen verschillende benadering, maar een aanvullende benadering van de traditionele 'monetaire' analyse. (zie, met name, Bernanke (2007)).

(4) Zie, met name, Borio en Lowe (2002), ECB (2007) en Gambacorta (2009).

risk-taking dan die welke voor de nemer van het finaal risico wenselijk is.

Net als de hier toegelichte mechanismen van monetaire transmissie, hebben de macroprudentiële instrumenten een rechtstreekse invloed op de balans van de financiële instellingen, in het bijzonder op die van de banken, en ze zijn er zowel op gericht die instellingen minder kwetsbaar te maken voor negatieve schokken als het financieel systeemrisico te verkleinen. De transmissie van de macroprudentiële maatregelen verloopt via de aanpassingen in het gedrag van de financiële instellingen tegenover de hun opgelegde balansbeperkingen.

Voor zover financieel gezondere kredietinstellingen (bijvoorbeeld beter gekapitaliseerde instellingen) een vlottere transmissie van de monetaire impulsen kunnen waarborgen via het rente- en het kredietkanaal, kan de wisselwerking tussen het monetair en het macroprudentieel beleid dus complementair zijn. Door de probabiliteit van systemische stress te verkleinen, is het macroprudentieel kader bovendien bevorderlijk voor het monetair beleid voor zover het de kans verkleint dat dit beleid moet ingrijpen in de buurt van de onderste rentegrens, ten overstaan van bijzonder

kwetsbare financiële instellingen en niet naar behoren functionerende markten die risico's impliceren voor de prijsstabiliteit. Omgekeerd, kan ook het inzetten van de monetairbeleidsinstrumenten als het gerechtvaardigd is omdat bepaalde financiële ontwikkelingen beschouwd worden als zware risico's voor de prijsstabiliteit op middellange termijn, aan de financiële stabiliteit bijdragen.

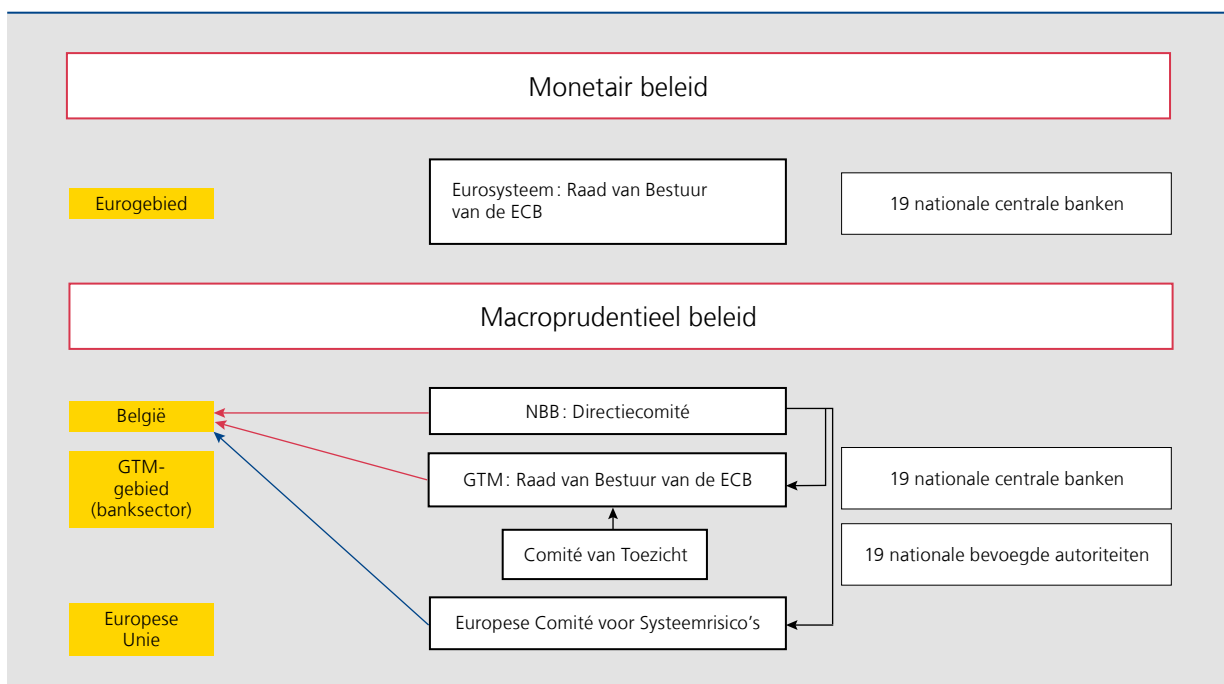
De wisselwerking tussen het monetair en het macroprudentieel beleid mag dan weliswaar gunstig blijken voor de beide doelstellingen, er zijn ook negatieve effecten mogelijk. Bijvoorbeeld: indien, vanwege financiële fricties, de zwaardere risk-taking als gevolg van een uitermate accommoderend monetair beleid het financieel stelsel kwetsbaarder maakt voor schokken, is het niet uitgesloten dat het risk-taking channel de financiële stabiliteit in het gedrang brengt.

## 1.2 Institutioneel kader

De wisselwerkingen, synergieën en trade-offs die worden vastgesteld tussen het monetair en het macroprudentieel beleid hebben bijgedragen aan de opstelling van institutionele kaders waarin de beide bevoegdheden door dezelfde instellingen worden uitgeoefend, namelijk de centrale banken op nationaal niveau, op het niveau van

(1) Verordening (EU) Nr. 1092 / 2010 betreffende macroprudentieel toezicht van de Europese Unie op het financiële stelsel en tot oprichting van een Europees Comité voor systeemrisico's.

**GRAFIEK 2** INSTITUTIONEEL KADER VAN HET MONETAIR EN HET MACROPRUDENTIEEL BELEID IN BELGIË



Bron: NBB.  
Toelichting: de rode pijlen wijzen op directe beslissingsbevoegdheden; de blauwe pijl staat voor aanbevelingen.

het eurogebied en op dat van de Europese Unie. Immers, volgens de Europese Verordening 1092/2010 'zouden de nationale centrale banken een hoofdrol moeten spelen in het macroprudentiële toezicht vanwege hun expertise en hun bestaande verantwoordelijkheden op het gebied van financiële stabiliteit<sup>(1)</sup>. De betrokkenheid van de nationale centrale banken (NCB's) is inmiddels veralgemeend, te meer daar de meeste Europese landen geopteerd hebben voor een institutioneel model waarbij de macroprudentiële verantwoordelijkheden worden toevertrouwd aan de NCB's<sup>(1)</sup>, niet alleen vanwege die expertise, maar ook vanwege de synergieën (aangezien de centrale bank het monetair beleid ten uitvoer legt en ze, in de meeste gevallen, ook belast is met het microprudentieel toezicht<sup>(2)</sup>), de wisselwerking tussen de beide beleidsvormen en de onafhankelijkheid en geloofwaardigheid ervan. Op het niveau van het eurogebied en de Europese Unie hebben de NCB's en de Europese Centrale Bank (ECB) ook een doorslaggevende rol toegewezen gekregen in de uittekening van het macroprudentieel beleid. Deze situatie houdt uitdagingen in voor de beleidsvoering en besluitvorming in de beide domeinen, uitdagingen die des te complexer zijn in het geval van een monetaire unie, met verschillende niveaus van besluitvorming.

De invoering van de euro ging gepaard met de oprichting van een eengemaakt monetair beleid voor alle landen die er deel van uitmaken. Er was derhalve nood aan een gecentraliseerd besluitvormingsproces. Als bestuursorgaan van het Eurosysteem, is de Raad van Bestuur van de ECB – waar de centralebankgouverneurs van de lidstaten deel van uitmaken – de autoriteit die verantwoordelijk is voor het monetair beleid in het eurogebied<sup>(3)</sup>. Zijn beslissingen zijn van toepassing in het hele eurogebied.

Het institutioneel kader van het macroprudentieel beleid, daarentegen, is op een gedecentraliseerde wijze ingericht,

met autoriteiten die bevoegd zijn op het nationale niveau en op het niveau van het eurogebied en de Europese Unie. Dit systeem strookt met het feit dat de financiële cycli heterogeen zijn tussen de verschillende landen<sup>(4)</sup>, maar ook met de noodzaak om een land in de mogelijkheid te stellen specifieke maatregelen te nemen om de financiële stabiliteit te waarborgen aangezien de (onder meer fiscale) verantwoordelijkheden inzake het beheer van financiële crisissen overwegend nationaal blijven<sup>(5)</sup>, en het de regeringen zijn die de bevoegdheid hebben om sommige belangrijke macroprudentiële maatregelen te nemen vanwege de sterk herverdelende impact van deze laatste. De supranationale instellingen, van hun kant, moeten de coördinatie van het nationaal beleid tussen de verschillende landen vergemakkelijken en de eventuele negatieve effecten van de nationale maatregelen beperken.

In België is de nationale macroprudentiële autoriteit de NBB<sup>(6)</sup>. Haar Directiecomité is de instantie die de maatregelen neemt die van toepassing zijn op het geheel van de Belgische financiële sector<sup>(7)</sup>; om die maatregelen te nemen, beschikt ze over sectorspecifieke instrumenten. Ten behoeve van de coördinatie met de rest van de landen uit het eurogebied en de EU is ze verplicht de supranationale instellingen (de ECB en het Europees Comité voor Systemrisico's) in te lichten over haar voornemen om macroprudentiële maatregelen te nemen, alsook rekening te houden met hun eventuele bezwaren vooraleer ze die maatregelen ten uitvoer legt. Ze is tevens bevoegd om door de ECB genomen macroprudentiële maatregelen die in België van toepassing zijn, te versterken en ze kan de ECB voorstellen strengere maatregelen op te leggen aan de Belgische banken die onder rechtstreeks toezicht van de ECB staan.

Het verlenen van bevoegdheden op het gebied van banktoezicht aan het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (GTM), waar alle landen van het eurogebied deel van uitmaken, impliceert dat de ECB over macroprudentiële bevoegdheden beschikt die gelden in het hele GTM-gebied, maar die mogelijk ook specifiek zijn voor sommige landen. De bevoegdheden van de ECB blijven beperkt tot de banksector en tot de instrumenten waarvan sprake in de Europese Verordening (CRR/CRD IV<sup>(8)</sup>) en Verordening GTM<sup>(9)</sup>. De ECB kan, indien nodig, ook maatregelen nemen (top-up) bovenop die welke op nationaal niveau zijn genomen door de overeenstemmende macroprudentiële autoriteit. Dit asymmetrisch mandaat (er wordt geen rekening gehouden met de mogelijkheid om de maatregelen te versoepelen) is bedoeld om te vermijden dat de nationale overheid zich op macroprudentieel vlak overdreven soepel zou opstellen. Het gaat voornamelijk om microprudentiële maatregelen die worden genomen ten behoeve van macroprudentiële doelstellingen, vandaar dat zowel de nieuwe structuren voor het banktoezicht als

(1) Knot (2014),

(2) Indien, in het geval van het eurogebied, de NCB's hun bevoegdheden voor deze materies hebben afgestaan aan de ECB (althans gedeeltelijk wat het toezicht betreft), worden ze steeds betrokken bij de tenuitvoerlegging ervan en bij de besluitvorming.

(3) Protocol betreffende de statuten van het Europees Stelsel van Centrale Bank en van de Europese Centrale Bank.

(4) Constâncio (2014).

(5) Zie NBB (2015).

(6) Belgisch Staatsblad (2014)

(7) De macroprudentiële autoriteit van de NBB wordt aangevuld met bevoegdheden die eigen zijn aan de Belgische regering wanneer de aangewende instrumenten herverdelingsimplicaties hebben. Voor meer informatie over het macroprudentieel institutioneel kader in België, zie het in juni 2015 gepubliceerd Macroprudentieel verslag van de NBB.

(8) Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, tot wijziging van Richtlijn 2002/87/EG en tot intrekking van de Richtlijnen 2006/48/EG en 2006/49/EG en Verordening 575/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende de prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen tot wijziging van Verordening (EU) Nr. 648/2012.

(9) Verordening Nr. 1024/2013 van de Raad van 15 oktober 2013 waarbij aan de Europese Centrale Bank specifieke taken worden opgedragen betreffende het beleid inzake het prudentieel toezicht op kredietinstellingen.

(10) Grande (2014).

(11) Verordening van de Raad (EU) Nr. 1024/2013.



de specifieke centralebankstructuren bij het besluitvormingsproces worden betrokken<sup>(1)</sup>. Desalniettemin dienen de (macro)prudentiële taken afzonderlijk te worden uitgevoerd, en zonder afbreuk te doen aan de taken in het kader van het monetair beleid<sup>(11)</sup> (separatiebeginsel).

De ultieme besluitvormingsinstantie voor het macroprudentieel beleid is de Raad van Bestuur van de ECB, die kan steunen op de samenwerking van de Raad van Toezicht die bestaat uit vertegenwoordigers van de ECB en van de bevoegde of aangewezen autoriteiten van de lidstaten, van wie de functies het analyseren en uitwerken omvatten van de prudentiële ontwerpbesluiten. Die ontwerpen worden derhalve voorgelegd aan de Raad van Bestuur, die ze hetzij kan goedkeuren, hetzij bezwaren kan opperen. Deze vergaderingen worden afzonderlijk gehouden van de monetairbeleidsvergaderingen, dit teneinde de beraadslagingen separaat te laten verlopen<sup>(1)</sup>. Indien de Raad van Bestuur zich verzet tegen een door de Raad van Toezicht voorgestelde beslissing, moet hij de redenen van dat verzet bekendmaken, vooral indien ze te maken hebben met het monetair beleid. Inzake het macroprudentieel beleid kan de Raad van Bestuur bovendien het initiatief nemen om de Raad van Toezicht te verzoeken een voorstel in te dienen of, bij ontstentenis van een dergelijk voorstel, een beslissing te nemen zonder zijn interventie<sup>(2)</sup>.

De NCB's die nationale macroprudentiële autoriteiten zijn geworden (de NBB voor België) zijn vertegenwoordigd zowel in de Raad van Toezicht als in de Raad van Bestuur van de ECB, en worden derhalve betrokken bij de analyse, bij de voorgestelde maatregelen en bij de besluitvorming inzake zowel macroprudentiële als monetaire aangelegenheden.

De ECB is tevens sterk betrokken in het macroprudentieel institutioneel kader van de Europese Unie, aangezien ze instaat voor het secretariaat van het Europees Comité voor Systeemrisico's (ECSR), de voornaamste autoriteit<sup>(3)</sup>. Het ECSR kan in geval van systeemrisico's alarm slaan en aanbevelingen formuleren aangaande de te nemen maatregelen, zowel supranationaal als nationaal, met betrekking tot de gezamenlijke financiële sector en volgens een 'comply or explain'-mechanisme. De aanbevelingen ervan zijn niet uitsluitend gericht aan de desbetreffende macroprudentiële autoriteiten, maar ook aan andere overheidsinstanties (bijvoorbeeld de wetgevende of de uitvoerende macht). Het Comité is niet gemachtigd de instrumenten van het macroprudentieel beleid rechtstreeks

in te zetten, maar het kan de beslissingen blijkbaar aanzienlijk beïnvloeden ondanks zijn gebrek aan macht in strikte zin (hard power).

Het institutioneel kader voor het macroprudentieel beleid in het eurogebied impliceert aldus dat de beslissingen inzake macroprudentieel beleid worden genomen en geïmplementeerd op verschillende niveaus (nationaal, GTM-/eurogebied en Europese Unie), zulks in tegenstelling tot het monetair beleid dat voor het hele eurogebied eengemaakt is. Een ander fundamenteel kenmerk is dat de centrale banken (ook de ECB en de NBB) volledig betrokken worden bij de uitwerking en de besluitvorming inzake het monetair en het macroprudentieel beleid op alle niveaus, wat uitdagingen impliceert op het vlak van, enerzijds, de coördinatie en, anderzijds, de scheiding van de beide domeinen, ook al voorziet de wet in een strikte scheiding tussen de taken van het monetair en het (macro)prudentieel beleid van de ECB.

## 2. Afweging tussen prijs- en financiële stabiliteit

De aard van de wisselwerking tussen het monetair en het macroprudentieel beleid wordt bepaald door afwegingen (trade-offs) tussen prijs- en financiële stabiliteit. In dit hoofdstuk wordt, aan de hand van een theoretisch model dat wordt aangevuld met voorbeelden uit de praktijk, aangetoond dat de intensiteit van dergelijke afwegingen grotendeels afhangt van de aard van de schokken die zich op bepaalde tijdstippen kunnen voordoen.

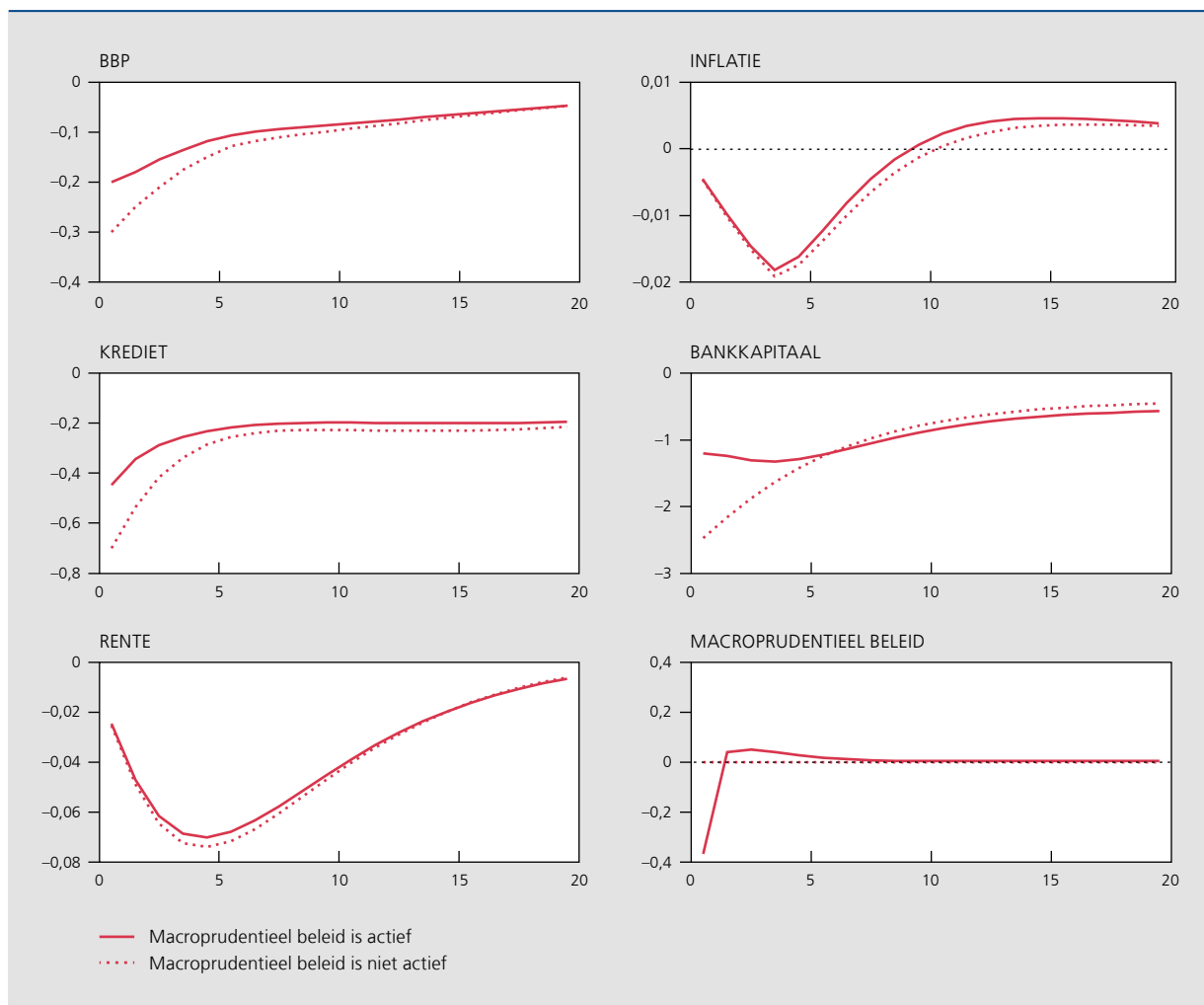
Op langere termijn kan er echter weinig of geen sprake zijn van een afweging of trade-off tussen de beide doelstellingen. De reden daarvan is dat prijsstabiliteit noodzakelijk – hoewel niet voldoende – is voor financiële stabiliteit en omgekeerd. Bijgevolg dragen het monetair en het prudentieel beleid complementair bij aan een stabiele macro-economische omgeving. Het is wel mogelijk dat reële en financiële cycli op bepaalde ogenblikken minder synchroon verlopen, of er kunnen zich schokken voordoen die op korte termijn een afweging veroorzaken tussen macro-economische en financiële doelstellingen. In dergelijke gevallen is er minder sprake van complementariteit, en werken de twee beleidsdomeinen mogelijk in tegengestelde richting. Dit wordt geïllustreerd aan de hand van simulaties met een structureel macro-financieel model (Gelain en Ilbas, 2014). Er wordt van uitgegaan dat de economie initieel in evenwicht is, maar dan wordt verstoord door, respectievelijk, een negatieve vraagschok en een positieve aanbodschok.

(1) Besluit ECB/2014/39 van de ECB houdende de tenuitvoerlegging van de scheiding tussen de monetairbeleidsfunctie en de toezichtfunctie van de Europese Centrale Bank.

(2) ECB (2014a)

(3) Verordening van de Raad (EU) Nr. 1092/2010.

**GRAFIEK 3** ILLUSTRATIE VAN EEN NEGatieve VRAAGSCHOK <sup>(1)</sup>  
(procentuele afwijkingen ten opzichte van lange-termijn evenwichtswaarden)



Bron: Gelain en Ilbas, 2014.

(1) Y-as: afwijking t.o.v. de lange-termijn evenwichtswaarden (in %), X-as: tijdseenheid (in kwartalen).

In grafiek 3 wordt een negatieve vraagschok geïllustreerd. Deze schok kan worden veroorzaakt door, bijvoorbeeld, een verzwakking van het consumentenvertrouwen als gevolg van slecht nieuws en/of onrust op de financiële markten, waardoor de vraag naar goederen en diensten verzwakt en de bedrijfsinvesteringen teruglopen. Bijgevolg krimpt het bbp en daalt de inflatie. Vanwege de zwakkere vraag nemen ook de kredietverlening in de economie en het bancaire kapitaal af. Als gevolg van de economische achteruitgang stijgt immers het aantal wanbetalingen waardoor de winstgevendheid van de banken, en derhalve hun kapitaal, onder druk komen te staan.

De grafiek toont, in twee alternatieve scenario's, de reactie van een aantal macro-economische aggregaten in de vorm van procentuele afwijkingen ten opzichte van

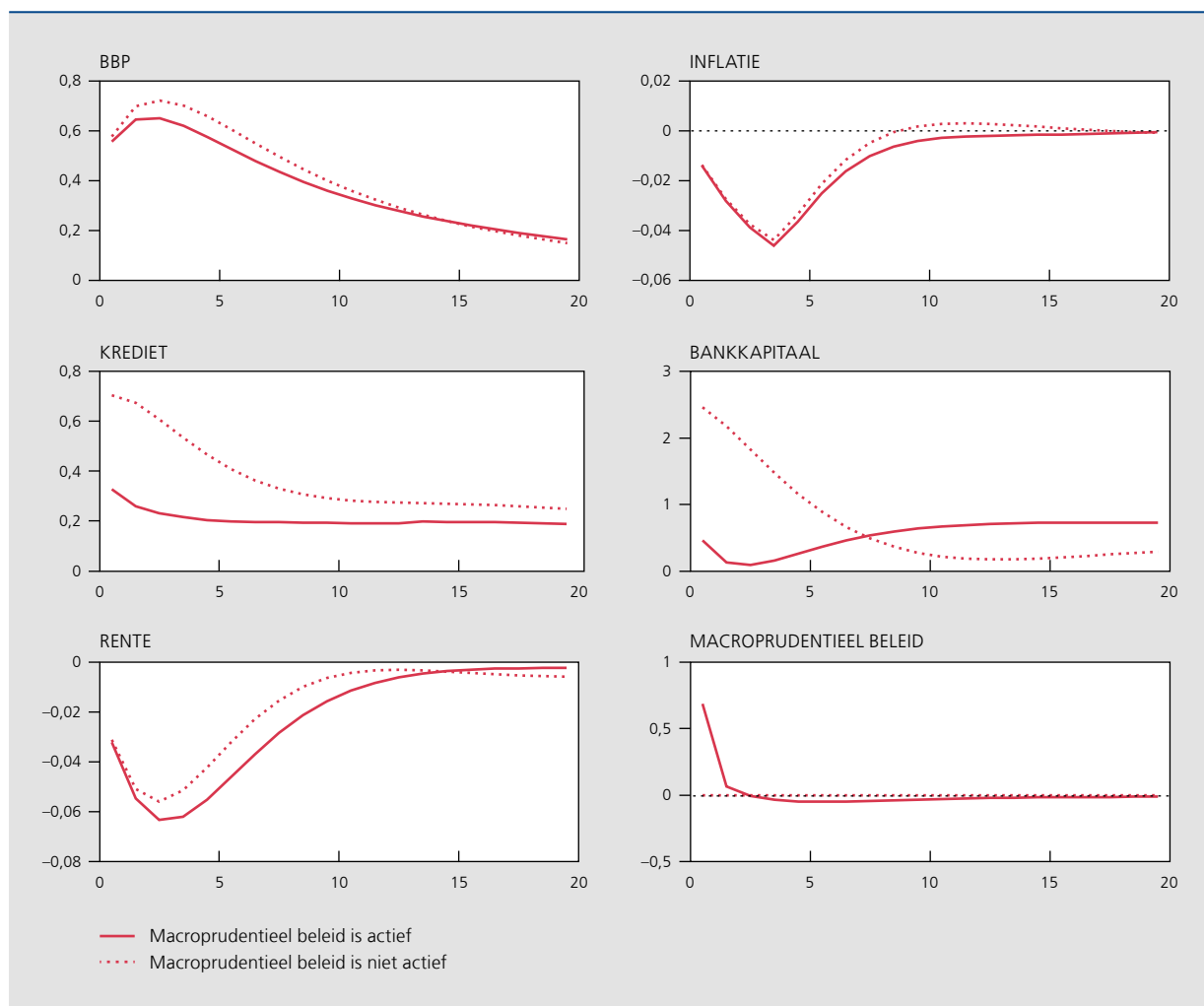
de lange-termijn evenwichtswaarden (Y-as) en door de jaren heen (uitgedrukt in kwartalen, X-as). In het eerste scenario wordt ervan uitgegaan dat het macroprudentieel beleid niet wordt geactiveerd (gebroken lijn). Het monetair beleid zou, als reactie op de crisis en de lage inflatie, de kortetermijnrente laten dalen. In het tweede scenario wordt getoond wat er gebeurt als het macroprudentieel beleid wél wordt geactiveerd (volle lijn) in de vorm van een contracyclische belasting/subsidie op bankkapitaal. Dit soort van macroprudentieel beleid kan ook worden beschouwd als een benadering voor de werking van de countercyclical capital buffer (CCB). Een actief macroprudentieel beleid zou in dat geval de CCB afbouwen om de kredietverlening en, derhalve, de vraag opnieuw op gang te krijgen. Het bankkapitaal neemt bijgevolg minder sterk af dan in het vorige scenario. Aangezien een actief

CCB-beleid het negatieve effect van de vraagschok beperkt, blijven ook de averechtse gevolgen voor de reële economie beperkter en neemt de inflatie minder sterk af. De centrale bank moet de korte rente derhalve minder sterk laten dalen dan wat het geval zou zijn bij ontstentenis van een actief macroprudentieel beleid.

Uit dit voorbeeld blijkt dat de beide beleidsautoriteiten analoog reageren om de economie nieuw leven in te blazen. Ze voeren immers een accommoderend beleid als reactie op een negatieve vraagschok. De genomen maatregelen kunnen dus als complementair worden beschouwd, waardoor er zogoed als geen conflict is tussen prijs- en financiële stabiliteit.

Een dergelijke situatie deed zich in het eurogebied voor tussen 2008 en 2010, toen op het faillissement van Lehman Brothers in de Verenigde Staten, in september 2008, een algemene negatieve vraagschok volgde. Dit veroorzaakte onder meer een plotselinge verzwakking van het vertrouwen van consumenten en ondernemingen wat, samen met het verlamde bankkrediet (een gevolg van de financiële crisis), een zware recessie veroorzaakte: tussen het eerste kwartaal van 2008 en het tweede kwartaal van 2009 liep het bbp van het eurogebied met 5,8% terug, vooraleer het opnieuw ging stijgen. Het onderliggend inflatiecijfer van het eurogebied, waarin geen rekening wordt gehouden met de rechtstreekse impact van de volatiliteit van de grondstoffenprijzen (tijdens de beschouwde periode waren die prijzen zeer volatiel), daalde van een gemiddelde

**GRAFIEK 4** ILLUSTRATIE VAN EEN POSITIEVE AANBODSCHOK<sup>(1)</sup>  
(procentuele afwijkingen ten opzichte van lange-termijn evenwichtswaarden)



Bron: Gelain en Ilbas, 2014.

(1) Y-as: afwijking t.o.v. de lange-termijn evenwichtswaarden (in %), X-as: tijdseenheid (in kwartalen).

dicht bij 2 % eind 2008 en begin 2009 tot 0,8 % in februari 2010, parallel met de inkrimping van het bbp. De neerwaartse tendens van de macro-economische variabelen kwam eveneens tot uiting in de kredietindicatoren, met een ineenstorting van de bankleningen aan de ondernemingen, waarvan de nettostromen negatief werden tegen de achtergrond van de zwakke vraag, maar ook van ontwachtingen in het kredietaanbod van de door de financiële crisis getroffen banken.

De autoriteiten reageerden op die crisis door expansieve monetaire maatregelen te nemen. De ECB besloot de rentetarieven fors te verlagen en ze verstreekte liquiditeiten aan de banken, waardoor deze laatste hun financieringskosten zagen dalen. Aangezien het macroprudentieel beleid vóór de crisis en aan het begin ervan weinig erkend en verspreid was, werd het op dat ogenblik in het eurogebied niet geïmplementeerd; blijkens de uit het model afgeleide impulsreacties zou het echter aanleiding hebben gegeven tot een versoepeling om de kredietverstrekking te vergemakkelijken. In het kader van de hervormingen inzake de regulering van de financiële sector in het algemeen, en van de banksector in het bijzonder, zou het prudentieel beleid daarentegen, als reactie op de crisis, een beperkend effect hebben kunnen gesorteerd op het krediet.

Grafiek 4 toont een positieve aanbodschock die wordt veroorzaakt door, bijvoorbeeld, technologische vooruitgang. In dit geval stijgt het bbp en wordt de kredietverlening gestimuleerd (bijvoorbeeld als reactie op de hogere verwachtingen ten aanzien van de toekomstige inkomens die vandaag aanzetten tot extra bestedingen), terwijl de inflatie daalt. Het monetair beleid reageert op de lage inflatie door de rente te laten dalen. Wordt het contracyclisch macroprudentieel beleid geactiveerd (volle lijn), dan zal het verstrengen als reactie op de toegenomen kredietverlening door, bijvoorbeeld, de CCB te verhogen. Als gevolg van deze laatste maatregel zullen de kredietverlening en de vraag verzwakken, wat de neerwaartse druk op de consumptieprijzen zal versterken met een verdere versoepeling van het monetair beleid tot gevolg.

Anders dan bij een negatieve vraagschock, zullen de beide autoriteiten in dit geval tegenstrijdige maatregelen nemen, waarbij het effect van het ene beleid deels wordt geneutraliseerd door het andere beleid.

(1) Er zij opgemerkt dat, tijdens die periode, de grondstoffenprijzen aanzienlijk zijn gestegen – en dat de totale inflatie derhalve een opwaartse tendens vertoonde. Het was bij ontstentenis van tweederonde-effecten dat de binnenlandse inflatie relatief laag is gebleven.

(2) Dat gezegd zijnde, moet worden opgemerkt dat, ondanks de verhoging van de basisrentetarieven, het monetair beleid gedurende de beschouwde periode relatief accommoderend bleef.

Het monetair beleid versoepelt als reactie op de lage inflatie, terwijl het macroprudentieel beleid verstrakt teneinde de kredietverlening te beteugelen. Om die reden zijn de genomen maatregelen niet complementair. Er bestaat een conflict tussen prijsstabiliteit en financiële stabiliteit.

In de praktijk is het moeilijk om een aanzienlijke economische aanbodschock te isoleren omdat, in tegenstelling tot vraagschokken die doorgaans onverwachts en krachtig optreden, aanbodschokken zich gewoonlijk veeleer in een reeks kleinere schokken vertalen. De economische expansie die het eurogebied tussen 2003 en 2007 liet optekenen, weerspiegelt evenwel deels de eigenschappen van de positieve technologische schok die in het kader van het hier beschreven model wordt voorgesteld.

Tegen de achtergrond van de snelle en toenemende integratie van nieuwe economieën zoals China, India en andere opkomende landen in de wereldeconomie, ging het eurogebied aan het begin van de jaren 2000 immers meer invoeren uit goedkope productielanden. Die neerwaartse druk op de kosten van goederen die aangewend worden in de productie van de ondernemingen uit het eurogebied kan worden beschouwd als positieve aanbodschokken voor zover de productie van de ondernemingen toegenomen is, wat aanleiding heeft gegeven tot een verhoging van het aanbod ten opzichte van de vraag. De mogelijkheid om de productie te verplaatsen naar die lagekostenlanden – synoniem met een aanzienlijke verruiming van de beschikbare reserve aan arbeidskrachten – heeft bovendien ook, zij het minder rechtstreeks, de aanbodcapaciteit van de economie weten op te voeren.

In die omgeving bleef de inflatie beperkt: zo liet het jaar-op-jaar stijgingstempo van de bbp-deflator, die een prijsindex is voor de in een economie geproduceerde toegevoegde waarde, tussen 2003 en 2007 een vertraging optekenen, tot gemiddeld 2 %, tegen 2,5 % tijdens de twee voorgaande jaren<sup>(1)</sup>. Terzelfder tijd ontstonden bepaalde financiële risico's. De verhoogde economische openstelling zorgde immers voor een golf van optimisme ten aanzien van de toekomstige inkomens. Dat vertaalde zich bijvoorbeeld in een reële gemiddelde groei, tussen 2003 en 2007, met om en nabij 30 % van de kredietverlening aan de private sector in het eurogebied; in sommige perifere landen was die ontwikkeling nog markanter (aangezien in die landen de nominale rentes aan het begin van de jaren 2000 snel waren gedaald). In een omgeving waarin vrijwel geen beroep werd gedaan op de macroprudentiële instrumenten, bestond de monetairbeleidsreactie van de ECB erin

om vanaf eind 2005 de basisrentetarieven op te trekken (van 2 % in 2005 tot 4,25 % in 2008). Ondanks een relatief lage binnenlandse inflatie, rechtvaardigde de forse toename van de geldhoeveelheid en van het krediet immers een aanscherping van de monetaire voorwaarden voor zover werd geoordeeld dat deze ontwikkeling op middellange tot lange termijn zware risico's inhield voor de prijsstabiliteit<sup>(2)</sup>. In paragraaf 3.2 wordt tevens toegelicht op welke wijze de financiële cyclus in die periode verliep.

### 3. Moet het monetair beleid 'tegen de wind leunen'?

#### 3.1 Tegen de wind leunen (leaning against the wind): wat en waarom?

Uit het voorgaande hoofdstuk blijkt dat, wanneer de economie wordt getroffen door een vraagschok, het monetair en het macroprudentieel beleid meestal complementair werken. De stabiliteit van de prijzen en het bbp gaan in dat geval hand in hand met financiële stabiliteit.

Bij een aanbodschok is het beleid evenwel niet noodzakelijk complementair. Zo zal, bij een positieve schok, het bbp (en ook de kredietverlening) toenemen, terwijl de inflatie afneemt aangezien het bbp – vanwege onvolmaaktheden op de goederen- en arbeidsmarkt – minder sterk toeneemt dan haar potentieel. In dat geval zal het monetair beleid op de lage inflatie reageren door de rente te verlagen (versoepeling). Het prudentieel beleid van zijn kant zal focussen op de toegenomen kredietverlening en de daarmee gepaard gaande risico's en, derhalve, verstrakken. Er is bijgevolg een duidelijke afweging tussen meerdere doelstellingen. Het risico op conflicten en coördinatiefouten wordt groter, en het argument voor een gezamenlijke strategie voor het monetair en het macroprudentieel beleid wordt sterker. De vraag of het monetair beleid tegen de wind moet leunen ('leaning against the wind') wordt derhalve relevanter.

'Leaning against the wind' is een beleid waarbij wordt besloten het monetair beleid restrictiever te maken dan wat vereist is om op korte (en middellange) termijn prijsstabiliteit te waarborgen, dit teneinde de risico's voor de financiële stabiliteit zo klein mogelijk te houden.

Hoewel er weinig onenigheid bestaat over de actieve rol die het macroprudentieel beleid speelt in het handhaven van de financiële stabiliteit na de crisis, is zowel in het academisch als in het beleidsdebat nog geen overeenstemming bereikt over het feit of het monetair beleid al

dan niet tegen de wind moet leunen en, indien ja, welke gevolgen dat zou hebben voor de gangbare strategieën die de centrale banken hanteren en die erop gericht zijn de inflatie laag en stabiel te houden. De discussie die in het verleden werd gevoerd over de vraag of het monetair beleid rekening dient te houden met het verloop van de activaprijzen, kan worden beschouwd als de voorloper van het huidige debat over de graad van coördinatie tussen het macroprudentieel en het monetair beleid. Die discussie werd toentertijd evenwel op kleinere schaal gevoerd en de argumenten ten gunste van een actieve rol voor het monetair beleid (zie Cecchetti et al., 2000) wat de activaprijzen betreft, bleven eerder beperkt. Als tegenargument werd bovendien aangevoerd dat, als gevolg van problemen bij de opsporing van over- of onderwaarderingen, het reageren op activaprijzen slechts weinig voordelen had, behalve in de mate dat het effect sorteerde op de inflatieverwachtingen (bv. Bernanke en Gertler, 2001).

Als gevolg van de financiële crisis werd dit debat hervat en rees de vraag of het monetair beleid mede ten grondslag lag aan de financiële onevenwichtigheden. Er werd onder meer geargumenteed dat het monetair beleid medio jaren 2000, ofschoon er toen geen opwaartse risico's waren voor de prijsstabiliteit, restrictiever had moeten zijn om de opbouw van financiële onevenwichtigheden af te remmen (ook omdat er in die periode geen actief macroprudentieel beleid werd gevoerd). Wijzigingen in de beleidsrentes beïnvloeden immers de schuldpositie, de kwaliteit van de activa en de risicobereidheid van de banken, factoren die op hun beurt een invloed hebben op de beschikbaarheid en de kosten van bancaire financiering voor de debiteuren. Volgens Borio en Zhu (2008) kan het 'risk-taking channel' van het monetair beleid, via hetwelk een duidelijk verband wordt gelegd tussen het monetair beleid en de risicobereidheid van de banken en, derhalve, de bancaire kredietverlening, voldoende belangrijk zijn opdat het monetair beleid er op een actieve wijze mee zou voor zorgen dat het nemen van buitensporige risico's tijdens een economische expansie wordt ontmoedigd (zie ook Adrian en Shin, 2010). Hoewel is aangetoond dat alle ernstige financiële crisissen werden voorafgaan door periodes van zeer snelle kredietgroei (bv. Reinhart en Rogoff, 2009), is de discussie over de mate waarin financiële stabiliteit één van de kerntaken van het monetair beleid moet zijn, nog niet beslecht. Het nieuwe kader voor het macroprudentieel beleid zal voor de monetairbeleidsvoering uiteenlopende gevolgen hebben, afhankelijk van het standpunt van de beleidsmakers. Hieronder worden twee tegengestelde standpunten besproken.

Zij die voor het monetair beleid een actieve rol weggelegd zien in het nieuwe kader voor het macroprudentieel beleid oordelen dat de centrale bank een ruimere opdracht

moet vervullen dan wat tot dusver het geval is geweest (uitsluitend focussen op prijsstabiliteit). Ze dient daartoe rekening te houden met de impact van haar beleid op het gedrag inzake het nemen van risico's en, indien nodig, een krediethausse trachten te beletten, dat wil zeggen reageren op de opbouw van financiële onevenwichtigheden aangezien het macroprudentieel beleid op zich daar zou kunnen in tekortschieten (bv. De Grauwe, 2008, Borio, 2011). Doordat financiële onevenwichtigheden meestal gedurende een relatief lange periode worden opgebouwd, stelt Bean (2003) bovendien voor om bij de monetairbeleidsvoering een langere termijn in aanmerking te nemen dan wat momenteel gebeurt met de inflatiedoelstelling op middellange termijn. Woodford (2011) suggereert een 'natuurlijke uitbreiding van de flexibele inflatiedoelstelling' waarbij de centrale bank, bovenop haar gebruikelijke doelstellingen inzake prijsstabiliteit en productie, een doelstelling inzake financiële stabiliteit moet nastreven. Voorts dient ze, teneinde het systeemrisico te beoordelen en gepast te kunnen reageren door middel van het rentebeleid, rekening te houden met de looptijdtransformatie door – en de schulddispositie van – de financiële instellingen.

Overeenkomstig deze zienswijze opteerde Sveriges Riksbank ervoor om vanaf de zomer van 2010, in de nasleep van de crisis, de beleidsrente op te trekken (dat betekent 'tegen de wind te leunen') teneinde de toenemende schuldenlast van de huishoudens en de stijgende huizenprijzen in te perken.

Zij die er geen heil in zien dat het monetair beleid extra doelstellingen zou nastreven inzake financiële stabiliteit, zijn van mening dat specifieke macroprudentiële instrumenten (zoals kapitaal- en liquiditeitsbuffers, loan-to-value ratio's, enz.) veel efficiënter zijn dan het monetair beleid om de financiële stabiliteit te bewaken. Svensson (2012) onderschrijft deze scheiding van beleidsdomeinen, en stelt dat het monetair en het macroprudentieel beleid niet op elkaar moeten worden afgestemd, en dat financiële stabiliteit voor het monetair beleid alleen maar relevant is voor zover ze de middellangetermijnavzichten inzake inflatie en werkgelegenheid beïnvloedt. Deze argumentatie impliceert geen verandering ten opzichte van het pre-crisis kader wat het nastreven van inflatiedoelstellingen betreft. Svensson (2012) wijst daarbij ook op het feit dat het 'leaning against the wind'-beleid van Sveriges Riskbank geen onverdeeld succes was. Het zou bijvoorbeeld kosten teweeg hebben gebracht in de vorm van lagere inflatie- en hogere werkloosheidsresultaten die, op hun beurt, de financiële stabiliteit in het gedrang brachten als gevolg van een verhoging van de reële schuldenlast.

Bernanke (2011) erkent dat het belang van de financiële stabiliteit vóór de crisis werd onderschat en dat het in de periode daarna opnieuw de nodige aandacht moet krijgen, zodat de financiële stabiliteit even belangrijk wordt als de prijsstabiliteit en ze beide complementaire opdrachten van de centrale bank kunnen zijn. Hij voert aan dat zulks geen ingrijpende wijzigingen hoeft te impliceren in het huidige (op prijsstabiliteit gerichte) monetairbeleidskader, aangezien er momenteel nog geen antwoord is op de vraag of het monetair beleid de juiste instrumenten kan leveren dan wel of er betere macroprudentiële instrumenten beschikbaar zijn.

De beleidsreactie op de zorgwekkende toename van de schuldgraad en de stijgende prijzen op de vastgoedmarkten in Zwitserland in 2012 spoort met deze visie. De Zwitserse Nationale Bank heeft ervoor gekozen niet 'tegen de wind te leunen' en, vanwege de lage inflatievooruitzichten, vast te houden aan het accommoderend beleid. Eerder dan de beleidsrente te laten stijgen, werd aan het einde van 2012 de sectorale CCB geactiveerd om de opbouw van de schuldgraad en de stijgende huizenprijzen af te remmen. Een jaar later werd de CCB op de risicogewogen activa die direct of indirect Zwitsers vastgoed als onderpand hebben, verhoogd van 1 tot 2 %.

Of, en in welke mate, het monetair beleid 'tegen de wind moet leunen', lijkt dus in de praktijk af te hangen van een aantal randfactoren. Hieronder wordt op twee dergelijke factoren ingegaan. Enerzijds speelt de aard van de financiële onevenwichtigheden een rol: gaat het om sectorspecifieke of wijdverspreide onevenwichtigheden? Anderzijds moet ook worden nagegaan of het prudentieel beleid over geschikte instrumenten beschikt die het systeemrisico effectief kunnen aanpakken.

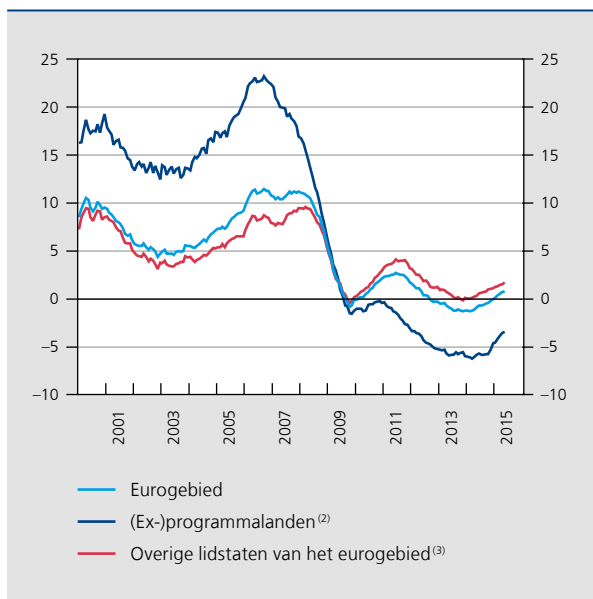
### 3.2 Specifieke versus wijdverspreide onevenwichtigheden

Een sectorspecifiek onevenwicht is bijvoorbeeld de ontwikkeling van zeepbellen op bepaalde activamarkten, zoals een buitensporige stijging van de huizenprijzen. Wanneer het vermoeden heerst van een lokale zeepbel, zijn gerichte macroprudentiële maatregelen – zoals een verlaging van de loan-to-value (LTV)-ratio's – beter geschikt dan het monetair beleid om de risico's voor de financiële stabiliteit te verkleinen. Het inzetten van de beleidsrente zou immers een zeer forse rentestijging kunnen vereisen, waardoor de reële economie eventueel zou verzwakken en de prijsstabiliteit in het gedrang zou komen.

Op het niveau van het eurogebied wordt het argument pro 'leaning' sowieso minder sterk indien het landspecifieke

**GRAFIEK 5** BANCAIRE KREDIETGROEI AAN DE PRIVATE SECTOR IN HET EUROGEBIED<sup>(1)</sup>

(jaar-op-jaar veranderingspercentages)



Bronnen: ECB, NBB.

- (1) Totaal van de kredietverlening door ingezeten banken aan ingezeten huishoudens en niet-financiële ondernemingen, inclusief geëffectieerde kredieten (de data vóór januari 2010 betreffen de kredietverlening aan de niet-bancaire private sector en zijn niet gecorrigeerd voor geëffectieerde kredieten).
- (2) Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje, gewogen gemiddelde op basis van hun nominaal bbp (exclusief Cyprus vermits de gegevens voor dat land niet over de volledige periode beschikbaar zijn).
- (3) Met uitzondering van Estland, Letland, Litouwen, Malta, Slovenië en Slowakije (geen data beschikbaar over de volledige periode), gewogen gemiddelde op basis van hun nominaal bbp.

(en/of sectorspecifieke) onevenwichtigheden betreft. In dat geval lijken eerder macroprudentiële instrumenten soelaas te kunnen bieden aangezien die kunnen worden afgestemd op de specifieke kenmerken van het land (en/of de sector). Pro 'leaning' argumenten winnen aan belang als er een groot risico bestaat van doorsijpeling in de rest van de economie of als de onevenwichtigheden zich op een meer geaggregeerd niveau ontwikkelen.

Hoe heterogeen zijn de financiële onevenwichtigheden in het eurogebied: zijn ze momenteel – en waren ze vóór de financiële crisis – wijdverspreid of blijven/bleven ze beperkt tot een aantal landen of sectoren? Afgezien van verschillen tussen sectoren, bestaat er in het eurogebied ook een aanzienlijke heterogeniteit tussen landen, in het bijzonder wat de financiële cyclus betreft. Ter illustratie van die financiële cyclus in de verschillende landen, wordt verwezen naar het verloop van de bancaire kredietgroei aan de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen.

Hoewel de omslagpunten van de cycli nauw met elkaar gecorreleerd zijn, wordt de financiële cyclus in de (ex-)

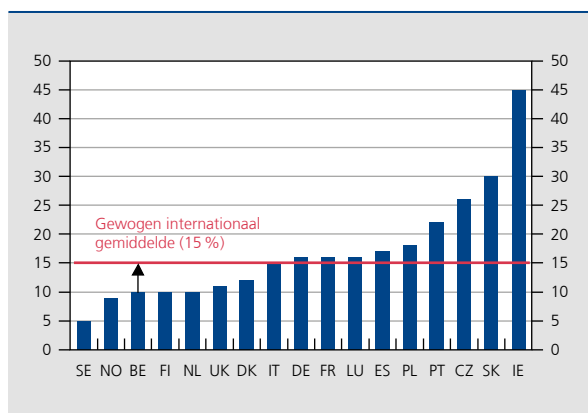
programmatalanden (Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje) gekenmerkt door een veel ruimere amplitude dan in de overige landen van het eurogebied. Gemiddeld beschouwd, lieten de (ex-)programmatalanden vóór de crisis een kredietgroei optekenen die tweemaal zo groot was als die in de overige lidstaten, wat gepaard ging met de opbouw van aanzienlijke (landspecifieke) financiële onevenwichtigheden en wat ook tot uiting kwam in, onder meer, een stijgend tekort van deze landen op hun lopende rekening.

In het eurogebied is het monetair beleid – gericht op de vrijwaring van de prijsstabiliteit in de monetaire unie als geheel – niet degelijk uitgerust om dergelijke landspecifieke onevenwichtigheden, ongeacht of die het gevolg zijn van asymmetrische schokken of van structurele verschillen, te corrigeren. Doordat de monetairbeleidskoers zich, bijvoorbeeld, zou richten op de landen met een oververhitte kredietmarkt, zou het corrigeren ervan de heterogeniteit tussen de landen bovendien niet oplossen aangezien het beleid voor de andere lidstaten mogelijk te restrictief zou zijn.

In een dergelijke omgeving verdient een (landspecifiek) macroprudentieel beleid niet alleen aanbeveling om de financiële stabiliteit te vrijwaren; het kan ook verhinderen dat het eengemaakt monetair beleid bepaalde onevenwichtigheden zou versterken. Het macroprudentieel beleid heeft bovendien het voordeel meer gericht te werk te kunnen gaan, bijvoorbeeld door het opleggen van een strakkere LTV op hypothecair krediet, indien zou

**GRAFIEK 6** RISICOGEWICHT HYPOTHECAIR KREDIET: INTERNATIONALE VERGELIJKING<sup>(1)</sup>

(in %)



Bronnen: EBA, NBB.

- (1) Risicogewichten gehanteerd door banken die voor de berekening van hun reglementaire kapitaalvereisten een IRB (Internal Ratings-Based)-model gebruiken. Gegevens zoals gepubliceerd in het Fourth report on the consistency of risk weighted assets (EBA, juni 2014).



blijken dat de sterke kredietgroei zich enkel in dit segment voordoet.

Vraag is of dergelijke (nationale) macroprudentiële maatregelen ertoe zouden hebben bijgedragen om tijdens de eerste tien jaar van de derde fase van de EMU de risico's voor de financiële stabiliteit in de (ex-)programmalanden volledig in te dekken en hun financiële cyclus meer in lijn te krijgen met wat in het eurogebied gemiddeld beschouwd het geval is. Vanwege de hoge kredietgroei, zou de CCB – één van de speerpunten van het nieuw macroprudentieel beleid in het eurogebied – in die landen ex post hoe dan ook zijn aangelegd, wat de kredietgroei in een vroeger stadium en/of de gevolgen van een daaropvolgende 'bust' voor de financiële stabiliteit vermoedelijk zou hebben beperkt<sup>(1)</sup>.

Ook sectorspecifieke onevenwichtigheden kunnen het inzetten van gerichte macroprudentiële instrumenten rechtvaardigen. Zo oordeelde de Bank in 2013 dat er potentiële risico's verbonden waren aan de Belgische woning- en hypotheekmarkt op basis van, onder meer,

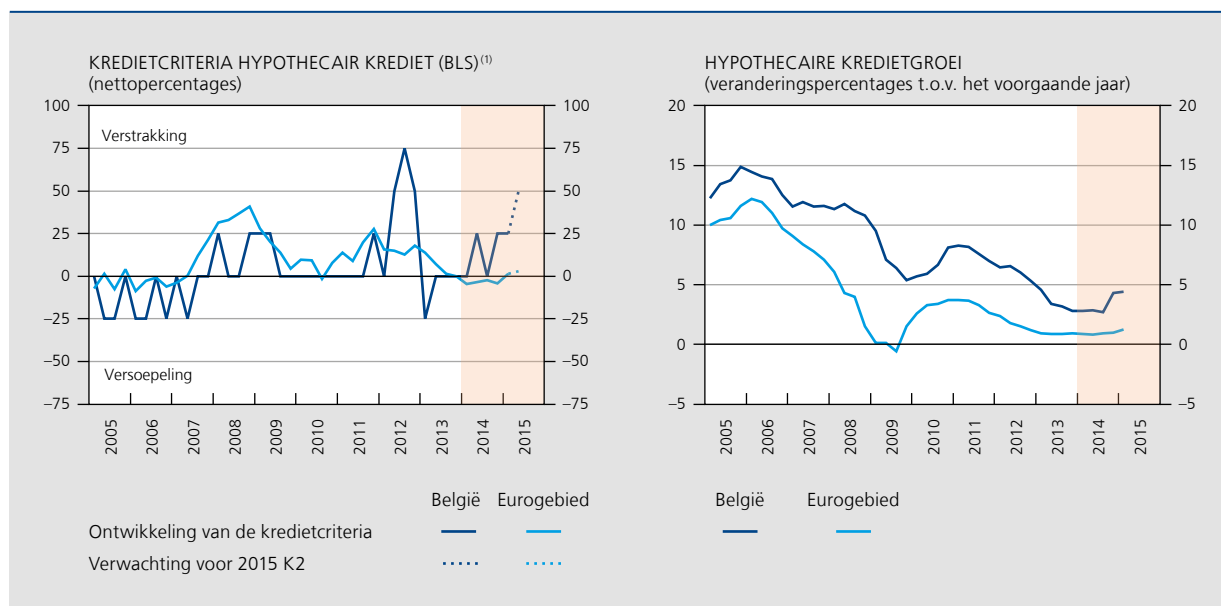
de sterk gestegen woningprijzen en hypothecaire kredietverlening tijdens het laatste decennium, alsook vanwege de tendens om de kredietcriteria te versoepelen (langere looptijden, hogere leningsquotiteit).

Om de banken weerbaarder te maken tegen een eventuele ongunstige schok op de hypotheekmarkt, achtte de Bank het eind 2013 opportuun om voor het eerst gebruik te maken van haar nieuw macroprudentieel instrumentarium. Krachtens het koninklijk besluit van 8 december 2013 werd meer bepaald het door de banken gehanteerde risicogewicht op hypothecaire kredieten met 5 procentpunt verhoogd. De maatregel geldt voor banken die gebruik maken van een Internal Ratings-Based (IRB)-model en hij brengt de in deze modellen gehanteerde risicogewichten voor Belgische hypotheekleningen meer in lijn met wat, gemiddeld genomen, het geval is in enkele Europese landen (van 10 % naar 15 %).

Op basis van de eind 2013 uitstaande hypothecaire kredietportefeuille (€ 165 miljard) impliceert dit een verhoging van de risicogewogen activa met € 8,2 miljard. Ervan uitgaand dat de banken ten opzichte van die activa bijvoorbeeld de minimumvereiste van 8 % kapitaal aanhouden, resulteert dit in een extra kapitaalvereiste van ongeveer € 700 miljoen of 0,2 % bbp. Daarentegen kunnen de banken er ook toe besluiten hun risicogewogen activa (niet noodzakelijkerwijs het hypothecair segment) af te bouwen teneinde aan de strengere kapitaalvereiste te voldoen<sup>(2)</sup>.

(1) Zo stellen Jiménez et al. (2012) voor Spanje, waar een CCB werd ingevoerd in 2000 en gewijzigd in 2005 en 2008, vast dat deze geholpen heeft de kredietcyclus enigszins af te zwakken.  
 (2) Volgens de Bank zou het extra kapitaalbeslag als gevolg van de maatregel € 600 miljoen hebben bedragen (zie NBB, 2015). In de praktijk heeft dit echter niet tot een effectieve verhoging van het kapitaal van de banken geleid, aangezien het vereiste kapitaal reeds aanwezig was. Zodoende werd de kapitaalratio ietwat gedrukt. Het wijst er wel op dat de banken de aanpassing grotendeels aan de passiefzijde hebben gerealiseerd en dus niet via een afbouw van de risicogewogen activa.

**GRAFIEK 7** EVALUATIE VAN DE MACROPRUDENTIËLE MAATREGEL OP DE MARKT VOOR HYPOTHECAIR KREDIET IN BELGIË



Bronnen: ECB, NBB.

(1) Nettoprocentage van banken die t.o.v. het voorgaande kwartaal een aanscherping van de kredietcriteria rapporteren (Bank Lending Survey).



Het is niet eenvoudig om de macro-economische impact van deze maatregel te evalueren. Er kan overigens op worden gewezen dat de omvang van de maatregel relatief beperkt is in vergelijking met sommige in andere landen genomen macroprudentiële maatregelen<sup>(1)</sup>. Een aanwijzing kan worden gevonden in het verloop van de kredietcriteria die de banken bij het toekennen van het hypothecair krediet hanteren (impact op financiële stabiliteit) en aan de hand van het verloop van de kredietgroei (macro-economische impact).

Sinds de invoering van de maatregel eind 2013 hebben de Belgische banken volgens de Bank Lending Survey hun kredietverleningscriteria op hypothecaire kredieten verstrengd. Dit wijkt af van de trend in het eurogebied, waar de banken ietwat soepeler kredietcriteria zijn gaan hanteren. De verkrapping van het hypothecair krediet contrasteert ook met de tijdens die periode door de

Belgische banken ten uitvoer gelegde versoepeling van de kredietcriteria jegens de ondernemingen.

Niettemin trok de jaar-op-jaar groei van het hypothecair krediet eind 2014 opnieuw aan. Het accommoderend monetair beleid (met een verdere daling van de hypothecaire rente tot gevolg) en, eind 2014, de anticipatie op de minder gunstige fiscale behandeling van nieuwe hypothecaire kredieten in Vlaanderen vanaf 2015, speelden hierbij een rol.

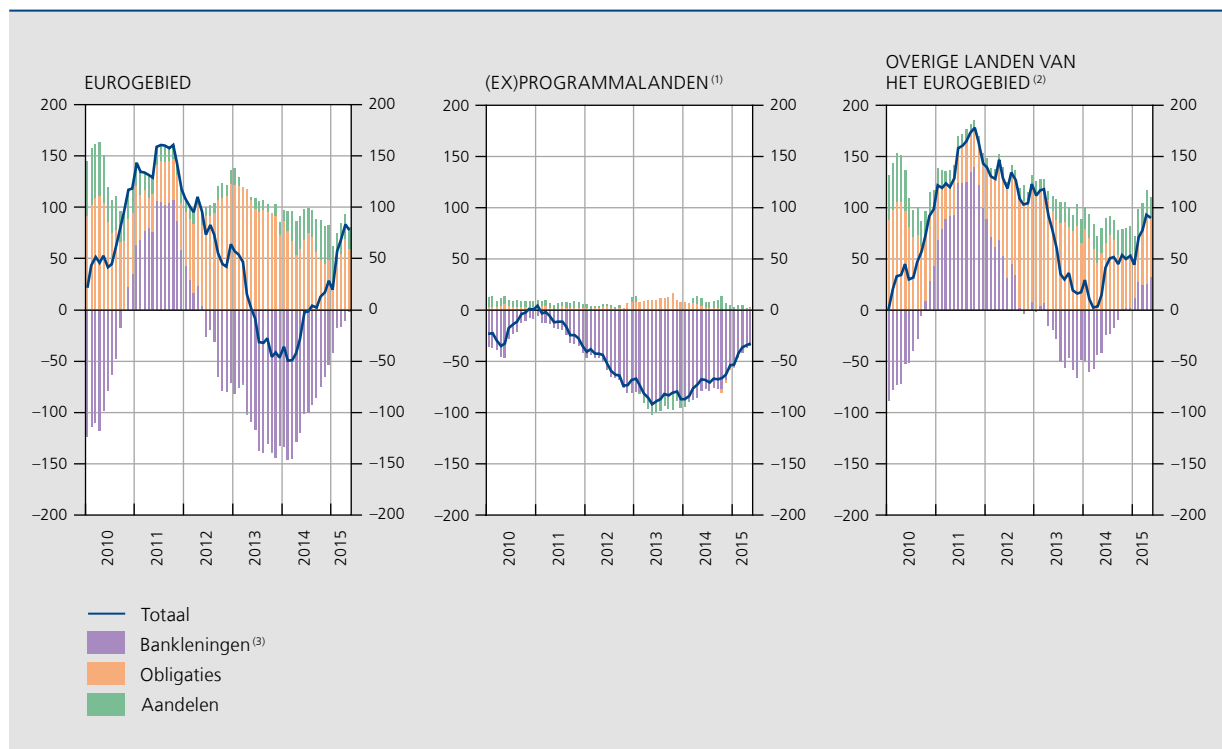
### 3.3 Doeltreffendheid van de macroprudentiële instrumenten

Bij de vraagstelling of het monetair beleid tegen de wind moet leunen, dient – naast het aspect of de onevenwichtigheden wijdverspreid of eerder sector-/landspecifiek zijn – ook te worden nagegaan of de macroprudentiële autoriteiten over geschikte instrumenten beschikken die het systeemrisico op een effectieve wijze kunnen bestrijden. Er kan immers twijfel bestaan over de doeltreffendheid van de instrumenten die men wenst te gebruiken,

(1) Zo kregen de drie grootste banken in Nederland een additionele systemische kapitaalbuffer ten belope van 3% van de totale risicogewogen activa opgelegd (een buffer van 1% voor de vierde grootste bank). Volgens DNB zijn de drie grootbanken goed voor meer dan 80% van de markt (DNB, Jaarverslag 2012). Er zij opgemerkt dat deze maatregel het systemisch risico tracht in te dekken en dus niet rechtstreeks kan worden vergeleken met de gerichte maatregel voor het hypothecair krediet in België.

#### GRAFIEK 8 EXTERNE FINANCIERINGSBRONNEN VAN DE NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN IN HET EUROGEBIED

(in € miljard, gecumuleerde stromen over 12 maanden)



Bron: ECB.

(1) Cyprus, Spanje, Griekenland, Ierland en Portugal.

(2) Met uitzondering van Litouwen.

(3) Gecorrigeerd voor effectivering, behalve voor België en Italië.

vooral indien deze instrumenten nog nooit eerder, of slechts in beperkte mate, werden ingezet. De Belgische ervaring met het wijzigen van het risicogewicht op het hypothecair krediet lijkt positief, maar het is doorgaans nog te vroeg om de macroprudentiële maatregelen, waarvan de meeste pas sinds de crisis zijn genomen, te beoordelen.

Het is ook mogelijk dat de impact van de instrumenten metertijd verandert omdat financiële markten steeds op zoek gaan naar een manier om de regelgeving te omzeilen. Daarom zijn regulatieve flexibiliteit en alertheid belangrijke aspecten bij het succesvol bestrijden van een systeemrisico.

In geval van een onzeker en weinig efficiënt prudentieel beleid kan het inderdaad wenselijk zijn dat het monetair beleid tegen de wind leunt. Indien de prudentiële maatregelen weinig doeltreffend blijken, kan het monetair beleid immers helpen de financiële cyclus te temperen. Een verhoging van de risicovrije rente – typisch instrument van het monetair beleid en startpunt voor het prijzen van activa en krediet – werkt namelijk in het integraal financieel stelsel door, ook in de sectoren waar de prudentiële regelgeving minder vat op heeft, bijvoorbeeld ‘shadow banking’ (‘it gets in all the cracks’, dixit in een in 2013 gehouden toespraak Jeremy Stein, voormalig lid van de Federal Reserve Board).

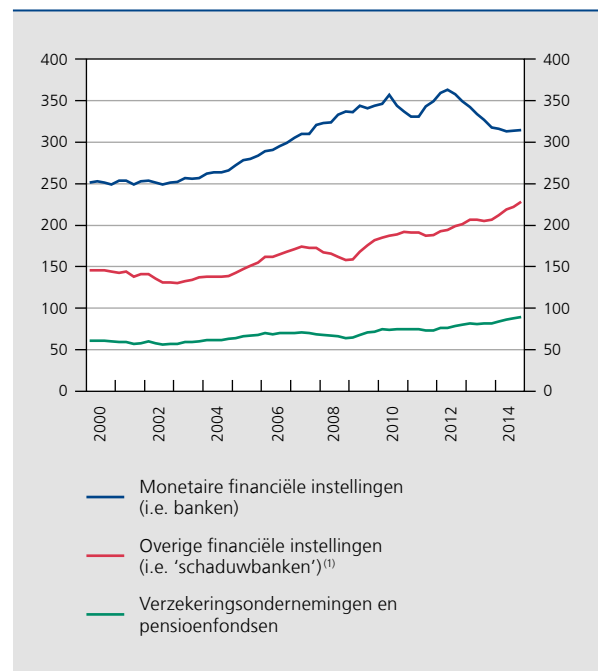
De doeltreffendheid van het macroprudentieel beleid wordt vooral bedreigd door mogelijke verschuivingen van gereguleerde sectoren naar sectoren waar minder strikte regels gelden. Een potentieel voorbeeld van dergelijke ‘lekken’ die de macroprudentiële regelgeving minder doeltreffend maken, is het toenemende belang, in het eurogebied, van marktfinanciering ten opzichte van bankfinanciering voor ondernemingen<sup>(1)</sup>.

Sedert de crisis wordt immers een veel groter beroep gedaan op marktfinanciering, wat in sommige landen van het eurogebied de inkringing van het aanbod van bankkrediet grotendeels compenseert. Dit ging hand in hand met een uitbreiding van de niet-bancaire financiële sector (inclusief de zogeheten ‘schaduwbanken’).

Eenzijds heeft de groei van de niet-bancaire financiële sectoren een diversifiëring van de financieringsbronnen mogelijk gemaakt, zulks tegen de achtergrond van een in hoge mate bankgedomineerde financiële intermediaat. Die expansie van de kapitaalmarkten zou er aldus kunnen toe bijdragen dat het financieel stelsel in het eurogebied stabiel wordt.

Anderzijds zou deze ontwikkeling, macroprudentieel beschouwd, vrees kunnen doen ontstaan omtrent de groei

**GRAFIEK 9** ACTIVA VAN DE FINANCIËLE SECTOR IN HET EUROGEBIED  
(in % bbp)



Bronnen: ECB, NBB.

(1) Hier gedefinieerd als niet-monetaire beleggingsfondsen, overige financiële intermediairs, financiële hulpbedrijven en 'financiële instellingen en kredietverstrekkers binnen concernverband'.

van de niet-bancaire sectoren voor financiële intermediaat<sup>(2)</sup> voor zover de banksector, vergeleken met andere financiële sectoren, strikt gereguleerd en gecontroleerd wordt (des te meer sedert de crisis). Het is derhalve niet denkbeeldig dat de financiële kwetsbaarheden verplaatst worden naar minder strikt gecontroleerde instellingen. Tegen die achtergrond, en zoals hierboven vermeld, kan het monetair beleid, bij ontstentenis van reguleringsinstrumenten om een dergelijk risico het hoofd te kunnen bieden, bijdragen aan het indijken van een potentiële bel door middel van een renteverhoging die zal doorwerken in alle sectoren van de economie en in alle segmenten van de financiële markten. Om die reden is het van belang de (macro)prudentiële bevoegdheden uit te breiden naar de niet-bancaire financiële sectoren en, in het bijzonder, naar de ‘shadow banking’.

(1) Sommige auteurs (Herman, Igan en Solé, 2015) merken evenwel op dat een dergelijke verschuiving zich ook kan voordoen bij een rentewijziging door het monetair beleid, die een verschillende impact heeft op de verschillende deelsectoren van de financiële sector (bancair en niet-bancair).

(2) In dit opzicht wordt de snelle opgang van shadow banking in het in mei 2015 gepubliceerde Financial Stability Review van de ECB beschouwd als een van de voornaamste risico's voor de financiële stabiliteit.

## 4. Vormt het huidige monetair beleid in het eurogebied een bedreiging voor de financiële stabiliteit?

In het laatste hoofdstuk van dit artikel wordt nader ingegaan op de huidige inschatting van de trade-off tussen het vrijwaren van, enerzijds, de prijsstabiliteit en, anderzijds, de financiële stabiliteit in het eurogebied. Om de prijsstabiliteit te blijven waarborgen, voert het Eurosysteem momenteel een uitgesproken accommoderend monetair beleid. Nadat de beleidsrentetarieven in september 2014 hun ondergrens hadden bereikt, werd vanaf de herfst van dat jaar een aanvang gemaakt met het opkopen van ABS en gedekte obligaties. In januari 2015 besloot de Raad van Bestuur die programma's onder te brengen in een 'uitgebreid programma voor de aankoop van activa' waarin voornamelijk overheidsobligaties worden gekocht. De gecombineerde maandelijkse aankopen bedragen € 60 miljard. Het is de bedoeling die aankopen te verrichten tot ten minste september 2016 en in ieder geval tot de Raad van Bestuur duidelijke tekenen ziet die wijzen op een aanhoudende verandering in het inflatiebeloop die in overeenstemming is met zijn doelstelling om op middellange termijn een inflatiecijfer te bereiken onder, maar dicht bij 2%. De aankondiging en de start van de aankopen hebben de korte en lange rente gedrukt, en dat zowel in nominale als in reële (gezuiverd voor de inflatieverwachtingen) termen. Bovendien heeft de monetaire stimulus ook zijn weg gevonden naar de huishoudens en de bedrijven aangezien de rentetarieven op nieuwe leningen vanaf medio 2014 aanzienlijk zijn begonnen te dalen, nadat ze de maanden voordien vrijwel stabiel waren gebleven.

Voorts zijn er ook signalen die wijzen op risico's voor de financiële stabiliteit. Die risico's staan mogelijk niet los van de genomen monetairbeleidsmaatregelen die een aanzienlijke liquiditeitsinjectie in het financieel systeem impliceren met een zware impact op de rentetarieven in de markt. Zo zijn bijvoorbeeld de aandelenkoersen sterk gestegen, noteren de risicopremies op de obligatiemarkten zeer laag en waarschuwen sommige instellingen zoals het IMF (2015), maar ook de NBB (2015), ervoor dat de lage nominale rentes de rentabiliteit van banken en verzekeraars onder druk dreigen te zetten.

De impact, op de financiële markten, van het programma voor de aankoop van activa verloopt typisch via drie kanalen. Om te beginnen, geeft het aankondigen van een dergelijk, nooit eerder aangewend, monetairbeleidsinstrument een krachtig signaal dat de centrale bank haar mandaat, namelijk het vrijwaren van de prijsstabiliteit, ernstig neemt. Dat bevordert de geloofwaardigheid van de centrale bank en helpt aldus de inflatieverwachtingen

te verankeren rond de doelstelling. Naast dit alomvattende kanaal, voeren de aankopen de prijzen van de gekochte activa rechtstreeks op, zodat de lange nominale rente zakt. Ten slotte zullen marktpartijen hun portefeuilles herschikken aangezien de individuele verkopers van activa de centralebankreserves of deposito's bij banken die ze in ruil ervoor hebben ontvangen, doorgaans zullen aanwenden voor nieuwe beleggingen. Dat zijn de zogenoemde 'portfolio-rebalancing effecten'.

Via die drie kanalen is het accommoderend monetair beleid bevorderlijk voor de macro-economische stabiliteit: de reële rente zakt omdat het directe effect de nominale rente drukt en omdat het signaaleffect de inflatieverwachtingen stabiliseert. Via de portefeuilleherschikkingen stijgt de waardering van risicovolle activa, zodat ook de minder kredietwaardige economische subjecten zich weten te financieren. Voorts kunnen de beschreven kanalen – en in het bijzonder de rechtstreekse neerwaartse druk op de nominale rente en de portfolioherschikkingen – ook risico's inhouden voor de financiële stabiliteit, bijvoorbeeld wanneer ze aanzetten tot een overdreven 'search for yield' of economische subjecten met vaste nominale rendementsdoelstellingen – bijvoorbeeld levensverzekeraars die zich aan bepaalde minimumrendementen hebben gecommiteerd – in de problemen brengen.

### 4.1 Drie overwegingen bij het inschatten van de huidige trade-off

Om op een correcte manier de huidige afweging tussen prijsstabiliteit en financiële stabiliteit te maken, zijn drie overwegingen van belang.

Een eerste element is voor de hand liggend. De primaire doelstelling van het monetair beleid in het eurogebied is het vrijwaren van prijsstabiliteit en er bestaat weinig twijfel over dat de risico's voor de prijsstabiliteit medio januari 2015 neerwaarts gericht waren: de inflatie was de maanden voordien sterker dan verwacht gedaald en in het zog daarvan namen de inflatieverwachtingen af, ook die op langere termijn. Met de beleidsrentes op de ondergrens was niet-conventioneel monetair beleid, of het actief gebruik van de centralebankbalans als monetairbeleidsinstrument, de volgende logische stap.

Een tweede element is subtieler. Op het eerste gezicht brengt het aankoopprogramma inderdaad risico's voor de financiële stabiliteit met zich. Die risico's moeten evenwel worden vergeleken met de risico's die zouden opduiken indien het monetair beleid geen bijkomende stimulus zou hebben geboden, de desinflatatoire tendens zou laten gedijen en er deflatie zou zijn ontstaan. Dit zou nefaste

gevolgen hebben voor de financiële stabiliteit aangezien nominale inkomens (zowel uit arbeid als uit kapitaal of vermogen) op dat ogenblik onder druk komen te staan en de nominale schulden dus zwaarder gaan wegen. Dat is een zogeheten 'debt deflation' met een groter aandeel van wanbetalingen als mogelijk gevolg. Bovendien zou de permanent lage inflatie ook permanent lage nominale rentes impliceren. Dat heeft niet enkel nefaste gevolgen voor de financiële stabiliteit (zie verderop) maar betekent ook dat het monetair beleid niet langer ten volle kan worden gebruikt om de economie te stabiliseren (vanwege de ondergrens op de nominale rente). Dat is problematisch, ook voor de financiële stabiliteit die baat heeft bij een minder volatiele macro-economie.

Die positieve spillovers op de financiële stabiliteit via macro-economische stabilisatie zijn echter niet onmiddellijk zichtbaar en ondersteunen de financiële stabiliteit op indirecte wijze. Dat contrasteert met de duidelijk identificeerbare effecten die de monetairbeleidsversoepeling sorteert op de waardering van bepaalde activaklassen. Hoewel het monetair beleid via macro-economische stabilisatie inderdaad een positieve impact heeft op de financiële stabiliteit, moet het effect ervan op de financiële markten, de bancaire en de niet-bancaire financiële sector (inclusief de shadow banking) nauwgezet worden gevolgd.

In dat verband geldt als derde en laatste element dat – hoewel de waarderingen op bepaalde markten sterk zijn gestegen – de kredietverlening in het eurogebied vrij futloos blijft en het verstevigingsproces van de balansen wordt voortgezet, zowel in de bancaire als in de niet-financiële private sector. Bovendien kunnen residuele risico's die alsnog worden geïdentificeerd, worden aangepakt via gerichte (macro)prudentiële instrumenten. Anders dan vóór de crisis is het kader aanwezig om die instrumenten vlotter en sneller in te zetten. Verderop in dit hoofdstuk worden de bovenstaande overwegingen geïllustreerd aan de hand van een sector die vaak wordt aangehaald als voorbeeld van een sector die zwaar te lijden heeft onder het accommoderend monetair beleid, namelijk de (levens-)verzekeraars.

## 4.2 Risico's van té lage inflatie, monetair beleid en de sector van de (levens-)verzekeraars

Onder invloed van het APP is de lange nominale rente omstreeks medio april 2015 naar recordlaagtes gezakt en

sindsdien is ze slechts matig opnieuw gestegen. Tegen die achtergrond wordt vaak verwezen naar de verzekeraars die, mocht deze situatie nog lang aanhouden, hun rentabiliteit onder druk zien komen.

Er zijn twee elementen van belang om in te schatten hoe vatbaar verzekeringsondernemingen voor een dergelijke situatie zijn. Bedrijven met een grotere mismatch tussen de duration van activa en passiva (looptijd van activa korter dan die van passiva) en een grotere erfenis van contracten (passiva) met een hoog nominaal rendement zijn vatbaarder voor een lange periode van lage rente (zie ECB (2015), p. 12).

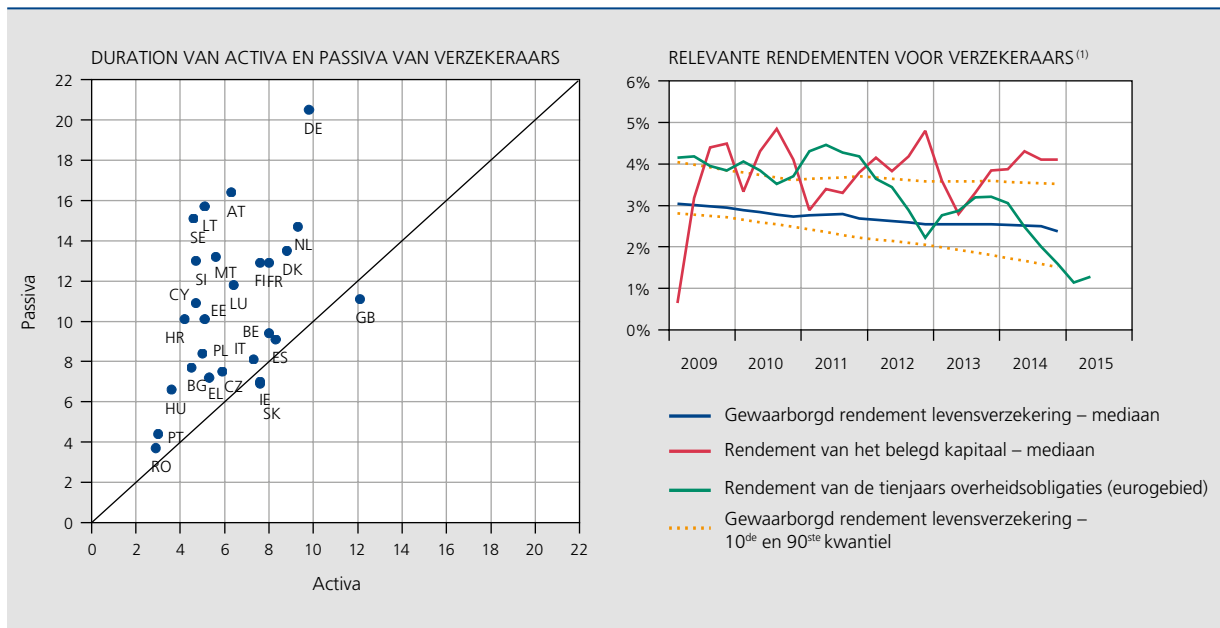
Indien er geen mismatch van duration is tussen activa en passiva, wordt de winstgevendheid van de verzekeringsondernemingen niet via herwaarderingen van de balansposities gedrukt door de dalende rente: economisch beschouwd, stijgt de verdisconteerde waarde aan beide zijden van de balans even sterk en ontstaat er dus geen kapitaaltekort. De dalende rente betekent inderdaad niet enkel een toename van de verdisconteerde waarde van de toekomstige verplichtingen, maar ook van de aangehouden langetermijnactiva<sup>(1)</sup>.

De activa van verzekeraars hebben doorgaans echter een kortere duration dan de passiva. Uit gegevens van EIOPA (2014) blijkt bovendien dat die mismatch typisch groter is in de noordelijke landen van het eurogebied (bv. Duitsland, Oostenrijk, Nederland, Finland). Dit betekent dat de voor de financiële stabiliteit mogelijke negatieve gevolgen van het huidige monetair beleid blijkbaar niet enkel sectorspecifiek zijn, maar voor één bepaalde sector in sommige landen zelfs meer uitgesproken zijn.

Dat de activa in bepaalde landen een kortere duration hebben dan de passiva is voor die ondernemingen een uitdaging: op de vervaldag moeten de activa immers opnieuw worden belegd en zulks tegen een lagere rente. Dat probleem is des te groter indien de verplichtingen hoge rendementswaarborgen hebben. Die waarborgen werden in het verleden toegekend op basis van de toen geldende – hogere – nominale rentetarieven. Het rechterpaneel van grafiek 10 illustreert dat die gewaarborgde rendementen momenteel dan ook hoger liggen dan de rendementen op overheidspapier in het eurogebied. Dat betekent een uitdaging voor de verzekeraars. Voorts blijkt uit de grafiek ook dat het rendement op beleggingen – met name vanwege de stijgende aandelen- en obligatiekoersen – de afgelopen jaren is toegenomen. Zodoende heeft het accommoderend monetair beleid ook een ondersteunend effect op die rendementen via het realiseren van meerwaarden.

(1) Zie ook p. 22 van IMF (2015): 'In the past three years, European life insurers' equities have paid one of the most attractive dividends, outperforming on the back of waning euro area fragmentation risk, high capital gains on bond holdings, and the release of excess capital due to lower claims inflation.'

GRAFIEK 10 DE LAGE RENTE EN VERZEKERAARS



Bronnen: EIOPA, ECB.

(1) De cijfers geven de jaarlijkse gewaarborgde rendementen weer voor de verzekeringsondernemingen waar de waarborgen in kwestie van toepassing zijn.

De huidige zeer lage renteomgeving creëert – weliswaar enigszins paradoxaal – bovendien ook de beste voorwaarden om de financiële gezondheid van de verzekeraars in de toekomst te blijven vrijwaren, precies omdat het lagerentebeleid, indien het erin slaagt de economie nieuw leven in te blazen en de inflatie opnieuw te doen aantrekken, aanleiding zal geven tot hogere rentes. Het is bijgevolg interessant om na te gaan wat de stuwende krachten zijn achter de lage nominale rentes.

Grafiek 11 geeft de samenstelling weer van de tienjaarsrente op AAA-overheidspapier van het eurogebied: de lange nominale rente bestaat uit de compensatie voor de verwachte inflatie (hier gemeten door de tienjaars inflatieswaps) en de impliciete reële rente (hier gemeten als het verschil tussen de nominale rente en de inflatieswap). De rol van de risicopremies (die bijvoorbeeld de risico's compenseren die gepaard gaan met de lange looptijd van de instrumenten of de liquiditeit ervan) worden hierbij niet expliciet in kaart gebracht.

In de periode 2005-2007 (vóór de crisis) beliep de lange rente ongeveer 3,8% : een inflatiecompensatie van zowat

2,2% en een reële rente van 1,6%. Deze laatste stemde nagenoeg overeen met de potentiële groei van de economie<sup>(1)</sup>: dat is logisch aangezien de reële rente over een lange horizon nauw verbonden is met het groeipotentieel van een economie.

In december 2014 – net vóór de aankondiging van het APP – was de nominale tienjaarsrente gezakt tot 75 basispunten. De impliciete reële rente was licht negatief geworden als gevolg van de reeds ten uitvoer gelegde versoepeling van het monetair beleid én de verwachting dat in de nabije toekomst een uitgebreid aankoopprogramma zou worden opgezet. De reële rente noteerde op die manier lager dan de potentiële groei: dat betekent een monetaire stimulus. Maar ook de inflatieverwachtingen waren fors teruggelopen. In december 2014 prijsden de financiële markten voor de komende tien jaar inderdaad een gemiddelde inflatie van slechts 1,2% in, ruim onder de doelstelling van het Eurosysteem en aanzienlijk lager dan de 2,2% inflatiecompensatie die werd opgetekend in 2005-2007<sup>(2)</sup>. Ook de zwakke inflatievooruitzichten droegen met andere woorden bij aan de lage lange nominale rente.

Na enkele maanden APP, in juli 2015, noteerde de nominale lange rente ietwat hoger dan in december 2014 (88 basispunten). De samenstelling van die nominale rente is echter duidelijk meer groeistimulerend dan in

(1) Zoals geraamd door de OESO.

(2) De 2,2% belopende inflatiecompensatie over de pre-crisis periode is niet noodzakelijk inconsistent met de verwachting van een inflatie 'onder, maar dicht bij 2%' aangezien ook verschillende soorten van risicopremies (bv. liquiditeitspremies) de prijs van deze inflatieswaps beïnvloeden. Die premies worden in deze analyse niet expliciet in kaart gebracht.

december: hogere inflatieverwachtingen impliceren immers een lagere ex ante reële rente en dus meer monetaire stimulus.

Op die manier verkleint het APP dus in hoge mate het risico dat de rente in een 'Japans' scenario verzeild raakt waarbij er deflatie ontstaat en de rente decennia lang dicht bij nul noteert, ook voor de langere looptijden. Met een 'Japans' scenario wordt hier een 'passief' monetair beleid bedoeld waarmee de dalende inflatie niet actief zou worden bestreden. Zodoende wordt de desinflatie 'aanvaard' en kan de economie in een situatie van 'permanent' lage – of zelfs negatieve – inflatie, en dus ook lage nominale rentes, terechtkomen. In dat scenario kan een nieuw 'evenwicht' inhouden dat de nominale rente gelijk is aan nul, terwijl de prijzen dalen in een tempo dat een reële rente impliceert die gelijk is aan de potentiële groei van de economie<sup>(1)</sup> (en de reële rente dus voor de groei noch stimulerend noch restrictief is). Deze mogelijkheid wordt geschetst door Bullard (2010) en wordt ook besproken in Boeckx, Butzen, Cordemans en Ide (2015).

Het APP tracht precies een dergelijk scenario te voorkomen door neerwaartse druk uit te oefenen op de reële rente en de economie aldus te stimuleren, waardoor de

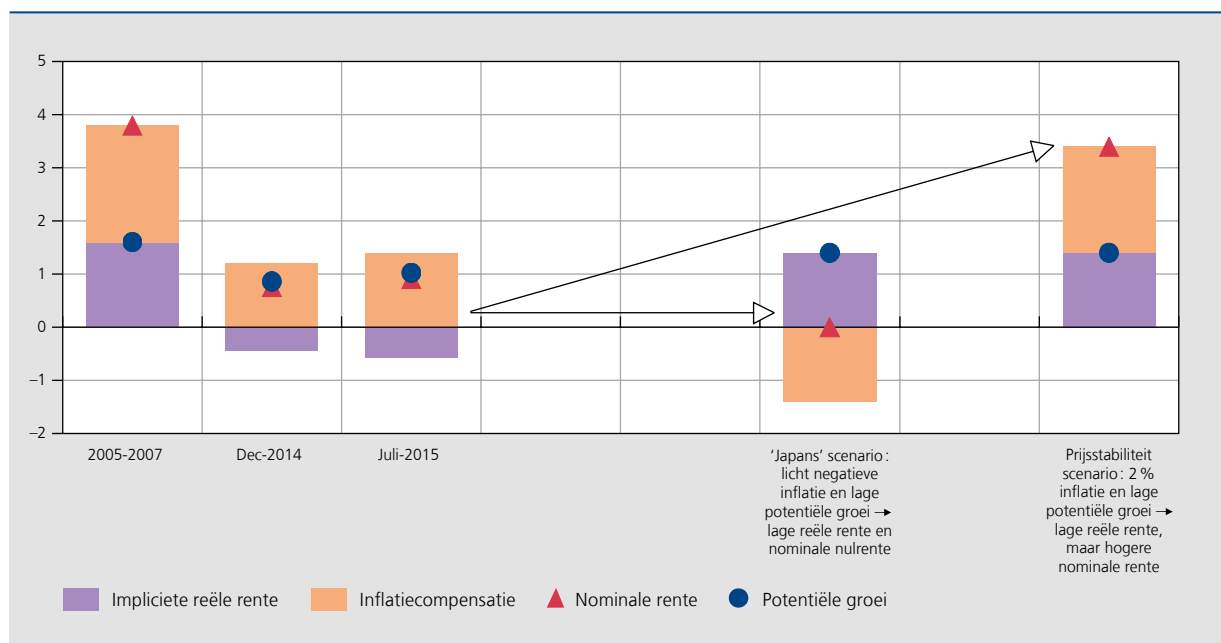
inflatie aantrekt. In dit scenario zal ook de nominale rente op langere termijn opnieuw hoger noteren: de inflatieverwachtingen zouden ongeveer 2 % belopen, terwijl de reële rente in de buurt zou komen van de potentiële groei.

Een en ander illustreert dat het APP de dreiging die uitgaat van de lage nominale rente voor, bijvoorbeeld, de verzekeraars helpt af te wenden door de inflatiecomponent ervan te stabiliseren. Waar het monetair beleid echter géén vat op heeft, is de reële rente over een langere horizon aangezien deze laatste nauw aansluit bij de potentiële groei. De potentiële groei is immers afhankelijk van factoren die losstaan van het monetair beleid, bijvoorbeeld technologische vooruitgang, demografie en arbeidsmarktbeleid.

Mocht de potentiële groei – om verschillende redenen – onder zijn niveau uit het verleden blijven (en dat is waar internationale instellingen van uitgaan), dan kan er voor het prudentieel beleid een rol zijn weggelegd om deze nieuwe 'reële realiteit' te incorporeren, bijvoorbeeld bij het bepalen van de rendementswaarborgen op levensverzekeringen. Bovendien kan de toezichthouder, zeker in de huidige lagerenteomgeving, het best ook actief nagaan of de ondernemingen een adequaat asset-liability-management (blijven) voeren en zich niet laten verleiden tot een excessieve 'search for yield' (zoals eerder in de tekst aangehaald) of het 'overhaast' verkopen van obligaties met hoge coupon die vanwege de lage rente hoog noteren.

(1) Voor de 'evenwichts' reële rente wordt gebruik gemaakt van de potentiële groei van het eurogebied op lange termijn zoals die wordt voorspeld door de OESO.

**GRAFIEK 11** TWEE LANGE-TERMIJN SCENARIO'S VOOR DE TIENJAARS NOMINALE RENTE (in %)



Bronnen: Bloomberg, EC, ECB.

De NBB (2015) licht meer gedetailleerd toe welke prudentiële maatregelen de Bank in haar hoedanigheid van toezichthouder met betrekking tot de verzekeringssector heeft genomen. De NBB legt, binnen het kader van de Verzekeringwet, de bevoegde minister een voorstel voor tot aanpassing van het mechanisme van de maximumrente op individuele langlopende levensverzekeringsovereenkomsten. De Bank heeft de verzekeringsondernemingen ook aanbevolen de realisatie van meerwaarden zorgvuldig af te wegen in het licht van de lagerenteomgeving. Tot slot is de van 2013 daterende beslissing inzake het aanleggen van een zogenoemde knipperlichtreserve als aanvullende voorziening voor het renterisico, onverkort van kracht gebleven.

## Conclusies

Volgens het principe van Tinbergen moeten er minstens evenveel instrumenten als doelstellingen zijn om een succesvol economisch beleid te kunnen voeren. Het feit dat de ECB, in de context van het GTM, belast is met macroprudentiële taken om de financiële stabiliteit te vrijwaren,

past in dit denkkader. De (macro)prudentiële doelstelling van de ECB is gescheiden van de doelstelling om prijsstabiliteit te vrijwaren.

Dit neemt echter niet weg dat er, bij bepaalde schokken, naast synergieën ook trade-offs kunnen opduiken tussen macro-economische en financiële doelstellingen. Wisselwerking tussen de beide beleidsdomeinen is derhalve onvermijdelijk.

Hoewel het monetair beleid geen macroprudentiële doelstellingen heeft, kan een 'leaning against the wind' beleid wenselijk zijn, bijvoorbeeld wanneer financiële onevenwichtigheden wijdverspreid zijn of er onvoldoende doeltreffende prudentiële instrumenten beschikbaar zijn.

In de huidige context lijkt het sterk expansief monetair beleid gerechtvaardigd omdat er geen wijdverspreid excessief risicogedrag is, het monetair beleid via macro-economische stabilisatie positieve spillovers heeft op de financiële stabiliteit en omdat gerichte macroprudentiële instrumenten voorhanden zijn om eventuele risico's aan te pakken.



## Bibliografie

- Adrian T. en H.S. Shin (2010), 'The changing nature of financial intermediation and the financial crisis of 2007-2009', *Annual Review of Economics*, 2, 603-18.
- Bean C. (2003), 'Asset prices, financial imbalances and monetary policy: Are inflation targets enough?' in Richards and Robinson (eds.), *Asset prices and Monetary policy*, 4876, Reserve Bank of Australia.
- Belgisch Staatsblad (2014), Wet van 25 april 2014 tot invoering van mechanismen voor een macroprudentieel beleid en tot vaststelling van de specifieke taken van de Nationale Bank van België in het kader van haar opdracht om bij te dragen tot de stabiliteit van de financiële sector.
- Bernanke B. (2007), *The financial accelerator and the credit channel*, remarks at the conference on The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century, Federal Reserve Bank of Atlanta.
- Bernanke B. (2011), *The effects of the Great Recession on central bank doctrine and practice*, speech at the 56th Economic conference, Federal Reserve Bank of Boston.
- Bernanke B. en M. Gertler (1995), 'Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission', *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.
- Bernanke B. en M. Gertler (2001), 'Should central banks respond to movements in asset prices?', *American Economic Review*, Vol. 91., 253-257.
- Bernanke B.S., M. Gertler en S. Gilchrist (1999), 'The financial accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework', *Handbook of Macroeconomics*, volume 1, chapter 21, 1341-1393.
- Boeckx J., P. Butzen, N. Cordemans en S. Ide (2015), 'Deflatie in Japan, Abenomics en lessen voor het eurogebied', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 99-123.
- Borio C. en P. Lowe (2002), *Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus*, BIS Working Paper 114.
- Borio C. en H. Zhu (2008), *Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism*, BIS Working Paper 268.
- Borio C. (2011), *Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?*, BIS Working Paper 353.
- Bullard J. (2010), 'Seven faces of 'The Peril'', *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September/October, 92(5), 339-52: <http://research.stlouisfed.org/econ/bullard/pdf/SevenFacesFinalJul28.pdf>.
- Cecchetti S., H. Genberg, J. Lipsky en S. Wadhvani (2000), *Asset prices and central bank policy*, Geneva Reports on the World Economy, 2, International Centre for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research.
- Constâncio V. (2014), *The ECB and macro-prudential policy: From research to implementation*, speech at the 3rd Macro-prudential Research Network Conference, Frankfurt, 23 June.
- Cordemans N. en S. Ide (2012), 'Monetair beleid in de Verenigde Staten en in het eurogebied tijdens de crisis', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 39-65.
- De Grauwe P. (2008), 'The risks of being Chairman in the Age of Turbulence', *International Finance*, 11:1., 109-115.
- DNB (2013), *Jaarverslag 2012*.



EBA (2014), *Fourth report on the consistency of risk weighted assets*.

ECB (2007), 'The impact of short-term interest rates on bank risk-taking', *Financial Stability Review*, 163-167.

ECB (2014a), Besluit ECB/2014/1 van de Europese Centrale Bank van 22 januari 2014 tot wijziging van Besluit ECB/2004/2 houdende goedkeuring van het reglement van orde van de Europese Centrale Bank.

ECB (2014b), Besluit ECB/2014/39 van de Europese Centrale Bank van 17 september 2014 houdende de tenuitvoerlegging van scheiding tussen de monetaire beleidsfunctie en de toezichtfunctie van de Europese Centrale Bank.

ECB (2015), *Financial Stability Review*, Mei.

EIOPA (2014), *EIOPA Insurance stress test 2014*, November.

EU (2010), Verordening (EU) Nr. 1092/2010 van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 betreffende macroprudentieel toezicht van de Europese Unie op het financiële stelsel en tot oprichting van een Europees Comité voor systeemrisico's.

EU (2013a), Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, tot wijziging van Richtlijn 2002/87/EG en tot intrekking van de Richtlijnen 2006/48/EG en 2006/49/EG.

EU (2013b), Verordening (EU) Nr. 575/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Verordening (EU) Nr. 648/2012.

EU (2013c), Verordening (EU) Nr. 1024/2013 van de Raad van 15 oktober 2013 waarbij aan de Europese Centrale Bank specifieke taken worden opgedragen betreffende het beleid inzake het prudentieel toezicht op kredietinstellingen.

Gambacorta L. (2009), 'Monetary policy and the risk taking channel', *BIS Quarterly Review*.

Gelain P. en P. Ilbas (2014), *Monetary and macroprudential policies in an estimated model with financial intermediation*, NBB Working Paper 258.

Grande M. (2014), *Integrating macro- and micro-prudential supervision at the ECB*, presentation at the 9th High Level Meeting on Global Banking Standards and Regulatory and Supervisory Priorities in the Americas, Lima (Peru), 4 and 5 November.

Herman A., D. Igan en J. Solé (2015), *The macroeconomic relevance of credit flows: An exploration of US data*, IMF Working Paper 15/143.

IMF (2015), *Global Financial Stability Review*, April.

Jiménez G., S. Ongena, J.-L. Peydró and J. Saurina (2012), Macroprudential policy, countercyclical bank capital buffers and credit supply: Evidence from the Spanish dynamic provisioning experiments, *NBB Working Paper Research series* N° 231, October.

Knot K. (2014), 'Governance of macroprudential policy', *Financial Stability Review*, Banque de France, April.

Mishkin F.S. (2001), *The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy*, NBER Working Papers 8617.

NBB (2015), *Financial Stability Report*, juni.

Publicatieblad van de Europese Unie C 326 van 26.10.2012, p. 230, Protocol (Nr. 4) betreffende de statuten van het Europees stelsel van centrale banken en van de Europese centrale bank.

Reinhart C. en K. Rogoff (2009), *This Time is different: Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press.

Smets F. (2014), 'Financial stability and monetary policy: How closely interlinked?', *International Journal of Central Banking*, vol. 10(2), 263-300, June.

Stein J. (2013), *Overheating in credit markets: Origins, measurement, and policy responses*, speech at the research symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of St. Louis, February.

Svensson L.E.O. (2012), 'Inflation targeting and Leaning Against the Wind', *International Journal of Central Banking*, June, 103-114.

Woodford M. (2011), *Inflation targeting and financial stability*, mimeo.

# Heeft de crisis het DNA van de Belgische economie gewijzigd?

E. Dhyne en C. Duprez<sup>(1)</sup>

## Inleiding

Als gevolg van de ontwikkeling van de informatie- en communicatietechnologieën en de integratie van nieuwe economieën in de wereldhandel zijn de productieprocessen momenteel gefragmenteerd<sup>(2)</sup>. In plaats van zelfvoorzienend te werken, door alle opeenvolgende productiefasen zelf te beheren, doen de bedrijven in ruime mate een beroep op outsourcing, waarbij ze halffabricaten of intermediaire diensten bij andere ondernemingen betrekken. Doorgaans specialiseren bepaalde bedrijven zich in dienstverlening – bijvoorbeeld boekhouding, vervoer, marketing, enz. – voor rekening van derde ondernemingen, andere specialiseren zich in de vervaardiging van halffabricaten of onderdelen<sup>(3)</sup>. Het is niet noodzakelijk hun bedoeling voor de gebruiker een gereed product tot stand te brengen, maar ze zijn een schakel in de productieketen. Het productieapparaat van een economie bestaat tegenwoordig dus uit een echt netwerk van onderling verweven ondernemingen. Dat netwerk stopt niet aan de landsgrenzen. De bedrijven gaan tal van aan- en verkooprelaties met in het buitenland gevestigde partners aan, vooral in een kleine open economie zoals de Belgische.

Die fragmentatie van de productie kan worden gekenmerkt door verschillende voor de bedrijven relevante

indicatoren. Een daarvan, het concept van de *totale lengte* van de productieketen waar een onderneming deel van uitmaakt, laat zien hoeveel ondernemingen achtereenvolgens bij de vervaardiging van een eindproduct betrokken zijn. Bovendien neemt elk bedrijf in een productieketen een bepaalde *positie* in. Aan de hand van dit tweede concept wordt nagegaan of een onderneming eerder gespecialiseerd is in de beginfasen van de productie of, integendeel, in het eindsegment waarin het gereed product wordt afgeleverd. Hoewel in de economische analyse tot dusver zeer weinig rekening wordt gehouden met die aspecten, begint de academische wereld er langzamerhand aandacht aan te besteden dankzij, onder meer, de recente publicatie van macro-economische gegevens die een verband leggen tussen de productiecijfers van verschillende, in diverse landen gevestigde bedrijfstakken. Op basis van die studies en door toepassing van de principes van de input-outputanalyse<sup>(4)</sup> op een originele databank met micro-economische gegevens, wordt in dit artikel een nieuwe benadering toegelicht van de werking van de Belgische economie; daaruit wordt een eerste reeks bevindingen afgeleid in het licht van, onder meer, de recente crisis.

Concreet blijkt uit de analyse dat de Belgische ondernemingen doorgaans deel uitmaken van relatief lange productieketens. De Belgische economie is bovendien gespecialiseerd in segmenten die zich in een relatief vroeg stadium van het productieproces bevinden. De binnen de landsgrenzen geproduceerde goederen en diensten zijn dus gemiddeld vrij ver verwijderd van de eindverbruiker. In dat opzicht spelen twee effecten een rol: (i) het aandeel van de bedrijfstakken die veeleer in de eerste stadia van de productie actief zijn, zoals de chemische nijverheid, de

(1) De auteurs danken L. Aucremanne, L. Dresse, C. Swartenbroeckx, C. Fuss en J. De Mulder voor hun bemerkingen bij de voorlopige versies van dit artikel. De hier toegelichte resultaten berusten tevens op gesprekken met A. Leivchenko (U. Michigan), A. Bernard (U. Darmouth), K. Manova (U. Stanford), G. Magerman (KUL) en S. Rubinová (Geneva Graduate Institute).

(2) Voor meer informatie hierover, zie Baldwin (2012).

(3) Zie Kraemer et al. (2011), waarin de productieketen van iPhones en iPads wordt geïllustreerd.

(4) Zie Johnson (2014) voor een overzicht van de literatuur over de stromen van toegevoegde waarde zoals die wordt berekend op basis van de input-outputtabellen, en Duprez (2014) voor een toelichting van de situatie in België.

ijzer- en staalnijverheid of bepaalde diensten aan ondernemingen, is in België betrekkelijk groot en (ii) vergeleken met bedrijven uit andere Europese landen die tot dezelfde bedrijfstakken behoren, zijn de Belgische ondernemingen doorgaans gespecialiseerd in de beginfasen van de productie, zodat de geproduceerde goederen of diensten nog bewerkingen moeten ondergaan vooraleer ze aan de eindverbruiker worden aangeboden.

Wat de economische resultaten betreft, blijkt uit de econometrische analyse in dit artikel dat het verschijnen van de fragmentatie van de productieprocessen tijdens de periode 2002-2011 voor de Belgische ondernemingen al met al gunstig was. De ondernemingen die erin slaagden zich in de langste productieketens te integreren, groeiden immers het sterkst. Het waren evenwel de ondernemingen die zich aan het einde van de keten bevonden, met andere woorden dicht bij de eindverbruiker, die er het meest baat bij hadden. De fragmentatie en de nabijheid van de consumenten blijken dus bepalend te zijn voor de economische resultaten.

De economische crisis zorgde echter voor een onderbreking van het fragmentatieproces, waardoor het productienetwerk in België inkromp. De transacties van de nieuwe bedrijven waren niet in staat het verdwijnen van ondernemingen of het wegvallen van in het verleden aangeknoopte economische betrekkingen volledig te compenseren. In het Belgische netwerk waren het vooral

de kleine, weinig productieve en in de beginfasen van de productie gespecialiseerde bedrijven die het meest verzwakten.

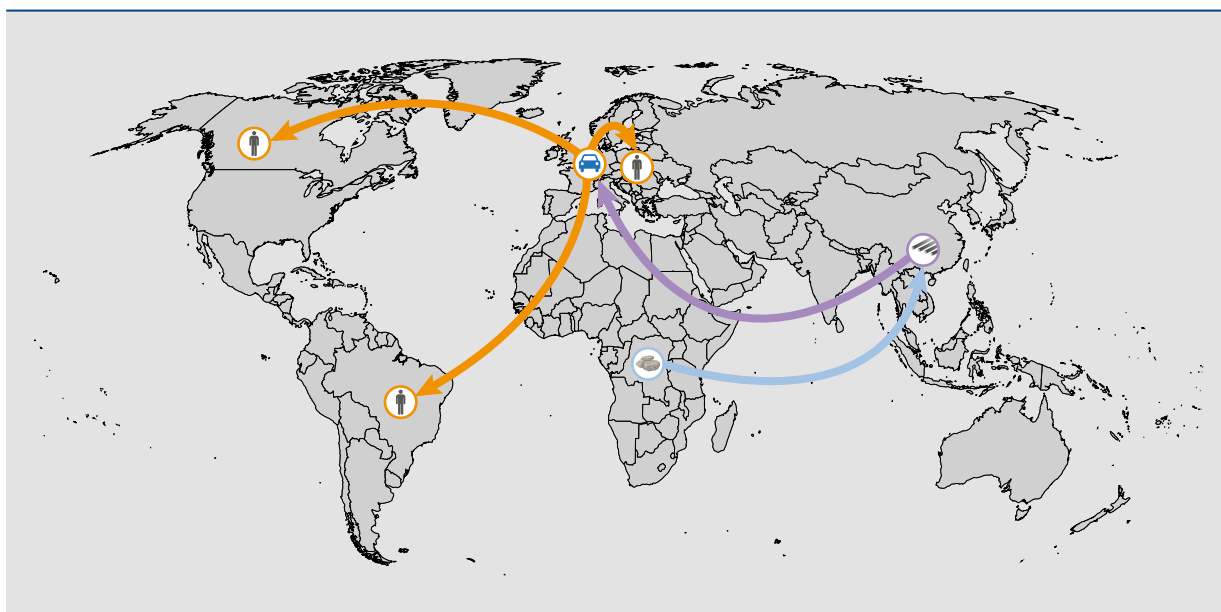
Dit artikel is als volgt opgebouwd. De gebruikte concepten, gegevens en methodologie worden voorgesteld in de paragrafen 1.1 en 1.2. In de paragrafen 1.3 en 1.4 worden – door de benadering van de economie uit het oogpunt van de onderlinge verwevenheid – de specifieke kenmerken van de Belgische economische structuur toegelicht en worden de economische resultaten ervan gekenmerkt. De economische crisis en de effecten ervan worden beschreven in hoofdstuk 2. Het artikel eindigt met een slotbeschouwing.

## 1. Het DNA van de Belgische economie

### 1.1 De Belgische economie beschouwd als een productienetwerk

Net als in andere geavanceerde economieën is het productieapparaat van België gefragmenteerd. Bij de vervaardiging van een eindproduct zijn diverse ondernemingen betrokken die achtereenvolgens een bijdrage leveren. Hier wordt vooral aandacht besteed aan twee van de voor de bedrijven relevante indicatoren die het mogelijk maken die fragmentatie van de productie te kenmerken. De eerste indicator meet de totale lengte van de productieketens

GRAFIEK 1 VEREENVOUDIGD VOORBEELD VAN EEN INTERNATIONALE PRODUCTIEKETEN



Bron: NBB.

en de tweede de relatieve positie van een onderneming in die keten.

Om die twee indicatoren samen te stellen, zijn twee afstandsmetingen nodig. Via een eerste meting wordt nagegaan hoe dicht een onderneming bij de eindverbruiker staat, door het aantal productiefasen te tellen die nog moeten worden doorlopen vóór het gereed product aan de consument wordt verkocht<sup>(1)</sup>. De tweede meting bepaalt hoeveel productie- of bewerkingsfasen reeds achter de rug zijn vóór de onderneming het product bewerkt. De som van die beide metingen geeft de totale lengte weer van de productieketen waar die onderneming deel van uitmaakt en de verhouding tussen beide stemt overeen met de relatieve positie die ze inneemt. Om verwarring te vermijden, moet meteen worden gepreciseerd dat die afstandsmetingen uitsluitend gebaseerd zijn op het aantal verschillende ondernemingen die achtereenvolgens bij de productie betrokken zijn; ze berusten dus gezamenlijk op de geografische afstand in kilometer tussen die productie-eenheden.

In grafiek 1 worden de concepten geïllustreerd aan de hand van het fictief en vereenvoudigd voorbeeld van een

(1) Eventueel na bewerking.

(2) De hypothese van proportionaliteit is hier dus doorslaggevend. Hoewel deze wellicht aanvaardbaar is op bedrijfsniveau, is ze veel twijfelachtiger op het niveau van de bedrijfstakken. Ze ligt nochtans ten grondslag aan de metingen die aan de hand van de input-outputtabellen worden opgemaakt.

productieketen in de automobielenijverheid. Er wordt van uitgegaan dat de automobielenijverheid in België staal gebruikt afkomstig uit China, dat op zijn beurt werd vervaardigd met in Congo ontgonnen ijzererts. In die drie schakels tellende internationale productieketen van auto's staat het Belgische autoassemblagebedrijf dicht bij de consument, neemt de Chinese ijzer- en staalnijverheid een tussenpositie in en bevindt de Congolese mijnbouw zich in het beginstadium van de keten. De ver van de eindverbruiker verwijderde bedrijven zijn per definitie gespecialiseerd in de eerste stadia van het productieproces. Aan het andere uiteinde bevinden zich onder meer bedrijven die gespecialiseerd zijn in de assemblage en de verkoop van producten.

In werkelijkheid is de organisatie van de productiesystemen veel ingewikkelder. Een bedrijf opereert doorgaans in meerdere systemen. Zo kan een bandenproducent zijn productie afzetten via de automobielenijverheid of via de grote distributieketens. Hij kan zijn productie ook rechtstreeks aan de consument verkopen via zijn website voor onlineverkoop. Die onderneming speelt dus via drie kanalen in op de finale vraag, namelijk via de automobielenijverheid, de distributiesector en de directe verkoop. De lengte van de productieketen waarin die onderneming actief is, alsook haar relatieve nabijheid ten opzichte van de consument hangen af van het relatieve belang van die drie kanalen<sup>(2)</sup>.

## Kader 1 – Meting van de fragmentatie van de productieketens en van de relatieve positie van de ondernemingen in de mondiale waardeketens

Over het algemeen wordt de gemiddelde lengte van de productieketens gemeten door de som te maken van een indicator voor de afstand tot de eindverbruiker ('upstreamness') en een indicator voor de afstand tot de initiële creatie van toegevoegde waarde ('downstreamness'). Hoewel die metingen hier op bedrijfsniveau worden weergegeven, zijn ze ook van toepassing op de bedrijfstakken wanneer enkel sectorale gegevens beschikbaar zijn.

De eerste meting is gebaseerd op de uitsplitsing van de productie ( $Y_i$ ) van een onderneming  $i$  in, enerzijds, een som van intermediaire leveringen aan andere ondernemingen  $j$  ( $\sum_j F_{ij}$ ) en, anderzijds, verkopen om aan de finale vraag ( $FD_i$ ) te voldoen:

$$Y_i = \sum_{j=1}^n F_{ij} + FD_i \quad \forall i = 1, \dots, n$$

Door de intermediaire leveringen aan andere ondernemingen uit te drukken als aandeel van de productie van deze laatste, wordt de onderstaande formule verkregen:

$$Y_i = \sum_{j=1}^n d_{ij} Y_j + FD_i \quad \forall i = 1, \dots, n$$



Aangezien ook de productie van de bedrijven  $j$  kan worden onderverdeeld in intermediaire leveringen en finale vraag, voldoet bedrijf  $i$  in feite rechtstreeks aan de finale vraag met zijn eigen verkopen, en indirect met zijn leveringen aan andere ondernemingen. In Antras et al. (2012) wordt de gemiddelde afstand tussen bedrijf  $i$  en de finale vraag gedefinieerd als het gemiddelde aantal bewerkingen dat de productie van bedrijf  $i$  ondergaat vóór ze de eindverbruiker bereikt. Die afstand wordt aangeduid door de variabele  $U_i$ , die als volgt wordt gedefinieerd:

$$U_i = 1 \times \frac{FD_i}{Y_i} + 2 \times \sum_{j=1}^n d_{ij} \frac{FD_j}{Y_i} + 3 \times \sum_{j=1}^n \sum_{k=1}^n d_{ij} d_{jk} \frac{FD_k}{Y_i} + 4 \times \sum_{j=1}^n \sum_{k=1}^n \sum_{l=1}^n d_{ij} d_{jk} d_{kl} \frac{FD_l}{Y_i} + \dots$$

De eerste term van deze uitdrukking staat voor het deel van de productie van bedrijf  $i$  dat rechtstreeks afgestemd is op de finale vraag. In de tweede term wordt het deel van de productie van  $i$  uitgedrukt dat de finale vraag bereikt na door één andere onderneming extra te zijn bewerkt. Dat deel wordt met een factor 2 vermenigvuldigd omdat er twee transacties nodig zijn vooraleer dat gedeelte van de productie van  $i$  de finale vraag bereikt;  $i$  verkoopt namelijk aan bedrijf  $j$ , dat aan de eindverbruiker verkoopt. Volgens dezelfde logica staat de derde term voor het deel van de productie van  $i$  dat na twee extra bewerkingen de finale vraag bereikt. Die term wordt met een factor 3 vermenigvuldigd omdat er drie transacties nodig zijn vóór de productie van  $i$  via dat kanaal de finale vraag bereikt. De volgende termen van de uitdrukking staan voor het deel van de productie dat nog meer aanvullende bewerkingen ondergaat.

De tweede meting is gebaseerd op een alternatieve uitsplitsing van de productie  $Y_i$  in, enerzijds, een som van aankopen van intermediaire inputs ( $\sum_j F_{ji}$ ) bij andere ondernemingen en, anderzijds, de creatie van toegevoegde waarde door de onderneming zelf ( $VA_i$ ):

$$Y_i = \sum_{j=1}^n F_{ji} + VA_i \quad \forall i = 1, \dots, n$$

Door de aankopen van intermediaire inputs bij andere ondernemingen uit te drukken als een deel van hun productie, kan de formule worden herschreven als:

$$Y_i = \sum_{j=1}^n \delta_{ji} Y_j + VA_i \quad \forall i = 1, \dots, n$$

Uit deze uitdrukking kan het gemiddelde aantal bewerkingen worden afgeleid die zijn toegepast op de verschillende gehalten aan toegevoegde waarde die de productie van bedrijf  $i$  omvat. Deze maatstaf wordt aangeduid met de variabele  $D_i$ , die als volgt wordt gedefinieerd:

$$D_i = 1 \times \frac{VA_i}{Y_i} + 2 \times \sum_{j=1}^n \delta_{ji} \frac{VA_j}{Y_i} + 3 \times \sum_{k=1}^n \sum_{j=1}^n \delta_{kj} \delta_{ji} \frac{VA_k}{Y_i} + 4 \times \sum_{l=1}^n \sum_{k=1}^n \sum_{j=1}^n \delta_{lk} \delta_{kj} \delta_{ji} \frac{VA_l}{Y_i} + \dots$$

In deze uitdrukking worden de verschillende gehalten aan toegevoegde waarde gewogen aan de hand van hun aandeel als inputs van bedrijf  $i$ , vermenigvuldigd met de respectieve aantallen bewerkingen die ze reeds hebben ondergaan.

De variabelen  $U_i$  en  $D_i$  staan dus respectievelijk voor het gemiddelde aantal bewerkingen die na en vóór die van bedrijf  $i$  worden uitgevoerd. De gemiddelde lengte van de productieketens waar bedrijf  $i$  aan deelneemt, bedraagt:

$$L_i = U_i + D_i - 1$$

Aangezien de minimale waarde van  $U_i$  en  $D_i$  gelijk is aan 1, kan de kortste lengte gestandaardiseerd worden op 1, door 1 af te trekken van de som van de beide variabelen. De relatieve positie van bedrijf  $i$  in de productieketens, van haar kant, wordt verkregen door:

$$x_i = \frac{D_i - 0.5}{L_i}$$

Een waarde  $x_i$  dicht bij 0 wijst erop dat de onderneming in een initiële fase van de productie werkzaam is, terwijl een waarde dicht bij 1 aangeeft dat ze zich aan het einde van de productieketen bevindt.

## 1.2 De gegevens

De diverse in paragraaf 1.1 toegelichte indicatoren worden meestal berekend op sectoraal niveau, en zulks op basis van de gegevens van de door de statistische instituten gepubliceerde input-outputmatrices (cf. Antras et al., 2012; Fally, 2012). Ze kunnen evenwel ook op het gedetailleerder niveau van de ondernemingen worden geraamd. Voor België werden daartoe drie informatiebronnen gebruikt. De voornaamste informatiebron is afkomstig van de aangiften van de ondernemingen bij de belastingadministratie, in het bijzonder de jaarlijkse aangifte van alle transacties tussen de ondernemingen (het bestand 'klanten'). In die aangiften zijn voor elke btw-aangever alle met andere belastingplichtigen verrichte transacties opgenomen<sup>(1)</sup>. Op basis van het geheel van die aangiften kunnen alle handelsoperaties tussen de Belgische ondernemingen worden gekenmerkt, waardoor het mogelijk wordt de binnenlandse productieketens in kaart te brengen. Die voor 2002-2012 beschikbare gegevens werden gekruist met die van de Balanscentrale teneinde enkel die btw-aangevers over te houden over wie eveneens boekhoudkundige informatie beschikbaar was. In 2012 omvatte het aldus verkregen netwerk ongeveer 250 000 ondernemingen, waarvoor bijna 8,7 miljoen commerciële transacties werden opgetekend.

Aan die eerste gegevensbron werd voor ieder bedrijf de informatie over in- en uitvoer toegevoegd<sup>(2)</sup>. Die informatie geeft de in- en uitvoerbedrijven en de desbetreffende bedragen per partnerland weer. In het kader van de mondiale waardeketens spelen de in- en uitvoerbedrijven een zeer belangrijke rol, in die zin dat ze het binnenlands productienet aansluiten op de rest van de wereld.

Teneinde de toestand van de Belgische ondernemingen in het mondiale productienet te kenmerken, zou men idealiter zicht moeten hebben op alle transacties tussen de ondernemingen wereldwijd. Een dergelijke databank is echter niet beschikbaar. Om na te gaan of door een Belgische onderneming geëxporteerde goederen of diensten rechtstreeks door een buitenlandse consument worden gebruikt, dan wel of ze nog additionele, en indien ja hoeveel, bewerkingen ondergaan in buiten de landsgrenzen gevestigde bedrijfstakken, werden de macro-economische

gegevens van de World Input-Output Database<sup>(3)</sup> (WIOD) gebruikt. Die gegevens ramen op jaarbasis alle transacties tussen in 35 bedrijfstakken gegroepeerde bedrijven uit 40 landen. Die mondiale input-outputjaartabellen zijn beschikbaar voor de periode 1995-2011. Op basis van de gegevens van de WIOD en gelet op de bedrijfstak waar het Belgische exportbedrijf toe behoort en de landen waarnaar die onderneming exporteert, werd het internationaal gedeelte van de productieketen geraamd en bij zijn binnenlandse component gevoegd. Voor de invoer werd een soortgelijke oefening gemaakt, waarbij het aantal bewerkingen werd geraamd die de geïmporteerde producten in een eerdere fase hebben ondergaan. Die component werd eveneens in aanmerking genomen in de maatstaf van de totale lengte van de productieketens.

Om volledige ketens met een binnenlandse en een internationale component te construeren, werd de analyse beperkt tot de periode 2002-2011 waarvoor de drie informatiebronnen beschikbaar zijn. Door die benadering kan de fragmentatiegraad van de productieketens op het niveau van de onderneming het nauwkeurigst worden geraamd. De gegevens inzake de transacties tussen de Belgische vennootschappen kunnen in tal van opzichten worden beschouwd als een input-outputtabel op het niveau van de ondernemingen. Anders dan bij een input-outputtabel kan op basis van die gegevens evenwel geen onderscheid worden gemaakt tussen intermediaire inputs en investeringsgoederen. In de nationale rekeningen zijn de investeringsgoederen echter een component van de finale vraag eerder dan van het intermediair verbruik. De gegevens over de transacties tussen ondernemingen vertekenen dan ook in neerwaartse zin de toegevoegde waarde van de investerende ondernemingen<sup>(4)</sup>.

## 1.3 Fragmentatie en positionering van de Belgische economie in de mondiale waardeketens

Behalve dat de macro-economische WIOD-gegevens bijdragen aan de samenstelling van de internationale component van de productieketens waarvan de Belgische bedrijven deel uitmaken, zijn ze ook nuttig in het kader van een internationale vergelijking van de productieketens.

Om te beginnen zij opgemerkt dat de afstand van een bedrijf tot de consument deels wordt bepaald door de bedrijfstak waar dat bedrijf toe behoort. Doorgaans zijn de overheidsdiensten gericht op de eindverbruiker, namelijk de ingezetenen die er gebruik van maken. Sommige diensten aan ondernemingen, daarentegen, met name de boekhoudkundige diensten en de diensten van architecten en ingenieurs, bevinden zich vaak in een

(1) Die gegevensbank wordt beschreven in Dhyne, Magerman en Rubinova (2015).

(2) Deze gegevens van de buitenlandse handel zijn afkomstig van de Intrastat-aangiften voor de intra-EU-handel en de douanegegevens voor de extra-EU-handel.

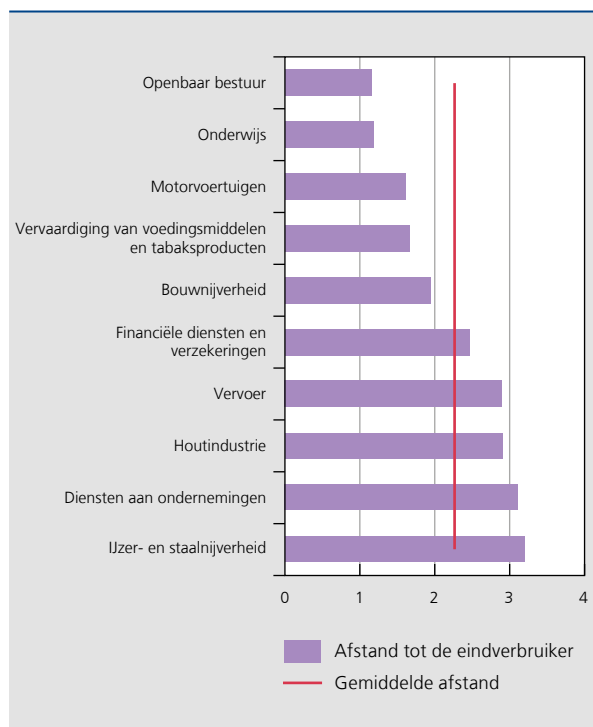
(3) Voor meer informatie, zie Dietzenbacher et al. (2013) en Timmer et al. (2015). Om de WIOD-gegevens te construeren, werden de nationale input-outputtabellen gegroepeerd in een mondiale matrix. Teneinde de inconsistenties weg te werken, met name de asymmetrieën tussen de door een land opgegeven uitvoer en de door de handelspartner gerapporteerde invoer die ermee overeenstemt, dienden arbitrages te worden verricht. Deze laatste leiden tot verschillen tussen de gegevens van de WIOD en de officiële statistieken van de nationale rekeningen en de buitenlandse handel.

(4) Een ander conceptueel verschil met de input-outputtabellen is dat deze laatste opgesteld zijn per gehomogeniseerd product, terwijl de gegevens per bedrijfstak uiteraard heterogeen zijn.

eerder stadium van de productieketens aangezien ze in hoofdzaak worden verstrekt aan derde ondernemingen die hun eigen goederen of diensten produceren. Hoewel, algemeen beschouwd, de industrie een intermediair segment inneemt, bevinden sommige specifieke branches, bijvoorbeeld de vervaardiging van metalen in primaire vorm en de houtindustrie, zich veeleer in een vroeger stadium van de ketens. Hun producten doorlopen diverse intermediaire stadia voordat ze, vaak in een andere vorm, aan de consument worden verkocht. Weegt men de sectorspecifieke indicatoren aan de hand van het gewicht van de bedrijfstakken in de economie, dan geldt voor België een gemiddelde afstand tot de consument van 2,3 en een lengte van de productieketens van gemiddeld 3,5.

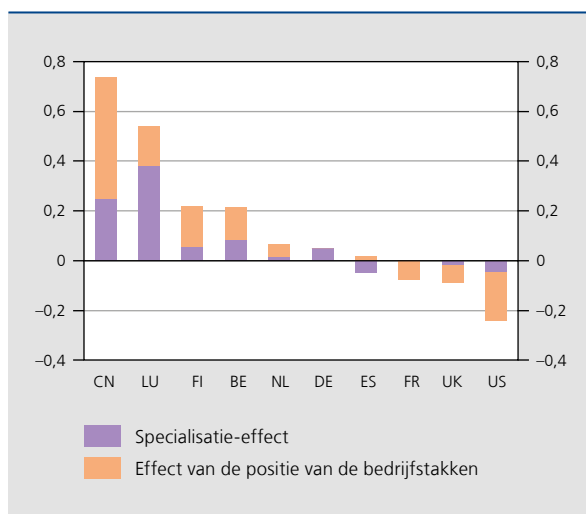
In vergelijking met de EU15, waar de gemiddelde afstand tot de eindverbruiker ongeveer 2 belooft, is de Belgische productie relatief ver verwijderd van de eindverbruiker. Dat verschil ten opzichte van het gemiddelde van de EU15 kan aan twee factoren worden toegeschreven. Ten eerste hebben doorgaans ver van de verbruiker verwijderde bedrijfstakken, bijvoorbeeld de vervaardiging van chemische producten, de vervaardiging van metalen in primaire vorm of de dienstverlening aan de bedrijven, in België

**GRAFIEK 2** SECTORSPECIEKE VERGELIJKING VAN DE AFSTAND TOT DE CONSUMENT  
(gemiddelde naar bedrijfstak<sup>(1)</sup> in België, 2011)



Bron: NBB-berekeningen aan de hand van de WIOD.  
(1) Selectie uit 35 bedrijfstakken, gedefinieerd volgens de nomenclatuur NACE 2003.

**GRAFIEK 3** INTERNATIONALE VERGELIJKING VAN DE AFSTAND TOT DE CONSUMENT<sup>(1)</sup>  
(verschil t.o.v. het gemiddelde van de EU15)



Bron: NBB-berekeningen aan de hand van de WIOD.  
(1) Het specialisatie-effect meet het verschil tussen (a) de gemiddelde afstand tot de consument in de EU15 en (b) een gemiddelde afstand, verkregen door de sectorspecifieke afstanden tot de consument in de bewuste economie te wegen aan de hand van de gewichten van de bedrijfstakken van de EU15. Het effect van de positie van de bedrijfstakken in de waardeketens meet het verschil tussen (b) en de gemiddelde afstand tot de consument van het land in kwestie.

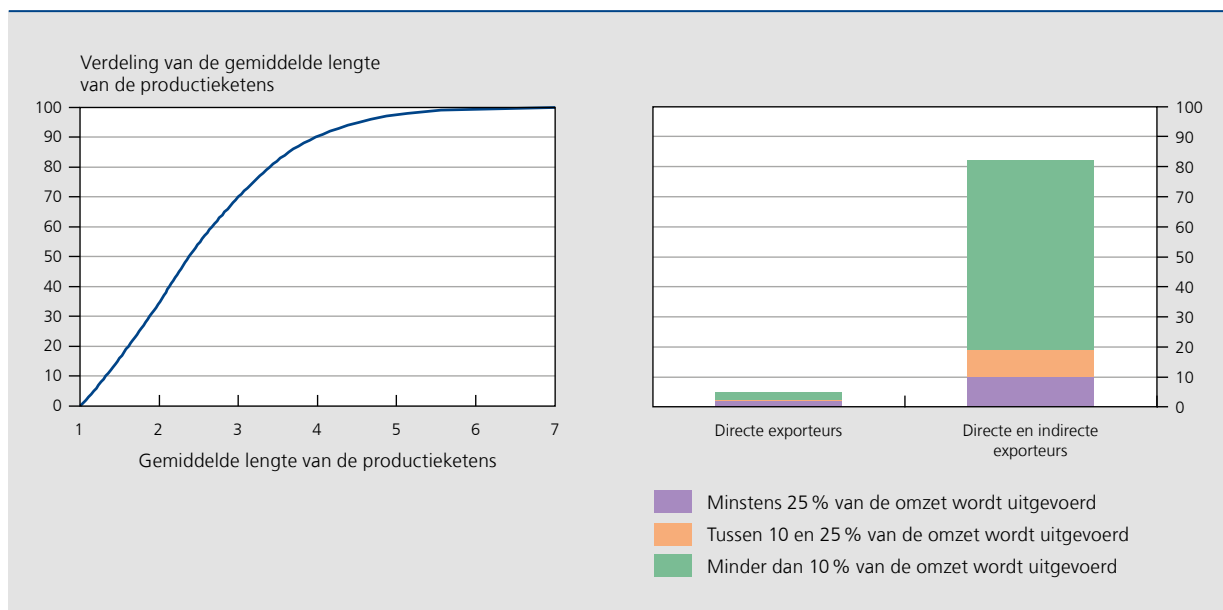
een zwaarder economisch gewicht dan in de EU15. Ten tweede zijn de Belgische bedrijven, in vergelijking met in andere Europese landen gevestigde bedrijven uit dezelfde branche, kennelijk meer gericht op de initiële of intermediaire productiesegmenten. Een dergelijke productie van eerder intermediaire goederen en diensten strookt met het beeld van een economie die meer gespecialiseerd is in halffabricaten (zie EC, 2015).

Zoals hierboven uiteengezet, kan het concept van de fragmentatie van de productieketen nauwkeuriger worden geanalyseerd aan de hand van de commerciële transacties tussen de ondernemingen. Deze laatste zijn onderling verbonden door het leveren van intermediaire goederen of door het verlenen van intermediaire diensten. In 2011 beheerde een onderneming gemiddeld een portefeuille van 36 binnenlandse professionele klanten. Sommige onder hen – vooral in de bedrijfstak distributie van elektriciteit, gas en water – beheerden duizenden binnenlandse professionele klanten. Voorts waren 50% van de ondernemingen actief in ketens waarvan de gemiddelde lengte gelijk aan of groter was dan 2,4, 30% in ketens met een gemiddelde lengte van meer dan 3 en 10% in ketens met een gemiddelde lengte van meer dan 4.

Het aantal exportbedrijven is over het algemeen vrij beperkt. In België betreft het ietwat minder dan 5% van de ondernemingen, waarvan bijna de helft minder dan 10%



**GRAFIEK 4** VERDELING VAN DE LENGTE VAN DE PRODUCTIETETENS EN DEELNAME AAN DE EXPORTACTIVITEITEN IN 2011  
(gecumuleerd percentage)



Bron: NBB-berekeningen aan de hand van de gegevens van de btw, de buitenlandse handel en de WIOD.

van hun omzet uitvoeren (cf. Dhyne en Duprez, 2013). De onderlinge verwevenheid heeft echter tot gevolg dat een zeer groot gedeelte van de Belgische ondernemingen deel uitmaakt van internationale waardeketens. Zo leverde nagenoeg 82% van de in het Belgische productienet beschouwde bedrijven in 2011 rechtstreeks, of indirect via derde ondernemingen, inputs aan de rest van de wereld. Uiteindelijk exporteert gemiddeld bijna 20% van de Belgische bedrijven ten minste 10% van zijn productie en bijna 10% van de ondernemingen voert minstens 25% van zijn productie uit. Voor een groot aantal binnenlandse bedrijven fungeren de exportondernemingen dus als tussenschakel in het exportproces. Indirect zijn dan ook veel meer Belgische bedrijven dan alleen maar de exportbedrijven aanwezig op de buitenlandse markten. Voor de invoer is die vaststelling nog treffender. Vrijwel alle Belgische ondernemingen maken gebruik van buitenlandse inputs en doen daarvoor direct of indirect een beroep op importbedrijven, vooral voor energiedragers en grondstoffen.

Die fragmentatie van de productieketens en de sterke integratie in de mondiale waardeketens verhullen grote regionale verschillen. Zoals blijkt uit grafiek 5 zijn de binnenlandse productieketens in Vlaanderen meer versnipperd. De Vlaamse ondernemingen zijn ook meer geïntegreerd in de gemonialiseerde waardeketens. De regionale verschillen weerspiegelen weliswaar sectorale specialisaties, aangezien de Vlaamse economie meer gespecialiseerd is in bedrijfstakken die doorgaans deel uitmaken van meer

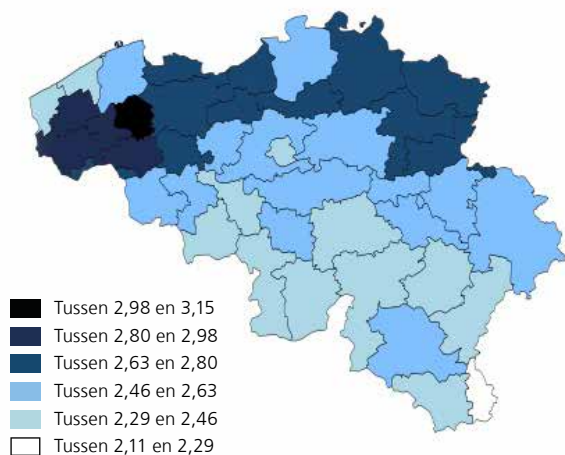
versnipperde ketens, zoals de vervaardiging van chemische producten, de geraffineerde aardolieproducten, het maritiem vervoer, de rubber- of kunststofproducten, enz. De fragmentatie wijst echter ook op een grotere specialisatie van de Vlaamse ondernemingen en een dichtere structuur van kleine en middelgrote ondernemingen die gespecialiseerd zijn in een welomlijnd productiesegment.

#### 1.4 Fragmentatie en economische resultaten

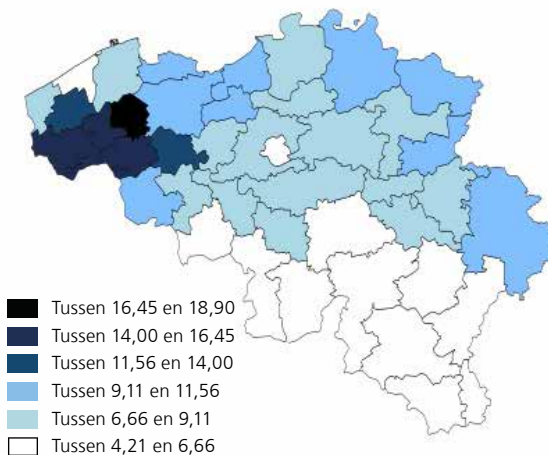
In de economische literatuur worden uiteenlopende argumenten aangevoerd betreffende de impact van de fragmentatie op de resultaten van de ondernemingen. Volgens een eerste stroming, gesteund op de ontwikkeling van outsourcing, zijn bedrijven die zich specialiseren in de productie van hun beste product efficiënter. Een keten van verscheidene ondernemingen, allemaal gespecialiseerd in een duidelijk afgebakend segment, zou dus beter presteren dan een productieketen waarvan alle productiefases in één enkel bedrijf plaatshebben.

Volgens een tweede literatuurstroming geven fusies of overnames aan dat een beter toezicht op de diverse productiefases de risico's kan minimaliseren en de kosten kan drukken door, met name, voordelen van schaalvergroting of door het delen van een aantal ondersteunende functies. Volgens die theorie is concentratie, in tegenstelling tot fragmentatie, bevorderlijk voor de resultaten. Beide

GEMIDDELDE LENGTE VAN DE PRODUCTIEKETENS



AANDEEL VAN DE UITVOER IN DE OMZET (IN %)



Bron: NBB-berekeningen aan de hand van de gegevens van de btw, de buitenlandse handel en de WIOD.

(1) Niet-gewogen gemiddelde.

stromingen tonen al met al aan dat a priori niet bekend is welk effect de fragmentatie van de productieketens op de ondernemingen heeft.

Door de twee indicatoren van de fragmentatie van de productieketens – de lengte en de relatieve positie – te betrekken in een vergelijking betreffende de groei van de totale factorproductiviteit (hieronder TFP) of van de werkgelegenheid, kan het effect ervan worden geraamd. Het ramen van de impact die de fragmentatie op de TFP heeft, is gebaseerd op de analyse van de tijdens de periode 2002-2011 opgetekende individuele gegevens in de jaarrekeningen van de Belgische ondernemingen. Op basis van die gegevens werd een productiefunctie van het type Cobb-Douglas geraamd (gedefinieerd op het tweecijferniveau van de nomenclatuur NACE Rev.2). Die ramingen maakten het mogelijk de TFP-groei op het niveau van de ondernemingen te schatten en hem te relateren aan de fragmentatie-indicatoren.

Uit de econometrische analyse, die een aantal kenmerken bevat zoals de sector waar de onderneming toe behoort en het conjunctuurverloop, blijkt dat de in lange productieketens geïntegreerde bedrijven een snellere TFP-groei laten optekenen. Hoewel het effect van de fragmentatie op de toename van de efficiëntie

niet lineair is (aangezien het verzwakt met de gemiddelde lengte van de productieketens), wordt het pas negatief voor een lengte van meer dan 10, wat in het Belgische netwerk niet voorkomt. Dit wijst erop dat de productie-efficiëntie van de Belgische ondernemingen algemeen beschouwd nog kan worden opgevoerd via een toename van de specialisatie. De efficiëntiewinsten zijn bovendien niet gelijkmatig verdeeld over de productieketens. Het zijn immers de ondernemingen aan het einde van de productieketens die hun TFP kennelijk het snelst zien groeien.

Uit de econometrische analyse blijkt ook dat de fragmentatie van de productie een positief effect heeft op de groei van de werkgelegenheid, hoewel die impact minder zwaar is dan die van de TFP. Algemeen beschouwd, lijkt het verschijnsel 'outsourcing' de werkgelegenheid in de bedrijven die er gebruik van maken, dus niet te schaden.

Uit de Belgische empirische waarnemingen voor de periode 2002-2011 mag worden geconcludeerd dat het positief effect van outsourcing groter is dan het negatief effect van een minder strikte controle van de productieketens. Uit de resultaten blijkt tevens dat de positieve invloed van de fragmentatie niet gelijkmatig

**TABEL 1** GROEI VAN DE TOTALE FACTORPRODUCTIVITEIT (TFP) EN VAN DE WERKGELEGENHEID EN FRAGMENTATIE VAN DE PRODUCTIE – ECONOMETRISCHE RESULTATEN<sup>(1)</sup>

Variabelen	Groei op jaarbasis van de TFP ( <i>dlog</i> )			Groei op jaarbasis van de werkgelegenheid ( <i>dlog</i> )		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Lengte van de keten .....	0,024*** (0,002)	0,066*** (0,006)	0,054*** (0,006)	0,013*** (0,001)	0,018*** (0,003)	-0,015*** (0,003)
Lengte van de keten in het kwadraat ..		-0,007*** (0,001)	-0,005*** (0,001)		-0,001* (0,001)	-0,001 (0,001)
Relatieve positie .....			0,227*** (0,011)			0,084*** (0,006)
Waarnemingen .....	499 558	499 558	499 558	976 902	976 902	976 902
R <sup>2</sup> .....	0,259	0,259	0,260	0,279	0,279	0,279

Bron: NBB-berekeningen aan de hand van de gegevens van de btw, de buitenlandse handel, de jaarrekeningen en de WIOD.

(1) Standaardafwijking tussen haakjes. \*\*\* significant bij een drempelwaarde van 1%, \*\* significant bij een drempelwaarde van 5%, \* significant bij een drempelwaarde van 10%. Alle verklarende variabelen refereren aan de kenmerken van bedrijf *i* tijdens de periode *t-1*. Elke regressie omvat een constante, sectorale en temporele binaire variabelen en vaste effecten eigen aan de onderneming. De variabele TFP werd verkregen door de raming van productiefuncties op het tweecijferniveau van de bedrijfstakken van de NACE Rev. 2, volgens de door Wooldridge (2009) voorgestelde ramingsmethode.

verdeeld is over de productieketen. De ondernemingen aan het einde ervan genereren, bij een bepaalde input, de grootste toegevoegde waarde. Aangezien ze hun producten wellicht afstemmen op de wensen van de consument, hebben de bedrijven aan het einde van de productieketen kennelijk te maken met een relatief inelastische vraag, waardoor ze meer voordeel kunnen halen uit het fragmentatieproces.

## 2. Effecten van de economische crisis

De recente economische crisis heeft in alle landen hard toegeslagen, maar niet overal in dezelfde mate. Europa werd zeer zwaar getroffen, zowel wat de omvang van de initiële schok betreft als inzake het traag herstel dat erop volgde. In de EU15 lag het bbp naar volume in het eerste kwartaal van 2015 nog steeds onder het niveau van begin 2008. In België werd dat peil vanaf het eerste kwartaal van 2011 weliswaar opnieuw bereikt, maar de gemiddelde groei op jaarbasis is tijdens de afgelopen vijf jaar beperkt gebleven, namelijk 0,9%.

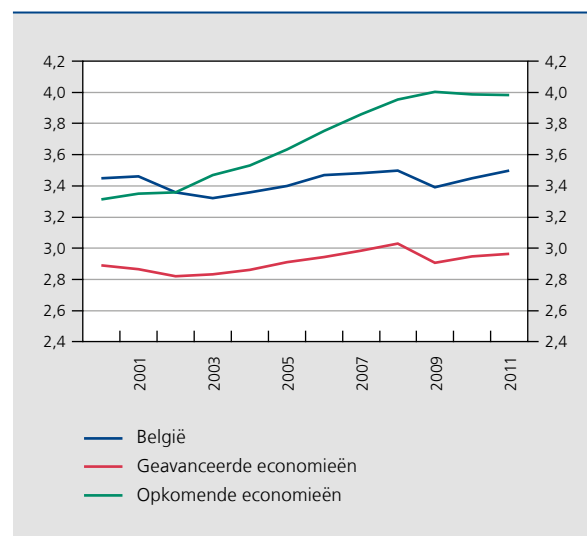
### 2.1 Uiteenlopend effect op de bedrijvigheid in de verschillende stadia van de productieketens

De economische conjunctuur beïnvloedt zowel de productie als de organisatie ervan. Tussen 2002 en 2008, terwijl de economische situatie zich gunstig ontwikkelde, nam de fragmentatie van het productieproces toe, wat blijkt uit een

verlenging van de productieketens. Dat verschijnsel was in de opkomende economieën zeer duidelijk als gevolg van hun toegenomen integratie in de mondiale economie. De toetreding van China tot de WHO, eind december 2001, versterkte die ontwikkeling. In crisisperiodes, daarentegen, zoals in het recente verleden of in 2001-2002, vertraagt

**GRAFIEK 6** INTERNATIONALE VERGELIJKING VAN HET VERLOOP VAN DE LENGTE VAN DE PRODUCTIEKETENS

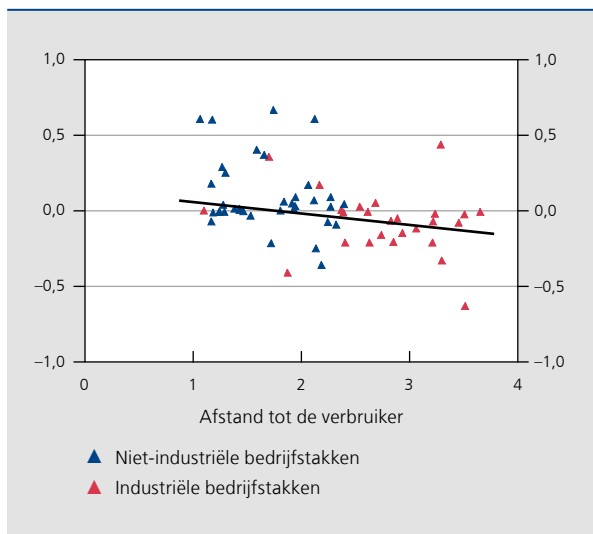
(gemiddelde lengte van de ketens waar de economieën toe behoren<sup>(1)</sup>)



Bron: NBB-berekeningen aan de hand van de gegevens van de WIOD.

(1) De indeling in geavanceerde/opkomende economieën is die van de Verenigde Naties.

**GRAFIEK 7** VERBAND TUSSEN DE BIJDRAGE AAN HET BBP TIJDENS DE CRISIS EN DE AFSTAND TOT DE CONSUMENT  
TOT DE CONSUMENT  
(elk driehoekje vertegenwoordigt een bedrijfstak)



Bronnen: INR, NBB-berekeningen aan de hand van de gegevens van de btw, de buitenlandse handel en de WIOD.

het fragmentatieproces of slaat het zelfs om. In een onzekerder geworden klimaat knopen ondernemingen wellicht minder handelsrelaties aan met partnerondernemingen. Doorgaans schroeven de bedrijven ook hun investeringen terug, wat een rem zet op de oprichting van nieuwe, meer gespecialiseerde productie-eenheden.

Zoals in hoofdstuk 1 is vermeld, waren de nabijheid ten opzichte van de consument en de fragmentatie van de productieketens in de periode 2002-2011 bevorderlijk voor de economische resultaten. Dat was vooral het geval tijdens de economische crisis. De bedrijfstakken die het verst verwijderd waren van de consument, zowel in de industrie als daarbuiten, werden immers het zwaarst door de recessie getroffen. De correlatie tussen, enerzijds, de bijdrage van de bedrijfstakken aan het bbp van 2007 tot 2009 en, anderzijds, de afstand van die branches tot de consument beliep  $-0,41$ . In de jaren vóór de crisis, en ook tijdens de afgelopen jaren na het einde van de crisis, waren de verst verwijderde bedrijfstakken meestal ook die welke de kleinste bijdrage aan het bbp leverden. Zoals blijkt uit de lagere correlatie van respectievelijk  $-0,31$  en  $-0,36$ , was het verband echter iets minder sterk dan tijdens de crisis.

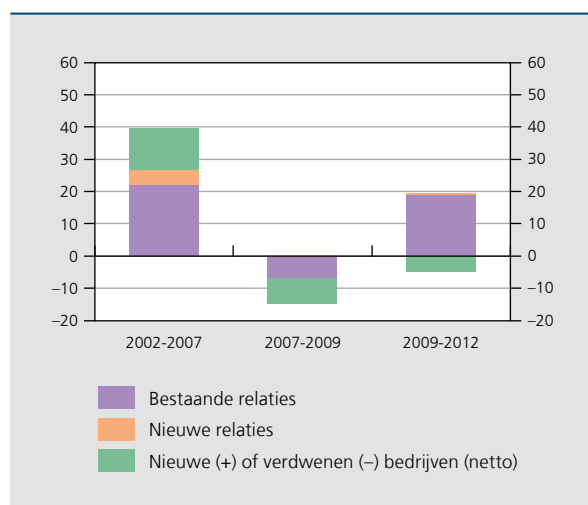
## 2.2 Afroming van het binnenlandse netwerk

Ook inzake de organisatie van het binnenlands productienetwerk bleven de gevolgen van de economische crisis

niet uit. Het algemeen verloop van de door dit netwerk gegenereerde economische bedrijvigheid, gemeten aan de hand van de groei van de totale omzet, heeft drie bronnen van groei: (i) een intensieve component die afhangt van het verloop van de aan het begin van de periode reeds bestaande handel tussen ondernemingen, (ii) een extensieve component, die wordt bepaald door ondernemingen die nieuw zijn in of die verdwijnen uit het productienetwerk en (iii) een tweede extensieve component door het aanknopen of stopzetten van handelsbetrekkingen tussen bestaande ondernemingen.

Terwijl deze drie componenten in de periode 2002-2007 positief bijdroegen tot de groei van het binnenlands productienetwerk, heeft de recente crisis de dynamiek ervan aanzienlijk gewijzigd. Op het hoogtepunt van de crisis kromp het netwerk in als gevolg van zowel een nettovernietiging van ondernemingen als een vermindering van het transactievolume. Meer recentelijk, tijdens de periode 2009-2012 bleef de extensieve component de groei van het netwerk negatief beïnvloeden aangezien de activiteit die werd gegenereerd door het ontstaan van nieuwe ondernemingen of handelsbetrekkingen ontoereikend was om de teruggang van de bedrijvigheid als gevolg van het verdwijnen van een aantal bedrijven te compenseren. Enkel de stijging van de reeds bestaande transacties droeg positief bij tot het herstel van de economische bedrijvigheid van het binnenlands productienetwerk. Die forse bijdrage van de intensieve marge aan de groei van het netwerk in de periode na de crisis geeft aan dat de bedrijven die de initiële schok hadden overleefd, hun

**GRAFIEK 8** UITSPLOTSING VAN DE GROEI VAN DE TOTALE DOOR HET BELGISCH PRODUCTIENETWERK GEGENEREERDE OMZET  
(bijdragen tot de gecumuleerde groei)



Bron: NBB-berekeningen aan de hand van de gegevens van de btw.

bedrijvigheid in 2012 ten opzichte van 2009 aanzienlijk zagen verbeteren. Het aantal ondernemingen in het netwerk liep daarentegen onophoudelijk terug.

Een gedetailleerde econometrische analyse van de overlevingskansen van de binnenlandse ondernemingen kan een beter inzicht verschaffen in de kenmerken van de vennootschappen die hun activiteiten tijdens de crisisperiode stopzetten<sup>(1)</sup>. De resultaten van de analyse van de micro-economische gegevens voor België bevestigen het traditioneel negatieve verband tussen, enerzijds, de grootte of de productie-efficiëntie van de onderneming en, anderzijds, het risico dat de onderneming verdwijnt<sup>(2)</sup>.

Bovendien spelen ook de fragmentatie van de productieketens en de relatieve positie van een onderneming in deze ketens een rol, aangezien ze in hoge mate mee bepalen of een onderneming al dan niet verdwijnt. Ondernemingen die actief zijn in zeer gefragmenteerde productieketens liepen een groter risico om te verdwijnen. Er mag worden verondersteld dat iedere schakel in een zeer gefragmenteerde keten gemakkelijker kan worden vervangen in geval van moeilijkheden. Dat geldt in het bijzonder voor ondernemingen in de eerste, meestal meer gestandaardiseerde productiestadia. Op het hoogtepunt van de crisis moesten de bedrijven in het begin van de productieketen zeer efficiënt zijn om het hoofd boven water te houden. Het verdwijnen van een onderneming betekende evenwel niet noodzakelijk dat de productieketen korter werd, aangezien de zwakke schakel kon worden vervangen, hetzij lokaal, hetzij internationaal. Omgekeerd liepen ondernemingen die zich aan het einde van de productieketen bevonden, ondernemingen die een specifiek, aan de behoeften van de consument aangepast product vervaardigden, tijdens de crisis minder risico om eventueel te verdwijnen. Deze resultaten lijken er dus op te wijzen dat de recente economische crisis de binnenlandse productieketens heeft afgeroomd door het laten verdwijnen van de minst efficiënte schakels, vooral in de eerste stadia van de productie.

(1) De voor deze analyse gehanteerde definitie van het begrip stopzetting van de bedrijvigheid omvat alle types van stopzetting, zoals een faillissement of een fusie. Een onderneming die geregistreerd werd in  $t$ , maar niet meer in  $t+2$ , wordt beschouwd als een onderneming die haar activiteiten heeft stopgezet. Daarbij wordt een periode van twee jaar gehanteerd om te vermijden dat ondernemingen die tijdelijk uit het staal verdwijnen (geregistreerd in  $t$  en in  $t+2$  maar niet in  $t+1$ ) worden meegerekend.

(2) Zoals beschreven in Blanchard et al. (2015), is de kans dat een Belgische onderneming verdwijnt, groter als ze in handen is van een buitenlandse onderneming. Dat resultaat strookt met de literatuur over het gedrag van multinationale ondernemingen inzake de organisatie van de productieketens. Ondernemingen die deel uitmaken van een multinationale groep waren tijdens de recente crisis zeer kwetsbaar. Er werden toen immers tal van Belgische productie-eenheden gesloten die in handen waren van grote internationale groepen.

**TABEL 2** RISICO VAN VERDWIJNING VAN DE ONDERNEMINGEN EN FRAGMENTATIE VAN DE PRODUCTIEKETENS<sup>(1)</sup>

(gemiddelde marginale effecten aan de hand van de raming van een *Probit*-vergelijking)

	Basiseffecten (zonder crisis)	Effecten tijdens de crisis	Chi <sup>2</sup> -test <sup>(2)</sup>
Werkgelegenheid (in <i>log</i> ) . . . . .	-0,010*** (0,001)	-0,003*** (0,001)	73,96***
TFP (in <i>log</i> ) . . . . .	-0,035*** (0,001)	-0,035*** (0,001)	0,00
Lengte van de productieketens . . . .	0,010*** (0,001)	0,007*** (0,001)	4,74**
Relatieve positie in de productieketens . .	-0,005 (0,005)	-0,032*** (0,005)	19,06***

Bron: NBB-berekeningen aan de hand van de gegevens van de btw, de buitenlandse handel en de WIOD.

(1) Standaardafwijking tussen haakjes. \*\*\* significant bij een drempelwaarde van 1%, \*\* significant bij een drempelwaarde van 5%, \* significant bij een drempelwaarde van 10%. Een bedrijf wordt als verdwenen beschouwd als het wordt geregistreerd in  $t$ , maar niet meer in  $t+2$ . Alle verklarende variabelen hebben betrekking op de eigenschappen van bedrijf  $i$  tijdens de periode  $t$ . De geraamde *Probit*-vergelijking omvat, behalve de in de tabel voorgestelde variabelen (al dan niet gekruist met een indicator voor de crisisperiode), sectorale en temporele binaire variabelen, een indicator van de mate waarin het Belgisch bedrijf deel uitmaakt van een multinationale groep, alsook twee variabelen die het aandeel van respectievelijk de uitvoer en de invoer weerspiegelen in de omzet van de onderneming. De vergelijking werd voor vier periodes geraamd: 2003, 2005, 2007 en 2009.

(2) Volgens de nulhypothese heeft de crisis de impact die een variabele heeft op het risico van verdwijning niet beïnvloed. Deze hypothese wordt verworpen voor de werkgelegenheid, voor de lengte van de productieketens en voor de relatieve positie van het bedrijf in die ketens. Voor de TFP wordt ze niet verworpen.

## Conclusie

Op basis van een unieke en originele databank waarin gegevens over de organisatie van het binnenlands productienetwerk worden gecombineerd met segmenten van internationale productieketens, bevat dit artikel nieuwe bevindingen inzake de werking van de Belgische economie in het licht van, onder meer, de recente crisis.

Een eerste vaststelling is dat de Belgische bedrijven onderling een groot aantal handelsbetrekkingen onderhouden. Het tijdperk waarin elke onderneming zelfvoorzienend werkte en het volledige productieproces integreerde, ligt steeds verder achter ons. Vergeleken met andere economieën wordt België blijkbaar gekenmerkt door een relatief sterke fragmentatie van de productie. Via de handelsrelaties met import- of exportbedrijven is een meerderheid van de Belgische bedrijven bovendien, zij het op indirecte wijze, geïntegreerd in gemondialiseerde productieketens. Het buitenlands concurrentievermogen van de economie is dus niet enkel belangrijk voor de exportbedrijven, maar ook voor tal van ondernemingen die actief zijn in een ruime waaier aan bedrijfstakken. Het is a fortiori niet

relevant die kwestie te beperken tot de ondernemingen uit de industrie, aangezien de dienstenbedrijven in hoge mate aan de productieketens bijdragen.

Hoewel zulks buiten het bestek van dit artikel valt, zou de diagnose over de fragmentatie van de productie in België nog kunnen worden verfijnd. Verschillende factoren kunnen in dat verband een rol spelen, bijvoorbeeld het feit dat België een klein land is of dat het centraal gelegen is in Europa. Bovendien zou het verloop van het fragmentatieproces blijvend kunnen worden geanalyseerd. De kostenvermindering voor handelstransacties die aan het begin van het millennium voelbaar werd en die onder meer werd gestimuleerd door de daling van de transportkosten, de opkomst van de ICT en het terugschroeven van de politieke en economische belemmeringen voor het handelsverkeer in de opkomende landen, heeft ontegenzeggelijk een steeds toenemende internationale fragmentatie in de hand gewerkt. Bij gebrek aan verdere kostenverminderingen zou het interessant zijn na te gaan of het fragmentatieproces thans voltooid is dan wel of er nog ontwikkelingsmogelijkheden zullen worden benut.

Naast het vaststellen van een gefragmenteerde productie, is in dit artikel een verband aan het licht gebracht tussen, enerzijds, de fragmentatie en de positie in de productieketens en, anderzijds, de economische resultaten. Algemeen beschouwd, was het tussen 2002 en 2011 kennelijk gunstig deel uit te maken van een gefragmenteerde productieketen. De Belgische bedrijven die zich op een welbepaald segment van de productieketen toespitsten, hebben aldus betere resultaten laten optekenen. Die specialisatie bleek vooral voordelig voor de bedrijven in een later stadium van de productieketen. Tijdens de

beschouwde periode werden de grootste efficiëntiewinsten immers dicht bij de consument geboekt.

Door de economische crisis, die België net als alle economieën zwaar heeft getroffen, werd het fragmentatieproces onderbroken. Bepaalde bedrijven gingen er ook door verzwakken. Tot de risicofactoren behoren, naast een geringe bedrijfsgrootte en een lage productiviteit, de deelname aan lange ketens, vooral voor bedrijven aan het begin van de keten. Al met al konden, sinds de crisis, de door de in het netwerk opgenomen bedrijven aangeknoopte handelsbetrekkingen de afgebroken handelsrelaties niet compenseren. Het is derhalve meer dan ooit van cruciaal belang ondernemingen op te richten om het binnenlands productienetwerk te herstellen. Vergeleken met de andere Europese landen worden in België evenwel relatief weinig bedrijven opgericht.

Uiteindelijk blijven zowel de nieuwe als de reeds lang geboekte productiviteitswinsten van de ondernemingen een doorslaggevend criterium voor hun voortbestaan en hun ontwikkeling. De specialisatie in een welbepaald segment van de productie door gebruik te maken van outsourcing of van spin-offs voor productiefasen die de bedrijven minder goed beheersen, is een van de strategieën om die doelstelling te bereiken. Een toenadering tot de eindverbruiker, onder meer door rechtstreeks op hem afgestemde producten of diensten uit te werken of door een echte klantgerichte benadering, is een andere strategie. Om de producten voor de consumenten aantrekkelijk te maken, blijft het daarbij van essentieel belang de werknemers op te leiden en te streven naar innovatie op het gebied van design, communicatie en marketing.

## Bibliografie

Antràs P., D. Chor, Th. Fally en R. Hillberry (2012), 'Measuring the upstreamness of production and trade flows', *The American Economic Review*, 102 (3), 412–416.

Baldwin R. (2012), *Global supply chains: Why they emerged, why they matter, and where they are going*, CEPR Discussion Paper, 9103.

Blanchard P., E. Dhyne, C. Fuss en C. Mathieu (2015), '(Not so) easy come, (still) easy go? Footloose multinationals revisited', *The World Economy*, te verschijnen.

Dhyne E. en C. Duprez (2013), 'Structurele dynamiek van de Belgische buitenlandse handel', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 29–41, juni.

Dhyne E., G. Magerman en S. Rubinová (2015), *The Belgian production network 2002-2012*, NBB, mimeo.

Dietzenbacher E., B. Los, R. Stehrer, M. Timmer en G. de Vries (2013), 'The construction of the World Input-Output Tables in the WIOD Project', *Economic Systems Research*, 25 (1), 71–98.

Duprez C. (2014), 'Waardecreatie bij de uitvoer – een diagnose van België', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 27–42, september.

EC (2015), *Macroeconomic imbalances Country Report – Belgium 2015*, European Economy, Occasional Papers 212, June.

Fally Th. (2012), *Production staging: Measurement and evidence*, University of Colorado Boulder, mimeo.

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

Kraemer K., G. Linden en J. Dedrik (2011), *Who captures value in the Apple iPad and iPhone?*, University of California Irvine, mimeo.

Timmer M., E. Dietzenbacher, B. Los, R. Stehrer en G. de Vries (2015), 'An illustrated user guide to the World Input-Output Database: The case of global automotive production', *Review of International Economics*, DOI: 10.1111/roie.12178.

Wooldridge J. (2009), 'On estimating firm-level production functions using proxy variables to control for unobservables', *Economics Letters*, 104 (3), 112–114.



# Winstmarges van de ondernemingen : recente ontwikkeling tegen de achtergrond van een lage inflatie

V. Baugnet  
T. De Keyser

## Inleiding

De rentabiliteit is een bepalende factor voor het investeringsbeleid van de ondernemingen. Dankzij een voldoende hoog rentabiliteitspeil kunnen bedrijven intern de nodige middelen vinden voor de financiering van nieuwe projecten. Volgens de enquêtes van de Bank bij de Belgische bedrijfsleiders wordt 90 % van de investeringen in eerste instantie met eigen middelen gefinancierd. Een rendabeler onderneming krijgt ook vlotter toegang tot externe financiering, en meer bepaald tot bankkrediet, nodig om haar plannen uit te voeren. Grafiek 1 toont de mate waarin de evolutie van de margevoet van de ondernemingen samenhangt met de evolutie van hun investeringsquote, weliswaar vaak met een vertraging van twee tot drie kwartalen. Een stevig draagvlak inzake rentabiliteit maakt het bovendien mogelijk makkelijker het hoofd te bieden aan externe schokken, zoals een vertraging van de vraag, een plotse stijging van de inputprijzen (bijvoorbeeld voor energie) of hogere financieringskosten.

In het eerste deel van dit artikel wordt een diagnose gesteld van de rentabiliteit van de ondernemingen in België, hoofdzakelijk vanuit de optiek van de margevoet. Welk effect heeft de recente crisis gehad op de margevoet van de Belgische ondernemingen? Werden bepaalde bedrijfstakken zwaarder getroffen? Hebben de margevoet van de kmo's en die van de grote ondernemingen zich in dezelfde zin ontwikkeld? Hoe doen de Belgische bedrijven het, wat rentabiliteit betreft, in vergelijking met hun buitenlandse

tegenhangers? Die vragen komen aan bod in het eerste deel.

In het tweede deel worden de determinanten van de margevoet van de ondernemingen besproken. Zwakke vraag, beperkte koopkracht van de consumenten en inputprijsstijgingen zijn conjunctuurgebonden factoren die de marges van de ondernemingen kunnen drukken. Naast conjuncturele kunnen ook meer structurele elementen de winstgevendheid van de ondernemingen negatief beïnvloeden, zoals de mondialisering en de daarmee gepaard gaande, steeds scherpere concurrentie vanuit een uitgebreider geografisch gebied, de ontwikkeling van nieuwe vormen van productie en consumptie onder invloed van nieuwe technologieën (e-commerce, enz.). De situatie verschilt ten slotte ook van de ene bedrijfstak tot de andere: de industrie en de marktdiensten hebben in dat opzicht verschillende ontwikkelingen doorgemaakt, vóór en na de crisis. Sectorale kenmerken, zoals de kapitaalintensiteit en het verloop van de productiviteit en van de loonkosten, beïnvloeden immers de margevoet van de ondernemingen.

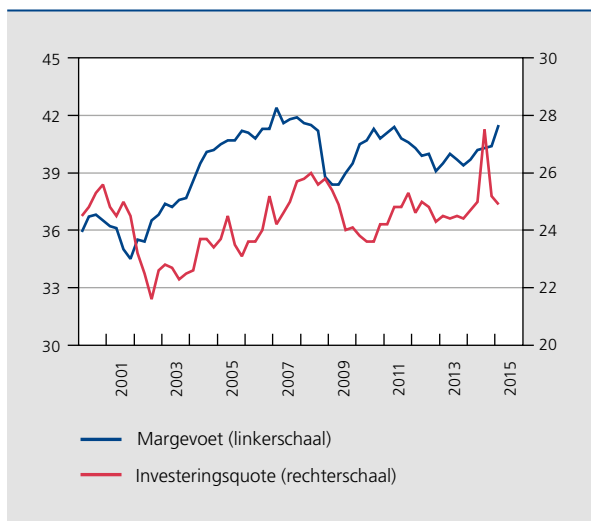
In het laatste hoofdstuk wordt nader ingegaan op het verband tussen de bedrijfsmarges en de economische bedrijvigheid. Vervolgens wordt de rol van de marges in het prijsverloop en de verhouding ervan tot de overige prijscomponenten belicht. Daarbij wordt onder meer gekeken naar de factoren die zorgen voor het huidige klimaat van lage inflatie. Tot slot volgt een summier internationale



## GRAFIEK 1

### MARGEVOET<sup>(1)</sup> EN INVESTERINGSQUOTE<sup>(2)</sup> VAN DE NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN IN BELGIË

(in %, voor seizoen- en kalenderinvloeden gezuiverde gegevens)



Bron: INR.

- (1) De margevoet van de niet-financiële ondernemingen wordt gedefinieerd als het bruto-exploitatatieoverschot in procenten van de bruto toegevoegde waarde.
- (2) De investeringsquote van de niet-financiële ondernemingen wordt gedefinieerd als de bruto-investeringen in vaste activa in procenten van de bruto toegevoegde waarde.

vergelijking om na te gaan of het Belgische beeld ook kan teruggevonden worden in andere landen.

## 1. Een recente diagnose van de rentabiliteit van de Belgische ondernemingen

De rentabiliteit kan worden beoordeeld aan de hand van indicatoren die ontleend zijn aan twee belangrijke statistische bronnen: de nationale rekeningen enerzijds en de jaarrekeningen van de ondernemingen (balansen en resultatenrekeningen) anderzijds.

In de nationale rekeningen kan de rentabiliteit van de ondernemingen benaderd worden met behulp van de margevoet, ook winstmarge genoemd. De (bruto)margevoet stemt overeen met de verhouding tussen het (bruto-)exploitatatieoverschot en de (bruto) toegevoegde waarde. Deze indicator meet het percentage van de toegevoegde waarde dat de ondernemingen bewaren na de betaling van de lonen aan de werknemers en van de nettobelastingen minus subsidies op productie en invoer. De margevoet komt dus grosso modo overeen met het gedeelte van de toegevoegde waarde dat de factor kapitaal vergoedt; de margevoet is dus niet onafhankelijk van de kapitaalintensiteit die kan variëren naargelang de bedrijfstak of het

land. In dat verband dient te worden opgemerkt dat in dit artikel meestal gebruik gemaakt wordt van de margevoet in strikte zin, dat wil zeggen dat het bruto-exploitatatieoverschot gezuiverd wordt voor het bruto gemengd inkomen dat, zoals de naam aangeeft, is samengesteld uit 'gemengde' inkomens uit arbeid en kapitaal, die toevallen aan de zelfstandigen; daar waar de analyse gepaard gaat met een internationale vergelijking, werd toch het brede concept van dat exploitatieoverschot gebruikt vermits het de enige internationaal beschikbare maatstaf is. De margevoet kan eveneens worden uitgedrukt in nettoterminen, dat wil zeggen na aftrek van de afschrijvingen.

De margevoet wordt berekend vóór het in aanmerking nemen van de schuldenlasten en de directe belastingen; het concept verschilt dus zeer sterk van dat van de winst. Het voordeel van dit begrip is precies dat het de rol van de financiële structuur en de belastingen in de beoordeling van de resultaten neutraliseert en dat het de operationele rentabiliteit van de ondernemingen meet. Deze indicator biedt het voordeel dat hij coherent is met andere macro-economische variabelen uit de nationale rekeningen, zoals de lonen, de productiviteit, de kapitaalvoorraad, enz. Bovendien maakt hij een internationale vergelijking mogelijk en is hij beschikbaar over een relatief lange periode.

Aan de hand van de gegevens in de balansen en resultatenrekeningen van de ondernemingen kunnen aanvullende maatstaven voor de rentabiliteit worden berekend. Met behulp van die maatstaven kan de beoordeling van de commerciële of financiële resultaten van de onderneming worden verfijnd. De nettorentabiliteit van de bedrijfsactiva, gedefinieerd als de verhouding tussen het nettobedrijfsresultaat en de bedrijfsactiva, drukt bijvoorbeeld de commerciële resultaten uit ten opzichte van de balanselementen die rechtstreeks voor de exploitatie worden gebruikt. Aan de hand van deze ratio kan de efficiëntie van het productieproces worden gemeten van ondernemingen die actief zijn in verschillende bedrijfstakken, waarin de omvang en de structuur van de activa aanzienlijk kunnen variëren. De nettorentabiliteit van het eigen vermogen (return on equity), die het nettoresultaat na belastingen deelt door het eigen vermogen, vormt dan weer de ultieme maatstaf voor de rentabiliteit, dat wil zeggen het rendement voor de aandeelhouders na aftrek van alle kosten en belastingen. Aangezien deze rentabiliteitsindicatoren uit de balansen worden berekend aan de hand van de micro-economische gegevens, kan een afzonderlijke analyse worden gemaakt voor de grote ondernemingen en de kmo's.

Zowel de balansindicatoren als de indicatoren van de nationale rekeningen zijn beschikbaar per bedrijfstak. De analyse in dit artikel is gericht op de niet-financiële

ondernemingen, met uitzondering van de ondernemingen uit de niet-marktdiensten en de landbouw. Wanneer er sprake is van alle ondernemingen, betreft het dus de ondernemingen uit de industrie (verwerkende nijverheid en energie), de marktdiensten (uitgezonderd banken) en de bouwnijverheid; deze bedrijfstakken vertegenwoordigen ongeveer 70 % van de in België geproduceerde toegevoegde waarde. De statistieken per bedrijfstak zijn beschikbaar van 1995 tot 2013.

Nadat de brutomargevoet van de Belgische ondernemingen van 2002 tot 2007 aanzienlijk was toegenomen, namelijk van 40 tot bijna 46 % in vijf jaar, daalde hij in 2008 en vervolgens in 2009 fors, tot 43 %. De twee daaropvolgende jaren herstelde de brutomargevoet zich enigszins, alvorens in 2012 opnieuw terug te lopen, en in 2013 te stabiliseren op 44 %.

Indien uitgedrukt in nettoterminen, is de daling van de margevoet sinds de crisis duidelijk scherper. Van een hoogtepunt van ongeveer 30 % in 2007 zou de nettomargevoet teruggelopen zijn tot nog slechts 24 % in 2013. Vergeleken met het brutoconcept, wordt de nettomargevoet berekend na aftrek van de afschrijvingen en houdt hij tevens rekening met de theoretische slijtage van het productieapparaat. In verband daarmee moet worden opgemerkt dat de afschrijvingen in de nationale rekeningen lineair worden geraamd op basis van de levensduur van de activa, zonder het effectieve gebruik ervan in

aanmerking te nemen, of zonder rekening te houden met fiscale of boekhoudkundige elementen, die het afschrijvingsbeleid van de ondernemingen vaak beïnvloeden.

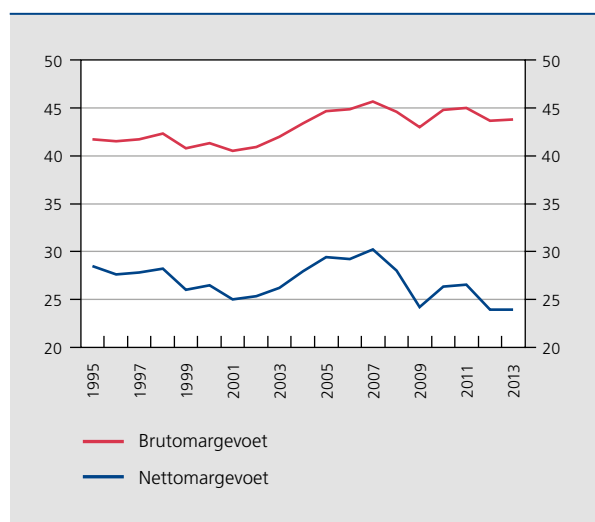
De relatieve inertie van de afschrijvingen van de kapitaalvoorraad, tegen een achtergrond van zwakke groei van de bedrijvigheid en van het exploitatieoverschot, weegt op de nettomargevoet van de ondernemingen sinds het begin van de crisis van 2008. Bovendien observeren we, sinds het midden van de jaren '90, een gestage toename van de gemiddelde afschrijvingsgraad van de kapitaalvoorraad. Dit kan deels worden toegeschreven aan de groei van het aandeel digitale en IT-activa, die sneller in waarde verminderen. Deze twee elementen samen verklaren waarom de nettomarge sinds 2008 veel sterker is teruggelopen dan de brutomarge.

De vergelijking tussen de beide concepten illustreert hoe moeilijk het is het huidige rentabiliteitspeil van de bedrijven te meten. Volgens het brutoconcept ligt het huidige rentabiliteitsniveau weliswaar onder het hoogtepunt van 2007, maar is het niet uitgesproken laag; de afname van de brutomargevoet sedert de crisis weerspiegelt veeleer een normalisering na een krachtige opgaande fase. Uitgedrukt in nettoterminen, daarentegen, ligt de margevoet momenteel duidelijk lager dan zijn historisch gemiddelde; de daling van na de crisis komt bovenop de langetermijn neerwaartse tendens.

Met betrekking tot de mogelijke verschillen tussen de bedrijfstakken, wordt in grafiek 3 het verloop van de margevoet in de industrie en de marktdiensten weergegeven, zowel bruto als netto. Van 2000 tot 2007 gaf de brutomargevoet in de industrie en in de marktdiensten een vrij krachtige groei te zien. Na de uitbraak van de crisis daalde de margevoet in de industrie forsler dan in de marktdiensten, maar in de daaropvolgende fase herstelde hij zich ook krachtiger in de eerstgenoemde bedrijfstak. Het verloop van de nettomargevoet was, net als voor de niet-financiële ondernemingen als geheel, in de twee grote bedrijfstakken veel minder gunstig. Vooral in de industrie liep de nettomargevoet sterk terug: in 2013 stond hij meer dan 30 % lager dan zijn peil van vóór de crisis. Over dezelfde periode werd een daling van ongeveer 20 % opgetekend in de marktdiensten.

De situatie blijkt niet in alle industriële deeltakken dezelfde te zijn. Zo werd de spectaculairste daling van de rentabiliteit opgetekend in de zware industrie: in de eerste plaats in de ijzer- en staalnijverheid, en in tweede instantie in de vervaardiging van cokes en geraffineerde aardolieproducten, van producten van rubber of kunststof en niet-metaalhoudende minerale producten, alsook in de hout- en papierbranche. Ook in de textiel- en in de

**GRAFIEK 2** BRUTO- EN NETTOMARGEVOET VAN DE NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN <sup>(1)</sup> IN BELGIË (in %)

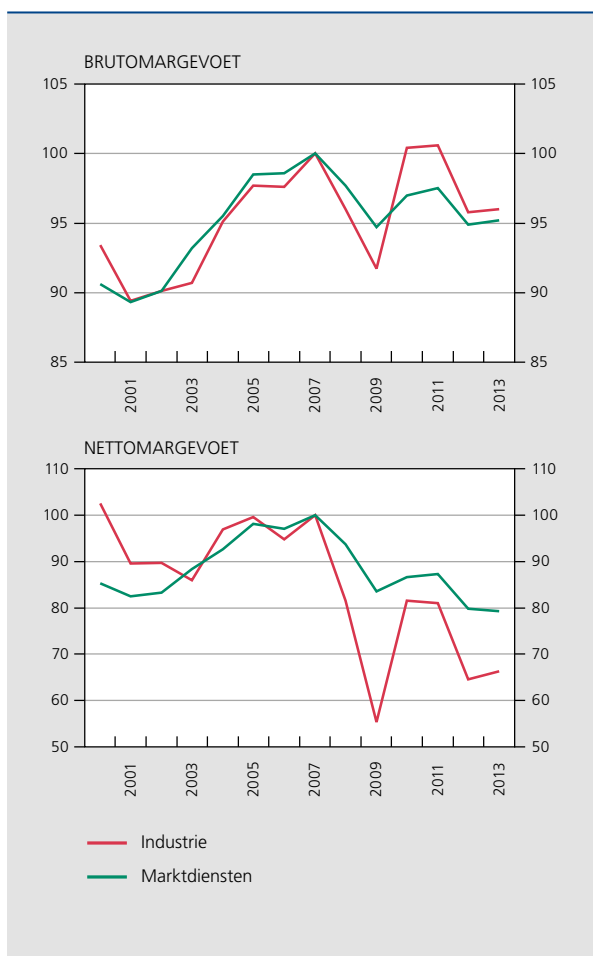


Bron: INR.

(1) In tegenstelling tot de margevoet in grafiek 1, die betrekking heeft op het geheel van de niet-financiële ondernemingen, heeft de bovenstaande grafiek enkel betrekking op ondernemingen uit de industrie, de marktdiensten en de bouwnijverheid.

**GRAFIEK 3** MARGEVOET IN DE INDUSTRIE EN DE MARKTDIENSTEN

(indexcijfer 2007 = 100)



Bron: INR.

voedingsnijverheid werd een daling van de brutomargevoet opgetekend, zij het van veel geringere omvang. De margevoet bleef daarentegen stabiel in de chemische en in de farmaceutische nijverheid, alsook in de energiesector. In de sector van de metaalverwerkende nijverheid, die de machines en apparaten en de vervaardiging van elektrische, elektronische en optische apparatuur omvat, alsook in de vervaardiging van transportmiddelen, werd tussen 2007 en 2013 zelfs een toename van de brutomarge opgetekend. De zeer sterke verbetering van de margevoet in die laatste bedrijfstak tussen 2007 en 2013 moet evenwel worden gerelativeerd, aangezien ze voornamelijk kan worden verklaard door het dieptepunt dat werd opgetekend in 2007, toen een belangrijke autoconstructeur in Vlaanderen de deuren sloot.

Over het algemeen lijken de industriële branches met een hoge innovatiegraad een geringer daling van de

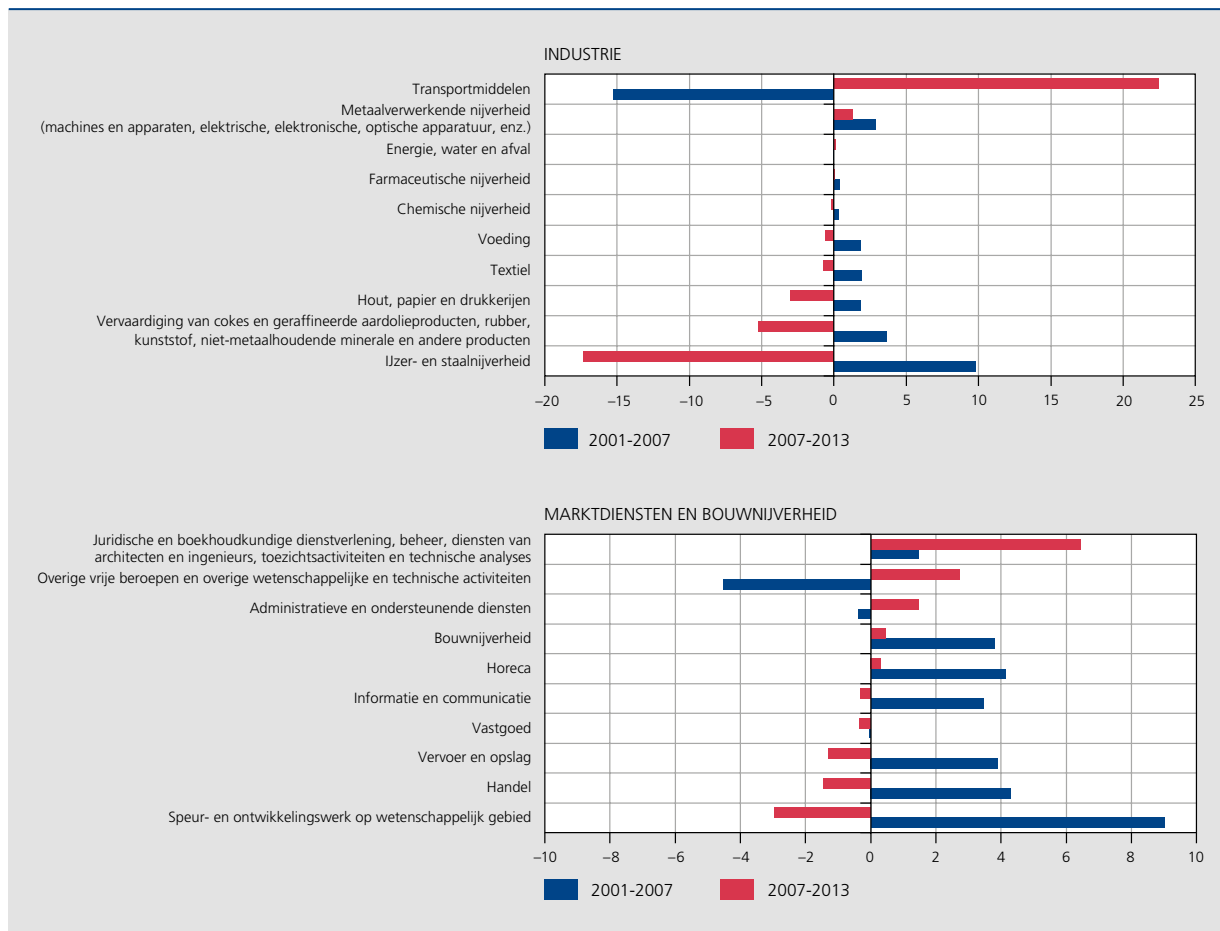
margevoet te hebben ondergaan dan de traditionelere industriële bedrijfstakken. De margevoet in de industrie is het meest teruggelopen in de bedrijfstakken waar hij vroeger, tussen 2001 en 2007, het sterkst was toegenomen. Dat suggereert een belangrijke cyclische component in de evolutie van de margevoet. Dat is het geval in de ijzer- en staalnijverheid, de vervaardiging van cokes en geraffineerde aardolieproducten, van producten van rubber of kunststof en niet-metaalhoudende minerale producten. De krachtige mondiale vraag naar die industriële producten, met name vanuit de opkomende landen, heeft zeker bijgedragen tot de zeer gunstige resultaten in deze bedrijfstakken tijdens de periode vóór de crisis.

De deeltakken van de marktdiensten en de bouwnijverheid werden in uiteenlopende mate getroffen door de crisis die begon in 2008. De margevoet liep het sterkst terug in de bedrijfstakken 'speur- en ontwikkelingswerk op wetenschappelijk gebied', 'handel' en 'vervoer en opslag'. Deze laatste bedrijfstak is nauw verbonden met de industrie; het stilvallen van de internationale handelsstromen vanaf eind 2008 en in 2009 en het slechts gedeeltelijke herstel nadien hebben de activiteit van deze bedrijfstak zwaar aangetast. In de bedrijfstak 'handel' gaven de handel in motorvoertuigen en de groothandel een veel sterkere daling van de margevoet te zien dan de detailhandel. Een beperkte daling van de margevoet werd opgetekend in de vastgoedsector en in de bedrijfstak informatie en communicatie, terwijl de rentabiliteit zelfs licht verbeterde in de horeca en in de bouwnijverheid. Tot slot dient te worden opgemerkt dat de rentabiliteit in de bedrijfstak dienstverlening aan bedrijven (administratieve diensten, wetenschappelijke en technische activiteiten, juridische en boekhoudkundige dienstverlening, enz.) tussen 2007 en 2013 sterk verbeterd is.

De alternatieve rentabiliteitsindicatoren die berekend worden aan de hand van de ondernemingsbalansen (zie bijlage 1) bevestigen dat de ijzer- en staalnijverheid, de hout- en papierbranche en de textielnijverheid de zwaarst getroffen industriële deeltakken waren. Ze nuanceren echter ook het beeld dat de ondernemingen uit de bouwnijverheid slechts weinig hinder zouden hebben ondervonden van de recente crisis, aangezien ze aantonen dat de rentabiliteit in deze bedrijfstak even sterk is teruggelopen als in de marktdiensten. De balansindicatoren zijn waarschijnlijk geschikter om de situatie in de bouwnijverheid te beoordelen omdat ze de resultaten van de vele zelfstandigen in deze bedrijfstak mee in rekening brengen, terwijl eerder de margevoet in strikte zin werd getoond, dat wil zeggen: gezuiverd voor het bruto gemengd inkomen van de zelfstandigen.

**GRAFIEK 4 VERLOOP VAN DE BRUTOMARGEVOET VÓÓR EN NA DE CRISIS PER BEDRIJFSTAK**

(gemiddelde groei op jaarbasis tijdens de periode, in %)



Bron: INR.

De aan de hand van de ondernemingsbalansen opgestelde indicatoren kunnen bovendien apart worden berekend voor de grote ondernemingen en voor de kmo's. Drie rentabiliteitsindicatoren worden in grafiek 5 geïllustreerd: de nettoverkoopmarge, die de commerciële resultaten van een activiteiteneenheid meet, los van financiële, uitzonderlijke en fiscale elementen; de nettorentabiliteit van de totale activa, die veeleer de economische rentabiliteit van de onderneming meet, in verhouding tot de ingezette activa, en de nettorentabiliteit van het eigen vermogen, dat wil zeggen het rendement voor de aandeelhouders na aftrek van alle kosten en belastingen, de ultieme maatstaf voor de financiële rentabiliteit van de onderneming. De indicatoren worden weergegeven als de mediaan van de waarnemingen, een maatstaf die onafhankelijk is van de uiterste waarden in de beide populaties.

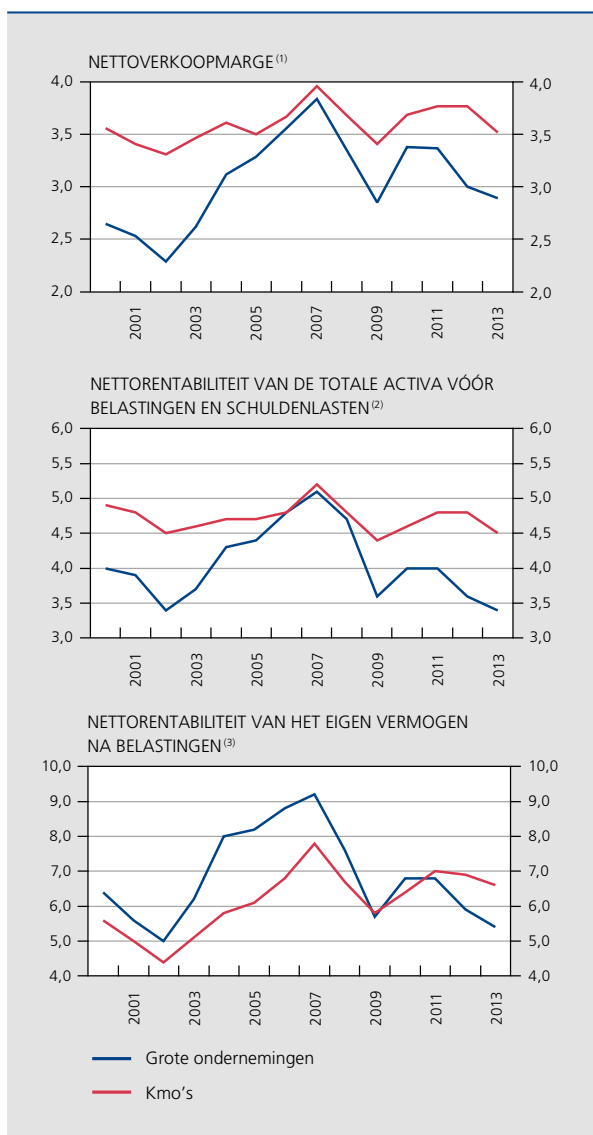
De rentabiliteit van de grote ondernemingen is sedert 2008 sterker achteruitgegaan dan die van de kmo's, maar

was ook forser verbeterd in de periode vóór de crisis. Die vaststelling geldt voor elke rentabiliteitsindicator. De indicatoren per bedrijfstak (zie bijlage 1) geven aan dat de grote ondernemingen het in nagenoeg alle sectoren moeilijker hadden dan de kmo's. Het negatieve effect van de omvang op het verloop van de rentabiliteit sedert de crisis lijkt minstens zo sterk als de invloed van de sector waarin een bedrijf actief is.

Verskillende factoren kunnen hebben bijgedragen tot een betere handhaving van de winstmarge van kleinere ondernemingen bij het uitbreken van de crisis in 2008. In de eerste plaats konden de kmo's blij geven van een grotere flexibiliteit in het personeelsbeleid en hun overtollig personeel sneller laten afvloeien toen de vraag vertraagde, terwijl de grote ondernemingen hun werknemers langer aan het werk zouden hebben gehouden. Voorts verschilt de mate van blootstelling aan de internationale conjunctuur tussen de grote ondernemingen en de kmo's, zelfs binnen

**GRAFIEK 5** RENTABILITEITSINDICATOREN IN DE GROTE ONDERNEMINGEN EN IN DE KMO'S

(in %, mediaan van de waarnemingen)



Bron: NBB (Balanscentrale).

(1) Gedefinieerd als het nettobedrijfsresultaat, in procenten van de omzet.

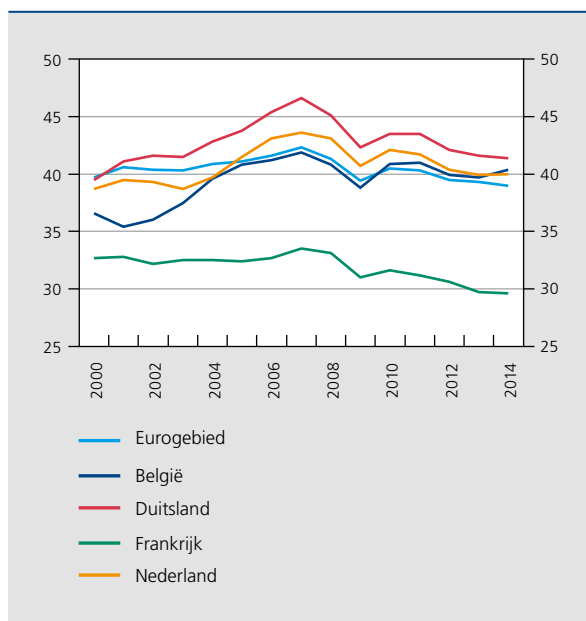
(2) Gedefinieerd als het nettoresultaat vóór belastingen en schuldenlasten, ongerekend uitzonderlijke resultaten, in procenten van de totale activa.

(3) Gedefinieerd als het nettoresultaat na belastingen, ongerekend uitzonderlijke resultaten, in procenten van het eigen vermogen.

eenzelfde bedrijfstak: in de horeca bijvoorbeeld zijn de hotelketens en de cateringbedrijven, die sterker afhankelijk zijn van de wereldmarkt, doorgaans grote firma's, terwijl de kmo's meer afgestemd zijn op de binnenlandse markt. Ten slotte, vermits een groter aantal kmo's failliet is gegaan en dus geen deel meer uitmaakt van de statistische populatie, zou dit ook kunnen verklaren waarom de rentabiliteit in de kmo's 'schijnbaar' hoger blijft – enkel de meest rendabele worden dan meegeteld – terwijl de populatie van de grote ondernemingen traditioneel stabiel is in de tijd.

**GRAFIEK 6** BRUTOMARGEVOET VAN DE NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN: INTERNATIONALE VERGELIJKING<sup>(1)</sup>

(in %)



Bron: Eurostat.

(1) Het betreft de brutomargevoet van de niet-financiële ondernemingen, met inbegrip van het bruto gemengd inkomen van de zelfstandigen.

Volledigheidshalve is het nuttig de analyse aan te vullen met een vergelijking tussen het verloop van de margevoet in de Belgische en in de buitenlandse ondernemingen. Alleen de brutomargevoet in de ruime zin, met inbegrip van het bruto gemengd inkomen van de zelfstandigen, is beschikbaar voor internationale vergelijkingen, en dat tot in 2014.

De afbrokkeling van de margevoet van de Belgische ondernemingen sinds de crisis is vergelijkbaar met de gemiddelde daling in het eurogebied en in de drie buurlanden. Net als de Belgische ondernemingen hadden de Duitse en Nederlandse bedrijven vóór de crisis een forse verbetering van hun rentabiliteit laten optekenen. Dat was evenwel niet het geval in Frankrijk, waar de rentabiliteit tijdens deze periode stabiel bleef.

Het huidige peil van de margevoet van de Belgische ondernemingen ligt dichtbij het Europees gemiddelde. De Duitse ondernemingen zijn de meest rendabele, terwijl de margevoet van de Franse bedrijven stelselmatig lager ligt. In dat verband moet er toch worden aan herinnerd dat structurele kenmerken zoals de kapitaalintensiteit, de sectorale specialisatie of het belang van de zelfstandigen in de economische structuur, kunnen variëren van het ene land tot het andere en aanleiding kunnen geven tot structurele verschillen van hun margevoet.

## 2. Determinanten van de margevoet

In dit hoofdstuk worden de elementen belicht die mogelijk van invloed zijn geweest op de margevoet in de recente periode, en op meer structurele wijze sinds 1995. Er wordt een onderscheid gemaakt tussen de ontwikkelingen in de industrie en in de marktdiensten, gezien de soms uiteenlopende dynamiek in die twee grote branches. In cumulatieve termen is de brutomargevoet tussen 1995 en 2013 in het geheel van de ondernemingen met 5% toegenomen. De margevoet steeg bijna 9% in de industrie terwijl hij amper is gewijzigd in de marktdiensten.

### Margevoet, kapitaalintensiteit en kapitaalrendement

Omdat de margevoet geacht wordt het in het productieproces aangewende kapitaal te vergoeden, kan hij niet los worden gezien van de begrippen kapitaalintensiteit, enerzijds, en kapitaalrendement, anderzijds. De margevoet kan immers worden uitgesplitst in:

$$\text{Margevoet} = \frac{\text{Bruto exploitatieoverschot}}{TW} = \frac{\overbrace{K}^{\text{Kapitaalintensiteit}}}{TW} \times \underbrace{\frac{\text{Bruto exploitatieoverschot}}{K}}_{\text{Kapitaalrendement}}$$

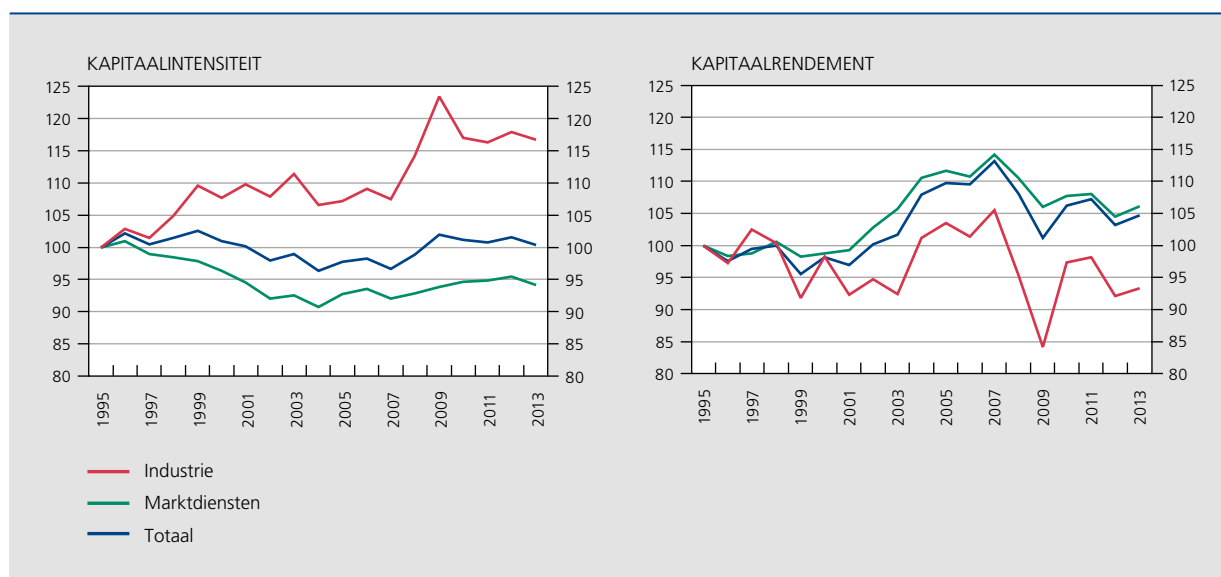
waarin  $TW$  = bruto toegevoegde waarde en  $K$  = kapitaalvoorraad

Het eerste element staat voor de kapitaalintensiteit in waarde, dat is de verhouding tussen de kapitaalvoorraad en de toegevoegde waarde; het tweede element kan worden beschouwd als het intrinsieke kapitaalrendement of de kapitaalrentabiliteit, namelijk het brutorendement die de kapitaalvoorraad oplevert. De uitsplitsing van de margevoet zoals weergegeven in Grafiek 7, gebeurt naar lopende prijzen; de variabelen omvatten dus prijzeneffecten bovenop volume-effecten. Bij overigens gelijkblijvende omstandigheden, neemt de margevoet toe (af) indien het kapitaalrendement toeneemt (afneemt) en/of indien de kapitaalintensiteit toeneemt (afneemt).

De totale kapitaalintensiteit is van 1995 tot nu maar zeer weinig veranderd. Die schijnbare stabiliteit verhult echter belangrijke verschillen van sector tot sector. In de industrie is de kapitaalintensiteit van 1995 tot heden aanzienlijk en nagenoeg onafgebroken gestegen, terwijl zulks in de marktdiensten doorgaans daalde, zij het minder snel. In cumulatieve termen is de kapitaalintensiteit in de industrie tussen 1995 en 2013 toegenomen met meer dan 15%, terwijl deze in de marktdiensten met ongeveer 5% daalde.

Het kapitaalrendement is van 1995 tot begin jaren 2000 al met al stabiel gebleven, waarna het aanzienlijk steeg tot 2007. De crisis die begon in 2008 bracht vervolgens een scherpe daling van het kapitaalrendement teweeg, gevolgd door een gedeeltelijk herstel. Behalve tijdens het

**GRAFIEK 7** DETERMINANTEN VAN DE MARGEVOET: KAPITAALINTENSITEIT EN KAPITAALRENDEMENT<sup>(1)</sup>  
(indexcijfer 1995 = 100)



Bron: INR.

(1) De kapitaalintensiteit is de verhouding tussen kapitaalvoorraad en toegevoegde waarde, allebei naar waarde. Het kapitaalrendement is de verhouding tussen bruto-exploitatatieoverschot en kapitaalvoorraad, allebei naar waarde.

begin van de jaren 2000, toen het kapitaalrendement in de industrie veeleer inkromp, terwijl het rendement net steeg in de marktdiensten, is de ontwikkeling van het kapitaalrendement weinig verschillend geweest in die twee grote branches. Tussen 1995 en 2013 kan evenwel een gecumuleerde daling van 6% van het kapitaalrendement worden vastgesteld in de industrie, terwijl een vergelijkbare toename werd geregistreerd in de marktdiensten.

Welke lessen kunnen hier uit worden getrokken voor de analyse van de margevoet? In de eerste plaats blijkt dat de kortetermijnschommelingen van de margevoet vooral bepaald worden door die van het kapitaalrendement en minder door die van de kapitaalintensiteit van de economie, die hoofdzakelijk beïnvloed wordt door meer structurele veranderingen. Zo weerspiegelt de daling van de margevoet in de industrie en de marktdiensten sinds de crisis van 2008 hoofdzakelijk die van de kapitaalrentabiliteit, die sterk gevoelig is aan de conjunctuurschommelingen.

Over een langere periode beschouwd, namelijk sinds 1995, werd de relatieve daling van de kapitaalintensiteit in de marktdiensten gecompenseerd door een proportionele stijging van het kapitaalrendement, wat een neutrale invloed heeft gehad op de margevoet.

De onafgebroken stijging van de kapitaalintensiteit in waarde in de industrie impliceert dat er meer moet geïnvesteerd worden om eenzelfde toegevoegde waarde

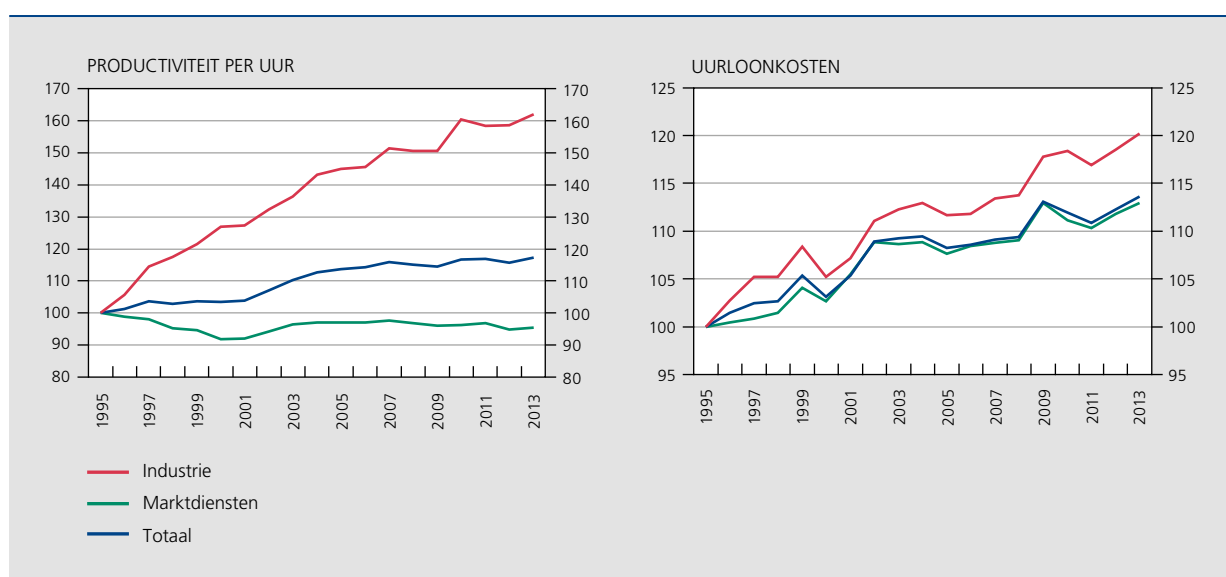
voort te brengen; met andere woorden, de gemiddelde productiviteit van het kapitaal daalt. In zijn technisch verslag 2015<sup>(1)</sup> brengt de Centrale Raad van het Bedrijfsleven verschillende verklaringen aan de continu daling van de productiviteit van het kapitaal. Eerst kan dit voortvloeien uit steeds kleinere productiviteitswinsten van de nieuwe investeringen of dat de marges steeds kleiner zijn, bijvoorbeeld wegens de relatief duurder geworden intermediaire kosten in vergelijking met de verkoopprijzen. Een andere verklaring is statistisch van aard en houdt verband met het gebruik van de nationale rekeningen. Wanneer bepaalde bijstellingen worden doorgevoerd die leiden tot een inkrimping van de activiteit, dan vermindert de toegevoegde waarde maar de kapitaalvoorraad blijft echter aanwezig in de nationale rekeningen, tot hij verdwijnt wanneer hij het einde van zijn levenscyclus heeft bereikt. De daling van de productiviteit van het kapitaal zou bijgevolg niet wijzen op een daling van de productiviteitswinsten maar zou te wijten zijn aan het feit dat de kapitaalvoorraad ook kapitaal zou bevatten dat niet langer wordt gebruikt.

## Margevoet, productiviteit en loonkosten

De margevoet kan eveneens worden geanalyseerd als het complement van het aandeel van de bezoldigingen en de

(1) Bijlagen van het Technisch verslag 2015, Centrale Raad van het Bedrijfsleven, juni 2015.

**GRAFIEK 8** DETERMINANTEN VAN DE MARGEVOET: PRODUCTIVITEIT EN LOONKOSTEN<sup>(1)</sup>  
(indexcijfer 1995=100)



Bron: INR.

(1) De productiviteit per uur is de verhouding tussen de toegevoegde waarde naar volume en het aantal gewerkte uren. De uurloonkosten worden gedefinieerd als de verhouding tussen het reële loon (gedefleerd aan de hand van het indexcijfer van de consumptieprijzen) en het aantal gewerkte uren.



netto indirecte belastingen in de toegevoegde waarde van de bedrijven.

$$TW = \frac{\text{Bruto exploitatieoverschot}}{\text{Bruto exploitatieoverschot}} + \frac{\text{Bezoldigingen van werknemers}}{\text{Bruto exploitatieoverschot}} + \frac{\text{Netto indirecte belastingen}}{\text{Bruto exploitatieoverschot}}$$

$$\begin{aligned} \text{Margevoet} &= \frac{\text{Bruto exploitatieoverschot}}{TW} \\ &= 1 - \frac{\text{Bezoldigingen van werknemers}}{TW} - \frac{\text{Netto indirecte belastingen}}{TW} \end{aligned}$$

Het aandeel van de bezoldigingen in de toegevoegde waarde kan vervolgens worden uitgesplitst als volgt:

$$\frac{\text{Bezoldigingen}}{TW} = \frac{\text{Bezoldigingen}}{\text{Uren}} \times \frac{\text{Productiviteit per uur (omgekeerde schaal)}}{TW}$$

Het eerste argument vertegenwoordigt de uurloonkosten en het tweede is gelijk aan de inverse van de productiviteit per uur (een soortgelijke redenering kan uiteraard worden gevolgd per persoon veeleer dan per uur).

(1) Deze hypothese is niet altijd juist gebleken. Zo zijn de netto indirecte belastingen in procenten van de toegevoegde waarde in België tussen 1995 en 2013 licht gedaald, ten gevolge van een stijging van de loonsubsidies.

Onder de vereenvoudigde hypothese dat de invloed van de netto indirecte belastingen marginaal is<sup>(1)</sup>, wordt de margevoet vooral beïnvloed door de veranderingen van de arbeidsproductiviteit ten opzichte van de lonen. De uitsplitsing, zoals weergegeven in grafiek 8, gebeurt tegen constante prijzen; de variabelen omvatten dus geen prijzeffecten. De margevoet neemt doorgaans toe (af) wanneer de arbeidsproductiviteit per uur/werknemer sneller (minder snel) stijgt dan het reële loon per uur/werknemer.

Van 1995 tot 2013 nam de reële productiviteit per uur in het geheel van niet-financiële bedrijven in gecumuleerde termen met nagenoeg 20 % toe. Tijdens dezelfde periode stegen de uurloonkosten met iets minder dan 15 %. De productiviteit groeide veel sneller in de industrie dan in het geheel, terwijl de reële lonen er amper iets sneller vermeerderden. Een heel ander beeld tekent zich af in de marktdiensten, waar de productiviteit in gecumuleerde termen tussen 1995 en 2013 licht daalde, terwijl de lonen er even snel stegen als in het geheel.

Over het geheel beschouwd, stagneerde de productiviteit sinds de crisis, terwijl de loonkosten dan weer bleven toenemen, zij het matig. Opnieuw werden in de twee grote bedrijfstakken uiteenlopende ontwikkelingen opgetekend: de groei van de productiviteit was geringer dan

**TABEL 1** RELATIEVEPRIJZENEFECT PER BEDRIJFSTAK

(deflator van de toegevoegde waarde per bedrijfstak, gemiddelde jaarlijkse groei tijdens de periode, in %)

	1995-2013	1995-2001	2001-2007	2007-2013
<b>Totaal</b> .....	1,7	1,4	2,2	1,4
<b>Marktdiensten</b> .....	2,4	2,8	2,7	1,7
<b>Industrie</b> .....	0,0	-1,4	1,1	0,4
waarvan:				
Voedingsnijverheid .....	-0,7	0,8	-1,1	-1,8
Textiel .....	-1,4	-2,3	-2,2	0,3
Hout, papier en drukkerijen .....	-1,0	0,3	-1,8	-1,6
Chemische bedrijven .....	1,9	-1,2	1,6	5,2
Farmaceutische nijverheid .....	0,6	-1,8	0,6	3,0
Ijzer- en staalnijverheid .....	-1,9	-3,3	4,2	-6,4
Metaalverwerkende nijverheid (machines en apparaten, elektrisch materiaal, elektronisch materiaal, optische instrumenten, enz.) .....	1,1	-2,2	1,6	4,0
Vervoermiddelen .....	-0,4	-3,8	-3,0	5,8
Vervaardiging van chemische producten, vervaardiging van producten van rubber of kunststof en van niet- metaalhoudende minerale en andere producten .....	0,4	2,0	2,5	-3,3
Energie, water en afval .....	1,1	-0,9	2,0	2,2

Bron: INR.

die van de loonkosten in de marktdiensten, terwijl het tegendeel het geval was in de industrie.

Aangezien de productiviteit in volume in de industrie over een lange periode doorgaans sneller steeg dan de loonkosten, zou een forse stijging van de margevoet in die bedrijfstak kunnen worden verwacht. In de marktdiensten zou daarentegen veeleer een daling van de margevoet moeten hebben plaatsgevonden, omdat de productiviteit in de marktdiensten minder snel steeg dan de loonkosten. Dat die tendensen niet werden opgetekend is toe te schrijven aan het voorkomen van zogenaamde relatieveprijseneffecten.

## Margevoet, relatieve prijzen en concurrentie

De relatieveprijseneffecten ontstaan uit het feit dat ondernemingen uit een sector lonen betalen, die over het algemeen geïndexeerd worden aan de hand van de consumptieprijsindex (CPI), terwijl hun inkomen afhangt van hun verkoopprijzen, die niet noodzakelijkerwijs op dezelfde wijze verlopen als het gemiddelde van de prijzen. Voor elke sector  $i$  kan een relatieveprijseneffect worden bepaald, dat overeenstemt met de verhouding tussen de deflator van de toegevoegde waarde van de betrokken sector en de consumptieprijsindex en dat ook bijdraagt aan het verloop van de margevoet.

$$\Delta (\text{Margevoet}) \approx \Delta (\text{Productiviteit per uur})_i - \Delta (\text{Uurloon})_i + \Delta (\text{Relatieve prijzen})_i$$
$$\text{Oftewel } (\text{Relatieve prijzen})_i = \frac{(\text{Deflator TW})_i}{\text{Consumptieprijsindex}}$$

De relatieveprijseneffecten kunnen worden benaderd aan de hand van het verloop van de deflatoren van de toegevoegde waarde in de diverse bedrijfstakken (zie tabel 1). Ze illustreren het relatieve vermogen van de ondernemingen van de diverse sectoren om prijsstijgingen van hun inputs in hun verkoopprijzen door te rekenen.

Het contrast tussen de evolutie van de verkoopprijzen in de industrie en in de marktdiensten is zeer uitgesproken. Tussen 1995 en 2013 was de toename van de verkoopprijzen in de industrie gemiddeld nihil, terwijl de stijging in de marktdiensten 2,4 % bedroeg. Zelfs in de recente crisisperiode bleven de verkoopprijzen van de diensten enigszins gestaag toenemen. In de industrie, daarentegen, hebben de ondernemingen het moeilijk hun verkoopprijzen al was het maar in beperkte mate te verhogen, zelfs in tijden van hoogconjunctuur en dus wanneer er een sterke vraag naar hun producten is, zoals het geval was gedurende het eerste gedeelte van de jaren 2000. Het ongunstig verloop van de relatieve

prijzen weegt dus structureel op de margevoet in de industrie.

Binnen de industrie zijn die relatieveprijseneffecten sinds 1995 bijzonder ongunstig in de ijzer- en staalnijverheid, de textiel en hout en papier. Wat de recente crisisperiode betreft, werden de negatiefste relatieveprijseneffecten opgetekend in de ijzer- en staalnijverheid, de vervaardiging van cokes en geraffineerde aardolieproducten, van producten van rubber of kunststof en van niet-metaalhoudende minerale producten, alsook in de voedingsnijverheid en hout en papier. Door bepaalde karakteristieken van deze producten – men denkt onder andere aan producten uit de textiel of de primaire ijzer- en staalnijverheid – is het moeilijker voor de producenten hoge prijzen toe te passen. Gestandaardiseerde producten kunnen gemakkelijk worden nagemaakt en worden dus gekenmerkt door een belangrijk potentieel aanbod. Bovendien is de vraag naar die producten zeer elastisch; de bereidheid tot betalen van de consumenten is kleiner voor producten die gemakkelijk kunnen vervangen of verwisseld worden.

De analyse van de graad van concurrentie werpt een bijkomend licht op het verschil tussen de vorming van de verkoopprijzen in de industrie en in de marktdiensten. Zo kunnen ondernemingen met marktmacht in een kader van monopolistische concurrentie verkoopprijzen vragen die de marginale kosten overschrijden. De marktmacht van de ondernemingen is dus nog een determinant van de langetermijnmargevoet.

De Belgische industriële ondernemingen zijn onderworpen aan een scherpe en geografisch steeds ruimere concurrentiedruk. Ongeacht of die toegenomen concurrentie door lagekostenproducenten uitgaat van de opkomende economieën, de nieuwe lidstaten van de Europese Unie, dan wel meer recentelijk van sommige landen in Zuid-Europa die interne devaluaties hebben uitgevoerd, ze oefent een sterke neerwaartse druk uit op de finale verkoopprijzen in de industrie.

In de marktdiensten is de marktmacht meer gerelateerd aan de graad van binnenlandse concurrentie. Ze kan worden gemeten aan de hand van een concentratieindex, die overeenstemt met de som van de kwadraten van de marktaandeelen van elke onderneming in een sector. Deze index wordt berekend op basis van de balansgegevens van de Belgische ondernemingen, tussen 1995 en 2013, in de verschillende takken van de marktdiensten. Het is gebleken dat de graad van concentratie in de meeste marktdiensten van 1995 tot 2005 gedaald was, wat wees op een toename van de concurrentiedruk. Sindsdien lijkt de graad van

concurrentie zich te hebben gestabiliseerd, of zelfs ietwat te zijn afgenomen.

Uit de resultaten van de 'Indicators of Product Market Regulation' (PMR-indicators) van de OESO blijkt ook dat toetreding tot de Belgische dienstensector administratief en reglementair zwaarder wordt belemd dan wat gemiddeld beschouwd het geval is in de OESO-landen.

De lagere concurrentie op de dienstenmarkten zou kunnen verklaren waarom de tijdens de afgelopen jaren stijgende loonkosten – tevens sterker in België dan in de buurlanden – hier dan ook gemakkelijker werden vertaald in hogere dienstenprijzen. Uit recente analyses blijkt dat dit fenomeen de Belgische inflatiecijfers aanzienlijk kan beïnvloeden. Hoewel de totale inflatie de afgelopen jaren tot onder het niveau van dat in de buurlanden is gedaald, is de onderliggende inflatie in België blijkbaar minder sterk teruggelopen, zulks voornamelijk als gevolg van de stijging van de dienstenprijzen. Een aantal structurele factoren zouden daaraan hebben bijgedragen: met name, een afwijkend verloop van de arbeidsproductiviteit, indexeringsmechanismen die op tal van dienstenprijzen van toepassing zijn en een relatief minder scherpe concurrentiestrijd in de dienstenmarkt. In deze context bevelen de EC en de andere internationale instellingen België structurele hervormingen op de productmarkten aan.

Een verschijnsel dat de concurrentie kan verscherpen en derhalve een structurele neerwaartse impact zou kunnen hebben op de prijzen van de diensten, meer specifiek die in de handel, is de ontwikkeling van de e-commerce, of de handel via het internet. Via het internet kunnen prijzen en producten – zeker in het geval van gestandaardiseerde goederen en diensten – intensiever en op grotere schaal worden vergeleken, waardoor de concurrentie voor die producten toeneemt. Bovendien is toetreden tot een digitale markt laagdrempeliger, waardoor ook de toegenomen concurrentiedreiging de prijzen neerwaarts beïnvloedt. Het prijsverloop kan voorts worden gedrukt door geringere kostenstijgingen. Vanwege de sterke centralisatie, automatisering en mogelijk lagere loonkosten heeft de digitale handel vaak een kostenstructuur die afwijkt van de traditionele verkoopkanalen.

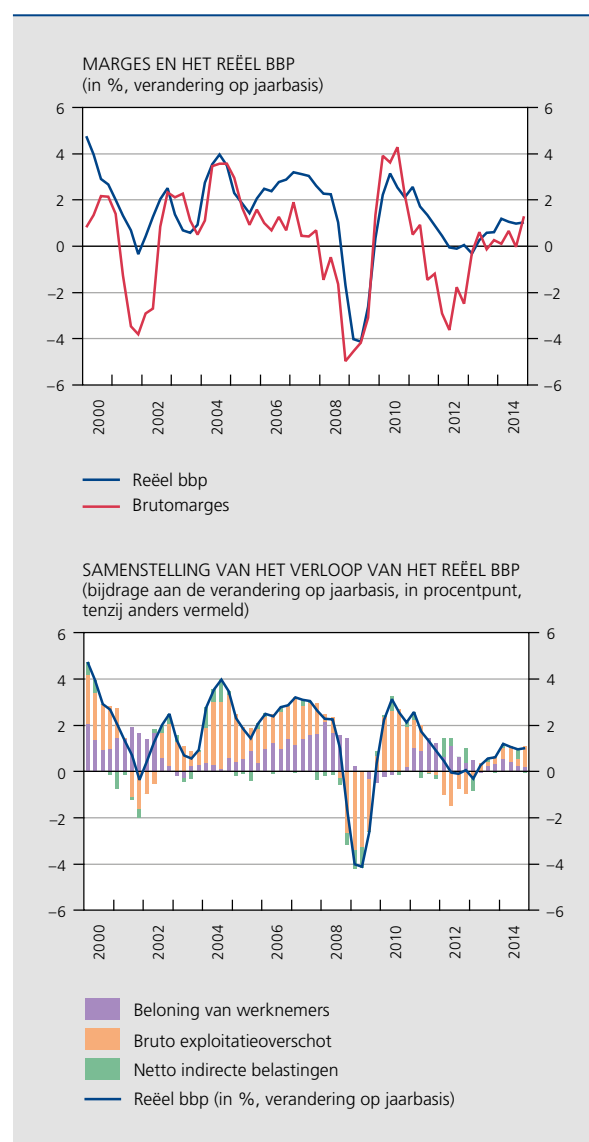
Op basis van cijfers van Eurostat over het percentage personen dat in het afgelopen jaar een product of een dienst via het internet heeft besteld, blijkt dat België in heel wat bedrijfstakken achterblijft bij het gemiddelde van het eurogebied. De concurrentie in de bedrijfstakken waar deze producten of diensten worden verkocht

zou dus nog moeten verscherpen in België naarmate intensiever gebruik wordt gemaakt van e-commerce. Bovendien wordt ook het regelgevend kader geleidelijk aangepast en versoepeld met de bedoeling deze vorm van handel te stimuleren.

### 3. Verband tussen de marges en het conjunctuur- en prijsverloop

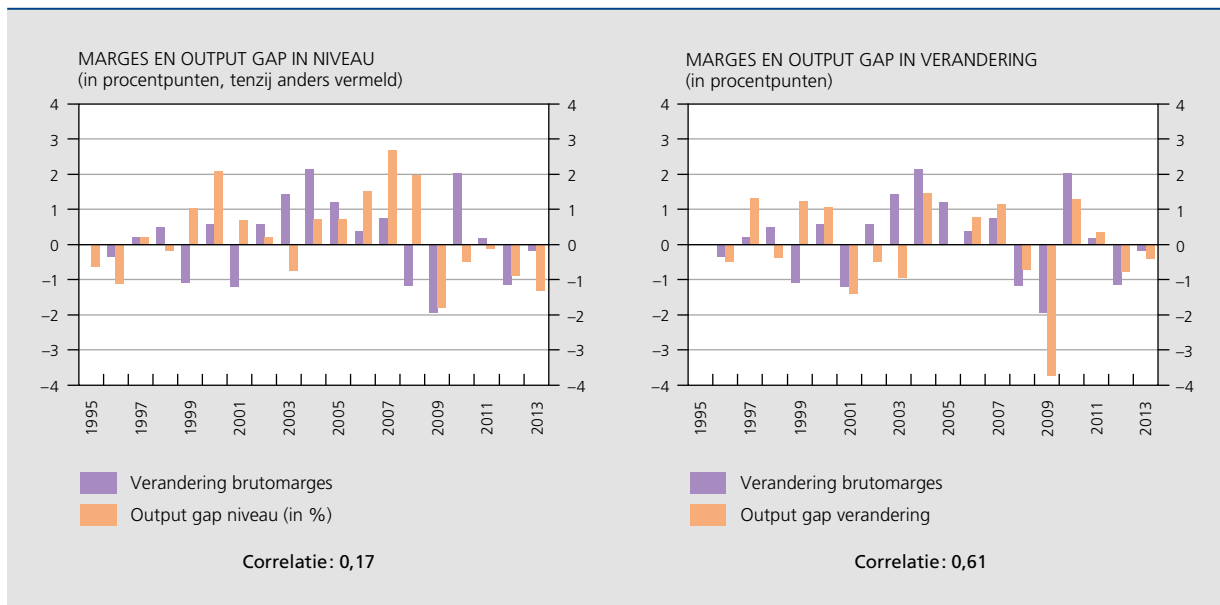
Het verloop van de marges kan ook in verband worden gebracht met dat van het conjunctuur- en prijsverloop. Wat de samenhang met het conjunctuurverloop betreft, hebben de marges in België een duidelijk procyclisch profiel: de

**GRAFIEK 9** MARGES EN HET VERLOOP VAN HET REËEL BBP IN BELGIË



Bronnen: EC, INR.

**GRAFIEK 10** MARGES EN DE OUTPUT GAP



Bron: EC, INR.

correlatiecoëfficiënt met het reële bbp komt voor de periode 1995-2013 op 0,72 uit. Een analyse van de reële bbp-groei uit het oogpunt van de inkomens, waarbij die groei wordt uitgesplitst in de bijdrage van de beloning van werknemers, die van het bruto exploitatieoverschot en die van de netto indirecte belastingen, toont dan ook aan dat de toename van het exploitatieoverschot in hoge mate bijdraagt aan het verloop van het bbp. De volatiliteit van de bbp-groei lijkt vooral daardoor te worden verklaard. De bijdrage van de groei van de loonsom aan het bbp-verloop is relatief ietwat minder belangrijk en bovendien veel stabiel. Gegeven hun kleiner gewicht in de toegevoegde waarde, sorteren de netto indirecte belastingen slechts een gering effect.

Het verloop van de marges wordt ook geregeld in verband gebracht met de output gap, een maatstaf van de afwijking tussen het effectief opgetekend bbp en het potentieel bbp van een economie. Het verband met de marges wordt gelegd vanuit de redenering dat een negatieve output gap het voor bedrijven moeilijker maakt om hun marges te vergroten, aangezien er in dat geval onbenutte productiecapaciteit bestaat die continu neerwaartse druk uitoefent op de prijzen. Dat verband lijkt wel te bestaan, maar het is eerder zwak. Het niveau van de output gap is namelijk zogoed als niet gecorreleerd met de marges. Het zijn echter vooral de veranderingen in dat niveau die grotendeels parallel lopen met het verloop van de marges. De correlatie voor de periode 1996-2013 komt op 0,61 uit. Dat verband op zich wijst niet op causaliteit, maar

het bewijst wel dat marges vooral toenemen wanneer de output gap verbetert, en omgekeerd.

Zoals vermeld, worden de marges snel breder in periodes van economische groei en reageren ze even snel in negatieve zin wanneer het economisch minder goed gaat. Het verloop van die marges blijkt aldus veel volatieler te zijn dan het verloop van de bbp-deflator, die hier als maatstaf voor het algemene prijsverloop binnen de economie wordt beschouwd.

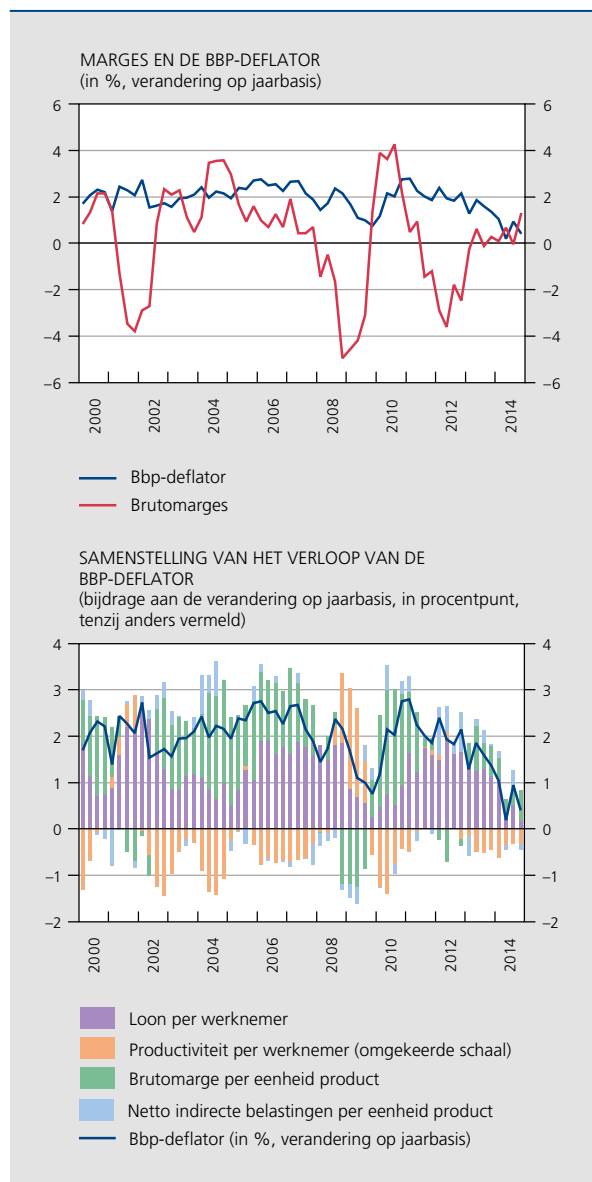
Achter het voor België in de beschouwde periode relatief stabiel prijsverloop gaan dus sterk cyclische onderliggende componenten schuil. De marge per eenheid product wordt op korte termijn kennelijk als buffer gebruikt om productiviteitsdalingen op te vangen. De vaak sterke terugval van de productiviteit in het begin van crisisperiodes is op zijn beurt het gevolg van, onder meer, de beslissing van bedrijven om tot op zekere hoogte aan labour hoarding te doen.

De noodzaak van de bufferfunctie valt wellicht te verklaren door het bestaan van rigiditeiten, meer bepaald in het vlak van de prijzen, waardoor die laatstgenoemde zich slechts met vertraging aan de gewijzigde marktomstandigheden aanpassen. Bovendien is een prijsstijging in economisch moeilijke tijden vaak niet vanzelfsprekend vanwege de op dat ogenblik heersende concurrentiestrijd om de besparende consument te blijven overtuigen. Wanneer

de conjunctuur opnieuw aantrekt, is de ruimte voor prijsstijgingen en onderliggende margegroei vaak wél aanwezig. Voor een voorbeeld hiervan wordt verwezen naar de periode van eind 2009 tot 2011. De bufferfunctie van de marges compenseert dus in zekere mate de schommelingen van de loonkosten per eenheid product en matigt zodoende het cyclisch verloop van de bbp-deflator.

Het prijsverloop is recentelijk gedaald tot ver onder het gemiddelde van 2%; de inflatie loopt snel terug, terwijl de stijging van de lonen volledig stilvalt door, onder meer, de diverse beleidsmaatregelen inzake loonkosten-beheersing. De tijdens de laatste kwartalen opgetekende

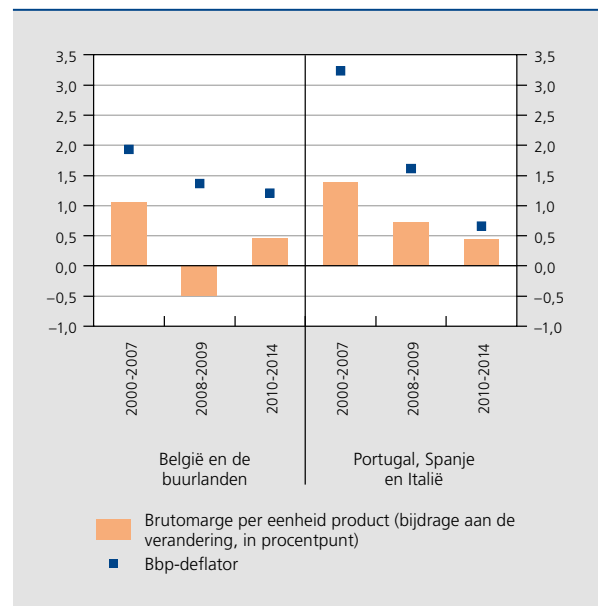
**GRAFIEK 11** MARGES EN HET VERLOOP VAN DE BBP-DEFLATOR IN BELGIË



Bron: INR.

**GRAFIEK 12** VERLOOP VAN DE MARGES PER EENHEID PRODUCT EN BBP-DEFLATOR: GEOGRAFISCHE VERSCHILLEN

(gemiddelde jaarlijkse groei in %, tenzij anders vermeld)



Bronnen: EC, INR.

opwaartse prijsdruk als gevolg van de margeverruiming wordt grotendeels gecompenseerd door de neerwaartse druk van productiviteitswinsten. Zoals eerder vermeld, heeft dit alles plaats tegen de achtergrond van internationaal sterk teruglopende prijzen.

Een internationale vergelijking leert dat het verloop van de bbp-deflator en de bijdrage die de margevoet hieraan levert, verschillend zijn tussen de landen van het eurogebied. Ondanks de aanwezigheid van idiosyncratische factoren, zijn er toch een aantal overeenkomsten tussen België en de buurlanden Duitsland, Frankrijk en Nederland, die een eerste groep van landen vormen, en tussen Spanje, Portugal en Italië die tot een tweede groep behoren. Wat het niveau van de bbp-deflator betreft, zijn de prijzen in de eerste groep gezakt van ongeveer 2% tot 1%, wat minder is dan in de tweede groep, waar de deflator vóór de crisis gemiddeld bijna 3,5% bedroeg, tegen ongeveer 0,5% erna.

In de twee landengroepen leverde de marge per eenheid product tijdens de crisisjaren een sterk verschillende bijdrage aan de deflator. In België en onze buurlanden zijn de marges als gevolg van de crisis van 2008-2009 vernauwd: in Frankrijk en Nederland iets minder sterk dan in België, in Duitsland ietwat sterker. In de landen die de tweede groep vormen is de marge per eenheid product,

gemiddeld genomen over de beschouwde periodes, steeds blijven groeien. De aanpassing lijkt hier veeleer via de loonkosten te zijn verlopen.

Die verschillen hebben tot gevolg dat het aandeel van het exploitatieoverschot in het bbp in de zuiderse groep landen sedert de crisis verruimd is, voornamelijk ten koste van het aandeel van de loonsom. In België en in onze buurlanden geldt het tegenovergestelde: het exploitatieoverschot heeft er aandeel moeten inleveren ten voordele van de loonsom. Een mogelijke verklaring voor de continue positieve bijdrage van de marge per eenheid product aan de bbp-deflator kan bijvoorbeeld worden gezocht in de verhoging van de externe financieringskosten die plaatsvond in de nasleep van de crisis en die de ondernemingen dwingt meer op hun eigen vermogen te rekenen om zich te financieren, wat een blijvend sterke margegroei tot gevolg heeft. Een andere mogelijkheid is minder concurrentie op de markten, zoals uit recent onderzoek voor Spanje blijkt (Montero et al., 2014)<sup>(1)</sup>. Bovendien werden de snel stijgende lonen in de zuiderse landen voor de crisis wellicht niet voldoende gecompenseerd door productiviteitsstijgingen, waardoor de arbeidsmarkt er zich bij het uitbreken van de crisis abrupt aanpaste. In België en de buurlanden was die spanning op de arbeidsmarkt niet of veel minder aanwezig.

## Conclusie

De ondernemingen die een voldoende rentabiliteitsniveau te zien geven, zijn beter bestand tegen conjunctuurschommelingen en zijn meer geneigd te investeren. Sinds de crisis van 2008-2009 is de margevoet van de Belgische ondernemingen echter uitgesproken en algemeen afgenomen, d.w.z. in nagenoeg alle bedrijfstakken. De vermindering kwam iets sterker tot uiting in de industrie dan in de marktdiensten, in het bijzonder wanneer rekening

wordt gehouden met de uitgaven die in de toekomst nodig zullen zijn om het productieapparaat, dat doorgaans almaar sneller aan waarde verliest, te vervangen of te moderniseren. De rentabiliteit van de grote ondernemingen is meer gekrompen dan die van de kmo's, maar was ook in hogere mate verbeterd in de periode vóór de crisis. De evolutie van de margevoet in België is niet verschillend verlopen dan wat wordt geobserveerd in de buurlanden.

Voor de cyclische factoren verklaren de afname van de margevoet sinds de crisis, nadat die tijdens de periode daarvoor overigens beduidend was toegenomen. In de industrie weegt het ongunstig verloop van de relatieve prijzen structureel op de margevoet in een context van een voor industrieproducten steeds scherpere mondiale concurrentie. De regelmatige stijging van de arbeidsproductiviteit in volume, die aanzienlijk groter is dan de groei van de reële lonen, maakt het evenwel mogelijk de margevoet op een redelijk peil te handhaven. De in de marktdiensten actieve bedrijven, die minder blootgesteld zijn aan internationale concurrentie, lijden onder een veel te geringe productiviteitsgroei, terwijl de loonkosten tot kort geleden vrij sterk bleven oplopen. In deze bedrijfstak is het hoofdzakelijk het vermogen van de bedrijven om hoge verkoopprijzen te hanteren dat hen in staat stelt een comfortabele margevoet te behouden. Andere factoren, zoals de ontwikkeling van e-commerce, kunnen ook invloed uitoefenen op de margevoet van de diensten.

Ten slotte is het verloop van de marges sterk gecorreleerd met dat van de economische bedrijvigheid. Het verband tussen de marges en het prijsverloop blijkt veel losser te zijn, aangezien in België de marges waarschijnlijk worden gebruikt als een soort van buffer om de effecten van conjunctuurschommelingen in het domein van de loonkosten en de productiviteit op te vangen. De marges temperen als het ware de impact van economische schokken op het prijsverloop. Uit een vergelijking met enkele andere landen uit het eurogebied blijkt dat die impact tijdens de crisis ook in de buurlanden werd opgetekend maar niet, of veel minder, in enkele meer perifere landen.

(1) Montero, J. en A. Urtaun (2014), *Price-cost mark-ups in the Spanish economy: a microeconomic perspective*, Banco de España, Documentos de Trabajo 1407.

## Bijlage

### VERLOOP VAN DE RENTABILITEIT VAN DE BELGISCHE ONDERNEMINGEN SINDS DE CRISIS VOLGENS DE BALANSINDICATOREN

(gemiddelde jaarlijkse groei, 2007-2013)

	Nettoverkoopmarge	Nettorentabiliteit van de totale activa vóór belastingen en schuldenlasten	Nettorentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen
<b>Grote ondernemingen</b>	<b>-3,5</b>	<b>-6,4</b>	<b>-7,9</b>
01. Voedingsnijverheid	-1,5	-2,2	-0,4
02. Textiel	-10,6	-9,1	-10,2
03. Hout, papier en drukkerij	-10,8	-12,4	-16,0
04. Chemische nijverheid	0,3	-5,1	-5,4
05. Farmaceutische nijverheid	-2,7	-4,1	-6,2
06. IJzer- en staalnijverheid	-10,3	-11,8	-15,0
07. Metaalverwerkende nijverheid	-4,5	-7,5	-10,8
08. Handel van motorvoertuigen	-7,7	-8,1	-10,2
09. Groothandel	-5,1	-6,2	-7,8
10. Detailhandel	-2,3	-5,6	-4,9
11. Vervoer en opslag	-5,4	-6,0	-7,8
12. Horeca	-17,5	-12,3	-11,6
13. Informatie en communicatie	-2,6	-2,4	-5,0
14. Vastgoed	-1,1	-2,2	1,0
15. Diensten aan ondernemingen	-2,0	-4,1	-7,5
16. Energie, water en afval	2,0	-2,4	-2,8
17. Bouwnijverheid	-3,1	-7,4	-10,1
18. Overige	-6,6	-8,1	-9,5
<b>Kmo's</b>	<b>-3,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,4</b>
01. Voedingsnijverheid	-5,8	-1,1	1,0
02. Textiel	-13,6	-3,3	-2,7
03. Hout, papier en drukkerij	-10,5	-6,3	-8,9
04. Chemische nijverheid	1,0	-5,3	-4,1
05. Farmaceutische nijverheid	-7,3	2,1	17,7
06. IJzer- en staalnijverheid	-7,0	-6,1	-7,7
07. Metaalverwerkende nijverheid	-4,5	-4,1	-5,1
08. Handel van motorvoertuigen	-6,8	-4,0	-5,1
09. Groothandel	-5,3	-4,2	-5,1
10. Detailhandel	-6,3	-1,9	-2,5
11. Vervoer en opslag	-4,9	-2,5	-3,1
12. Horeca	-5,2	2,2	2,7
13. Informatie en communicatie	0,8	1,9	2,5
14. Vastgoed	-1,1	-0,7	6,4
15. Diensten aan ondernemingen	-0,2	1,1	1,8
16. Energie, water en afval	0,8	-4,1	-6,4
17. Bouwnijverheid	-3,8	-4,3	-5,5
18. Overige	-3,0	-1,3	-0,8
<b>Algemeen totaal</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,3</b>	<b>-5,2</b>

Bron: NBB (Balanscentrale).



# Verklarende factoren voor de groeivertraging in de opkomende economieën

K. Buysse  
E. Vincent

## Inleiding

Het afgelopen decennium lieten de opkomende markteconomieën een indrukwekkende groei optekenen. Daardoor is hun aandeel in het mondiale bbp (uitgedrukt in koopkrachtpariteiten) toegenomen van 32 % in 2000 tot 44 % in 2014, terwijl dat van de geavanceerde economieën tijdens dezelfde periode terugliep van 59 % tot 46 %. Tegelijkertijd is de eenzijdige beïnvloeding door de geavanceerde economieën geleidelijk afgenomen, wat erop wijst dat de onderlinge afhankelijkheid tussen de opkomende landen en de geavanceerde economieën steeds meer in twee richtingen werkt (Buelens, 2013). De grote verliezen van medio augustus op de aandelenmarkten van de geavanceerde economieën, als gevolg van twijfels over de sterkte van de Chinese economie, zijn een andere aanwijzing voor de verandering van die onderlinge afhankelijkheid.

De laatste jaren is de groei in de opkomende landen gemiddeld genomen echter aanzienlijk afgenomen en de verwachting is dat hij ook in de toekomst zwak blijft. Hoewel conjuncturele factoren – zoals de krappe externe financiële condities en de geringe mondiale vraag – een rol spelen in dit proces, lijkt de vertraging ten dele een lagere potentiële groei te weerspiegelen en is ze dus duurzamer van aard. Aangezien de opkomende landen nu een groter gedeelte van de mondiale economie vertegenwoordigen, zal een langduriger vertraging ernstiger gevolgen hebben dan in het verleden. Hier en

daar wordt geopperd dat ze zelfs zou kunnen leiden tot een zogenoemde 'nieuwe middelmatigheid', een periode van gematigde groei voor de wereldeconomie.

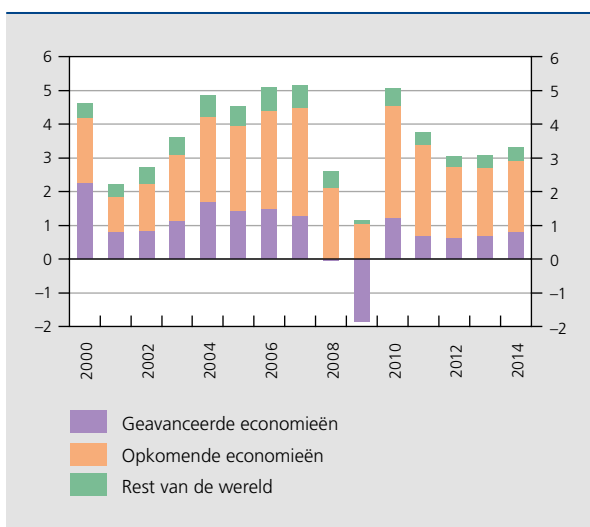
Dit artikel belicht verschillende structurele factoren die een verklaring kunnen bieden voor de gelijktijdige vertraging van de opkomende landen, alsook voor de meer gematigde groeivoorzichten. Deze factoren zijn niet voor alle regio's identiek, maar verlopen wel synchroon. Na een beknopt overzicht van een aantal gestileerde feiten over de voorbije groeieresultaten van de opkomende landen en de effecten daarvan op de rest van de wereld, start het artikel met een paragraaf over de herbalancering van de groei in China, de grootste en snelst groeiende opkomende markteconomie tijdens de afgelopen decennia. De geleidelijke vertraging van de indrukwekkende Chinese groei sinds 2011 oefent reeds een aanzienlijk effect uit, zowel op de andere opkomende landen als op de geavanceerde economieën. De recente daling van de grondstoffenprijzen is bijvoorbeeld ten dele toe te schrijven aan de ontwikkelingen in China, dat een van 's werelds grootste verbruikers van metalen en olie geworden is. In de volgende sectie wordt aandacht besteed aan de gevolgen van de excessieve schuldopbouw door de private sector van de Centraal- en Oost-Europese landen in de aanloop naar de crisis. Niettegenstaande de specifieke kenmerken van de op- en neergang van de kredietcyclus in deze regio, zouden opkomende markteconomieën in andere regio's, die de afgelopen jaren verder schulden hebben opgebouwd, in de toekomst met soortgelijke problemen kunnen worden geconfronteerd. De daaropvolgende sectie bestudeert de tendensen in de mondiale waardeketens. Er lijkt een einde te zijn gekomen aan de verlenging van deze ketens, wat heeft bijgedragen tot een vertraging van de groei

van het handelsverkeer ten opzichte van die van het bbp. Vervolgens worden in het artikel twee factoren belicht die meer op middellange termijn een rol zullen spelen, namelijk de middeninkomensval – een langdurige periode van lage groei na een periode van hoge groei, hoofdzakelijk toe te schrijven aan een vertraging van de productiviteitsstijging – en het geleidelijk verdwijnen van het demografisch dividend in sommige opkomende markteconomieën. De laatste paragraaf bevat de conclusies.

## 1. Enkele gestileerde feiten

Als gevolg van de indrukwekkende groei van de opkomende landen tijdens het afgelopen decennium, is hun aandeel in de mondiale economie sinds 2000 met meer dan 10 procentpunt toegenomen. Meerdere jaren op rij hebben ze eveneens de grootste bijdrage geleverd aan de mondiale groei (zie grafiek 1). Op de piekmomenten van hun indrukwekkend groeitraject in 2007 en 2010, beliep de bijdrage van de opkomende landen aan de mondiale groei ruwweg 3,3 procentpunt, of 2 procentpunt meer dan die van de geavanceerde economieën. Vooral in de nasleep van de crisis konden de opkomende landen veel betere resultaten voorleggen dan de geavanceerde economieën. De Chinese overheid startte met een budgettair en monetair stimuleringsprogramma op ongekende schaal, dat ook een impuls gaf aan de grondstoffenprijzen. In combinatie met een soepel macro-economisch beleid in veel andere opkomende economieën en overvloedige mondiale liquiditeit, leidde dit tot een spectaculair herstel

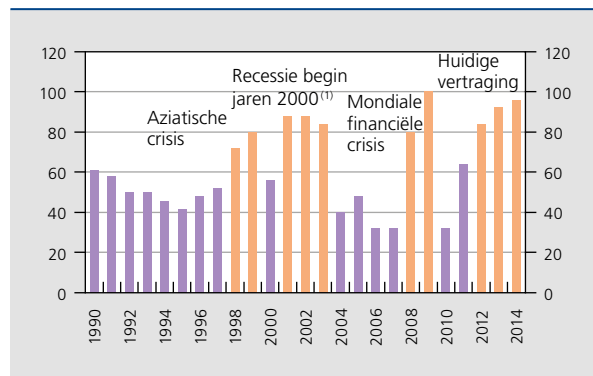
**GRAFIEK 1** BIJDRAGE VAN DE OPKOMENDE ECONOMIEËN TOT DE MONDIALE GROEI (in procentpunt)



Bron: IMF.

**GRAFIEK 2** GELIJKTIJDIGE VERTRAGING IN DE OPKOMENDE ECONOMIEËN

(% van de opkomende economieën met een vertraging van de reële bbp-groei)



Bron: IMF Spillover report (2014).

De oranje staafjes geven aan dat meer dan 70% van de landen uit het staal werden geconfronteerd met een groeivertraging.

(1) Omvat de dotcomzeepbel, de aanslagen van 11 september en de crisissen in Argentinië, Brazilië en Turkije.

van de groei in de opkomende landen. Deze snelle heropleving na de financiële crisis leidde tot de al te optimistische zienswijze dat de opkomende landen zich 'loskoppelden' <sup>(1)</sup> van de geavanceerde economieën.

Sinds 2011 is de bedrijvigheid in de opkomende landen echter geleidelijk vertraagd. Het keerpunt is blijkbaar het besluit van de Chinese overheid geweest om haar stimuleringsprogramma terug te schroeven, als reactie op signalen over ontluikende kwetsbaarheden, op een ogenblik dat de vraag zich in de ontwikkelde economieën nog niet had hersteld. Anders dan in voorgaande periodes, lijkt deze vertraging dus niet te zijn uitgelokt door een of meer specifieke crisisgebeurtenissen, zoals de Aziatische crisis in 1998, de dotcomcrisis in 2001 of de mondiale financiële crisis in 2007. Bovendien wordt de huidige vertraging gekenmerkt door een geleidelijk en zeer synchroon verloop, aangezien ze bijna alle opkomende landen op hetzelfde ogenblik treft (zie grafiek 2). Daar structurele factoren een rol spelen naast meer conjunctuurgebonden elementen, zal de groei naar verwachting lager blijven op middellange termijn. Die verwachtingen gaan gepaard met neerwaartse bijstellingen van de ramingen voor de potentiële groei. Zo heeft het IMF (2015d) bijvoorbeeld geraamd dat de potentiële groei in de zes belangrijkste opkomende economieën (Brazilië, China, India, Rusland, Turkije en Mexico) is teruggelopen van gemiddeld 7,5% in 2006-2007 tot 5,5% in 2013-2014.

(1) Zie bijvoorbeeld 'Resilience in emerging market and developing economies: will it last?', IMF, *World Economic Outlook* 2012, hoofdstuk 4 en 'Uncoupling Asia: Myth and reality', Asian Development Bank (2007), Asian Development Outlook.

Gelet op het toenemende aandeel van de opkomende landen in de mondiale economie tijdens het voorbije decennium, zou een aanhoudende vertraging van de groei in de opkomende markteconomieën aanzienlijke gevolgen kunnen hebben voor de rest van de wereld. Indien de groeivertraging zich alleen in enkele meer kwetsbare opkomende landen zou voordoen, zouden de gevolgen voor de mondiale groei wellicht beperkt blijven. Een meer algemene vertraging, zoals we die nu meemaken, heeft waarschijnlijk echter een grotere impact.

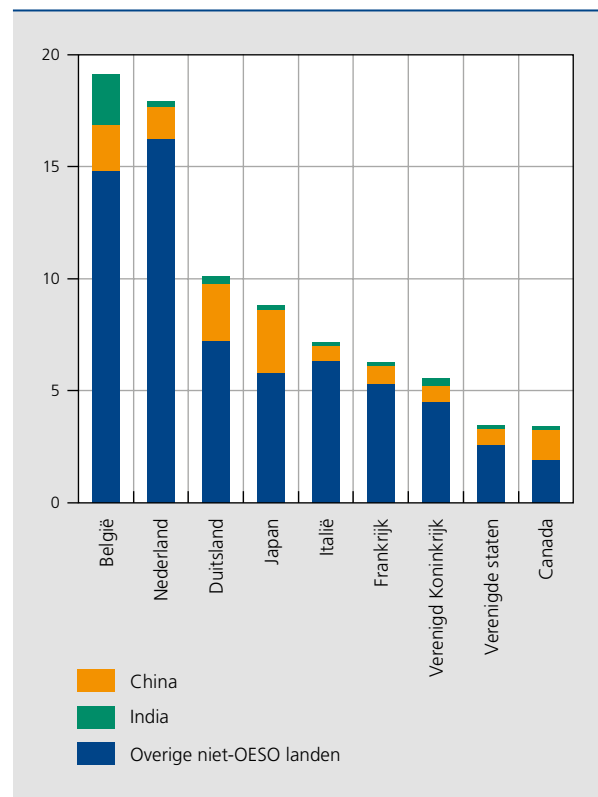
Zowel het IMF als de OESO heeft onderzocht welk effect een bepaalde vertraging in de opkomende landen zou uitoefenen op de geavanceerde landen. Volgens een analyse van het IMF van 2014 zou een groeischok van 1% in de opkomende landen de groei in de geavanceerde economieën drukken met 0,2 procentpunt over een jaar. Een onderzoek van de OESO (2014) wees uit dat een vertraging van de groei in landen buiten de OESO met 2 procentpunt de groei in de landen met hoge inkomens (i.e. een selectie van OESO-landen) negatief zou beïnvloeden naar rata van gemiddeld zowat 2/3 procentpunt.

De ontwikkelingen in China, een van de belangrijkste groeimotoren van de opkomende landen tijdens het afgelopen decennium, hebben een zeer grote invloed, zowel op de opkomende als op de geavanceerde economieën. De effecten van de herbalancering van de Chinese economie naar tragere, maar duurzamere groei, zijn immers al merkbaar, en ze komen zowel tot uiting in de groei van de belangrijkste handelspartners van het land, als in de grondstoffenmarkten.

Een vertraging van de opkomende landen heeft een effect op de andere economieën via verschillende kanalen. Als gevolg van de toegenomen handelsintegratie is dit een eerste belangrijk kanaal van beïnvloeding. De huidige zwakte van de mondiale handel is in belangrijke mate het resultaat van de vertraging in de opkomende landen, met inbegrip van de afnemende vraag vanuit China. Volgens een analyse van de OESO vertegenwoordigt de bruto-uitvoer naar afzonderlijke opkomende landen voor de meeste rijke landen minder dan 2% bbp. De bruto-uitvoer naar de niet-OESO-economieën als geheel maakt bijna 20% van het bbp uit voor een aantal open rijke economieën, zoals België en Nederland, en 7-10% voor industriële uitvoerders als Duitsland, Italië en Japan.

Ten tweede kunnen de opkomende landen, die ondertussen de grootste verbruikers van grondstoffen zijn, een aanzienlijke invloed hebben op de grondstoffenprijzen. De huidige vertraging in de opkomende landen ligt gedeeltelijk ten grondslag aan de scherpe daling van de grondstoffenprijzen sinds medio 2014, met uiteenlopende effecten

**GRAFIEK 3** HANDELSBLOOTSTELLING VAN EEN SELECTIE VAN OESO-LANDEN AAN NIET-OESO-LANDEN  
(bruto-uitvoer in % bbp, 2013)



Bron: OESO.

op importeurs en exporteurs. Overloopeffecten via het financiële kanaal blijven beperkt hoewel de financiële onrust in de opkomende landen via vertrouwenseffecten ook de risico-aversie van de beleggers in de landen met hoge inkomens kan aanwakkeren en er zo de activaprijzen kan drukken.

## 2. Een nieuw groeimodel in China

Sinds 2011 is de groei in China afgenomen. In deze paragraaf worden de factoren achter deze ontwikkeling en de overloopeffecten naar andere economieën onderzocht.

Door de indrukwekkende economische ontwikkeling tijdens de voorbije drie decennia, is China uitgegroeid tot de op een na grootste economie, na de Verenigde Staten. Gedurende nagenoeg 30 jaar beliep de groei, geschraagd door de uitvoer en de investeringen in de industrie, tot voor kort zowat 10% per jaar. Met de tijd zijn de twijfels over de houdbaarheid van dit op producenten berustende en exportgeoriënteerde groeimodel echter toegenomen, naarmate steeds grotere economische

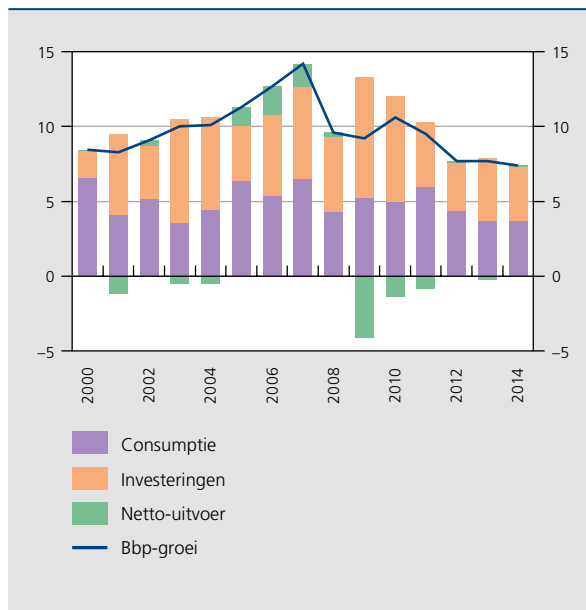
onevenwichtigheden ontstonden, die de beperkingen van deze groeistrategie blootlegden. Deze beperkingen omvatten een zeer groot aandeel van steeds minder doeltreffende investeringen in het bbp ten nadele van de consumptie, de afhankelijkheid van overheidsbedrijven met een te kleine private sector, een naar verhouding onderontwikkelde dienstensector (vooral de sociale diensten, gezondheidszorg, financiële en zakelijke dienstverlening), een streng gecontroleerde financiële sector, toenemende inkomensongelijkheid, een energie-intensieve economische structuur en stijgende druk op de natuurlijke hulpbronnen.

Ondanks groeiende twijfels werd de op investeringen berustende strategie doorgezet en zelfs versterkt via een grootschalig budgettaire en monetair stimuleringsprogramma in de nasleep van de mondiale financiële crisis, teneinde een sterke groeivertraging als gevolg van de ineenstorting van de exportmarkten te vermijden. De stimulusmaatregelen werden ten uitvoer gelegd door de lokale overheid en de banksector, die grotendeels in handen is van de overheid. Dit leidde tot een snelle groei van de investeringen, voornamelijk in infrastructuur en vastgoed, onder impuls van een sterke kredietgroei. De daaropvolgende jaren werd het programma teruggeschroefd, aangezien het had geleid tot een zeepbel in de vastgoedmarkt, de opbouw van schulden bij de lagere overheid en de bedrijven en het plotse ontstaan van een grotendeels ongecontroleerde schaduwbanksector. Dit versterkte de onevenwichtigheden en kwetsbaarheden die gepaard gingen met het oude groeimodel.

Tegen de achtergrond van die ontwikkelingen zijn de belangrijkste Chinese regeringsfunctionarissen en internationale instellingen het erover eens geworden dat de transitie naar een gematigder, maar meer evenwichtige groei noodzakelijk is. Met die doelstelling voor ogen heeft het derde partijplenum<sup>(1)</sup> in China een uitgebreide hervormingsblauwdruk voor een nieuw groeimodel goedgekeurd. In dit model worden de dienstensectoren, innovatieve ondernemingen, infrastructuurontwikkeling en de groene economie de belangrijkste groeimotoren. De noodzakelijke reallocatie van middelen zal worden bereikt door een toegenomen beroep op de markten, met inbegrip van meer marktgestuurde prijsvorming, het wegwerken van toegangsbelemmeringen in veel sectoren en gelijkere concurrentievoorwaarden voor marktdeelnemers buiten de overheidssector. Er zal ook ruim aandacht worden besteed aan de verbetering van de sociale zekerheid

(1) Het derde plenum is de derde plenaire vergadering van het Centraal Comité van de Communistische Partij in een cyclus van vijf jaar, aangezien de leden van het Centraal Comité voor een termijn van vijf jaar worden aangesteld. Deze vergadering is belangrijk omdat de nieuwe leiders hun blauwdruk voor de economische en politieke hervormingen voor de komende vijf jaar voorstellen.

**GRAFIEK 4** UITSPLITSING VAN DE BBP-GROEI  
(in procentpunt, tenzij anders vermeld)



Bron: CEIC.

als middel ter bevordering van de consumptie en het behoud van de sociale vrede.

De voorlopige balans van de vooruitgang met betrekking tot de herbalancering van de economie is gemengd. De economische groei vertraagt sinds 2011, hoofdzakelijk als gevolg van een geringere toename van de investeringen, terwijl de groei van de consumptie min of meer stabiel blijft. Zowat 80% van de totale investeringen is terug te voeren op drie grote sectoren: de vastgoedsector (1/4), investeringen in infrastructuur (1/4) en de verwerkende industrie (1/3). In elk van deze gebieden zijn er tekenen van vertraging, als gevolg van beleidsmaatregelen ter bestrijding van de kwetsbaarheden, namelijk overcapaciteit in verschillende industriële sectoren (vooral de zware industrie) en in sommige segmenten van de huizenmarkt. Door het aanhoudende urbanisatieproces in China zal de vraag naar investeringen in huisvesting en infrastructuur echter krachtig blijven.

In vergelijking met andere opkomende landen berust de vraag in China in zeer hoge mate op de investeringen, en veel minder op de particuliere consumptie. Tussen 2008 en 2014 beliep het aandeel van de investeringen in het bbp in China gemiddeld 45%, tegen iets meer dan 30% in India en Indonesië, en veel minder hoge waarden rond 20% in de andere belangrijke opkomende economieën. Het cijfer voor China is echter enigszins vertekend, aangezien dit het enige land was waar het aandeel van

de investeringen tijdens de beschouwde periode toenam, als gevolg van de eerder vermelde reactie van de overheid op de mondiale financiële crisis. Tijdens dezelfde periode beliep het aandeel van de particuliere consumptie in het bbp gemiddeld slechts 36 % in China, tegen 50 % of meer in de andere opkomende economieën. Dat is onder meer toe te schrijven aan de hoge spaarquote van de huishoudens in China, die gedurende deze periode stabiel bleef op ongeveer 25 %. Dit weerspiegelt de tekortkomingen van het sociale vangnet, alsook het demografisch dividend (zie punt 7). Een andere verklarende factor voor het lage aandeel van de consumptie in het bbp is het geringe aandeel van de huishoudens in het nationaal inkomen. Strakke kapitaalcontroles zorgen ervoor dat deze spaarmiddelen worden afgeleid naar investeringen. De maatregelen die werden genomen ter ondersteuning van de consumptie, in de vorm van hogere minimumlonen en de gestage uitbreiding van het sociale vangnet, werken slechts geleidelijk door in de consumptie.

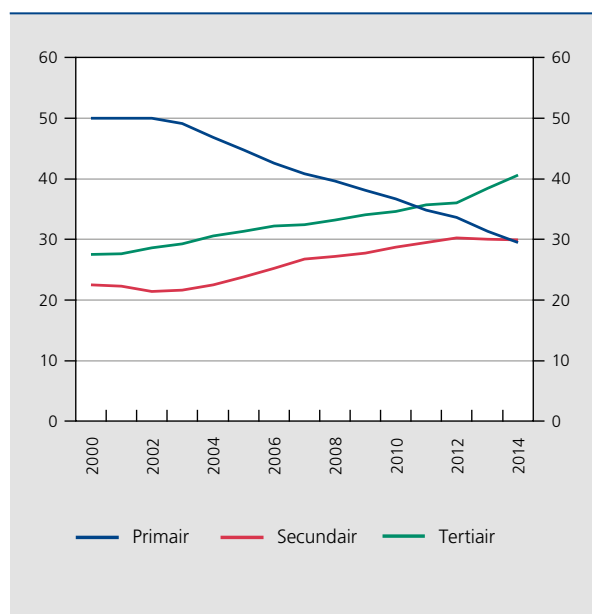
Ook het verloop van het werkgelegenheidsaandeel in de primaire, de secundaire en de tertiaire sector is een indicator voor de herbalancering. Zoals verwacht is het werkgelegenheidsaandeel van de landbouw in gestaag tempo teruggelopen, zowel ten voordele van de verwerkende nijverheid als van de dienstverlenende sectoren. Een werkgelegenheidsaandeel voor de diensten van ongeveer 40 % in 2014 is evenwel laag naar internationale normen, aangezien het 50 % of meer belooft in veel

opkomende economieën en 75 % of meer in de geavanceerde economieën. Een factor die gedurende lange tijd de ontwikkeling van de dienstensector heeft afgeremd, is de ondergewaardeerde wisselkoers van de renminbi (Dorrucci e.a., 2013), die de specialisatie van het land in laagtechnologische, op goedkope arbeid berustende industrietakken versterkt, en bijgevolg ook bijdraagt tot het geringe aandeel van de huishoudens in het nationaal inkomen en de daarmee verband houdende zwakke consumptie. De afgelopen jaren is de reële effectieve wisselkoers van de Chinese munt echter sterk geapprecieerd, wat het IMF in zijn recentste Article IV ertoe deed besluiten dat de renminbi niet langer ondergewaardeerd is. Tegelijkertijd wordt eveneens een verschuiving opgetekend in de exportstructuur, in de richting van meer complexe uitvoerproducten en beter betaalde jobs. Andere factoren die de ontwikkeling van de dienstensector afremmen, zijn toetredingsbelemmeringen en de reeds vermelde zwakke consumptie. Het werkgelegenheidsaandeel van de primaire sector belooft momenteel 30 %, waaruit kan worden opgemaakt dat er nog ruimte is voor een verschuiving van plattelandsarbeid naar de meer productieve dienstsectoren.

Een succesvolle herbalancering van de Chinese economie wordt als belangrijk beschouwd voor het waarborgen van een krachtige productiviteitsgroei op middellange termijn. De verschuiving van de resterende arbeidsreserves van de landbouw naar de dienstensector, en van de laagtechnologische export naar uitvoer met een hogere toegevoegde waarde zal de productiviteitsgroei ondersteunen. Deze verschuivingen dienen gepaard te gaan met een duurzame transitie van overheid naar markt en met een liberalisering van de financiële markt, ontwikkelingen die op hun beurt een efficiëntere toewijzing van middelen moeten stimuleren. Indien de herbalancering uitblijft, valt te verwachten dat de productiviteitsstijging gedrukt wordt door een in toenemende mate verkeerde toewijzing van de middelen, terwijl de hoge investeringsquotes de groei steeds minder zullen stimuleren. Dit zal eveneens leiden tot grotere kwetsbaarheden, die het risico op een harde landing vergroten. De zeer hoge investeringsquote in China impliceert evenwel dat een herbalancering naar een op de consumptie berustende groei gepaard zal gaan met een groeivertraging, vooral op korte termijn, aangezien het aantrekken van consumptiegroei geleidelijker zal verlopen. De stimulans voor een krachtiger groei van de consumptie zal moeten komen van een uitbreiding van het sociale vangnet, het wegwerken van discriminerende praktijken tegen binnenlandse migranten (die 1/3 van de totale werkgelegenheid uitmaken) en een sterkere nominale loongroei.

De vertraging van de Chinese economie door de afnemende investeringen beïnvloedt de mondiale economie

**GRAFIEK 5** WERKGELEGENHEIDSAANDEEL PER SECTOR  
(in % van de totale werkgelegenheid)



Bron: CEIC.

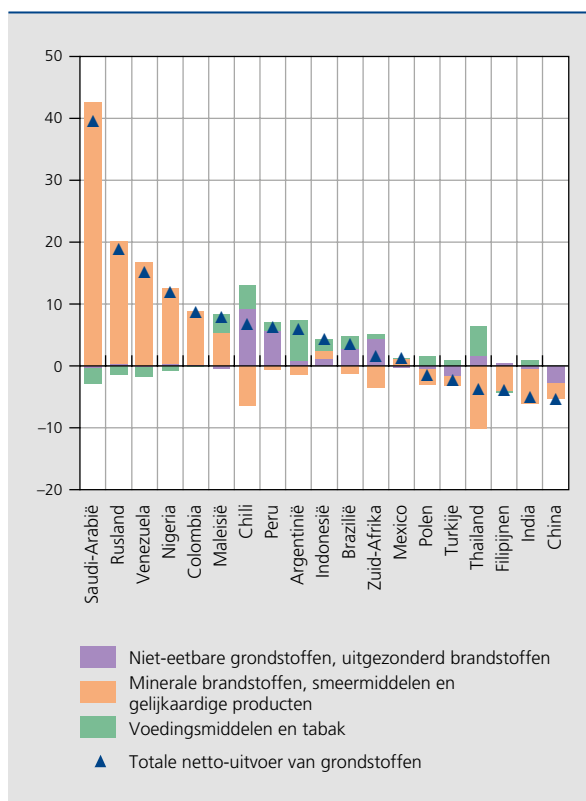
in veel ruimere mate dan alleen via de directe bijdrage tot de wereldgroei. Meer in het bijzonder heeft de daling van de investeringen in de zware industrietakken en de bouwnijverheid bijgedragen tot het einde van de supercyclus van de grondstoffen, zoals in het volgende punt wordt toegelicht. China vertegenwoordigt momenteel meer dan 60 % van de mondiale invoer van mangaan, aluminium en ijzererts (OESO, 2015), hoewel de vraag naar dat laatste product enigszins op peil wordt gehouden door nieuwe projecten voor de aanleg van spoorwegen. Voor koper loopt het Chinese invoeraandeel op tot 40 %. Neerwaartse aanpassingen in de zware industrie beïnvloeden ook de vraag naar energie (olie en steenkool), aangezien deze industrietakken doorgaans erg energieintensief zijn. Het hoeft niet te verbazen dat de grootste blootstellingen ten aanzien van China worden ingenomen door de grondstoffenexporteurs, zoals Nieuw-Zeeland, Australië, Brazilië, Chili, Zuid-Afrika en Indonesië. Ook een aantal Aziatische landen, zoals Vietnam, Thailand, Taiwan en Korea, zijn sterk blootgesteld, door hun uitvoer van consumptiegoederen naar China.

### 3. Het einde van de grondstoffenhausse

De scherpe daling van de grondstoffenprijzen die in de tweede helft van vorig jaar op gang kwam tegen de achtergrond van de vertraging van de Chinese economie, is een belangrijke factor in de economische omgeving voor veel opkomende landen. Terwijl de lagere grondstoffenprijzen een stimulans vormen voor de economie van landen die grondstoffen importeren, zijn de groei-vooruitzichten voor uitvoerders van grondstoffen neerwaarts bijgesteld. Zo heeft het IMF tussen oktober 2014 en april 2015 zijn groeivooruitzichten voor 2015 met gemiddeld 1,7 procentpunt teruggeschoefd voor de opkomende landen die sterk afhankelijk zijn van de grondstoffenuitvoer (zie de landen in grafiek 6). Hoewel er ook aanzienlijke dalingen werden opgetekend in de prijzen van voedingsmiddelen en industriële grondstoffen, liepen de olieprijsen het sterkst terug, namelijk met meer dan 55 % sedert juli 2014. Voedingsmiddelen en industriële grondstoffen werden beiden ongeveer 25 % goedkoper tijdens dezelfde periode. In het vervolg van deze paragraaf wordt nader ingegaan op de effecten van de dalende olieprijsen.

De scherpe daling van de olieprijsen heeft een rechtstreekse impact op de groei in de olie-exporterende landen, aangezien deze laatste geconfronteerd worden met een negatieve ruilvoetschok. Grafiek 6 illustreert dat de olie-uitvoer in veel opkomende markteconomieën een significant aandeel van het bbp vertegenwoordigt. In de

**GRAFIEK 6** NETTO-UITVOER VAN GRONDSTOFFEN IN EEN SELECTIE VAN OPKOMENDE LANDEN  
(netto-uitvoer in verhouding tot het bbp van 2014, in %)



Bronnen: UN Comtrade, IMF.

landen waarin de inkomsten uit de olie-uitvoer nagenoeg volledig toekomen aan de overheid, zoals bijvoorbeeld in het Midden-Oosten, zijn de gevolgen ook op budgettaire vlak voelbaar. De afnemende inkomsten uit de uitvoer en voor de begroting werken op hun beurt door in de investeringen. Netto-importeurs van olie zien hun ruilvoet daarentegen verbeteren. De gunstige effecten van de goedkopere olie op de huishoudens en de bedrijven in deze landen variëren evenwel met de mate van doorwerking in de prijzen. In veel opkomende landen beperken administratieve controles op de energieprijzen immers de transmissie naar de eindgebruikers en derhalve de positieve effecten op de vraag. Naarmate de lagere olieprijsen doorwerken in de binnenlandse prijzen zullen de huishoudens hun beschikbaar inkomen zien toenemen, terwijl de kosten voor de bedrijven afnemen, wat hun winsten en investeringen opdrijft.

Zowel aanbod- als vraagfactoren hebben een rol gespeeld in de daling van de olieprijsen. De mondiale vraag naar olie is in aanzienlijke mate teruggelopen wegens de geringere vraag vanuit de belangrijkste opkomende economieën.



Aan de andere kant is het aanbod de afgelopen jaren gestaag toegenomen als gevolg van de stijging van de productie van niet-conventionele olie in de Verenigde Staten, het besluit van de OPEC van november 2014 om de productie niet dienovereenkomstig te verlagen en het sneller dan verwachte herstel van de olieproductie in landen als Irak en Libië.

Hoewel de vooruitzichten voor de prijzen van olie en andere grondstoffen inherent zeer onzeker zijn, zal een aanzienlijk gedeelte van de recente prijsdaling naar verwachting een ruime duurzame component hebben. Enerzijds drukt de recente relatieve zwakte van de opkomende landen de vraag naar grondstoffen, en zal ze dat wellicht blijven doen, terwijl de vraag zich in vele delen van de wereld langzaam zal herstellen naarmate de mondiale economische bedrijvigheid opnieuw opleeft. De historische stijging van de grondstoffenprijzen in de jaren 2000 was immers grotendeels toe te schrijven aan de aanzienlijke stijging van de vraag vanuit snel groeiende opkomende landen, in het bijzonder vanuit China. Hoewel de olieproductie naar verwachting zal dalen als gevolg van teruglopende investeringen, zal die aanpassing anderzijds enige tijd in

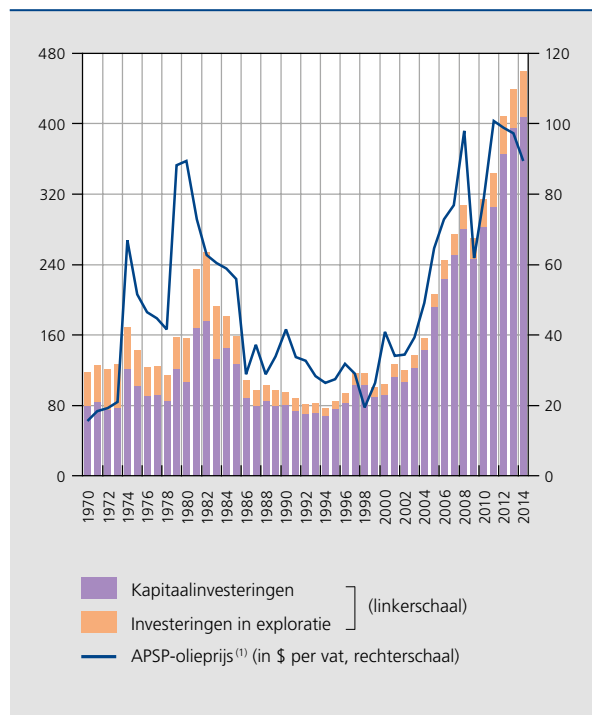
beslag nemen, gelet op de grote bestaande capaciteit. Het Internationaal Energieagentschap verwacht dan ook dat er gedurende 2016 een overschot op de oliemarkt zal blijven bestaan. De olieprijs zullen met andere woorden wellicht opnieuw toenemen, maar slechts geleidelijk.

Terwijl de lagere olieprijs de groei in de olie-exporterende landen reeds negatief beïnvloeden, treft een daling van de olieprijs gedurende een langere periode ook de investeringen in de olie-exploratie en ontwikkeling, en heeft ze als dusdanig voor de olie-exporteurs ook gevolgen voor de potentiële productie en de groeivoorzichten op langere termijn. Historisch gezien bestaat er een sterke correlatie tussen het verloop van de olieprijs en de mondiale investeringen in olie, zoals blijkt uit grafiek 7. De investeringen in olie worden immers al aangepast aan een omgeving van lagere olieprijs; grote oliebedrijven schroeven naar verluidt hun investeringsprojecten terug. Dit bevestigt de ramingen van het IMF (2015d) op basis van historische gegevens, die aangeven dat het effect van lagere olieprijs op de investeringen gemiddeld binnen het jaar merkbaar wordt.

De volatiliteit van de olieprijs is eveneens toegenomen, als gevolg van onzekere factoren die de prijzen zowel op- als neerwaarts kunnen beïnvloeden. De onzekerheid houdt onder meer verband met toegenomen geopolitieke spanningen in landen als Irak en Libië, de mogelijke effecten van het nucleair akkoord met Iran, de productiestrategie van de OPEC, de toekomstige energie-efficiëntie en de vervanging van olie door andere energiebronnen. Grotere onzekerheid over het toekomstig verloop van de olieprijs kan de groei van de investeringen in de oliesector verder terugdringen en zou zelfs een rem kunnen zetten op de stijging van de investeringen in niet-oliesectoren die intensief gebruik maken van olie. Het effect van de onzekerheid wordt versterkt door de grotendeels onomkeerbare aard van de investeringen, in het bijzonder in de conventionele oliesector (IMF, 2015d).

In de olie-exporterende landen waarin de olie-inkomsten grotendeels toekomen aan de overheid, zijn de budgettaire gevolgen aanzienlijk, wat de regeringen ertoe aanzet te snoeien in de uitgaven. De aanzienlijke buffers die werden opgebouwd tijdens de jaren van de hausse zouden de overheden in veel olie-exporterende landen in staat moeten stellen scherpe dalingen van de investeringen te vermijden en zo het effect op de groei op langere termijn te beperken. Landen die geen toereikende buffers ter beschikking hebben zullen de uitgaven sneller moeten aanpassen. Meer in het bijzonder zijn de break-evenprijzen voor olie significant toegenomen in de olie-exporterende landen waarin de overheidsontvangsten gebruikt werden voor de betaling van grote uitgavenstijgingen toen de

**GRAFIEK 7** MONDIALE INVESTERINGEN IN OLIE EN OLIEPRIJZEN  
(in miljarden constante VS-dollars (2010), tenzij anders vermeld)



Bronnen: IMF April 2015 World Economic Outlook.

(1) APSP: average petroleum spot price; gemiddelde van UK Brent, Dubai en West Texas Intermediate, gelijk gewogen.



olieprijzen hoog waren en in stijgende lijn gingen. Voor die landen kan de huidige daling van de olieprijs een aanzet zijn om de noodzakelijke hervormingen ten uitvoer te leggen. Teneinde hun weerstandsvermogen tegen schokken te vergroten, zouden de landen die sterk afhankelijk zijn van de uitvoer van olie of andere grondstoffen meer bepaald baat hebben bij structurele hervormingen om hun inkomstengrondslag te diversifiëren naar andere, stabielere inkomstenbronnen. Om het effect van een daling van de olieprijs op hun economieën te beperken, zouden deze landen er met name goed aan doen de sectorale samenstelling van de groei te diversifiëren en te investeren in groeibevorderende activiteiten, zoals onderwijs, gezondheid en infrastructuur.

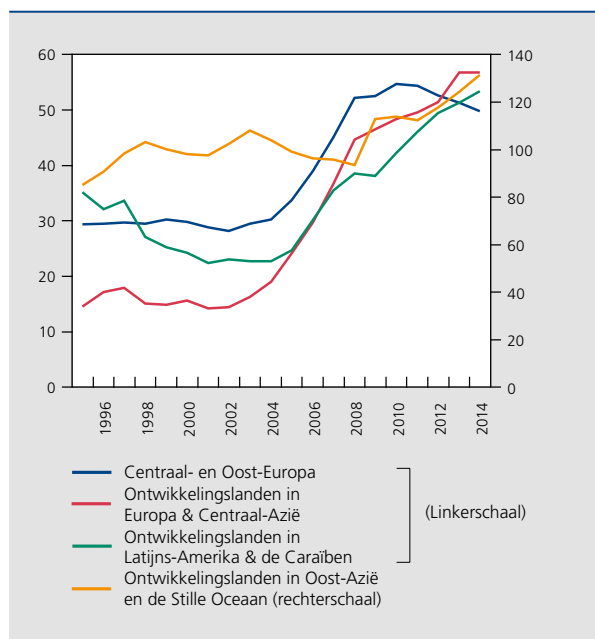
#### 4. Leverage

Leverage is een andere factor die de groei in de opkomende economieën beïnvloedt. In de periode vóór de crisis was krediet wereldwijd sterk toegenomen, ook in tal van opkomende economieën (zie grafiek 8). Terwijl de financiële crisis de kredietgroei tijdelijk afremde, bleef deze laatste nadien in tal van regio's aantrekken, vooral in Azië. De kapitaalstromen naar de opkomende landen werden in feite geschaagd door een langdurige periode van lage rentetarieven in de nasleep van de crisis en door

de zoektocht van beleggers naar rendement, waardoor de financieringskosten terugliepen.

Toch vertoont de toename van krediet aan de private sector in Centraal- en Oost-Europa sedert de crisis niet de robuuste opwaartse tendens van tevoren. Terwijl de kredietverlening in deze regio in de jaren 2000 opmerkelijk was toegenomen – in hoge mate onder impuls van grensoverschrijdende leningen van West-Europese banken –, zorgde de financiële crisis voor een plotselinge stopzetting van de externe financiering en ging de binnenlandse kredietgroei scherp vertragen ten opzichte van zijn peilniveaus van vóór de crisis. In combinatie met hogere risicopremies maakten dalende inkomens en teruglopende activaprijzen, in het bijzonder het uiteenspatten van de vastgoedzeepbel, een zware particuliere schuld onhoudbaar. In verscheidene landen werd de excessieve schuldenlast bovendien nog verergerd door een depreciatie van de wisselkoers, aangezien de leningen aan bedrijven en huishoudens overwegend in vreemde valuta luiden. De huishoudens en de bedrijven schroefden hun kredietnemingen terug in een poging hun balansen te saneren. Aangezien de kredietverstrekking tot stilstand kwam, kelderden de investeringen over de hele regio en sedertdien blijven ze futloos (zie grafiek 9). Terwijl deze ontwikkelingen de regio in een diepe recessie hebben doen belanden, heeft het feit dat de investeringen niet opveren, vooral dan de productieve bedrijfsinvesteringen, ook een impact op de groeivoorzichten van de regio op langere termijn.

**GRAFIEK 8** BINNENLANDSE KREDIETVERSTREKKING AAN DE PRIVATE SECTOR  
(in % bbp)

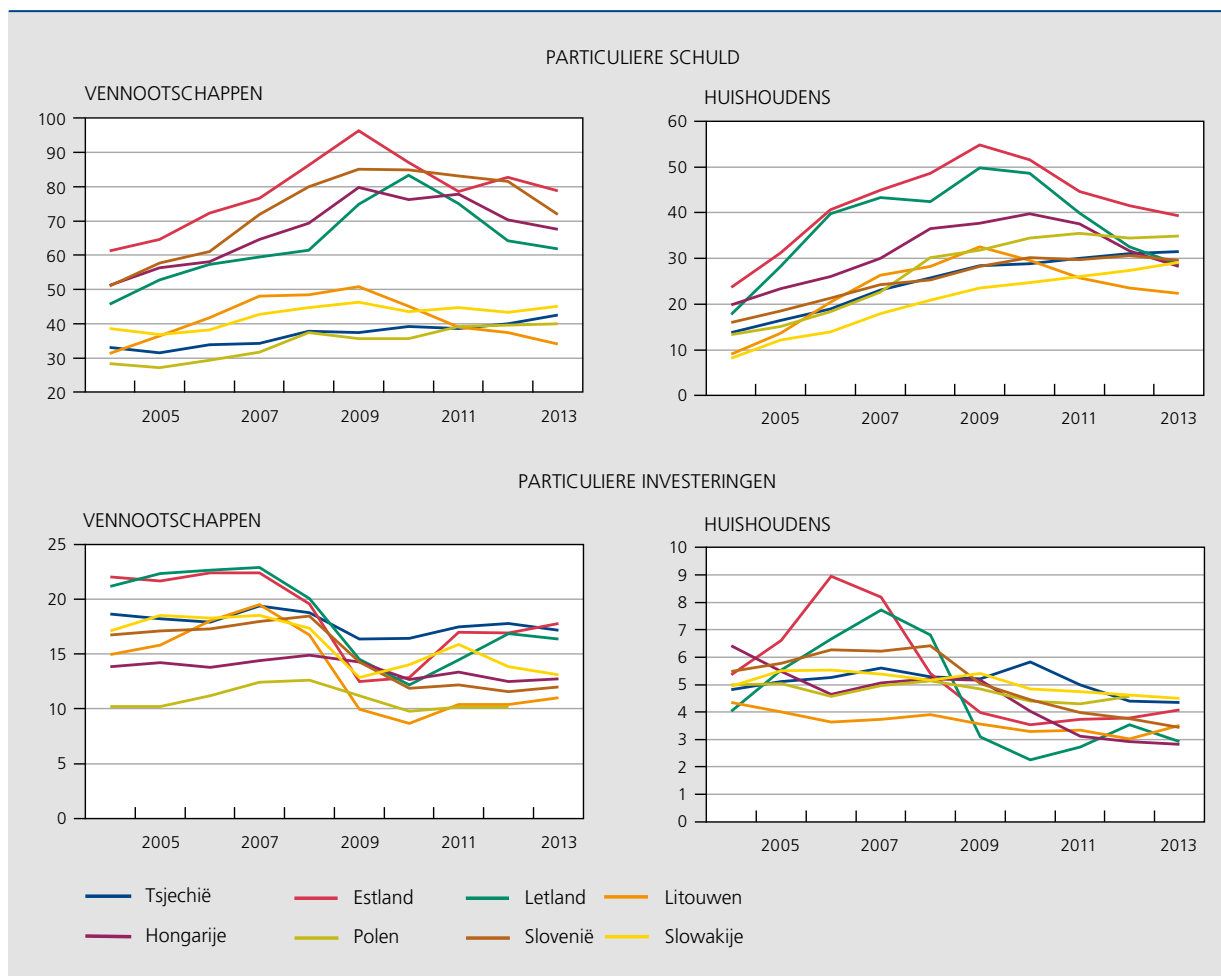


Bron: Wereldbank.

Er bestaan echter grote verschillen tussen de landen van deze regio. Algemeen beschouwd, is de schuld sedert de crisis het sterkst gereduceerd in de landen waar in de periode vóór de crisis de leverage het sterkst opliep, bijvoorbeeld in de Baltische staten of Hongarije. Terwijl de Baltische staten sedert het begin van de crisis ook hun investeringen het scherpst hebben zien teruglopen, waren het zij die de eerste tekenen vertoonden van herstellende investeringen in vaste activa. In dat opzicht voeren sommigen aan dat de Baltische staten zich sneller konden aanpassen vanwege hun flexibeler instellingen en hun intense handels- en financiële betrekkingen met landen die minder zwaar door de crisis waren getroffen, zoals de noordse landen (IMF, 2015b). In de meeste andere landen uit de regio blijven de investeringen futloos.

Het geleidelijk herstel van deze regio in de nasleep van de crisis verliep grotendeels kredietloos, met zowel aan de vraag- als aan de aanbodzijde beperkende factoren die de kredietgroei afremden. De vertraging in de kredietvraag en de investeringen is deels een natuurlijk gevolg van de algemene verzwakking van de totale vraag in de economie na de crisis. Toch getuigt het kredietloos herstel ook van meer structurele problemen waarmee de regio wordt geconfronteerd, zo zal immers de excessieve

**GRAFIEK 9** SCHULD EN INVESTERINGEN VAN DE PRIVATE SECTOR IN EEN AANTAL CENTRAAL- EN OOSTEUROPESE LANDEN  
(in % bbp)



Bron: Eurostat.

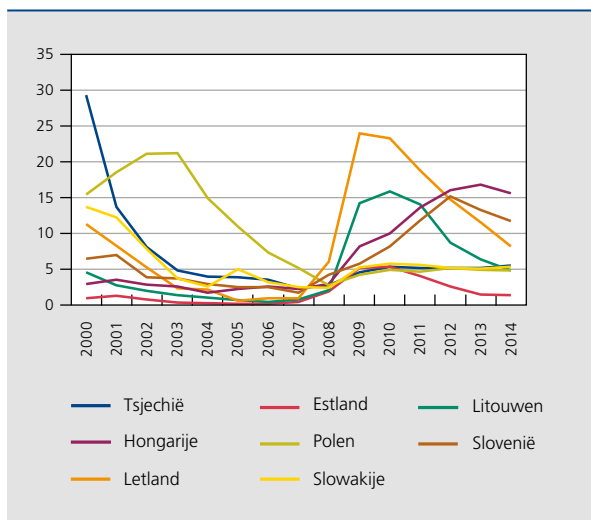
schuldoopbouw van de private sector tevens zowel de vraag naar krediet als de investeringen nog enige tijd blijven drukken. Banken van hun kant verstrekken geen krediet. De verslechtering van het extern financieringsklimaat<sup>(1)</sup>, maar ook de slechte portefeuillekwaliteit – in sommige landen hebben de banken nog steeds een groot aantal probleemleningen op hun balansen (zie grafiek 10) – en de povere winstgevendheid zorgen ervoor dat de banken hun kredietverstrekking niet echt kunnen en willen hervatten.

Het feit dat structurele factoren een rol spelen in het afremmen van de investeringen, bemoeilijkt de

beleidsvoering. De versoepeling van de monetaire voorwaarden, bijvoorbeeld, zal niet noodzakelijk aanleiding geven tot meer kredietnemingen aangezien de huishoudens en de bedrijven gefocust zijn op deleveraging en de banken te kampen hebben met diverse beperkingen. De regio zou baat hebben bij afschrijvingen van probleemleningen en bij maatregelen die het insolventiekader efficiënter maken. Op dit ogenblik wordt de insolventiewetgeving voor bedrijven in tal van Centraal- en Oost-Europese landen als zwak beschouwd, terwijl insolventieregelingen voor particulieren soms niet voorhanden zijn (World Bank Doing Business, 2014). Aangezien in tal van Centraal- en Oost-Europese landen het aantal insolventies na de crisis fors is opgelopen, zijn verscheidene landen inmiddels wel begonnen met het hervormen of verfijnen van hun insolventieregelgeving. In sommige van de zwaarst getroffen landen intervenieerde de overheid ook rechtstreeks om de problemen in verband met het hoge schuldniveau van de

(1) Bij het 'Vienna initiative', dat in januari 2009 werd gelanceerd, waren alle relevante overheids- en private stakeholders betrokken van in de EU gevestigde grensoverschrijdende banken die actief zijn in opkomend Europa teneinde een forum aan te reiken voor besluitvorming en coördinatie. Bedoeling was het helpen voorkomen van een massale en plotselinge deleveraging door grensoverschrijdende bankgroepen in opkomend Europa.

**GRAFIEK 10** PROBLEMLENINGEN VAN DE BANKEN TEN OPZICHTE VAN DE TOTALE BRUTOLENINGEN (in %)



Bron: Wereldbank.

private sector aan te pakken. Hongarije is in dat opzicht wellicht een van de duidelijkste voorbeelden. Om het aantal in vreemde valuta luidende leningen aan huishoudens terug te dringen, heeft de Hongaarse regering wetgeving goedgekeurd (met ingang van 1 februari 2015) krachtens welke alle in vreemde valuta luidende hypotheekleningen – goed voor bijna 70% van de portefeuille retailkredieten – omgezet werden in leningen in Hongaarse forint. De regering had reeds eerder verscheidene ondersteuningsprogramma's gelanceerd om de problemen van de in vreemde valuta luidende leningen aan te pakken, maar die programma's bereikten in onvoldoende mate de meest kwetsbare debiteuren en verhoogden in aanzienlijke mate de moral hazard.

Er zij tot slot aan herinnerd dat de uitdaging van de deleveraging bemoeilijkt wordt door andere problemen waarmee de opkomende landen meer algemeen worden geconfronteerd. Om te beginnen, zijn de balansen van de overheidssector, de bancaire sector en de niet-financiële private sector van de opkomende landen het afgelopen decennium sterker geïntegreerd, wat het probleem en de omvang van de deleveraging vergroot. In dat opzicht merkt het IMF op dat het grootschalig herstel van de bedrijfsbalansen de inspanningen van de huishoudens inzake deleveraging compliceert, met negatieve feedbackeffecten op de bedrijven. Wanneer de bedrijven hun investeringen verlagen en werknemers ontslaan, drukken ze het inkomen van de huishoudens, waardoor de schulddispositie van de huishoudens verder verzwakt. Dit remt de consumptie af, wat op zijn beurt de balansen

van de bedrijven verzwakt. Indien zowel de bedrijven als de huishoudens een hoog schuldniveau hebben, zoals in Centraal- en Oost-Europa, is de situatie zelfs nog pijnlijker. Zoals in hoofdstuk 7 van dit artikel wordt aangetoond, kan voorts ook een ongunstige demografische tendens de groei vertragen, waardoor het nog moeilijker wordt om aan de negatieve schulddynamiek te ontsnappen. Ten slotte bestaat het risico van een vicieuze cirkel tussen excessieve schuldenlast en schuldafbouw: excessieve schuldopbouw impliceert tragere groei, wat deleveraging moeilijker maakt en zijn weerslag vindt in een constant trage groei. Structurele hervormingen zijn van cruciaal belang om uit deze vicieuze cirkel te ontsnappen.

Ondanks de specifieke kenmerken van de op- en neergang van de kredietcyclus in Centraal- en Oost-Europa, zouden ook opkomende economieën in andere regio's zich voor soortgelijke uitdagingen geplaatst kunnen zien. Verkrappende externe financieringsvoorwaarden en een tragere binnenlandse groei zouden kwetsbaarheden aan het licht kunnen brengen die werden opgebouwd in de opkomende landen waar de schuld de afgelopen jaren is blijven oplopen. Zoals blijkt uit grafiek 8 hebben andere opkomende regio's, in het bijzonder Azië, na de financiële crisis de kredietverlening constant zien toenemen, voor een deel als gevolg van de opleving van de kapitaalinvloer in de periode 2010-2012. De grootste opkomende markteconomieën (Brazilië, China, India en Rusland) blijken echter het laatste stadium van de kredietcyclus te hebben bereikt; dat stadium wordt gekenmerkt door een afnemende activakwaliteit, een toegenomen leverage en activaprijzen die hun hoogtepunt hebben bereikt (IMF, 2014c).

## 5. Mondiale waardeketens

Sommigen voeren aan dat een van de factoren die bijdragen aan de groeivertraging in de opkomende economieën het veranderend patroon van de mondiale waardeketens (MWK) is. Het begrip 'mondiale waardeketens' verwijst naar de uitsplitsing van de productie van goederen en diensten in onderling met elkaar verbonden productiestadia die gespreid zijn over verschillende entiteiten en in toenemende mate over de internationale grenzen heen teneinde de verschillen in comparatieve voordelen tussen de landen te optimaliseren. De sedert het einde van de jaren tachtig opgetekende snelle groei en complexiteit van de internationale MWK werd vergemakkelijkt door technologische ontwikkelingen, dalende transportkosten en de afbouw van de handelsbelemmeringen.

Als een land deelneemt aan de MWK kan het zich specialiseren in productietaken en onderdelen van goederen

en diensten in plaats van in afgewerkte producten. Deze meer verfijnde specialisatie in productietaken maakt dat de productiviteitseffecten in exportbedrijven en sectoren sterker zijn dan bij de specialisatie in afgewerkte producten. Deelname aan de MWK biedt lage- en middeninkomenslanden bovendien de mogelijkheid de stap te zetten naar industrieën met een hoger technologiegehalte dankzij hun specialisatie in laaggeschoolde taken zoals assemblage en aldus profijt te trekken van schaalvoordelen via de handel alsook van een grotere diversifiëring.

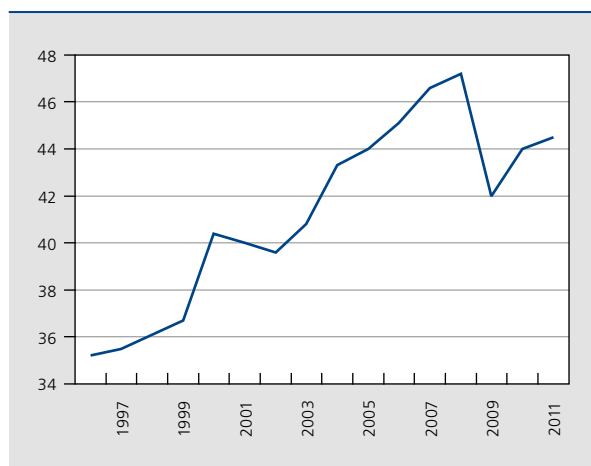
Tussen de regio's en de landen bestaan er grote verschillen wat de mate betreft waarin zij aan de MWK deelnemen. Die verschillen hebben in hoge mate betrekking op structurele kenmerken. In een empirische studie over de ontwikkelingslanden zijn Kowalski e.a. (2015) tot de bevinding gekomen dat de volgende factoren bepalend zijn voor deelname aan de MWK: (1) de marktomvang; (2) het ontwikkelingsniveau, (3) de industriële structuur (een ruimer aandeel van de verwerkende nijverheid is een troef), en (4) de locatie aangezien de MWK georganiseerd worden rond grote verwerkende centra zodat het loont zich zo dicht mogelijk in de buurt te bevinden van de belangrijkste verwerkende centra in Noord-Amerika, Europa en Azië. Dientengevolge hadden Zuidoost-Azië, opkomend Europa en Mexico er het meest baat bij zich te integreren in de MWK die georganiseerd zijn rond de centrale centra van respectievelijk China, Duitsland en Noord-Amerika. Bovendien kunnen ook het handelsbeleid en andere beleidsaspecten een belangrijke rol spelen, in het bijzonder lage invoertarieven (zowel binnenlands als op de uitvoermarkten), het sluiten van regionale

handelsakkoorden, openstelling voor inwaartse buitenlandse directe investeringen, logistiek potentieel en de kwaliteit van de infrastructuur en de instellingen.

De ontwikkeling van de MWK heeft de groei van de handel de afgelopen twintig jaar een zetje gegeven. De toenemende internationale fragmentatie van de productie heeft geresulteerd in een uitbreiding van de heen-en-weerhandel in componenten en onderdelen voor verwerking en wederuitvoer, wat de wereldhandel in de periode vóór de crisis elastischer maakte t.a.v. het bbp vanwege het verschil in maatstaf. De handel wordt gewoonlijk immers in brutotermen gemeten, terwijl het bbp gemeten wordt in termen van toegevoegde waarde. De brutohandel groeide ook sneller dan zijn toegevoegde waarde-equivalent, waarbij de 'dubbeltelling' van de bij de productie voor de export gebruikte ingevoerde inputs wordt weggefilterd. De kloof tussen de 'bruto'- en de 'toegevoegde waarde'-metingen van de handel zou het niveau van de geoutsourcete inputs in de totale wereldhandel moeten weergeven; ze kan derhalve worden gebruikt als een proxy voor het meten van de MWK-gerelateerde component van de handel (Borin en Mancini, 2015; Constantinesu, Mattoo en Ruta, 2015). Grafiek 11 toont het verloop van de ratio tussen de MWK-gerelateerde handel en de brutohandel: een stijging die overeenstemt met een expansie van de internationale MWK en omgekeerd.

Het aandeel van de MWK-handel in de totale handel groeide van 36% in 1996 tot 47% in 2008, met een tijdelijke lichte ommekeer tijdens de crisisjaren 2001 en 2002. Tijdens de wereldwijde financiële crisis kromp dat aandeel plots, wat erop wees dat de internationale aanbodketens als gevolg van de crisis werden onderbroken. De MWK-gerelateerde handel heeft tot dusver nog niet opnieuw zijn waarde van vóór de crisis bereikt. Dat is één van de aanwijzingen dat het proces van de internationale productiefragmentatie vertraagd of omgeslagen kan zijn. Verder bewijs wordt geleverd door de elasticiteit van de handel. Diverse internationale organisaties hebben immers opgemerkt dat die elasticiteit sedert de wereldwijde financiële crisis afgenomen is. Op basis van kwartaalgegevens heeft de ECB (2015) de verhouding tussen de groei van de internationale handel en de mondiale bbp-groei op 2,2 geraamd voor de periode 1995K2 tot 2007K4, en op 1,1 voor de periode 2011K3 tot 2014K3. Evenzo hebben Borin en Mancini (2015) de gemiddelde elasticiteit van de wereldhandel berekend op basis van jaargegevens voor de periodes 1996-2000, 2001-2005 en 2006-2011; hun resultaten waren respectievelijk 2,06, 1,45 en 1,13. Vervolgens werd de elasticiteit in elke periode uitgesplitst in, enerzijds, een component betreffende de bijdrage van de MWK aan de handel en, anderzijds,

**GRAFIEK 11** AANDEEL VAN DE MWK-GERELATEERDE HANDEL IN DE WERELDHANDEL (in %)



Bron: Borin en Mancini (2015) op basis van de TiVA (Trade in value added)-gegevensbank van de OESO-WHO.

een restcomponent. Bleek dat de elasticiteit van de MWK-gerelateerde handel in de drie opeenvolgende periodes afgenomen was van 0,45 tot 0,33 en verder tot 0,04. Dhyne en Duprez (2015), ten slotte, hebben de lengte van de productieketens gemeten voor België, de geavanceerde economieën en de opkomende economieën afzonderlijk. De afgelopen jaren zouden de productieketens verkort zijn, wat vooral een impact had op de opkomende economieën.

De afvlakkende expansie van de MWK zou deels te maken kunnen hebben met de veranderende patronen in de Chinese handel. China's opkomst als belangrijk exportland is spectaculair: zijn marktaandeel bij de uitvoer is vergroot van 2 % in 1990 tot 13 % in 2013. China werd snel de assemblagelijns van de Aziatische waardeketen, waarbij het componenten en diensten invoerde uit Japan, Korea, Taiwan, Thailand, Maleisië en, meer recentelijk, Vietnam en Cambodja. De ingevoerde componenten bevatten op hun beurt in derde landen geproduceerde toegevoegde waarde. Maar in de loop van de jaren 2000 slaagde China erin zijn export op een hoger peil te brengen en verwierf het een steeds groter aandeel van de toegevoegde waarde in de MWK, zoals bleek uit het slinkende aandeel van de invoer van componenten en onderdelen in China's uitvoer van handelswaar van zijn hoogtepunt van 60 % medio jaren negentig tot zijn huidig niveau van ongeveer 35 % (Constantinescu, Mattoo en Ruta, 2015). China's veranderende handelsspecialisatie biedt zowel opportuniteiten als uitdagingen. Het feit dat China geleidelijk minder arbeidsintensieve goederen produceert, bijvoorbeeld kleding, heeft reeds kansen gecreëerd voor de Aziatische lage-inkomenslanden (bijvoorbeeld Bangladesh, Vietnam, Cambodja). Zijn invoervervangende strategieën beperken echter ook de opportuniteiten voor andere middeninkomenslanden met soortgelijke specialisaties.

Indien in sommige opkomende economieën de expansie van de MWK-integratie gepaard gaat met betere resultaten inzake productiviteit, zal die stimulus voor de productiviteit, algemeen beschouwd, wellicht verdwijnen naarmate de MWK stagneren, in het bijzonder in de opkomende economieën die zich weliswaar met succes in de waardeketens hebben geïntegreerd, maar die het moeilijker hebben om in die waardeketen vooruit te komen.

## 6. De middeninkomensval

De vertraging die op dit ogenblik in tal van opkomende landen merkbaar is, is in feite een in de economische geschiedenis terugkerend verschijnsel. De internationale ervaring over een langere periode leert immers dat het vrij gebruikelijk is dat opkomende en ontwikkelingslanden,

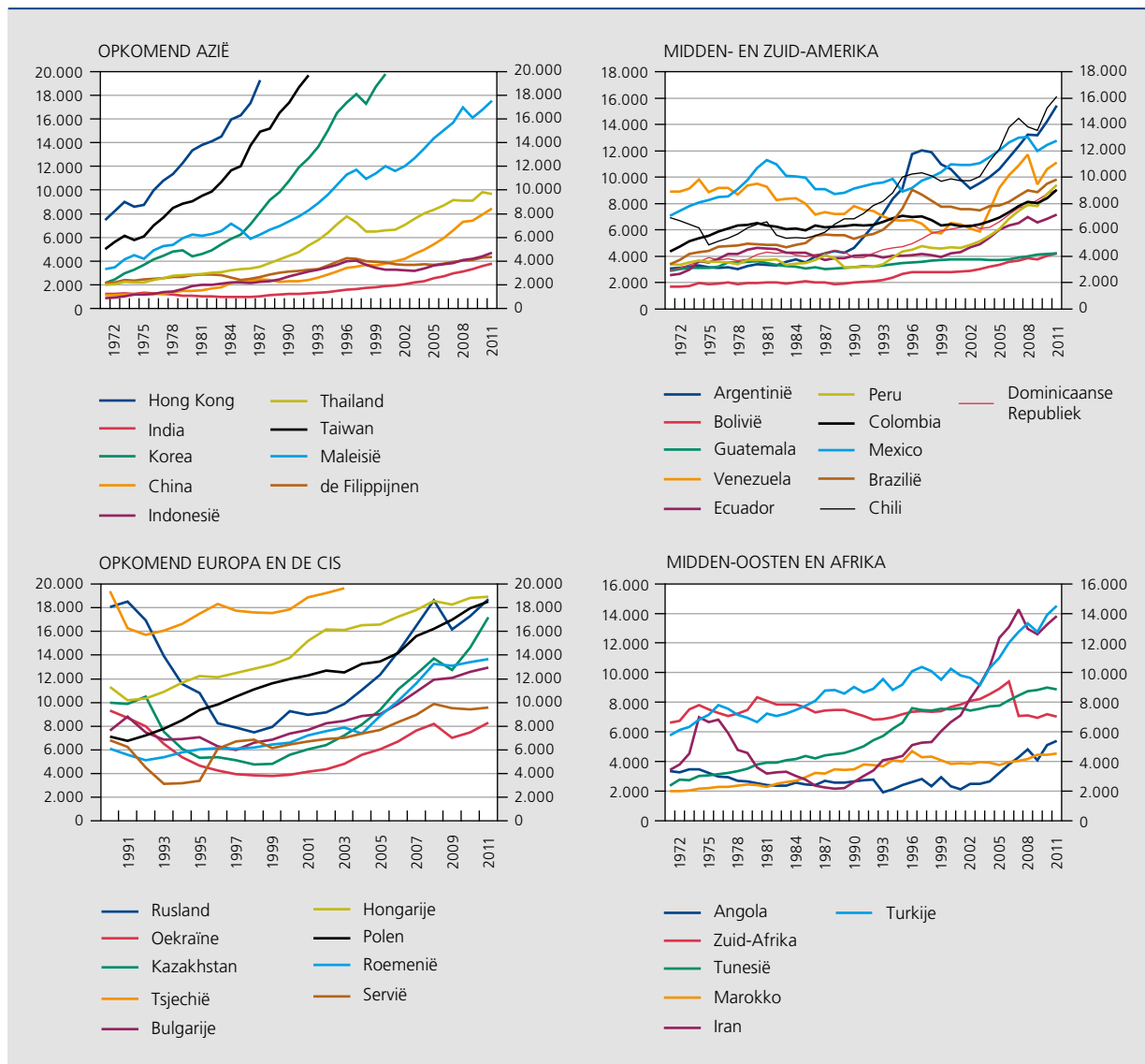
na verscheidene jaren van robuuste groei, gedurende lange tijd een trage groei laten optekenen. Dit verschijnsel kan zich voordoen op verschillende inkomensniveaus per hoofd van de bevolking, maar het komt het vaakst voor in de middeninkomenslanden (in Aiyar e.a. (2013) gedefinieerd als de landen met een in koopkrachtpariteiten uitgedrukt inkomen per hoofd van de bevolking van \$ 2 000-\$ 15 000). Die landen slagen er bijgevolg niet in gedurende een voldoende lange periode hun inkomen per hoofd van de bevolking onafgebroken te verbeteren opdat ze zouden kunnen toetreden tot de selecte club van hoge-inkomenslanden. In plaats daarvan stagneert of daalt hun inkomensniveau per hoofd van de bevolking, waardoor ze gedurende een lange periode in de middeninkomensgroep blijven vastzitten. Naar dit verschijnsel wordt gewoonlijk gerefereerd als de middeninkomensval.

Groeivertragingen in de middeninkomenslanden worden vaak geassocieerd met een verzwakkende of zelfs negatieve productiviteitsgroei (OESO 2014, Ferranini, Zweglich en Hummels 2012). Tijdens de overgang van een lage-inkomens- naar een middeninkomenseconomie wordt de productiviteit in feite gestimuleerd door een verschuiving van de arbeid van lagere naar hogere productiviteitssectoren (bijvoorbeeld van de landbouw naar de verwerkende nijverheid of de diensten, van het platteland naar de stedelijke gebieden). Die verschuiving blijft in de middeninkomenslanden een belangrijke factor zolang de arbeidsreserves blijven bestaan (bijvoorbeeld in India en Indonesië). Tijdens die beginfase trekken de ontwikkelingslanden tevens profijt van de lage arbeidskosten die een door buitenlandse investeringen gestuurde ontwikkeling van de exportindustrieën op gang brengen en tevens zorgen voor een snelle kapitaalvorming en voor technologieoverdrachten. Maar op een bepaald ogenblik gaan die stuwende krachten verzwakken en wordt arbeid duurder, wat impliceert dat steeds meer moet worden gefocust op productiviteitswinsten binnen de sectoren, winsten die het resultaat zijn van verschuivingen naar een productie met een hogere toegevoegde waarde via innovatie en industriële upgrading. Heel wat landen vinden dit veel moeilijker te verwezenlijken, wat verklaart waarom ze in de middeninkomensval blijven steken.

Grafiek 12 toont de ervaring van verscheidene grote opkomende economieën in alle hoeken van de wereld tijdens de periode 1971-2011 (1990-2011 voor opkomend Europa en de CIS). De landen die deel uitmaken van het staal zijn landen met een bevolking van ten minste 10 miljoen in 2011 (7,5 miljoen voor opkomend Europa), die voor ten minste een gedeelte van de beschouwde periode een in koopkrachtpariteiten uitgedrukt reëel bbp per hoofd van de bevolking hadden tussen \$ 2 000 en \$ 15 000.

**GRAFIEK 12 HISTORISCHE GEGEVENS M.B.T. DE MIDDENINKOMENSVAL**

(reële bbp per hoofd van de bevolking in koopkrachtpariteit<sup>(1)</sup>, 2005 \$, aaneengeschakeld)



Bronnen: Penn World Tables 8.1, eigen berekeningen.

(1) Koopkrachtpariteit wordt gewoonlijk gebruikt om de levensstandaard in diverse landen te vergelijken. De koopkrachtpariteit wordt samengesteld door het International Comparisons Program (ICP). Om te zorgen voor de vergelijkbaarheid in de tijd, wordt gekozen voor een maatstaf van het reële bbp (uitgavenbenadering), waarbij prijzen worden gehanteerd die in de loop van de tijd constant zijn en in alle landen gelden. Bij de berekeningen wordt gebruik gemaakt van de reële bbp-reeks uit de nationale rekeningen en de ICP-maatstaven van verscheidene jaren (2005 is het meest recente referentiejaar).

Zoals uit de grafiek blijkt, zijn enkele landen na 1971 overgegaan van de middeninkomenscategorie naar de hoge-inkomenscategorie. Dat was het geval voor de eerste golf van Aziatische tijgers (Taiwan, Korea en Hong Kong), alsook Tsjechië, en meer recentelijk Hongarije, Polen en Maleisië. Het succes van de Oost-Europese landen kan worden toegeschreven aan de toetreding tot de EU, die reële convergentie in de hand werkte via een krachtige productiviteitsgroei. De landen uit Midden- en Zuid-Amerika, het Midden-Oosten en Afrika, daarentegen, alsook de late starters uit Oost-Europa en de CIS

lieten geringere verbeteringen van hun levensstandaard optekenen en bleven in de middeninkomenscategorie.

Qua resultaten zijn de opkomende landen in Azië een heterogene groep. Misschien op Maleisië na, evenaarde de tweede golf van Aziatische tijgers (Thailand, de Filippijnen, Indonesië) niet de successen van de eerste golf. Korea, Taiwan, Thailand en Maleisië konden allen terugvallen op multinationale ondernemingen om hun exportindustrieën te ontwikkelen en bij te dragen aan de toenemende complexiteit van hun export via de overdracht van technologie,

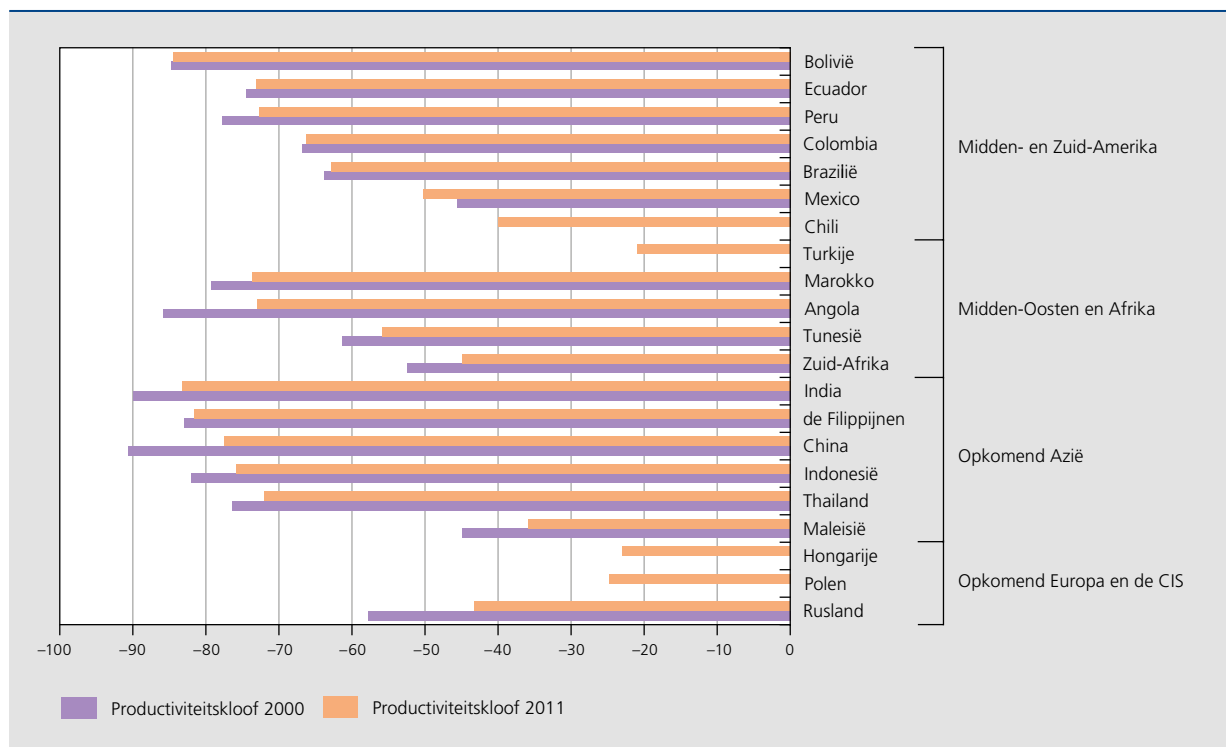
maar Korea en Taiwan hadden meer succes bij het opzetten van lokale technologiebedrijven die een instrumentele rol speelden bij de binnenlandse verspreiding van technologieën (Cherif en Hasanov, 2015). De resultaten van China waren indrukwekkend en waren vergelijkbaar met de eerdere Aziatische succesverhalen, maar het blijft nog steeds een middeninkomensland. Zoals in het tweede punt werd aangegeven, biedt een succesvolle herbalancerings van de Chinese economie de beste vooruitzichten voor een krachtige productiviteitsgroei op de middellange termijn, die noodzakelijk (hoewel misschien niet toereikend) lijkt om de middeninkomensval te vermijden. India is de jongste nieuwkomer in de middeninkomensgroep en zijn start is niet zo spectaculair als die van China.

Opkomend Europa en de CIS-landen volgen een soortgelijk groeipad dat kenmerkend is voor landen die in 1990 een bigbangovergang maakten van een centrale plan economie naar een markteconomie. Dat veroorzaakte een onmiddellijke daling van de levensstandaard in de beginjaren van de economische herstructurering, die geleidelijk weer herwonnen werd toen de groei weer aantrok. Die landen profiteerden ook in verschillende mate van een productiviteitshausse gerelateerd aan hun integratie in het wereldhandelssysteem, het sluiten van onproductieve

overheidsbedrijven, het overnemen van Westerse technologieën en de liberalisering van de financiële markten. Dat laatste leidde echter tot excessen, zoals weerspiegeld werd in de Russische crisis van 1998 en meer recentelijk in het uiteenspannen van de kredietcyclus in sommige van die landen (zie punt 4).

Ten slotte dient ook te worden aangestipt dat vele landen uit het staal grote olie- en grondstoffenexporteurs zijn. Dat is het geval voor alle landen in Midden- en Zuid-Amerika en in de CIS, alsook voor Indonesië, Maleisië, Zuid-Afrika, Angola en Iran. De in het laatste decennium opgetekende verbeteringen van de levensstandaard houden verband met de hausse van de olie- en grondstoffenprijzen, die nu afgelopen is. De ervaring lijkt erop te wijzen dat die landen een groter risico lopen om in de middeninkomensval terecht te komen. Bij sterke stijgingen van de grondstoffenprijzen worden in die landen loonsverhogingen opgetekend, een expansie van de sector van de niet-verhandelbare goederen en diensten, een sterke uitvoergroei, maar ook een vermindering van het niveau van hun exportdiversificatie. Aan het einde van de hausse, kunnen ze niet langer concurreren met lage-inkomenslanden als gevolg van hun hogere lonen, en evenmin kunnen ze concurreren met hoge-inkomenslanden omdat

**GRAFIEK 13** ARBEIDSPRODUCTIVITEITSKLOOF VAN OPKOMENDE ECONOMIEËN T.O.V. HET OESO-GEMIDDELDE  
(procentuele kloof t.o.v. het OESO-gemiddelde inzake bbp per werkende, in koopkrachtpariteit, constant 2011 international \$)



Bronnen: OESO, eigen berekeningen.



ze niet overgeschakeld zijn op producten met een hogere waarde. Bovendien zijn die landen veel minder geïntegreerd in mondiale waardeketens dan sommige van de niet op natuurlijke hulpbronnen steunende opkomende economieën.

De inkomenskloof per hoofd van de bevolking tussen opkomende en geavanceerde economieën kan worden opgesplitst in twee componenten: een kloof als gevolg van verschillen in de benutting van arbeid en een andere component die de verschillen in arbeidsproductiviteitsniveau weerspiegelt, de zogeheten productiviteitskloof. De OESO (2014) kwam tot de bevinding dat de periode van sterke groei in de jaren 2000, die resulteerde in enige convergentie inzake het bbp-niveau per hoofd van de bevolking met de lidstaten van de OESO, deels te maken had met verbeteringen inzake de benutting van arbeid (zoals afgemeten aan het aantal werkenden ten opzichte van de totale bevolking), samen met het herstel na de instabiliteit en de crises van de jaren negentig. Er werd veel minder bereikt inzake het dichten van de ruime productiviteitskloof ten opzichte van de OESO-landen, zoals blijkt uit grafiek 13. Indien het tussen 2000 en 2011 opgetekende tempo inzake productiviteitsgroei geëxtrapoleerd wordt naar de toekomst, wordt convergentie met geavanceerde economieën voor vele opkomende landen waarschijnlijk een langdurig proces.

Empirische studies werpen enig licht op de belangrijke determinanten van productiviteitsgroei en reële convergentie. Eichengreen, Park en Shin (2013) tonen aan dat landen waarin een groot aandeel van de bevolking secundair en tertiair onderwijs genoten heeft alsook landen die gekenmerkt worden door een hoog percentage aan hoogtechnologische uitvoer, minder gevaar lopen groei-vertragingen te ondergaan bij een levensstandaard rond het middeninkomensniveau. Bovendien komen ze tot de bevinding dat landen met een grote vergrijzingsdruk, hoge investeringsquotes (die kunnen leiden tot een laag toekomstig kapitaalrendement) en ondergewaardeerde reële wisselkoersen (die een rem zijn om hoger op de technologieladder te klimmen) meer kans lopen om verstrikt te raken in de middeninkomensval. Bulman, Eden en Nguyen (2012) komen tot soortgelijke conclusies en tonen aan dat landen die ontkomen aan de modale-inkomensval een snelle structurele overgang van landbouw naar industrie ondergingen, een hogere graad van menselijk kapitaal en innovatie te zien gaven, alsmede een grotere uitvoergerichtheid en macro-economische stabiliteit. Ook het creëren van technologieën door binnenlandse bedrijven is belangrijk (Cherif en Hasanov, 2015). Een en ander impliceert dat aanhoudende snelle groei in opkomende economieën een proactief beleid zal vergen dat grondige structurele hervormingen stimuleert en nieuwe

sectoren doet ontluiken (Rodrik, 2011). De overheid kan daarbij helpen door het creëren van een gunstige omgeving met sleutelementen zoals macro-economische, politieke en sociale stabiliteit, het opvoeren van de uitgaven voor R&D, passende overheidsinvesteringen in infrastructuur en menselijk kapitaal, een goed werkende markt en een gunstig ondernemingsklimaat, maar kan op zichzelf alleen niet het wondermiddel aanreiken.

## 7. Demografische factoren

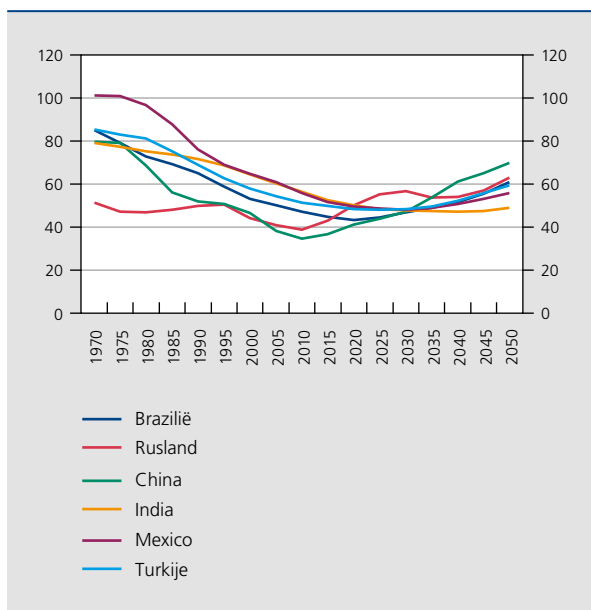
De overgang van een lage-inkomenseconomie naar een middeninkomenseconomie, waar de groei gestimuleerd wordt door arbeid te verschuiven van sectoren met een lagere naar sectoren met een hogere productiviteit, gaat vaak gepaard met demografische veranderingen waarbij vruchtbaarheidscijfers dalen en de gemiddelde levensduur toeneemt. Voordat minder omvangrijke bevolkingscohorten op arbeidsleeftijd komen, bieden er zich demografische kansen aan waarbij de beroepsbevolking blijft stijgen en de afhankelijkheidsgraad afneemt. Meer arbeidsinput kan de groei verder opvoeren. Dat verschijnsel wordt het 'demografisch dividend' genoemd. De omvang ervan hangt af van het vermogen van een economie om de additionele arbeidskrachten te integreren en productief in te zetten.

Een geringere afhankelijkheidsgraad kan ook bijdragen aan de groei via het spaarkanaal: in de mate dat werkenden sparen en niet-actieven niet, verhoogt zulks de spaarquote van de huishoudens. Meer besparingen zullen tot uiting komen in een lagere kapitaalkost, waardoor de investeringen wellicht worden aangezwengeld en daardoor de groeibevorderende effecten van de demografische wijzigingen worden versterkt. Een andere positieve impact zou kunnen uitgaan van de verminderde druk op de overheidsuitgaven voor niet-actieven, maar dit effect zal geringer zijn in opkomende landen met kleine sociale vangnetten.

De in grafiek 14 opgenomen voornaamste opkomende economieën hebben de laatste decennia geprofiteerd van een dalende afhankelijkheidsgraad. China is er een vrij spectaculair voorbeeld van en dit weerspiegelt de tenuitvoerlegging van het éénkindbeleid bovenop de natuurlijke factoren. Er dient ook te worden aangestipt dat het demografisch dividend een voorname factor was bij de opkomst van de Aziatische tijgers. Terwijl vele opkomende landen nog enige tijd na 2015 profijt zullen kunnen trekken van dergelijk dividend, zullen Rusland (en de volledige regio van de CIS en opkomend Europa) en China gaandeweg af te rekenen krijgen met de uitdagingen van de vergrijzing. In China zal de beroepsbevolking

**GRAFIEK 14** DEMOGRAFISCH VERLOOP IN EEN AANTAL OPKOMENDE ECONOMIEËN

(totale afhankelijkheidsgraad, vooruitzichten in een mediaan scenario)



Bron: UN World Population Prospects 2015 update.

naar verwachting na 2015 dalen en rond 2020 zou een tekort aan arbeidskrachten optreden. India, daarentegen, zou nog twee decennia lang kunnen blijven profiteren van een aanhoudend demografisch dividend.

Zoals in het voorgaande punt werd aangegeven, bleek uit empirisch onderzoek dat economische vertragingen vaker voorkomen in landen met een hoge afhankelijkheidsgraad (van ouderen). De vergrijzing beïnvloedt de omvang van de beroepsbevolking door de effectieve pensioneringen, maar ook via de participatiegraad van ouderen (55-64 jaar), die kleiner is dan die voor personen uit de leeftijdscategorie van 25 tot 54 jaar. Aangezien het aantal gepensioneerden vervangen wordt door een geringer aantal nieuwkomers, dreigt het gevaar van een tekort aan arbeidskrachten, dat de lonen zal doen stijgen. Het is dan ook des te noodzakelijker de productiviteitsgroei in landen met een vergrijzende bevolking duurzaam aan te zwengelen via een overgang naar economische sectoren met een hoger technologiegehalte en door middel van innovatie. Dit onderstreept de noodzaak voor China om zijn economie succesvol te herbalanceren, zo niet wordt het oud vóór het rijk is.

## Conclusie

Aangezien het aandeel van de opkomende economieën in de wereldeconomie in 2014 nagenoeg even groot was als dat van de geavanceerde economieën en gezien de toenemende wederzijdse onderlinge afhankelijkheid van beide, heeft de breed gespreide groeivertraging in de opkomende economieën al een significante impact op de wereldeconomie via handelstromen, grondstoffenprijzen, de financiële markten en vertrouwenseffecten. In dit artikel werden een aantal structurele factoren die aan die vertraging hebben bijgedragen belicht. Een belangrijke ontwikkeling is de vastberadenheid van China om over te gaan op een gematigder en evenwichtiger groeipad, aangezien toenemende onevenwichtigheden en kwetsbaarheden de grenzen van drie decennia zeer snelle groei hebben aangetoond. Die koerswijziging van China heeft al negatieve doorwerkingseffecten gesorteerd op handelspartners en grondstoffenexporterende landen. Dat komt bovenop de tweede verklarende factor, namelijk de scherpe daling van vele grondstoffenprijzen inclusief olie als gevolg van de wisselwerking tussen een zwakke mondiale vraag en de grote bestaande capaciteit, die de producerende landen onder druk zet om te snoeien in investeringen en uitgavenprogramma's. Tegelijkertijd hebben een aantal landen uit Midden- en Oost-Europa het moeilijk om te herstellen van het uiteenspaten van de door de krediet aangedreven conjuncturele zeepbel na de mondiale financiële crisis, die direct naar de regio was overgeslagen via de dominante West-Europese banken. Ten slotte lijkt de ontwikkeling van mondiale waardeketens, een factor die bijdroeg aan de opmars van een aantal opkomende landen, met name China, Oost-Azië, Oost-Europa en Mexico, tot stilstand te zijn gekomen of zelfs te zijn gekeerd.

De vrij structurele aard van de bovenstaande factoren kan ook verklaren waarom de groeivertraging van de opkomende landen naar verwachting een tijd zal duren. De herbalancing van de Chinese economie is een permanent gegeven, de lagere olie- en grondstoffenprijzen zullen zeer waarschijnlijk een grote duurzame component bevatten en deleveraging vergt tijd. Bovendien werd in dit artikel aangetoond dat het niet ongevoel is dat opkomende landen een lange periode van lage groei laten optekenen na een langdurige periode van krachtige groei. Die zogeheten middeninkomensval is meestal het gevolg van het niet kunnen handhaven van een aanhoudend hoge productiviteitsgroei nadat het gemakkelijke gedeelte van het convergentieproces via sectorale verschuivingen tot stand is gebracht en wanneer de productiviteitsgroei sterker afhankelijk wordt van de aanwending van nieuwe technologieën en innovatie. Het gevaar om vast komen te zitten in de middeninkomensval zal de komende jaren

worden verscherpt door de snelle vergrijzing in China en de landen van de CIS en Midden- en Oost-Europa.

Vooruitblikkend zal de kracht van de motor van de opkomende landen naar verwachting afnemen. Het voorstellen van groeitendensen op langere termijn is echter omgeven met heel wat onzekerheid. Het is mogelijk dat de overgang naar een evenwichtiger groeimodel in China niet altijd een effen en voorspelbaar pad zal volgen, zoals blijkt uit de gebeurtenissen van de afgelopen zomermaanden, en deiningen kan veroorzaken in de rest van de wereld. En terwijl Midden- en Oost-Europa nog steeds herstelt van zijn debt overhang, blijven andere opkomende landen schijnbaar achter in de cyclus en accumuleren nog steeds sneller schulden dan billijk lijkt

volgens hun groeieresultaten. Daardoor zijn ze minder goed bestand tegen externe schokken. Tegen de achtergrond van een gematigder groeipotentieel en toenemende kwetsbaarheden, lijken de macro-economische fundamentals van de opkomende landen niet meer zo solide als onmiddellijk na de mondiale financiële crisis. Dat heeft bijgedragen tot de recente wijziging in het marktsentiment, zoals bleek uit de recente onrust op de financiële markten en de vertragende kapitaalstromen naar de opkomende economieën. De fundamentals zullen moeten worden verstevigd en andere hervormingen zullen moeten worden versneld teneinde niet in de middeninkomensval terecht te komen en niet terug te keren naar de volatiele periodes uit de jaren tachtig en negentig.

## Bibliografie

Aiyar S., R. Duval, D. Puy, Y. Wu en L. Zhang (2013), *Growth slowdowns and the middle-income trap*, IMF Working Paper, WP/13/71, March.

Borin A. en M. Mancini (2015), *Follow the value added: Bilateral gross export accounting*, Banca d'Italia, Working Papers 1026, July.

Buelens C. (2013), "Losgekoppeld en veerkrachtig? De veranderende rol van opkomende economiën in een onderling verbonden wereld.", NBB, *Economisch Tijdschrift*, 23–40, September.

Bulman D., M. Eden en H. Nguyen (2014), *Transitioning from low-income growth to high-income growth: is there a middle income trap?*, World Bank group, Policy Research Working Paper 7104, November.

Cherif R. en F. Hasanov (2015), *The leap of the tiger: How Malaysia can escape the middle-income trap*, IMF Working Paper, WP/15/131, June.

Constantinescu C., A. Mattoo en M. Ruta (2015), *The global trade slowdown: Cyclical or structural?*, IMF Working Paper, WP/15/6, January.

Dhyne E. en C. Duprez (2015), "Heeft de crisis het DNA van de Belgische economie gewijzigd?", NBB, *Economic Review*, September.

Di Stefano E. en D. Marconi (2015), *Assessing potential growth in emerging countries after the global financial crisis*, Banca d'Italia, occasional paper 256, January.

Dorrucci E., G. Pula en D. Santabárbara (2013), *China's economic growth and rebalancing*, ECB, Occasional Paper 142, February.

Duprez C. (2014), "Creating export value. An analysis of Belgium", NBB, *Economic Review*, 25–39, September.

EBCI (2012), *Working group on NPLs in Central, Eastern and South-eastern Europe*, Vienna Initiative, March.

EBCI (2014), *Credit guarantee schemes for SME lending in Central, Eastern and South-Eastern Europe*, report by the Vienna Initiative Working Group on Credit Guarantee Schemes, November.

ECB (2015), "Understanding the weakness in world trade", *Economic Bulletin Issue 3*, 1–10.

Eichengreen B, D. Park en K. Shin (2013), *Growth slowdowns redux: New evidence on the middle-income trap*, NBER Working Paper 18673, January.

Ferrarini B., J. E. Zveglich en D. Hummels, (2014), "Asia in global value chains", *Asian Development Outlook 2014 update*, 35–80.

Gauvin L. en C. Rebillard (2015), *Towards recoupling? Assessing the global impact of a Chinese hard landing through trade and commodity price channels*, Banque de France, Document de Travail 562.

Husain A., R. Arezki, P. Breuer, V. Haksar, T. Helbling, P. Medas, M. Sommer en IMF Staff team (2015), *Global implications of lower oil prices*, IMF staff discussion note, SDN/15/15, July.

IMF (2014a), *Regional economic issues, Central, Eastern, and Southeastern Europe*, April.

IMF (2014b), IMF: *Spillover report*, June.

IMF (2014c), *Global financial stability report*, April.

IMF (2015a), *Regional economic outlook update, Middle East and Central Asia, learning to live with cheaper oil amid weaker demand*, January.

IMF (2015b), *Regional economic issues, Central, Eastern, and Southeastern Europe*, May.

IMF (2015c), *People's republic of China: staff report for the 2015 article IV consultation*, July.

IMF (2015d), *World economic outlook*, April.

International Energy Agency (2015), *Oil market report*, August.

Kowalski P., J. Lopez-Gonzalez, A. Ragoussis en C. Ugarte (2015), *Participation of developing countries in global value chains: Implication for trade and trade-related policies*, OECD Trade Policy Papers 179.

Liu Y. en C. B. Rosenberg (2013), *Dealing with private debt distress in the wake of the European financial crisis: A review of the economics and legal toolbox*, IMF Working Paper, WP/13/44, February.

OESO (2014), *Perspectives on global development 2014: Boosting productivity to meet the middle-income challenge*.

OESO (2015), *Economic surveys China*, March.

Ollivaud P., E. Rusticelli en C. Schwellnus (2014), *Would a growth slowdown in emerging markets spill over to high-income countries?: A quantitative assessment*, OECD Economics Department, Working Paper 1110.

Rodrik D. (2011), *The future of economic convergence*, NBER Working Paper 17400, August.

Zhuang J., P. Vandenberg en Y. Huang (2012), *Growing beyond the low-cost advantage: How the People's Republic of China can avoid the middle-income trap*, Asia Development Bank, October.

# Europees governancekader inzake overheidsfinanciën: toelichting en evaluatie

W. Melyn  
L. Van Meensel  
S. Van Parys

## Inleiding

Het begrotingsbeleid van de landen van het eurogebied is, in tegenstelling tot het monetair beleid, een nationale bevoegdheid gebleven. Aangezien het belangrijk is dat landen die deelnemen aan de muntunie begrotingsdiscipline nastreven, werd met het Verdrag van Maastricht en het Stabiliteits- en groeipact een Europees governancekader inzake overheidsfinanciën vastgelegd waaraan bindende begrotingsregels zijn gekoppeld. Dat kader is een van de hoekstenen van de muntunie en voor de goede werking ervan is het van cruciaal belang dat de lidstaten de regels naleven.

In dit artikel wordt het Europees governancekader inzake overheidsfinanciën toegelicht en kritisch geëvalueerd. In het eerste hoofdstuk wordt ingegaan op het belang van begrotingsregels in het algemeen en in een monetaire unie in het bijzonder. In het tweede hoofdstuk worden de mijlpalen in de totstandkoming van het Europees begrotingskader geschetst. Het derde hoofdstuk beschrijft het huidige kader en in het vierde hoofdstuk wordt toegelicht op welke wijze het Europees begrotingskader recentelijk is toegepast. Het vijfde hoofdstuk bevat een evaluatie. Tot slot volgen enkele conclusies.

## 1. Belang van begrotingsregels, vooral in een monetaire unie

### 1.1 Nut van begrotingsregels

Gezonde overheidsfinanciën zijn belangrijk om de voorwaarden te creëren voor prijsstabiliteit en voor een voor de werkgelegenheid bevorderlijke sterke en duurzame groei. De ervaring leert trouwens hoe nefast een gebrek aan begrotingsdiscipline op termijn kan zijn voor een economie. Tevens wordt algemeen erkend dat een degelijk begrotingskader, bestaande uit een geheel van procedures, instellingen en begrotingsregels, in hoge mate kan bijdragen aan een gezond begrotingsbeleid.

Begrotingsregels leggen beperkingen op aan het begrotingsbeleid en ze maken het mogelijk de zogeheten 'deficit bias' te vermijden. Daarmee wordt bedoeld dat het democratisch besluitvormingsproces prikkels kan genereren om af te wijken van wat uit macro-economisch oogpunt als goed begrotingsbeleid wordt beschouwd. Zo hebben overheden in tal van landen tijdens de afgelopen decennia vaak – ook in economisch welvarende tijden – hun uitgaven sterker laten toenemen dan hun ontvangsten, waardoor de begrotingstekorten fors opliepen en er zeer hoge schuldgraden werden opgebouwd. Die neiging tot te weinig begrotingsdiscipline zou worden veroorzaakt door, onder meer, de te beperkte tijdshorizon van de bevolking en de politici. Zo zouden individuen vooral de kortetermijnvoordelen van dalende belastingen

of stijgende uitgaven zien, zonder zich daarbij bewust te zijn van de mogelijke nefaste gevolgen, op langere termijn, van een dergelijk expansief begrotingsbeleid. Politici zouden geneigd zijn daarop in te spelen om hun kansen op herverkiezing te verhogen. Ook zou er bewust voor kunnen worden geopteerd de huidige generaties te bevoordelen en de schuldenlast door te schuiven naar de toekomstige generaties. De 'deficit bias' zou voorts ook kunnen worden verklaard door wat in de speltheorie bekendstaat als het 'common pool'-probleem. Wat het begrotingsbeleid betreft, betekent dit dat elke 'speler' of iedere belangengroep eigen belangen nastreeft zonder daarbij rekening te houden met de algemene begrotingsbeperkingen. Dat 'common pool'-probleem wordt soms in verband gebracht met coalitieregelingen.

Financiële markten kunnen in principe een ongepast begrotingsbeleid ontmoedigen – en dus de noodzaak van begrotingsregels verkleinen – door bij de rentevorming de overheden met dreigende begrotingsproblemen een hogere risicopremie op te leggen. Dit disciplinerend mechanisme werkt evenwel niet feilloos, zoals de ervaring

uit de periode vóór het uitbreken van de financiële crisis in 2008 achteraf heeft aangetoond.

In een monetaire unie met een gefragmenteerd begrotingsbeleid zijn de argumenten voor strikte begrotingsregels nog sterker. Zo kan een onverantwoord begrotingsbeleid door één of meer overheden in dergelijke unie ongewenste overloopeffecten sorteren. Die kunnen zich zowel voordoen tussen de aan de muntunie deelnemende verschillende overheden als tussen het budgettair en het monetair beleid. Een gebrek aan begrotingsdiscipline kan tevens de financiële stabiliteit in het gedrang brengen. Teneinde dergelijke overloopeffecten zoveel mogelijk te beperken, verdient het dan ook aanbeveling dat de institutionele architectuur van een monetaire unie met een gefragmenteerd begrotingsbeleid niet alleen de vereiste waarborgen biedt inzake de onafhankelijkheid van de centrale bank en de niet-aansprakelijkheid van overheden voor schulden van andere overheden (de zogenoemde 'no bail-out'-clausule), maar dat ze ook in strikte regels voorziet die een toereikende begrotingsdiscipline garanderen.

## Kader 1 – Criteria voor begrotingsregels

Begrotingsregels leggen numerieke doelstellingen of limieten vast voor sleutelaggregaten van de overheidsfinanciën zoals het begrotingssaldo, de overheidsontvangsten en -uitgaven en het schuldpeil. In de literatuur bestaat een ruime consensus over een aantal vereisten waaraan begrotingsregels, willen ze succesvol zijn, dienen te voldoen. Daarbij wordt vaak gerefereerd aan de criteria die door Kopits en Symansky (1998) naar voren worden geschoven. Volgens hen moeten goede begrotingsregels de volgende kenmerken vertonen: duidelijk gedefinieerd, transparant, adequaat, consistent, eenvoudig, flexibel, afdwingbaar en efficiënt. Deze vereisten worden hieronder summier toegelicht.

Een begrotingsregel moet om te beginnen duidelijk gedefinieerd en transparant zijn, wat betekent dat het toepassingsgebied ervan duidelijk afgebakend is en dat hij niet kan worden omzeild. Een heldere, op statistische conventies gesteunde rapportering is hoe dan ook noodzakelijk. Een maatstaf die in hoge mate aan deze principes beantwoordt, is het vorderingensaldo van de sector overheid uit de nationale rekeningen, dat zowel in België als in de overige EU-lidstaten de centrale begrotingsdoelstelling is. Dit wordt onmiskenbaar in de hand gewerkt doordat het Verdrag van Maastricht aan dit aggregaat uit de overheidsrekeningen refereert. Eurostat heeft een jurisprudentie ontwikkeld die erop gericht is die rekeningen zo nauw mogelijk te laten aansluiten bij de economische realiteit.

Voorts moet een begrotingsregel adequaat zijn in het licht van de beoogde doelstellingen. Dit impliceert dat de regel betrekking moet hebben op de begrotingsresultaten ex post. Idealiter streeft een begrotingsregel de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn na, maar heeft hij eveneens een economische stabilisatiefunctie op korte termijn. Dat is belangrijk in een monetaire unie waar begrotingsregels op die manier een overbelasting van het monetair beleid kunnen voorkomen.

Een goede begrotingsregel moet tevens consistent zijn, zowel ten opzichte van andere begrotingsregels als ten opzichte van andere beleidsdoelstellingen.





Een begrotingsregel is bij voorkeur ook eenvoudig. Enkel zo kan hij gemakkelijk bijval krijgen bij de beleidsmakers en bij het grote publiek, waardoor zijn impact vergroot.

Een begrotingsregel moet tevens flexibel zijn. Dit betekent dat bij de toepassing ervan rekening moet worden gehouden met niet-voorzien omstandigheden, bijvoorbeeld het conjunctuurverloop. Het is immers evident dat de economische groei en de samenstelling ervan een aanzienlijke invloed kunnen hebben op sommige aggregaten zoals het financieringssaldo van de overheid. Teneinde de invloed van de conjunctuur te neutraliseren, wordt er derhalve vaak voor geopteerd begrotingsdoelstellingen te formuleren aan de hand van structurele begrotingssaldi, waaruit de invloed van de conjunctuur en van niet-recurrente factoren wordt geweerd. Daarbij wordt doorgaans gebruik gemaakt van een maatstaf van de output gap, die het verschil aangeeft tussen de gerealiseerde en de potentiële economische bedrijvigheid.

Een ander kenmerk van een degelijke begrotingsregel is dat hij afdwingbaar is, wat betekent dat er sancties kunnen worden opgelegd als hij niet wordt nageleefd. Daar is niet noodzakelijkerwijs een formeel sanctiemechanisme voor vereist; ook reputatieschade kan als een sanctie worden beschouwd. Het ligt voor de hand dat de prikkel om de begrotingsnormering te respecteren, groter is naarmate het sanctiemechanisme strenger is en strikter wordt toegepast.

Tot slot moet een begrotingsregel efficiënt zijn in die zin dat hij ervoor zorgt dat het gewenste begrotingsbeleid wordt gevoerd en dat daartoe eventueel noodzakelijke structurele maatregelen worden genomen. Voorts mag de maatstaf waarop de regel betrekking heeft, geenszins worden vertekend. In dat verband wordt in de literatuur verwezen naar de wet van Goodhart, die stelt dat het controleren van een indicator aanleiding geeft tot ontwichtingen in het gebruik ervan als indicator. Dit komt er met andere woorden op neer dat op het ogenblik dat een maatstaf een beleidsdoelstelling wordt, er een risico bestaat dat hij ophoudt een goede maatstaf te zijn.

Er zij evenwel opgemerkt dat niet al deze eigenschappen vlot in één enkele regel kunnen worden samengebracht. Zo zal een regel minder eenvoudig worden naarmate meer flexibiliteit wordt ingebouwd. Ook zal een eenvoudige regel waarin geen onderscheid wordt gemaakt tussen het beleid en de budgettaire gevolgen van fenomenen die buiten de directe invloedssfeer van de overheid vallen, wellicht moeilijk afdwingbaar blijken. Tevens ligt het niet voor de hand om eenvoudige en transparante regels op te stellen die optimaal bijdragen tot het groeibevorderend karakter van het overheidsoptreden. Begrotingsregels zullen dus noodzakelijkerwijs een onvolmaakt compromis zijn tussen alle hierboven vermelde vereisten.

## 1.2 Situering van begrotingsregels binnen het Europees beleidskader

Voor de Europese muntunie werd een unieke institutionele structuur opgezet waarbij het monetair beleid werd eengemaakt, terwijl het begrotings- en structureel beleid overwegend decentraal bleven. Historische voorstellen voorzagen weliswaar in een meer gecentraliseerde economische coördinatie, maar de politieke wil voor deze belangrijke bevoegdheidsoverdracht naar het Europees niveau bleek in de jaren negentig te ontbreken. Bij ontstentenis van enige vorm van Europese economische regering werd de coördinatie van het begrotingsbeleid en het toezicht op de overheidsfinanciën vastgelegd in bindende regels teneinde de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te garanderen, meer bepaald in de artikelen van het

Verdrag betreffende de Europese Unie over de noodzaak om buitensporige overheidstekorten te vermijden en in de bijbehorende procedure bij buitensporige tekorten (EDP) <sup>(1)</sup>, alsook in het Stabiliteits- en groeipact. Dit is een 'harde' vorm van coördinatie aangezien er regels bestaan en er voorzien is in sanctioneringsmechanismen mochten die regels niet worden nageleefd.

Een van de lessen van de financiële en economische crisis was dat het Europees beleidskader aanpassing behoefde aangezien het tot dan toe bestaande kader de macro-economische en financiële onevenwichtigheden onvoldoende had gedetecteerd en aangepakt.

(1) De omschrijving 'buitensporig tekort' heeft in deze context betrekking op zowel het niet-naleven van het criterium inzake het begrotingstekort als op het niet-naleven van het schuld criterium.

**TABEL 1** OVERZICHT VAN HET EUROPEES BELEIDSKADER

Beleidsdomein	Niveau	Instrument	Kenmerken
Monetair	Gemeenschappelijk	ECB/ESCB	Prijsstabiliteit nastreven
Financieel	Gemeenschappelijk	Bankenunie: Gemeenschappelijk toezichtsmechanisme  Gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme <sup>(1)</sup>  Voorstel tot gemeenschappelijk depositogarantiestelsel <sup>(2)</sup>	Stabiliteit financieel systeem waarborgen
Macro-economisch	Nationaal	<i>Hard coordination</i> : regelgevend kader en sancties	Coördinatie economisch beleid <sup>(3)</sup> (procedure bij macro-economische onevenwichtigheden)
Structureel	Nationaal	<i>Soft coordination</i> : aanbevelingen	Coördinatie structureel beleid (op basis van geïntegreerde richtsnoeren) <sup>(3)(4)</sup>
Budgettair	Nationaal	<i>Hard coordination</i> : regelgevend kader en sancties	Begrotingsdiscipline nastreven <sup>(3)</sup> (Stabiliteits- en groeipact en procedure bij buitensporige tekorten)

Bron: NBB.

(1) Bestaat uit een Europese afwikkelingsautoriteit – de Gemeenschappelijke Afwikkelingsraad – die in werking is getreden op 1 januari 2015 en een Gemeenschappelijk Afwikkelingsfonds, dat normaliter in werking zal treden op 1 januari 2016.

(2) De vorderingen inzake het gemeenschappelijke depositogarantiestelsel zijn tot dusver beperkt gebleven tot een harmonisatie van de nationale stelsels, waarbij de bankdeposito's gedekt worden tot een bedrag van € 100 000.

(3) Geïntegreerd in het Europees semester.

(4) Valt onder 'hard coordination' als er uitzonderlijke onevenwichtigheden worden vastgesteld.

Na de crisis werden dan ook verscheidene initiatieven genomen om de coördinatie en de toezichtsprocedures te versterken. Zo werd het financieel beleid meer gecentraliseerd door de oprichting van de bankenunie. Deze laatste zal op drie pijlers berusten, namelijk het gemeenschappelijk toezichtsmechanisme, het gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme en het gemeenschappelijk depositogarantiestelsel. Bedoeling daarvan is de stabiliteit van het financieel systeem te waarborgen. Wat het macro-economisch beleid betreft, werd voorts de coördinatie versterkt, meer bepaald via de procedure bij macro-economische onevenwichtigheden. Het gaat om het identificeren, het voorkómen en het corrigeren van macro-economische evenwichtsverstoringen en een sanctieregeling. Net als bij het begrotingsbeleid is dit een 'harde' vorm van coördinatie. Voor het structureel economisch beleid wordt daarentegen enkel in een 'zachte' vorm van coördinatie voorzien, zonder bindende regels. Die coördinatie verloopt in het kader van de globale richtsnoeren voor het economisch beleid en van de richtsnoeren voor werkgelegenheid, die gebundeld zijn tot de geïntegreerde richtsnoeren.

Er zij opgemerkt dat dit artikel focust op de Europese begrotingsregels aan de hand waarvan begrotingsdiscipline wordt nagestreefd. Die regels voorzien niet in een verreikende coördinatie van het budgettair beleid. In het kader van de procedure bij macro-economische onevenwichtigheden kunnen wel aanbevelingen inzake begrotingsbeleid worden geformuleerd, maar op dat aspect wordt hier niet nader ingegaan. Evenmin worden de mechanismen behandeld die zijn uitgewerkt ter ondersteuning van lidstaten waarvan de financiering van de overheidsschuld via de financiële markten problematisch is geworden.

## 2. Ontstaan en ontwikkeling van het Europees governancekader inzake overheidsfinanciën

Aanvankelijk was het Europees governancekader inzake overheidsfinanciën eenvoudig. Mettertijd werd het echter geregeld aangepast. Nu eens werd het versoepeld en dan werd het weer verstrengd in die zin dat het respectievelijk meer of minder ruimte liet voor discretionaire beslissingen

met betrekking tot de tenuitvoerlegging van het kader. Door die opeenvolgende hervormingen heen werd het kader ruimer en werd het 'intelligenter', maar ook de complexiteit ervan nam sterk toe. Hieronder volgt een toelichting bij de belangrijkste aanpassingen sinds de totstandkoming van de eerste begrotingsregels in het kader van het Verdrag van Maastricht.

## 2.1 Verdrag van Maastricht

De basis van het huidig Europees governancekader inzake overheidsfinanciën werd gelegd in het Verdrag van Maastricht (officieel het Verdrag betreffende de Europese Unie) dat op 7 februari 1992 werd ondertekend, met daarin het perspectief om tegen het einde van de jaren negentig in Europa een muntunie te creëren. In dat Verdrag werden een aantal veiligheidsmechanismen ingebouwd die budgettaire spilzucht moesten tegengaan en begrotingsdiscipline moesten garanderen: het verbod op monetaire financiering van de overheid door centrale banken, het verbod op bevoorrechte toegang van de overheid tot financiële instellingen, de 'no bail-out'-clausule en de vereiste om geen buitensporig overheidstekort of overmatige overheidsschuld te hebben.

Landen die aan de muntunie wensten deel te nemen, dienden aan een aantal macro-economische criteria – de zogeheten convergentiecriteria – te voldoen, onder meer in het vlak van de overheidsfinanciën. Zo mocht het begrotingstekort de drempelwaarde van 3 % bbp in principe niet overschrijden, terwijl de overheidsschuld niet méér mocht bedragen dan 60 % bbp, tenzij de schuldratio in voldoende mate afneemt en die referentiewaarde in een bevredigend tempo benadert. In het Verdrag wordt, krachtens de procedure bij buitensporige tekorten (EDP), aan deze criteria tevens een correctiemechanisme gekoppeld, dat na de oprichting van de muntunie voor

een blijvende begrotingsdiscipline moest zorgen. Bij het niet-respecteren ervan trad immers een corrigerende procedure in werking waarbij de Ecofin-Raad op voorstel van de EC kon beslissen dat het tekort buitensporig was, de lidstaten in kwestie kon aanmanen hun begrotingsbeleid bij te sturen en zelfs bepaalde sancties kon vaststellen; zo kon de Europese Investeringsbank worden verzocht de kredietverlening aan die lidstaten te herzien of konden renteloze deposito's en boetes worden opgelegd. De Ecofin-Raad beschikte in dat verband over een zeer ruime beslissingsbevoegdheid en hij kon autonoom bepalen welke stappen dienden te worden genomen.

## 2.2 Stabiliteits- en groeipact

De vrees bestond dat, zodra de muntunie was gevormd, de begrotingsdiscipline zou verzwakken of zelfs zou wegvallen, en in dat verband beschouwden niet alle lidstaten de in het Verdrag vastgelegde bovenvermelde correctieprocedure als voldoende ontradend. De toenmalige Duitse regering nam het voortouw in het ijveren voor aanvullende waarborgen ten behoeve van een in de monetaire unie aanhoudende begrotingsdiscipline; in 1995 deed ze reeds de eerste voorstellen waarin werd aangedrongen op een verduidelijking en versterking van de begrotingsregels. Die voorstellen kregen al snel de steun van kleinere lidstaten. In december 1996 werd op de Europese Top van Dublin een akkoord bereikt en daar kreeg de nieuwe regelgeving ook haar definitieve naam: het Stabiliteits- en groeipact. Op die manier wilden de Europese beleidsmakers expliciet aangeven dat een blijvende begrotingsdiscipline, samen met de prijsstabiliteit waarover de ECB moest waken, belangrijk is om de noodzakelijke voorwaarden te creëren voor een evenwichtige en duurzame groei van de bedrijvigheid. Het pact werd in juni 1997 op de Europese Top van Amsterdam ondertekend.

**TABEL 2** MIJLPALEN IN DE ONTWIKKELING VAN HET EUROPEES GOVERNANCEKADER INZAKE OVERHEIDSFINANCIËN

	Soepeler	Strenger	Intelligenter / Complexer
1992: Verdrag van Maastricht .....			
1997: Stabiliteits- en groeipact (SGP) .....		X	X
2005: Eerste hervorming SGP .....	X		X
2011-2013: Tweede hervorming SGP .....		X	X
2015: EC-mededeling inzake flexibiliteit binnen het SGP .....	X		X

Bron: NBB.

De in het Verdrag van Maastricht vastgelegde centrale vereiste dat lidstaten geen buitensporig tekort mogen hebben, werd in het pact uiteraard overgenomen. De regelgeving werd uitgebreid met een reeks preventieve bepalingen. De lidstaten verbonden zich ertoe jaarlijks stabiliteitsprogramma's in te dienen (of convergentieprogramma's voor de lidstaten die niet deelnemen aan de muntunie), gericht op het bereiken van de doelstelling op middellange termijn, namelijk een begroting die vrijwel in evenwicht is of een overschot vertoont en daartoe ook de vereiste begrotingsmaatregelen te nemen. Dergelijke begrotingsposities zouden de lidstaten voldoende ruimte moeten bieden om normale conjunctuurschommelingen op te vangen via de werking van de automatische stabilisatoren zonder dat hun overheidstekort de drempelwaarde van 3 % bbp overschrijdt. Daarnaast werd de definitie van een buitensporig tekort nader omschreven. Ten slotte werden de correctiemechanismen, die in werking treden wanneer een dergelijk tekort wordt opgetekend, aangescherpt. Het niet-respecteren van de regels zou daarbij in principe tot sancties moeten leiden.

Met het Stabiliteits- en groeipact werden de begrotingsregels in zekere zin verstrengd. Het preventieve gedeelte van het pact was tegelijkertijd gericht op de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn en op de stabiliserende functie van het begrotingsbeleid op korte termijn. Het corrigerende gedeelte werd uitgewerkt aan de hand van strikte procedureregels – met weinig ruimte voor interpretatie – die in werking treden op het ogenblik dat het overheidstekort de drempelwaarde van 3 % bbp zou overschrijden.

### 2.3 Eerste hervorming van het Stabiliteits- en groeipact

Ondanks de verstrenging van de regels in het kader van het Stabiliteits- en groeipact lieten de meeste lidstaten, nadat ze tot de muntunie waren toegetreden, de begrotingsdiscipline in mindere of meerdere mate varen. Dat werd in de hand gewerkt door het te weinig gespecificeerde preventieve gedeelte van het pact en de té rooskleurige groeiverwachtingen net na de eeuwwisseling. De overheidstekorten van sommige lidstaten, waaronder Duitsland en Frankrijk, overschreden de drempelwaarde van 3 % bbp en die landen dreigden te worden onderworpen aan de strikte regel van het corrigerende gedeelte die stelt dat het buitensporig tekort binnen het jaar na de vaststelling ervan moet worden gecorrigeerd. Geleidelijk aan werd het Stabiliteits- en groeipact door sommigen als een te streng keurslijf beschouwd en kwam het steeds meer onder vuur te liggen, waarbij werd gepleit voor een versoepeling van de regels.

Na een aanslepend debat bereikte de Ecofin-Raad in maart 2005 een akkoord over de hervorming van het Stabiliteits- en groeipact waarbij de klemtoon werd gelegd op een versteviging van de economische grondslagen en de flexibiliteit ervan. Die hervorming wijzigde zowel het preventieve als het corrigerende gedeelte. De belangrijkste wijziging in het preventieve gedeelte van het pact betrof de definitie van de doelstelling op middellange termijn, namelijk een begroting die vrijwel in evenwicht is of een overschot vertoont. Die doelstelling werd voortaan uitgedrukt in structurele termen, dat wil zeggen gezuiverd voor conjunctuurinvloeden en niet-recurrente factoren. Er werden landspecifieke doelstellingen ingevoerd, die kunnen variëren van een tekort van 1 % bbp voor lidstaten met een lage schuld en een hoge potentiële groei tot een evenwicht of overschot voor lidstaten met een hoge schuld en een lage potentiële groei. De lidstaten die hun doelstelling op middellange termijn nog niet hadden bereikt, moesten hun structureel begrotingssaldo trachten te verbeteren. In dat verband gold als referentie een verbetering met gemiddeld 0,5 procentpunt bbp per jaar en in economisch gunstige tijden moest de inspanning groter zijn. Wat de corrigerende procedures van het pact betreft, werd de definitie van de uitzonderlijke omstandigheden waarin een tekort van meer dan 3 % bbp niet als buitensporig wordt beschouwd, sterk versoepeld. Zo zou elke daling van de bedrijvigheid, alsook een lange periode waarin de groei wel positief is maar ver onder zijn potentieel niveau blijft, een uitzondering kunnen rechtvaardigen. Bovendien werden de 'andere relevante factoren' omschreven die bij de beoordeling van het buitensporig karakter van het tekort in aanmerking moeten worden genomen. Daarnaast werd bepaald dat rekening moest worden gehouden met alle andere factoren die de lidstaat in kwestie relevant acht voor een gedetailleerde kwalitatieve evaluatie van de overschrijding van de referentiewaarde. Voorts werden de termijnen verlengd die moeten worden nageleefd bij de diverse stappen in de correctieprocedure voor de buitensporige tekorten.

Meer algemeen impliceerde deze hervorming een duidelijke verschuiving van een institutioneel kader dat gebaseerd was op de toepassing van strikte regels naar een kader waarin de interpretatiemarge van de Ecofin-Raad veel ruimer werd. In dat opzicht werd in zekere zin teruggekeerd naar de situatie van vóór de invoering van het pact. Bovendien kon, vanwege de toegenomen complexiteit, het toezicht op de naleving van de regels van het pact bemoeilijkt worden. Daarnaast werd er een sterke en algemene versoepeling van de bestaande regels vastgesteld en raakte de ultieme bedreiging met sancties enigszins op de achtergrond. Deze hervorming van het pact kwam dus al met al neer op een verzwakking van de bestaande regels.

## 2.4 Tweede hervorming van het Stabiliteits- en groeipact

De negatieve impact, op de overheidsfinanciën, van de financiële crisis en de daaruit voortvloeiende economische recessie leidde in 2010 tot een politieke consensus over de noodzaak om het Europees regelgevend kader te versterken. De Europese Raad was zich bewust van de ernst van de situatie en begin 2010 had hij beslist dat het economisch governancekader van de Europese Unie, inclusief de begrotingsregels, versterking behoeft. Op grond daarvan werd een taskforce opgericht die nauw samenwerkte met de EC om voorstellen uit te werken teneinde de Europese begrotingsregels te verstrengen en de Europese macro-economische toezichts- en coördinatieprocedures uit te breiden.

Eind september 2010 had de EC reeds zes wetgevende voorstellen – later aangeduid als het sixpack – geformuleerd tot aanpassing van het regelgevend kader. Daarbij werd een procedure bij macro-economische onevenwichtigheden ingevoerd en werd het begrotingskader grondig aangepast. In het licht van de overheidsschuldencrisis werd het schuld criterium in het corrigerende gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact op de voorgrond geplaatst. Tevens werd het sanctiemechanisme in dat gedeelte van het pact iets dwingender gemaakt. Aan het preventieve gedeelte werd een uitgavenregel toegevoegd en werd de mogelijkheid tot sancties ingevoerd. Naast de wijzigingen in het preventieve en het corrigerende gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact werden ook de beslissingsprocedures en de sancties aangepast ter verbetering van de toepassing van de begrotingsregels. Ten slotte werden minimale voorwaarden opgelegd waaraan de nationale begrotingskaders van de EU-lidstaten moeten voldoen. Die zes wetgevende voorstellen werden in de herfst van 2011 in een gemendeerde vorm door het Europees parlement en de Ecofin-Raad formeel goedgekeurd. Ook werd besloten de timing van de nationale hervormingsprogramma's en de stabiliteits- en convergentieprogramma's beter op elkaar af te stemmen in het kader van een tijdens het jaar voordien goedgekeurd zogenoemd Europees semester.

Eind november 2011 stelde de EC twee nieuwe verordeningen (het twopack) voor om het begrotingstoezicht in het eurogebied verder te verstrengen. De eerste verordening is bedoeld om de begrotingsprocedures in de eurolanden te versterken en te stroomlijnen, alsook supplementaire monitoring- en rapporteringsverplichtingen op te leggen in geval van een buitensporig tekort. De tweede verordening stelt een verscherpt toezicht in voor eurolanden die financiële bijstand van de Europese noodfondsen aanvragen of waarvoor de EC oordeelt dat

ze zware problemen hebben inzake financiële stabiliteit, problemen die wellicht negatieve effecten zullen hebben op andere landen van het eurogebied.

Tijdens de Europese top van december 2011 toonden alle lidstaten van de EU, met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk, zich bereid een nieuw begrotingspact aan te gaan. Het nieuwe pact was bedoeld om de begrotingsdiscipline verder te verstrengen, met meer automatische sancties en een scherper toezicht. Voorts zouden de lidstaten hun economisch beleid beter coördineren. Deze afspraken werden vastgelegd in een nieuw intergouvernementeel Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en governance in de Economische en Monetaire Unie dat in de marge van de Europese Raad begin maart 2012 door 25 EU-lidstaten werd ondertekend (alle toenmalige lidstaten behalve het Verenigd Koninkrijk en Tsjechië).

Het begrotingspact is het budgettaire onderdeel van het verdrag. De inhoudelijke bepalingen ervan zijn conform de vereisten van het Stabiliteits- en groeipact: de begrotingssituatie van de overheid moet in evenwicht zijn of een overschot vertonen. Deze regel wordt geacht te zijn nageleefd als het jaarlijks structureel begrotingssaldo op het niveau ligt van de landspecifieke doelstelling op middellange termijn. Er is een snelle convergentie naar die doelstelling vereist en de EC zal ter zake het aanpassingstraject voorstellen. De belangrijkste vernieuwing van het begrotingspact is dat deze regels moeten worden opgenomen in de nationale wetgeving, bij voorkeur in de grondwet of in een andere wet die de naleving ervan volledig verzekert.

Deze veranderingen zorgden ervoor dat het begrotingskader uitgebreider en strenger werd en dat er meer aandacht kwam voor het zich eigen maken ervan door de lidstaten en voor het nakomen ervan. In tegenstelling tot de hervorming van 2005 was het onmiskenbaar een stap in de goede richting. Tegelijkertijd werd het kader opnieuw complexer, wat de toepassing ervan kon bemoeilijken.

## 2.5 Mededeling van de EC inzake flexibiliteit

In haar mededeling van januari 2015 verschaftte de EC toelichting bij de wijze waarop ze in het kader van haar beleidsdoelstellingen de bestaande regels van het Stabiliteits- en groeipact zal gebruiken om de band tussen structurele hervormingen, investeringen en budgettaire houdbaarheid te versterken ter ondersteuning van de jobcreatie en van de groei. Die mededeling wordt in paragraaf 3.2.3 nader toegelicht. Op basis van de eerste evaluaties van het begrotingsbeleid door de EC na de invoering van deze mededeling ziet het ernaar uit dat deze

laatste voor een soepeler toepassing van het begrotingskader heeft gezorgd.

### 3. Huidige regels van het Europees begrotingskader

In dit hoofdstuk wordt het huidige Europees begrotingskader om te beginnen gesitueerd binnen de Europese beleidscoördinatiecyclus. Vervolgens wordt nader ingegaan op de belangrijkste Europese begrotingsregels en op de toepassing ervan. Tot slot volgt een overzicht van de belangrijkste regels die momenteel op België van toepassing zijn.

#### 3.1 Situering binnen het breder Europees governancekader

De recente financiële en economische crisis heeft, wat Europa betreft, vooral de noodzaak aangetoond van een strenger toezicht op en een betere coördinatie van het economisch beleid van de lidstaten. Het Europees semester, een jaarlijkse cyclus van economische beleidscoördinatie die in 2010 werd goedgekeurd en die sedert 2011 van kracht is, zorgt ervoor dat de lidstaten hun economisch en begrotingsbeleid afstemmen op hun Europese verplichtingen: hun overheidsfinanciën op basis van de regels van het Stabiliteits- en groeipact, en de economische hervormingsplannen op basis van hun landspecifieke aanbevelingen en de langetermijndoelstellingen voor groei en werk uit de Europa 2020-strategie.

De Europese beleidscoördinatie gaat in november van start met de publicatie, door de EC, van twee rapporten. In de jaarlijkse groeianalyse worden de economische uitdagingen van de EU en de beleidsprioriteiten uiteengezet. Het waarschuwingsmechanismeverslag licht de lidstaten door en identificeert de landen die nader moeten worden onderzocht om te bepalen of er macro-economische onevenwichtigheden bestaan. In februari publiceert de EC landenrapporten waarin ze per lidstaat ingaat op de economische situatie, op de hervormingsagenda en, wanneer zulks noodzakelijk wordt geacht op basis van het waarschuwingsmechanismeverslag, op eventuele onevenwichtigheden. Op de voorjaarsbijeenkomst van de Europese Raad in maart wordt de balans opgemaakt van de algemene macro-economische situatie en van de vooruitgang ten opzichte van Europa 2020. Zo komen, op basis van de jaarlijkse groeianalyse van de EC, algemene beleidsrichtsnoeren tot stand voor de hele EU en voor het eurogebied. In april presenteren de lidstaten hun stabiliteits- of convergentieprogramma's voor gezonde overheidsfinanciën, alsook de nationale hervormingsprogramma's die gericht moeten zijn op een

slimme, duurzame en inclusieve groei in domeinen zoals werkgelegenheid, onderwijs, onderzoek, innovatie, energie en sociale inclusie. Nadat de EC die programma's heeft geëvalueerd, formuleert ze in mei per land specifieke aanbevelingen. Deze laatste bevatten voor de landen beleidsadvies op maat in alle domeinen die voor het lopende en het volgende jaar prioritair worden geacht. Vervolgens worden die aanbevelingen door de bevoegde ministers van de Raad van de EU besproken en door de Europese Raad goedgekeurd. Eind juni of begin juli worden de aanbevelingen voor de verschillende landen formeel door de Ecofin-Raad bekrachtigd. Wat de overheidsfinanciën betreft, krijgt elk land dan ook beleidsadvies nog vóór het zijn ontwerpbegrotingsplan voor het komende jaar finaliseert. Uiterlijk op 15 oktober moeten de landen van het eurogebied hun ontwerpbegrotingsplannen voor het volgende jaar indienen. De EC brengt daarover advies uit in november, waarna een bespreking volgt in de Ecofin-Raad. Daarbij wordt vooral beoordeeld of de plannen voldoen aan de eisen van het Stabiliteits- en groeipact.

Mocht tijdens het begrotingstoezicht blijken dat een lidstaat niet voldoet aan de regels van het preventieve of corrigerende gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact, dan besluiten de EC en de Ecofin-Raad om tegen de lidstaat in kwestie respectievelijk een procedure bij significante afwijking of een procedure bij buitensporige tekorten te starten. Dergelijke beslissingen worden meestal genomen ofwel in december, op basis van de statistische notificaties van eind september en de herfststraming van de EC, ofwel in juni, op basis van de statistische notificaties van eind maart en de lenteraming van de EC.

#### 3.2 Belangrijkste Europese begrotingsregels

Binnen de beleidscoördinatie dient het begrotingsbeleid van de lidstaten in overeenstemming te zijn met de Europese begrotingsregels. Die regels bestaan, zoals reeds vermeld, uit een preventief gedeelte, dat het ontstaan van onhoudbare budgettaire situaties beoogt te vermijden, en een corrigerend gedeelte, dat betrekking heeft op de herstelmaatregelen voor de lidstaten die met buitensporige overheidstekorten of –schulden kampen.

##### 3.2.1 Regels van het preventieve gedeelte

###### 3.2.1.1 Doelstelling op middellange termijn: definitie en berekening

Het nastreven van de doelstelling op middellange termijn vormt de kern van het preventieve gedeelte. Het betreft een voor elk land specifieke referentiewaarde voor het begrotingssaldo, uitgedrukt in structurele termen.

**TABEL 3** HET EUROPEES BEGROTINGSTOEZICHT BINNEN DE JAARLIJKSE BELEIDSCOÖRDINATIECYCLUS

	Europese Commissie	Raad van de EU	Europese Raad	Europees Parlement	Lidstaten
November	Herfstvooruitzichten Jaarlijkse groeianalyse (JGA) Waarschuwingmechanismeverslag (WMV)				
December	Beslissingen in kader SGP	Beslissingen in kader SGP			
Januari		Aanname conclusies JGA / WMV	Akkoord over coördinatie-domeinen op basis van JGA / WMV		
Februari	Wintervooruitzichten Landenrapport per lidstaat (hervormingsagenda en onevenwichtig-heden)				
Maart			Aanname economische prioriteiten JGA	Dialogo over economische prioriteiten	
April					Indiening SCP's <sup>(1)</sup> Indiening NHP's <sup>(2)</sup>
Mei	Lentevooruitzichten Landspecifieke aanbevelingen voor budgettair, economisch en sociaal beleid				
Juni	Beslissingen in kader SGP	Bespreking landspecifieke aanbevelingen Beslissingen in kader SGP			
Juli		Aanname landspecifieke aanbevelingen	Onderschrijving landspecifieke aanbevelingen		
Augustus					
September				Debat Europees Semester en landspecifieke aanbevelingen	
Oktober					Indiening ontwerp-begrotingsplannen (OBP's)
November	Herfstvooruitzichten Opinies over OBP's	Bespreking opinies over OBP's			
December	Beslissingen in kader SGP	Beslissingen in kader SGP			Aanname begroting

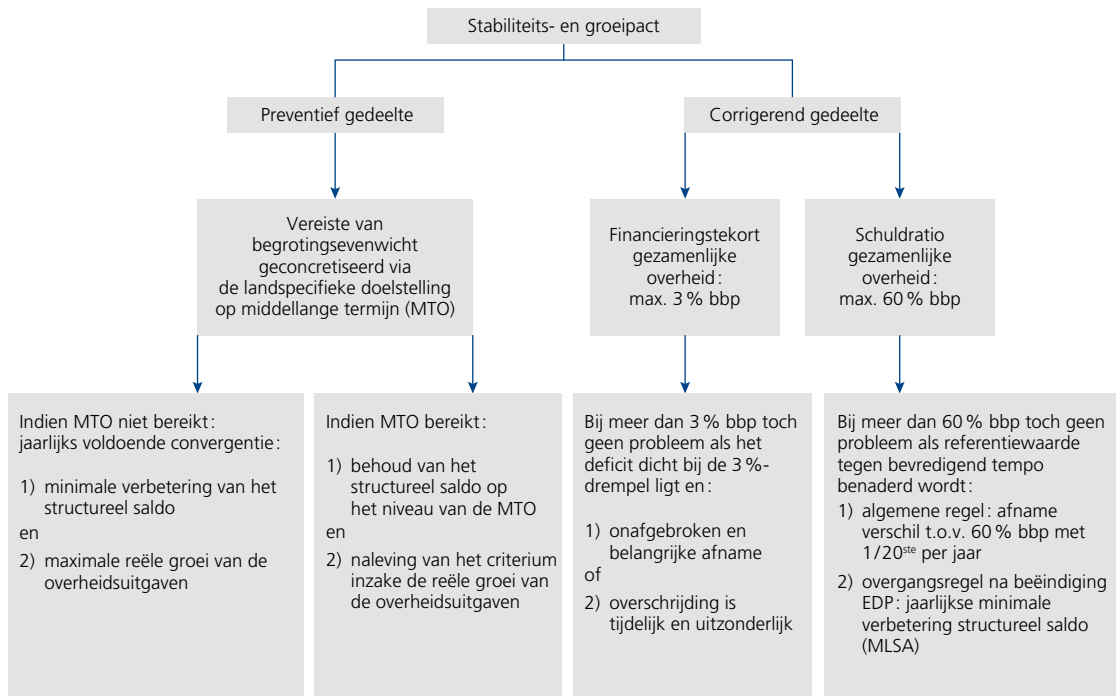
Begrotingstoezicht  
 Macro-economisch toezicht

Bronnen: EC, NBB.

(1) Stabiliteits- en convergentieprogramma's.

(2) Nationale hervormingsprogramma's.





Bron: EC.

Het zijn de lidstaten zelf die de doelstelling op middellange termijn in hun stabiliteits- of convergentieprogramma voorstellen. Die doelstelling moet evenwel aan minimale vereisten voldoen: ze moet een veiligheidsmarge ten opzichte van de 3 % bbp-tekortgrens inhouden, een snelle vooruitgang naar een houdbare begrotingspositie verzekeren, en voldoende budgettaire manoeuvreerruimte bieden voor, bijvoorbeeld, overheidsinvesteringen. Voorts dient ze voor landen van het eurogebied minimaal  $-0,5\%$  bbp te bedragen, maar voor landen waarvan de schuldgraad aanzienlijk lager is dan 60 % bbp en waarvan de risico's voor de houdbaarheid van hun overheidsfinanciën op lange termijn beperkt zijn, mag ze gelijk zijn aan minimaal  $-1\%$  bbp. Tot slot kan een land zich beroepen op een uitzonderingsclausule indien de resulterende minimale doelstelling op middellange termijn overeenstemt met een niet-realistisch groot primair overschot. Aangezien geen enkel land er ooit is in geslaagd over een lange periode een primair overschot van veel meer dan 5,5 % bbp aan te houden, werd ertoe besloten de doelstelling op middellange termijn te begrenzen door een absoluut maximum dat overeenstemt met een dergelijk primair overschot.

De minimale niveaus van de landspecifieke doelstellingen op middellange termijn worden om de drie jaar door de EC berekend met inachtneming van de meest recente gegevens inzake de verwachte budgettaire kosten van

de vergrijzing, zoals die worden gepubliceerd in het driejaarlijks Ageing Report dat door de Ageing Working Group en de EC wordt voorbereid onder auspiciën van het Economic Policy Committee. De berekening kan evenwel frequenter gebeuren indien een lidstaat een structurele hervorming ten uitvoer legt die een zware impact heeft op de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. De meest recente berekening gebeurde in 2012 en in de loop van 2015 zullen de cijfers worden aangepast.

### 3.2.1.2 Convergentie naar de doelstelling op middellange termijn

Landen die hun doelstelling op middellange termijn nog niet hebben bereikt, dienen een aanpassingstraject te volgen om met een gepaste snelheid naar die doelstelling te convergeren. Dat is het geval voor de meeste lidstaten, ook voor België. Ons land zou in 2015 immers een structureel begrotingstekort van 2,3 % bbp hebben en het is bijgevolg nog een eind verwijderd van zijn doelstelling op middellange termijn (zie Kader 2).

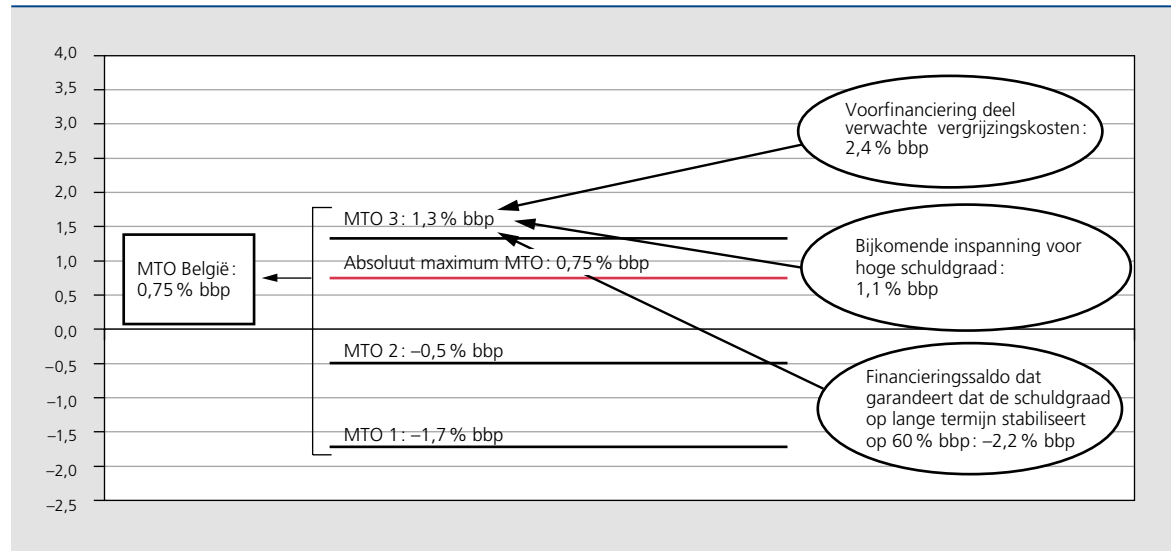
De door deze landen geboekte vooruitgang wordt geëvalueerd aan de hand van twee indicatoren: het verloop van het structureel begrotingssaldo, enerzijds, en dat van de reële overheidsuitgaven, anderzijds.

## Kader 2 – Berekening van België's doelstelling op middellange termijn

België's doelstelling op middellange termijn is momenteel gelijk aan een structureel overschot van 0,75 % bbp en ze is het resultaat van de toepassing, in 2012, van de in dit hoofdstuk beschreven regels op ons land.

### BEREKENING VAN DE DOELSTELLING OP MIDDELLANGE TERMIJN (MTO) VOOR BELGIË

(in % bbp)



Bronnen: EC, NBB.

Het minimaal niveau van deze doelstelling zou in principe gelijk moeten zijn aan een surplus van 1,3 % bbp, namelijk het maximum van de volgende drie waarden:

- (1) een waarde die een veiligheidsmarge ten opzichte van de 3 %-deficitgrens waarborgt: die waarde wordt berekend op basis van een maatstaf van de output gap en de output-elasticiteit van het begrotingssaldo. Voor België was die gelijk aan een deficit van -1,7 % bbp (MTO 1);
- (2) een absoluut minimum dat voor België gelijk is aan een deficit van -0,5 % bbp, aangezien de schuldgraad er hoger ligt dan 60 % bbp (MTO 2);
- (3) een waarde die de houdbaarheid van de overheidsfinanciën of een snelle convergentie ernaartoe garandeert: deze waarde is gelijk aan een surplus van 1,3 % bbp en komt overeen met de som van de volgende drie componenten (MTO 3):
  - i. de eerste component berekent het nominaal financieringssaldo dat nodig is om de schuldratio op lange termijn (in 2060) op 60 % bbp te stabiliseren. Die berekening is gebaseerd op de gemiddelde nominale groei over de periode 2013-2060 zoals die werd geraamd in het Ageing Report van 2012. Voor België resulteert de berekening in een financieringstekort van 2,2 % bbp. Dat is het product van de schuldgraad (60 % bbp) en de verwachte nominale bbp-groei (3,6 %);



ii. de tweede component is een supplementaire inspanning voor de landen waarvan de schuldgraad meer dan 60 % bbp bedraagt. Die inspanning neemt lineair toe vanaf 0,2 % bbp indien de schuldgraad 60 % belooft. Voor België was die inspanning in 2012 gelijk aan 1,1 % bbp;

iii. de laatste component stelt de budgettaire inspanning voor die nodig is om één derde van de verwachte budgettaire kosten van de vergrijzing vooruit te financieren. Voor België werden die kosten in 2012 op 7,2 % bbp geraamd, wat maakt dat deze component gelijk is aan 2,4 % bbp.

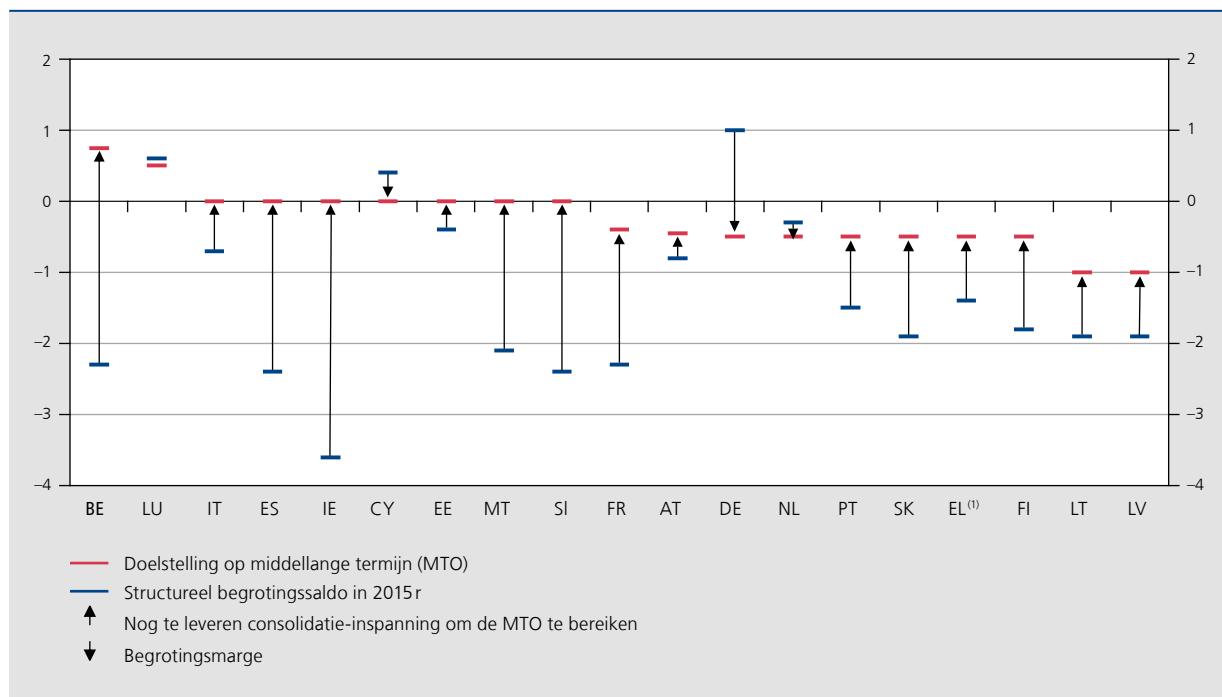
Het minimaal niveau van de doelstelling op middellange termijn, namelijk 1,3 % bbp, wordt echter begrensd door een absoluut maximum dat wordt berekend op basis van het structureel saldo dat overeenkomt met een primair overschot van 5,5 % bbp, te weten een structureel begrotingsoverschot van 0,75 % bbp.

Belgiës doelstelling op middellange termijn is de hoogste van het eurogebied, dit vanwege de zware overheidsschuld en de aanzienlijke budgettaire kosten van de vergrijzing, zoals geraamd in 2012. Enkel in Luxemburg was de doelstelling op middellange termijn ook gelijk aan een structureel begrotingsoverschot.

De vereiste verbetering van het structureel saldo wordt bepaald op basis van de toestand van de conjunctuur en de overheidsfinanciën van de lidstaat. Een verbetering van het structureel begrotingssaldo met

0,5 procentpunt bbp geldt daarbij als benchmark. Voor landen met een overheidsschuld van meer dan 60 % bbp is de vereiste verbetering groter dan 0,5 procentpunt bbp. In economisch goede tijden moet een grotere

**GRAFIEK 2** DOELSTELLINGEN OP MIDDELLANGE TERMIJN VOOR DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED  
(in % bbp)



Bronnen: EC, NBB.

(1) Griekenland is, naast België, het enige land waarvoor bij de vastlegging van de minimale doelstelling op middellange termijn in 2012 rekening moest worden gehouden met de voorwaarde om het primair saldo te begrenzen op 5,5 % bbp. Voor Griekenland heeft dat ertoe geleid dat de minimale doelstelling op middellange termijn voor landen van het eurogebied met een schuldgraad van meer dan 60 % bbp van toepassing is, namelijk een tekort van 0,5 % bbp.

aanpassing worden nagestreefd, terwijl in economisch slechte tijden een minder zware inspanning kan worden toegestaan. De toepassing van deze regels werd nader gespecificeerd aan de hand van een beslissingsmatrix, waarvan de recentste versie vevat is in de mededeling van de EC van januari 2015 (zie Tabel 4).

Wat de jaarlijks toegestane verandering van de reële overheidsuitgaven betreft, wordt voor iedere lidstaat een benchmark bepaald. Die benchmark ligt onder de groei van het potentieel bbp op middellange termijn, en hij is consistent met de vereiste verbetering van het structureel begrotingssaldo. Het uitgavenconcept houdt noch rekening met de rentelasten, noch met de conjuncturele component van de werkloosheidsuitgaven of met de middels EU-fondsen gefinancierde uitgaven inzake EU-programma's. Bovendien worden de overheidsuitgaven gecorrigeerd voor de budgettaire impact van discretionaire maatregelen aan de ontvangstenzijde. Het nut van de uitgavenregel – ten opzichte van de vereiste verbetering van het structureel begrotingssaldo – ligt in het feit dat de overheidsuitgaven goed controleerbaar zijn en, derhalve, door de overheden kunnen worden beheerst.

Landen waarvan het structureel begrotingssaldo overeenstemt met hun doelstelling op middellange termijn moeten dat saldo stabiel houden en hun overheidsuitgaven mogen niet sneller groeien dan het potentieel bbp op middellange termijn.

### 3.2.2 Regels van het corrigerende gedeelte

Centraal in dit gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact staan nog steeds de twee oorspronkelijke criteria inzake overheidsfinanciën van het Verdrag van Maastricht, maar de toepassing ervan is sindsdien verduidelijkt. Het nominaal financieringstekort van de overheid mag niet méér dan 3 % bbp bedragen, tenzij het tekort aanzienlijk en voortdurend afgenomen is en een niveau bereikt dat de referentiewaarde benadert of tenzij de overschrijding slechts uitzonderlijk en tijdelijk is en het tekort dicht bij de referentiewaarde ligt.

De uitstaande schuld van de overheid mag niet groter zijn dan 60 % bbp of moet, indien dat toch het geval is, die referentiewaarde in een bevredigend tempo benaderen. Als richtsnoer daarbij geldt een gemiddelde jaarlijkse afname van de schuldratio met één twintigste van het verschil ten opzichte van de referentiewaarde van 60 % bbp. De daling moet zich voordoen hetzij in de laatste drie jaar waarvoor gegevens beschikbaar zijn, hetzij in het laatste jaar waarvoor gegevens beschikbaar zijn en de twee volgende jaren (volgens de ramingen van de EC).

Voor de landen, waaronder België, die op 8 november 2011, op het ogenblik dat die regel goedgekeurd werd, onderworpen waren aan een procedure bij buitensporige tekorten geldt een overgangsregeling voor de drie jaar nadat hun buitensporig tekort werd gecorrigeerd. Tijdens die overgangperiode moet voldoende vooruitgang worden geboekt zodat aan het einde ervan aan het schuld criterium is voldaan. Die vooruitgang wordt afgemeten aan de aanpassing van het structureel begrotingssaldo, ook minimum linear structural adjustment (MLSA) genoemd.

### 3.2.3 Mededeling van de EC inzake de optimale benutting van de flexibiliteit binnen de regels van het Stabiliteits- en groeipact

Na de verstrenging, in de periode 2011-2013, van de regels van het Europees governancekader inzake overheidsfinanciën groeide in de Europese Raad en de EC de overtuiging dat de toepassing van de begrotingsregels bevorderlijk moet zijn voor de potentiële groei en voor de banencreatie. Zo concludeerde de Europese Raad van juni 2014 dat de ingebouwde flexibiliteit van het Stabiliteits- en groeipact moest worden gebruikt ter ondersteuning van de groeistrategie van de EU. De EC van haar kant heeft in januari 2015 in een mededeling toegelicht hoe ze de flexibiliteit van de bestaande regels van het Stabiliteits- en groeipact optimaal zal benutten ten behoeve van een groeivriendelijk begrotingsbeleid. Die doelstelling wordt nagestreefd door bij het bepalen van de inspanningen in het preventieve gedeelte beter rekening te houden met de conjuncturele situatie in de lidstaten, door investeringen te stimuleren en door de effectieve implementatie van structurele hervormingen aan te moedigen. Die mededeling geeft concreet gestalte aan een aantal voorstellen inzake de ondersteuning van groei en werkgelegenheid uit het beleidsprogramma van de nieuwe EC-voorzitter Juncker op basis waarvan de nieuwe Commissie door het Europees Parlement werd verkozen.

#### 3.2.3.1 Beter rekening houden met conjuncturele omstandigheden

Teneinde beter rekening te houden met de conjunctuurschommelingen, gebruikt de EC voortaan een matrix waarin wordt omschreven wat de geschikte begrotingsaanpassing is die van de landen wordt verwacht in het kader van het preventieve gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact. Dit betekent dat de lidstaten die hun doelstelling op middellange termijn nog niet hebben bereikt, zal worden verzocht in betere tijden een grotere consolidatie-inspanning te leveren. Landen waarvan de macro-economische toestand als uiterst slecht wordt beschouwd

**TABEL 4** BEPALING VAN DE VEREISTE JAARLIJKSE VERBETERING VAN HET STRUCTUREEL BEGROTINGSSALDO VOOR LANDEN DIE HUN DOELSTELLING OP MIDDELLANGE TERMIJN NOG NIET HEBBEN BEREIKT  
(in procentpunt bbp)

Economische situatie	Brutoschuld < 60% bbp en geen risico inzake houdbaarheid overheidsfinanciën	Brutoschuld > 60% bbp of risico inzake houdbaarheid overheidsfinanciën
Uitzonderlijk slecht: reële groei < 0 % of output gap <sup>(1)</sup> < -4 %		Geen aanpassing
Zeer slecht: -4 % ≤ output gap < -3 %	0,0	0,25
Slecht: -3 % ≤ output gap < -1,5 %		
a) reële groei < potentiële groei	0,0	0,25
b) reële groei > potentiële groei	0,25	0,5
Normaal: -1,5 % ≤ output gap < 1,5 %	0,5	> 0,5 <sup>(2)</sup>
Goed: output gap ≥ 1,5 %		
a) reële groei < potentiële groei	> 0,5 <sup>(2)</sup>	≥ 0,75
b) reële groei > potentiële groei	≥ 0,75	≥ 1,0

Bron: EC.

(1) De output gap stemt overeen met het verschil tussen het feitelijk bbp en het potentieel niveau ervan; hij wordt uitgedrukt in % van dat niveau.

(2) Een verbetering van het structureel saldo met meer dan 0,5 procentpunt bbp wordt bij conventie beschouwd als op z'n minst gelijk aan 0,6 procentpunt bbp.

omdat de reële bbp-groei negatief is of omdat de negatieve output gap groter is dan 4 % bbp, dienen niet aan te passen. De vereiste verbetering van het structureel begrotingssaldo wordt tevens gemoduleerd volgens het peil van de overheidsschuld. De nieuwe matrix maakt de manier waarop de EC de begrotingsregels toepast, alleszins transparanter dan voorheen.

### 3.2.3.2 Investeringsclausule

Ter bevordering van de investeringen kunnen lidstaten in het preventieve gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact tijdelijk afwijken van hun doelstelling op middellange termijn of van het budgettaire aanpassingstraject. De lidstaten mogen die investeringsclausule enkel onder strikte voorwaarden toepassen. Ze geldt namelijk alleen voor landen waarvan de bbp-groei naar volume negatief is of waarvan het bbp ver achterblijft bij het potentieel, wat resulteert in een negatieve output gap die groter is dan 1,5 % bbp. Voorts komen nationale investeringsuitgaven enkel in aanmerking indien de projecten mede door de EU worden gefinancierd in het kader van het structuur- en cohesiebeleid, de trans-Europese netwerken en de financieringsfaciliteit voor Europese verbindingen, of indien ze worden gefinancierd door het Europees Fonds voor Strategische Investerings. Als resultaat van een en ander

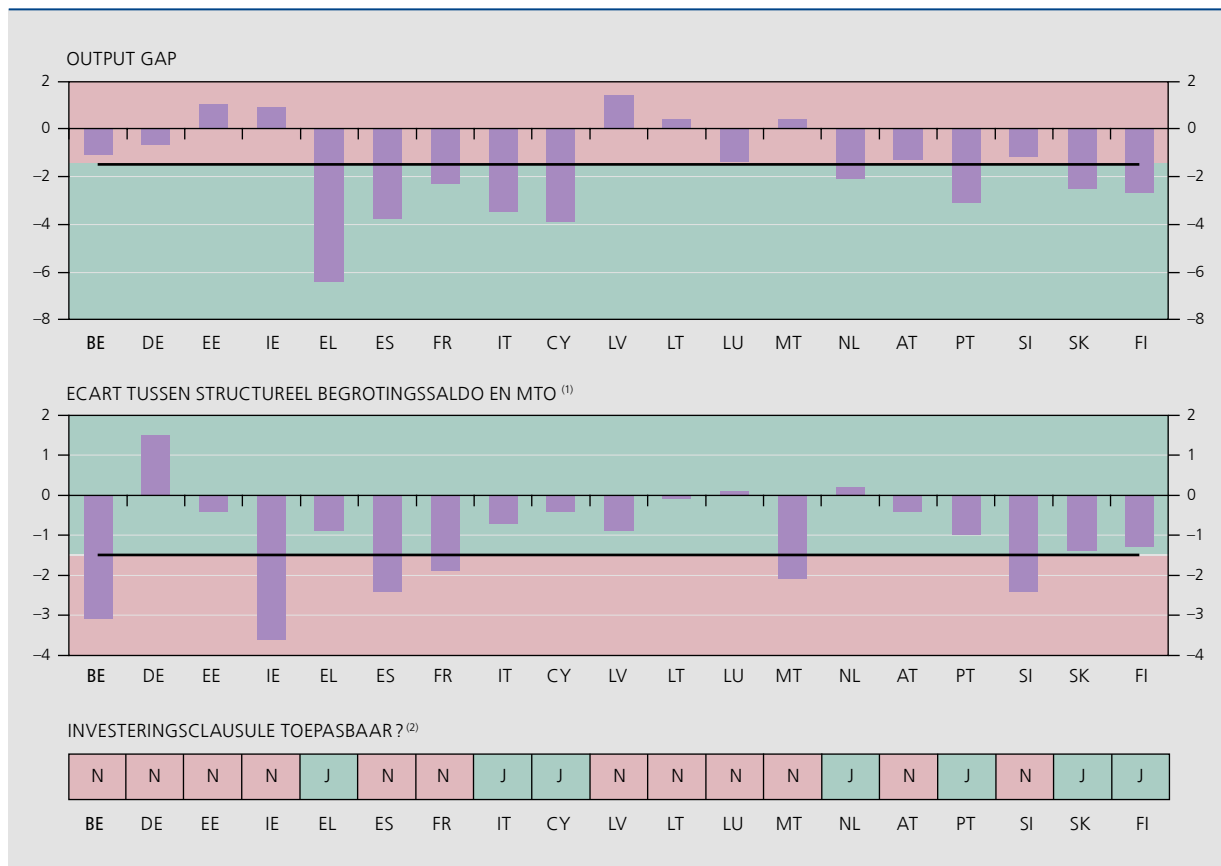
moeten de investeringsniveaus daadwerkelijk stijgen. De afwijking mag niet leiden tot een overschrijding van de 3 %-drempel voor het begrotingstekort en er moet een veiligheidsmarge in acht worden genomen. De afwijking moet ook binnen het tijdsbestek van het stabiliteits- of convergentieprogramma van de lidstaat worden gecompenseerd, dat betekent binnen de vier jaar vanaf het ogenblik dat de investeringsclausule in werking treedt. De EC operationaliseert dit laatste criterium krachtens de vereiste dat de afstand tussen het structureel begrotingssaldo en de doelstelling op middellange termijn maximaal 1,5 procentpunt bbp mag bedragen. Deze voorwaarden kunnen als streng worden bestempeld in de zin dat slechts een beperkt aantal landen eraan voldoen.

### 3.2.3.3 Clausule inzake structurele hervormingen

Lidstaten in het preventieve gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact kunnen ook tijdelijk van hun doelstelling op middellange termijn of van het aanpassingstraject ernaartoe afwijken teneinde rekening te houden met het effect van structurele hervormingen. Die afwijkingen mogen niet méér dan 0,5 procentpunt bbp bedragen en ze moeten binnen het tijdsbestek van het stabiliteits- of convergentieprogramma worden gecompenseerd. Deze laatste voorwaarde impliceert dat enkel lidstaten waarvan het

### GRAFIEK 3 TOEPASSING VAN DE CRITERIA VAN DE INVESTERINGSCLAUSULE OP DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED

(cijfers met betrekking tot 2015, in % van het potentieel bbp, tenzij anders vermeld)



Bron: EC.

(1) In procentpunt bbp.

(2) In 2016 zou de negatieve output gap kleiner worden dan 1,5% bbp in Cyprus, Nederland en Portugal, waardoor ze niet langer zouden voldoen aan de voorwaarden van de investeringsclausule.

structureel begrotingsaldo maximaal 1,5 procentpunt bbp verwijderd is van hun doelstelling op middellange termijn, de clausule inzake structurele hervormingen kunnen inroepen. De EC zal de hervormingen evalueren en daarbij nagaan of ze aanzienlijk zijn, of ze verifieerbare langdurige positieve effecten op de begroting hebben, onder meer omdat ze de potentiële groei verhogen, en of ze effectief ten uitvoer worden gelegd.

Voor lidstaten die onderworpen zijn aan de procedure bij buitensporige tekorten kan de EC – indien er een specifiek plan voor structurele hervormingen bestaat dat beantwoordt aan de hogervermelde voorwaarden – een langere termijn aanbevelen om het buitensporig tekort te corrigeren. Wanneer een beslissing moet worden genomen over het al dan niet opstarten van een procedure bij buitensporige tekorten, kan de implementatie van structurele hervormingen als een relevante factor worden beschouwd.

#### 3.2.4 Toepassing van het regelgevend kader: toezicht, afwijkingmarges en procedures bij niet-naleving

Als onderdeel van haar multilateraal begrotingstoezicht gaat de EC stelselmatig na of het begrotingsbeleid van de lidstaten voldoet aan de vereisten van het Stabiliteits- en groeipact.

##### 3.2.4.1 Preventief gedeelte

Het onderzoek naar het nakomen van het preventieve gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact is toegespitst op de naleving van de doelstelling op middellange termijn en op de vereiste convergentie ernaartoe. Bij dat onderzoek gaat het om een ex ante analyse van de begrotingsplannen en een ex post analyse op basis van door de lidstaten aan Eurostat genotificeerde en door deze laatste instelling gevalideerde statistische gegevens voor het voorgaande

jaar. Het is enkel op basis van de resultaten van de ex post analyse dat een procedure kan worden opgestart die eventueel aanleiding kan geven tot sancties.

De ex ante analyse bestaat uit, onder meer, een evaluatie van de begrotingsdoelstellingen en -maatregelen die vervat zijn in de jaarlijks door de lidstaten bij de EC in te dienen stabiliteits- en convergentieprogramma's. De EC maakt daarbij gebruik van de macro-economische en budgettaire gegevens uit haar lentevooruitzichten. Om te beginnen wordt nagegaan of de doelstelling op middellange termijn beantwoordt aan de vereisten. Vervolgens wordt onderzocht of het structureel begrotingssaldo van de lidstaat overeenstemt met die doelstelling ofwel of, indien zulks niet het geval is, de vereiste verbetering van dat saldo wordt gerealiseerd en het aanpassingstraject wordt nageleefd. Ten slotte wordt gecontroleerd of de geplande toename van de overheidsuitgaven overeenkomt met de benchmark. Een lidstaat leeft het preventieve gedeelte na als hij voldoet zowel aan de regels inzake het structureel begrotingssaldo als aan die inzake de overheidsuitgaven. Zo er aan ten minste één van beide niet is voldaan, zal de EC een algemene beoordeling maken.

Nieuw sinds de introductie van het twopack is dat de EC tevens de ontwerp-begrotingsplannen onderzoekt die de landen van het eurogebied tegen 15 oktober moeten publiceren en dat ze dienaangaande een oordeel uitbrengt. Stelt de EC ernstige tekortkomingen vast ten opzichte van de regels van het Stabiliteits- en groeipact, dan zal ze de lidstaten in kwestie verzoeken hun plannen te herzien.

In de ex post analyse worden de begrotingsgegevens van het voorgaande jaar onderzocht en wordt nagegaan of die afwijken van de doelstelling op middellange termijn of van het vereiste pad ernaartoe. Daarbij wordt gecontroleerd of de eventuele afwijkingen ten opzichte van het aanpassingstraject naar de doelstelling op middellange termijn 'significant' zijn<sup>(1)</sup>. Dat is het geval als de twee volgende omstandigheden aanwezig zijn, of als één van beide aanwezig is en uit een algemene beoordeling blijkt dat de andere in beperkte mate aanwezig is. Ten eerste bedraagt de afwijking tussen het verloop van het structureel begrotingssaldo en het vooraf bepaalde traject ten minste 0,5 procentpunt bbp in een bepaald jaar of gemiddeld 0,25 procentpunt bbp per jaar gedurende twee opeenvolgende jaren. Ten tweede wijkt het verloop van de overheidsuitgaven af van de vastgelegde doelstelling met een impact op het overheidssaldo van ten minste 0,5 procentpunt bbp in een bepaald jaar of cumulatief gedurende twee opeenvolgende jaren.

(1) De notie 'significante afwijking' staat centraal bij de ex post analyse maar wordt ook gebruikt bij de ex ante analyse.

Afwijkingen worden niet als 'significant' beschouwd als ze het gevolg zijn van een ongewone en door de lidstaat niet gewilde gebeurtenis die de financiële situatie van de overheid sterk negatief beïnvloedt of tijdens periodes van sterk negatieve groei in de EU of in het eurogebied als geheel.

Stelt de EC een significante afwijking vast, dan richt ze een verwittiging aan de lidstaat. Geeft de lidstaat daar geen adequaat gevolg aan en wordt de afwijking niet tijdig gecorrigeerd, dan kan de Ecofin-Raad ertoe besluiten de in het preventieve gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact voorgeschreven procedure bij significante afwijking op te starten. Die procedure kan leiden tot een sanctie in de vorm van een rentedragend deposito van 0,2% bbp.

#### 3.2.4.2 Corrigerend gedeelte

Indien blijkt de statistische gegevens met betrekking tot de overheidsfinanciën het begrotingstekort de referentiewaarde van 3% bbp overschrijdt of de regels inzake overheidsschuld niet worden nageleefd, of indien de vooruitzichten gewag maken van een dergelijk risico, dan stelt de EC een verslag op waarin wordt bepaald of een procedure bij buitensporige tekorten moet worden opgestart. De Commissie houdt daarbij rekening met het peil van de overheidsinvesteringen en met alle andere relevante factoren, onder meer de economische en budgettaire ontwikkelingen op middellange termijn.

Inzake het tekortcriterium bestaan er, zoals reeds vermeld, twee uitzonderingsclausules die kunnen voorkómen dat de procedure bij buitensporige tekorten wordt opgestart, namelijk indien het tekort aanzienlijk en voortdurend is gedaald en het de referentiewaarde van 3% bbp benadert of indien de overschrijding uitzonderlijk en tijdelijk van aard blijkt te zijn en het tekort niet sterk van de referentiewaarde afwijkt.

Wat de minimum linear structural adjustment betreft die de landen die op 8 november 2011 onderworpen waren aan de procedure bij buitensporige tekorten, moeten naleven om aan het einde van de driejarige overgangperiode aan het schuld criterium te voldoen, is tevens voorzien in een afwijkingmarge. Zo mag de gerealiseerde aanpassing van het structureel begrotingssaldo maximaal 0,25 procentpunt bbp afwijken van de vereiste verbetering.

Indien, op basis van het advies van de EC, de Ecofin-Raad oordeelt dat er sprake is van een buitensporig tekort, dan richt hij aanbevelingen aan de lidstaat om dat tekort binnen een bepaalde termijn weg te werken via een minimaal te realiseren verbetering van het structureel begrotingssaldo en legt hij eventueel sancties op. Heeft de lidstaat vervolgens wél effectief actie ondernomen,



in die zin dat de vereiste verbetering van het structureel begrotingssaldo is gerealiseerd, maar is hij er niet in geslaagd het begrotingstekort onder de 3 % bbp-drempel te brengen, dan kan de Ecofin-Raad een verlenging van de termijn – in principe met één jaar – toestaan. Verzuimt de lidstaat daarentegen uitvoering te geven aan de aanbevelingen van de Ecofin-Raad, dan wordt de lidstaat in kwestie onderworpen aan de volgende stap van de in het Verdrag van Maastricht vastgelegde procedure, die uiteindelijk kan uitmonden in een boete van maximaal 0,5 % bbp. Een procedure bij buitensporige tekorten kan worden afgebroken indien het buitensporig tekort duurzaam wordt gecorrigeerd. Dat wordt geëvalueerd op basis van zowel de statistische gegevens als de vooruitzichten die worden opgemaakt op basis van de hypothese van ongewijzigd beleid.

Er bestaat ook een 0,2 % bbp belopende boete voor het voorleggen van misleidende statistieken met betrekking tot het begrotingstekort of de overheidsschuld.

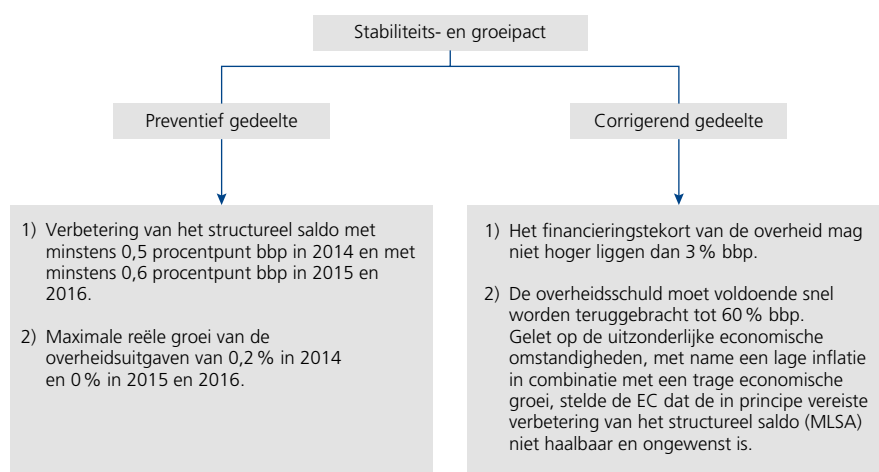
### 3.3 Op België van toepassing zijnde Europese begrotingsregels

Na de beslissing van de Ecofin-Raad van juni 2014 tot opheffing van de in december 2009 ingeleide procedure bij buitensporige tekorten is België onderworpen aan het preventieve gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact. Daarnaast moet ons land ook de voorwaarden van het corrigerende gedeelte naleven.

Wat het preventieve gedeelte betreft, werd voor België de doelstelling op middellange termijn, zoals reeds vermeld, vastgelegd op een structureel overschot van 0,75 % bbp. Ons land dient met gepaste snelheid naar deze doelstelling te convergeren. De vereiste verbetering werd voor 2014 vastgesteld op ten minste 0,5 procentpunt bbp en voor 2015 en 2016, op basis van de aangepaste beslissingsmatrix en de lentevooruitzichten 2015 van de EC, op ten minste 0,6 procentpunt bbp. Inzake de toegestane jaar-op-jaar verandering van de reële overheidsuitgaven, werd voor België voor 2014 een maximale groei van 0,2 % aanbevolen; voor 2015 en 2016 is dat 0 %.

Wat het corrigerende gedeelte betreft, mag het nominaal overheidstekort niet méér dan 3 % bbp bedragen en dient de overheidsschuld in een bevredigend tempo te worden teruggebracht tot onder de referentiewaarde van 60 % bbp. Voor België geldt gedurende de periode 2014-2016 de overgangsregeling. Om aan het einde van die overgangperiode het schuld criterium te kunnen naleven, zou het structureel begrotingssaldo gedurende die periode jaarlijks met minstens 0,7 procentpunt bbp moeten verbeteren. Aangezien er in 2014 evenwel geen verbetering optrad, is dat cijfer voor 2015 en 2016 opgetrokken tot jaarlijks minstens 1,1 procentpunt bbp. Vanwege de uitzonderlijke economische omstandigheden, namelijk een lage inflatie samen met een trage economische groei, oordeelde de EC in haar advies van februari 2015 echter dat de in principe vereiste verbetering van het structureel begrotingssaldo niet haalbaar en ongewenst is.

**GRAFIEK 4** SAMENVATTING VAN DE DOOR BELGIË IN 2014, 2015 EN 2016 NA TE LEVEN EUROPESE BEGROTINGSREGELS



Bron: EC.

## 4. Recente toepassingen van het Europees begrotingskader op België en op andere landen van het eurogebied

De evaluatie van de ontwerpbegrotingen 2015 en van de meest recente stabiliteitsprogramma's verschaften een inzicht in de wijze waarop de EC het huidige Europees begrotingskader toepast rekening houdend met de nieuwe regels inzake flexibiliteit.

### 4.1 Evaluatie van de ontwerpbegrotingen 2015

De ontwerpbegrotingen 2015 van de eurolanden die niet aan een aanpassingsprogramma onderworpen zijn, werden in de loop van november 2014 door de EC onderzocht<sup>(1)</sup>. De algemene conclusie van de initiële analyse van die begrotingen was dat vijf landen de aanbevelingen van het Stabiliteits- en groeipact integraal naleefden; voor vier landen was zulks grotendeels het geval en de resterende zeven landen vertoonden een risico van niet-naleving. Deze laatste twee groepen landen werd verzocht de noodzakelijke budgettaire maatregelen te nemen opdat de begroting in 2015 zou voldoen aan het Stabiliteits- en groeipact. Wat Frankrijk, Italië en België betreft, werd geoordeeld dat het risico van niet-naleving eventueel gevolgen zou kunnen hebben voor de procedure bij buitensporige tekorten. De EC kondigde tegen maart 2015 een nieuwe evaluatie aan.

Eind februari 2015 publiceerde de EC de resultaten van haar aangekondigde follow-up analyse van de toepassing van het Stabiliteits- en groeipact in Frankrijk, Italië en België. Ze had bij die analyse rekening gehouden met nieuwe informatie over de finalisering van de begrotingswetten, de structurele hervormingsprogramma's en haar eigen wintervooruitzichten. Aangezien België en Italië zich in het preventieve gedeelte bevonden, werd voor hen op basis van een verslag – opgesteld conform artikel 126, paragraaf 3 van het Verdrag betreffende de Europese Unie – nagegaan of ze het tekort- of schuld criterium overtraden. Uit de wintervooruitzichten 2015 van de EC was immers gebleken dat het begrotingstekort in België in 2014 op 3,2 % bbp zou zijn uitgekomen en dat er onvoldoende vooruitgang was geboekt in het naleven van het schuld criterium. Dit laatste was ook in Italië het geval. Voor Frankrijk werd er – in het kader van de lopende procedure bij de buitensporige tekorten overeenkomstig artikel 126, paragraaf 7 van het Verdrag betreffende de Europese Unie – een verslag opgesteld waarin werd nagegaan of er verdere actie in de procedure vereist was.

(1) Momenteel volgen Griekenland en Cyprus een aanpassingsprogramma.

### België

De belangrijkste conclusies voor België waren dat, rekening houdend met alle relevante factoren, zowel het tekort- als het schuld criterium werd nageleefd en dat er dus geen procedure bij buitensporige tekorten diende te worden opgestart.

Die conclusies waren gebaseerd op een grondige analyse waarbij werd vastgesteld dat het voor 2014 verwachte begrotingstekort van 3,2 % bbp weliswaar de referentiewaarde van 3 % bbp overschreed, maar dat die overschrijding beperkt, uitzonderlijk en tijdelijk van aard was. Ze kon worden toegeschreven aan, onder meer, een ongewone gebeurtenis, namelijk de statistische aanpassingen in het kader van de overschakeling op de ESR2010-methodologie. De impact daarvan op het overheidstekort werd voor 2013 op 0,3 % bbp geraamd en voor 2014 werd uitgegaan van een vergelijkbare impact. Voorts verwees de EC naar lager dan verwachte ontvangsten, waarvan er een aantal te voorzien waren.

Bij het analyseren van het schuld criterium werd vastgesteld dat de verwachte verandering in het structureel saldo ontoereikend was om in 2016, aan het einde van de overgangperiode, dat criterium na te leven. Bij de beoordeling werd echter rekening gehouden met enkele relevante factoren. Er werd om te beginnen van uitgegaan dat de vereiste aanpassing naar de doelstelling op middellange termijn toe grotendeels gewaarborgd was. Voorts werd verwezen naar de aangekondigde structurele hervormingen inzake pensioenen, concurrentievermogen in het vlak van de loonkosten en arbeidsmarktparticipatie die deels tegemoet komen aan de door de EC in 2014 geformuleerde landspecifieke aanbevelingen. Ten slotte was er sprake van uitzonderlijke economische omstandigheden, namelijk een lage inflatie gecombineerd met een trage groei, die het zeer moeilijk maken om de voorwaarden van het schuld criterium tijdens de overgangperiode 2014-2016 na te leven. De EC oordeelde derhalve dat de gevraagde sterke verbetering van het structureel begrotingssaldo niet haalbaar en ongewenst was.

Opvallend bij deze evaluatie van het Belgisch begrotingsbeleid door de EC is dat de regel van het schuld criterium tijdens de overgangperiode niet letterlijk werd toegepast en dat er ook duidelijk rekening werd gehouden met de economische context en met een ruime waaier aan andere relevante factoren.

### Italië

De belangrijkste conclusies uit het verslag voor Italië waren dat er weliswaar een significante afwijking van

het voorgeschreven schuldafbouwtraject was maar dat, indien rekening werd gehouden met alle relevante factoren, Italië het schuld criterium naleefde. Aangezien ook het tekortcriterium werd gerespecteerd, was het niet gewettigd om een procedure bij buitensporige tekorten op te starten.

De EC kwam tot die conclusie op basis van een aantal relevante factoren die ook bij de analyse voor België in aanmerking werden genomen: de uitzonderlijke economische omstandigheden, namelijk een lage inflatie gecombineerd met een trage groei, die het zeer moeilijk maken om de voorwaarden van het schuld criterium tijdens de overgangperiode na te leven; de verwachting dat de krachtens het preventieve gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact vereiste verbetering van het structureel begrotingssaldo zal worden gerealiseerd – die verbetering werd voor Italië verlaagd na de mededeling van januari 2015 inzake flexibiliteit, waardoor het land aan de voorwaarden kon voldoen – en de voorziene implementatie van ambitieuze groeibevorderende maatregelen.

## Frankrijk

In het kader van de lopende procedure bij buitensporige tekorten werd voor Frankrijk nagegaan of er effectieve actie was ondernomen teneinde het buitensporig tekort tegen 2015 te corrigeren. Uit de analyse bleek dat Frankrijk niet van plan was de van juni 2013 daterende aanbevelingen van de Ecofin-Raad inzake nominale en structurele begrotingsdoelstellingen na te leven. De EC concludeerde evenwel dat er op basis van de evaluatie voor de periode 2013-2014 niet kon worden beslist dat er geen effectieve actie was ondernomen. Ze stelde voor de deadline om het buitensporig tekort te corrigeren, met twee jaar te verlengen, namelijk tot 2017.

In tegenstelling tot wat gebruikelijk is, werd bij die evaluatie echter geen rekening gehouden met de vooruitzichten

voor het lopende jaar, de deadline voor de correctie van het buitensporig tekort. Voorts zij opgemerkt dat de evaluatie voor 2014 op niet-gevalideerde gegevens was gebaseerd en dat de verlenging van de deadline doorgaans slechts één jaar bedraagt. De conclusies van de EC werden op 10 maart 2015 door de Ecofin-Raad bekrachtigd. Eind maart bleek uit voorlopige cijfers voor 2014 dat er in de periode 2013-2014 effectieve actie was ondernomen.

Uiteindelijk werden de ontwerp-begrotingsplannen 2015 voor geen enkel van deze drie landen verworpen, hoewel ze in combinatie met de resultaten van de voorgaande jaren op meerdere punten leken af te wijken van de regels van het Stabiliteits- en groeipact. De reden daarvoor is dat, bij de interpretatie van die regels, rekening werd gehouden met een hoge mate van flexibiliteit en met een ruime waaier aan relevante factoren.

## 4.2 Evaluatie van de stabiliteitsprogramma's 2015

### 4.2.1 Beoordeling voor de landen van het eurogebied

In mei 2015 publiceerde de EC haar landspecifieke aanbevelingen en haar aanbevelingen in het kader van het Stabiliteits- en groeipact. Die laatste aanbevelingen zijn gebaseerd op de stabiliteitsprogramma's 2015 van de lidstaten en ze houden rekening met de lentevoorzichten 2015 van de EC. De onderstaande analyse is toegespitst op het naleven van de begrotingsregels.

In eerste instantie ging de EC na of de landen die aan de procedure bij buitensporige tekorten onderworpen zijn, de aanbevelingen naleven die hun door de Ecofin-Raad werden gedaan. Het gaat voor het eurogebied om zeven landen, aangezien de Raad in juni 2015 besliste om de procedure voor Malta te beëindigen.

**TABEL 5** SITUERING VAN DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED IN HET STABILITEITS- EN GROEIPACT

Landen in het preventieve gedeelte	Landen in het corrigerende gedeelte <sup>(1)</sup>
Duitsland, Estland, Finland, Letland, Litouwen, Luxemburg, Malta, Slowakije	Ierland (2015), Frankrijk (2017), Portugal (2015), Slovenië (2015), Spanje (2016)
België, Italië, Nederland, Oostenrijk (landen eveneens onderworpen aan de overgangsregel met betrekking tot het schuld criterium)	Cyprus (2016), Griekenland (2016) (programmalanden)

Bronnen: EC, NBB.

(1) De jaartallen geven de datum aan tegen wanneer de buitensporige overheidstekorten moeten worden gecorrigeerd.

**TABEL 6** PREVENTIEF GEDEELTE: OVERZICHT VAN DE RESULTATEN VAN DE EC-ANALYSE VOOR DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED (MEI 2015)

	2014	2015	2016
Duitsland .....	Naleving		
Luxemburg .....	Naleving		
Nederland .....	Naleving		
Litouwen .....	Naleving	Enige afwijking	Significante afwijking
Slowakije .....	Naleving <sup>(1)</sup>	Naleving	Naleving <sup>(1)</sup>
Italië .....	Naleving <sup>(1)</sup>	Naleving <sup>(1)</sup>	Enige afwijking
Letland .....	Naleving <sup>(1)</sup>	Naleving	Significante afwijking
Estland .....	Naleving <sup>(1)</sup>	Enige afwijking	Significante afwijking
Oostenrijk .....	Naleving <sup>(1)</sup>	Enige afwijking	Significante afwijking
<b>België</b> .....	Enige afwijking	Enige afwijking	Significante afwijking
Finland .....	Enige afwijking	Significante afwijking	Significante afwijking
Malta .....	— <sup>(2)</sup>	Enige afwijking	Enige afwijking

Bron: EC.

(1) Er werd een afwijking vastgesteld ten opzichte van de doelstelling inzake het verloop van het structureel begrotingssaldo en/of van de overheidsuitgaven maar volgens de algemene beoordeling van de EC werden de regels nageleefd.

(2) Niet van toepassing aangezien Malta onderworpen was aan de procedure bij buitensporige tekorten.

Voorts wordt voor de niet aan de procedure bij buitensporige tekorten onderworpen landen nagegaan of ze de voorwaarden van het corrigerende gedeelte – dat wil zeggen het tekort- en schuld criterium – naleven. Uit de algemene cijfers in de lentevooruitzichten 2015 van de EC blijkt dat de begrotingssituatie in de meeste landen van het eurogebied verbeterd is. Voor Finland werd, overeenkomstig artikel 126, paragraaf 3 van het Verdrag betreffende de Europese Unie, een verslag voorbereid waarvan de conclusie was dat het tekort- en het schuld criterium niet worden nageleefd. Voorlopig wordt echter nog geen procedure bij buitensporige tekorten geopend in afwachting dat Finland in de herfst van 2015 een aangepast stabiliteitsprogramma indient. De begrotingssituatie van de andere eurolanden vereiste geen verdere stappen.

Tot slot analyseerde de EC voor de twaalf landen van het eurogebied die niet onderworpen zijn aan een procedure bij buitensporige tekorten in welke mate zij de voorwaarden van het preventieve gedeelte naleven. Op basis van haar lentevooruitzichten 2015 ging ze daarbij na of de doelstelling op middellange termijn was bereikt of, indien zulks nog niet het geval was, welke vooruitgang ter zake zou worden geboekt. In dit laatste geval werd telkens het verloop bekeken gedurende het jaar alsook het gemiddelde van het jaar en het voorgaande jaar. Daaruit bleek dat er gedurende de hele periode slechts drie landen de

doelstelling op middellange termijn zouden bereiken of de voorgeschreven vooruitgang naar die doelstelling zouden boeken. De overige landen zouden de voorgeschreven regels in mindere mate naleven. Samen met Finland is België het enige land dat de regels in geen enkel jaar zou naleven.

#### 4.2.2 Beoordeling voor België

Voor België werd de in februari 2015 getrokken conclusie inzake het naleven van het tekort- en schuld criterium in mei 2015 bevestigd aangezien de voor die conclusie relevante factoren nog steeds van toepassing waren zodra rekening werd gehouden met nieuwe informatie afkomstig van de Belgische overheid en met de lentevooruitzichten 2015 van de EC.

Het evalueren van de naleving van het preventieve gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact leverde gemengde resultaten op. Voor 2014 wijst de algemene ex post evaluatie door de EC op enige afwijking van het voorgeschreven convergentiepad naar de doelstelling op middellange termijn. Voor 2015 en 2016 zou de vooruitgang naar die doelstelling volgens het stabiliteitsprogramma van België voldoen aan de voorwaarden van het Stabiliteits- en groeipact. Op basis van de lentevooruitzichten 2015 van de EC bestaat evenwel het risico van enige afwijking in 2015 en, bij ongewijzigd beleid, van een significante afwijking in 2016.

TABEL 7

EVALUATIE, DOOR DE EC, VAN HET BELGISCH STABILITEITSPROGRAMMA 2015 (MEI 2015) – PREVENTIEF GEDEELTE

	2014	2015		2016	
	EC <sup>(1)</sup>	SP <sup>(2)</sup>	EC <sup>(1)</sup>	SP <sup>(2)</sup>	EC <sup>(1)</sup>
<b>1. Verandering in de structurele balans</b> (in procentpunt bbp t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)					
Vereiste (minimale) verandering (I) .....	0,5		0,6		0,6
Gerealiseerde/verwachte verandering (II) .....	-0,1	0,6	0,5	0,6	0,2
Afwijking over één jaar (in procentpunt bbp) (III) = (II) – (I) ..	-0,6	0,0	-0,1	0,0	-0,4
Gemiddelde afwijking over twee jaar (in procentpunt bbp) ..	– <sup>(3)</sup>	-0,3	-0,4	0,0	-0,3
<b>2. Verandering in de reële overheidsuitgaven</b> (in % t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)					
Vereiste (maximale) verandering .....	0,2		0,0		0,0
Gerealiseerde/verwachte verandering .....	0,5	-1,3	-0,1	0,1	1,3
Afwijking over één jaar (in procentpunt bbp) <sup>(4)</sup> .....	-0,2	0,6	0,0	0,0	-0,6
Gemiddelde afwijking over twee jaar (in procentpunt bbp) <sup>(4)</sup> ..	– <sup>(3)</sup>	0,2	-0,1	0,3	-0,3
<b>3. Conclusie</b>					
Over één jaar .....	Algemene evaluatie	Naleving	Algemene evaluatie	Naleving	Algemene evaluatie
Gemiddeld over twee jaar .....	– <sup>(3)</sup>	Algemene evaluatie	Algemene evaluatie	Naleving	Significante afwijking
Algemene conclusie .....	Enige afwijking	Naleving	Enige afwijking	Naleving	Significante afwijking

Bron: EC.

(1) Lentevooruitzichten 2015 van de EC.

(2) Stabiliteitsprogramma van april 2015.

(3) Niet van toepassing aangezien België in 2013 onderworpen was aan de procedure bij buitensporige tekorten.

(4) Impact, op het structureel saldo, van de afwijking van de gerealiseerde/verwachte verandering t.o.v. de vereiste verandering.

## 5. Evaluatie van het Europees begrotingskader

In dit hoofdstuk wordt het huidig Europees governancekader inzake overheidsfinanciën geëvalueerd. Daarbij wordt gebruik gemaakt van de criteria waaraan begrotingsregels idealiter moeten voldoen en wordt nader ingegaan op voorstellen tot hervorming van het Europees begrotingskader.

### 5.1 Doeltreffendheid van het Stabiliteits- en groeipact

Het valt moeilijk te beoordelen in welke mate de in het Verdrag van Maastricht en in het Stabiliteits- en groeipact vervatte begrotingsregels en aanverwante procedures

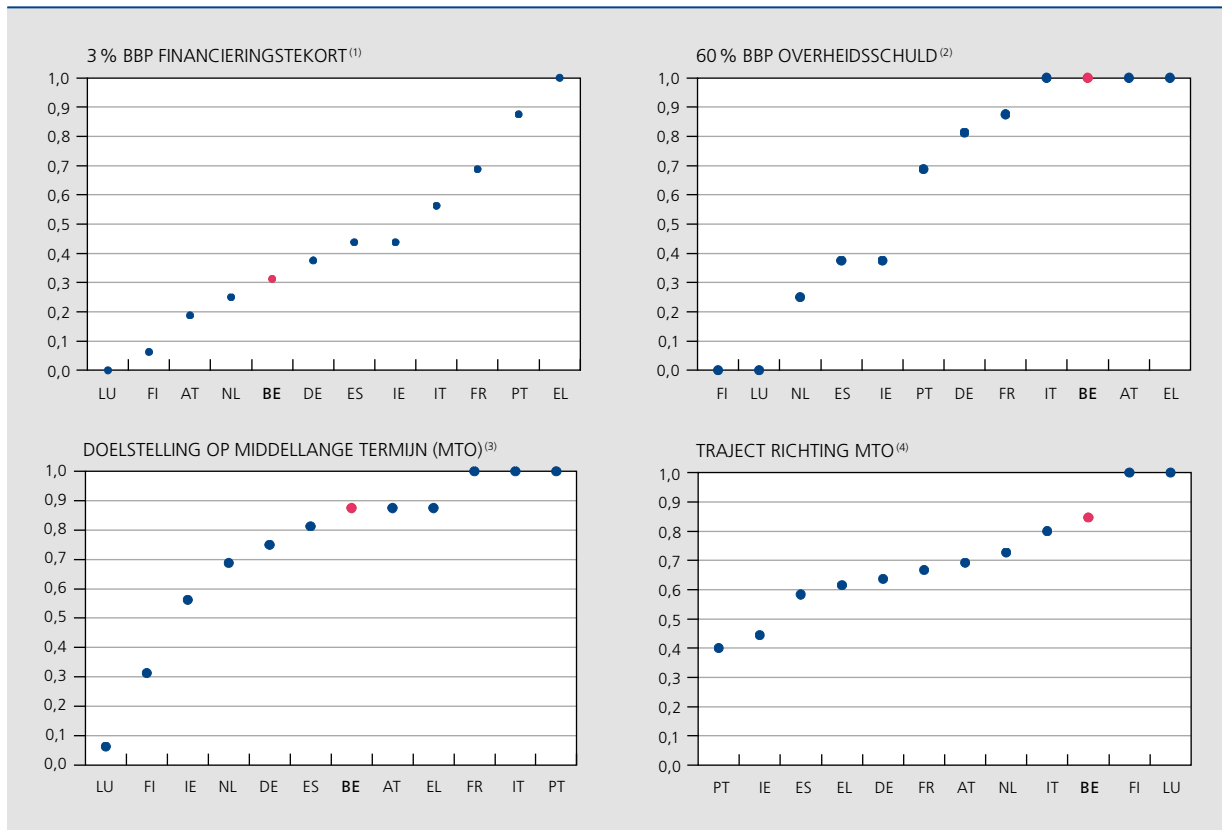
bijgedragen hebben tot een goed begrotingsbeleid. Er is immers geen vergelijking mogelijk met een situatie waarin dat begrotingskader niet van toepassing zou zijn op de landen van het eurogebied. Toch kunnen enkele interessante conclusies worden getrokken uit de evaluatie van de wijze waarop de Europese begrotingsregels in de landen van het eurogebied worden nageleefd en uit het verloop van de overheidsfinanciën aldaar.

Medewerkers van het IMF<sup>(1)</sup> evalueerden in een recente studie de naleving van de regels van het Stabiliteits- en groeipact sinds 1999. Daaruit blijkt duidelijk dat het niet-naleven van de begrotingsregels in strikte zin eerder regel dan uitzondering is geweest. Het beoogde doel van het Stabiliteits- en groeipact, namelijk dat alle lidstaten begrotingssituaties zouden bereiken die structureel zogoed als in evenwicht zijn, werd immers in tal van landen of in het eurogebied als geheel niet bereikt. In die zin moet de toepassing van de regels als weinig succesvol worden bestempeld.

(1) Eyraud L. en T. Wu (2015).

**GRAFIEK 5 NIET-NALEVING VAN DE BELANGRIJKSTE REGELS VAN HET STABILITEITS- EN GROEIPACT**

(frequentie van het niet-naleven van de regel gedurende de periode 1999-2014)



Bronnen: EC, NBB.

(1) Aantal jaren met een financieringstekort van de overheid groter dan 3 % bbp gedeeld door het totale aantal jaren.

(2) Aantal jaren met een overheidsschuld groter dan 60 % bbp gedeeld door het totale aantal jaren.

(3) Aantal jaren met een structureel financieringssaldo kleiner dan -0,5 % bbp gedeeld door het totale aantal jaren.

(4) Tijdens de jaren dat het structureel financieringssaldo kleiner is dan -0,5 % bbp, aandeel van de jaren dat de jaarlijkse verbetering van het structureel financieringssaldo kleiner is dan 0,5 procentpunt bbp.

Nadat de Europese begrotingsregels in de aanloop naar de start van de Europese muntunie goed waren nageleefd, was zulks veel minder het geval zodra de landen tot die unie waren toegetreden. In de jaren na de goedkeuring van die toetreding zagen de meeste landen hun structureel begrotingssaldo verslechteren, terwijl dat saldo in de jaren ervoor meestal fors was verbeterd. Die versoepeling van het begrotingsbeleid was een duidelijke uiting van 'fiscal fatigue'. Terwijl het niet-naleven van de Maastrichtnormen aanvankelijk een uiterst zware sanctie tot gevolg had, namelijk het verbod om tot de monetaire unie toe te treden, werden de sanctiemechanismen uit het Stabiliteits- en groeipact alleszins als veel minder dwingend ervaren.

Na de financiële crisis en de eruit voortvloeiende economische recessie werden de regels van het Stabiliteits- en groeipact verstrengd, wat ongetwijfeld bijgedragen heeft aan de verbetering van de overheidsfinanciën in het eurogebied. Dat uit zich vooral in het feit dat de

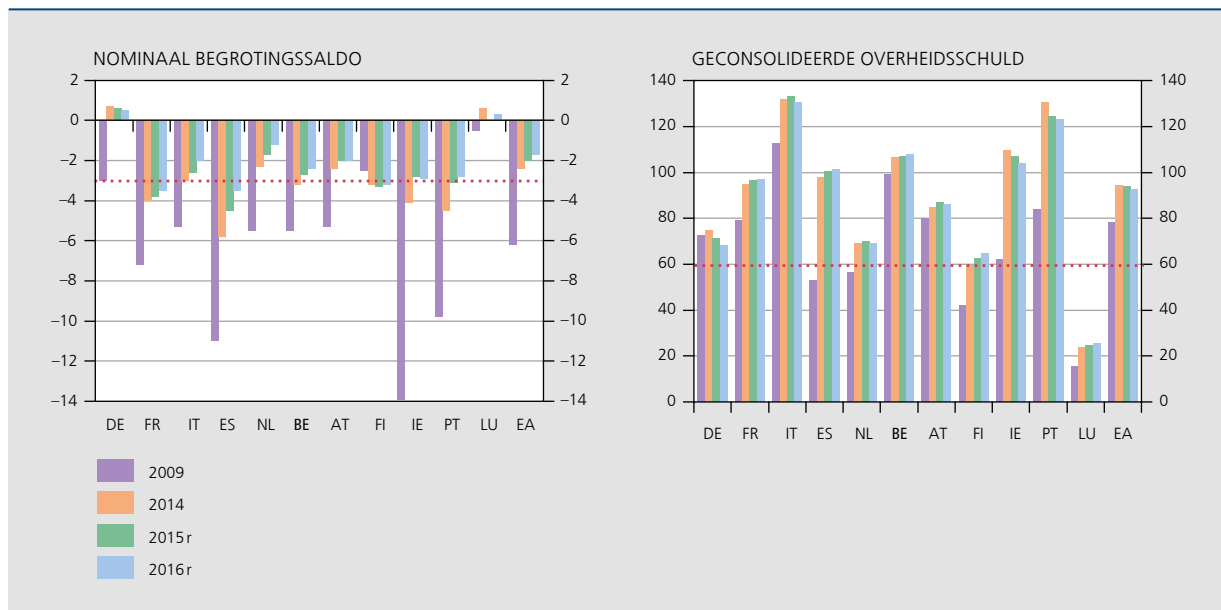
begrotingstekorten in de meeste lidstaten aanzienlijk verkleind zijn ten opzichte van 2009. Het begrotingstekort van het eurogebied als geheel werd in 2013, voor het eerst sinds 2008, teruggebracht tot onder de drempelwaarde van 3 % bbp en in 2014 slonk het tot 2,4 % bbp. De tendens tot verbetering zal de komende jaren wellicht doorzetten.

Tal van landen uit het eurogebied, waaronder België, zijn er tot dusver evenwel niet in geslaagd hun doelstelling op middellange termijn te bereiken. Ze moeten derhalve nog extra maatregelen nemen om hun structureel begrotingstekort weg te werken. Dat geldt uiteraard nog meer voor de landen die kampen met een nog steeds buitensporig begrotingstekort of met een te hoge en onvoldoende snel dalende overheidsschuld.

De financiële en economische crisis heeft tevens gezorgd voor een in de meeste landen van het eurogebied fors

## GRAFIEK 6 BEGROTINGSALDO EN OVERHEIDSSCHULD IN EEN AANTAL LANDEN VAN HET EUROGEBIED

(in % bbp)



Bronnen: EC, NBB.

oplopende overheidsschuld. In amper zes landen bleef de schuldgraad onder de drempelwaarde van 60 %. In 2014 bedroeg hij gemiddeld 94,2 % bbp.

De houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn is dus in tal van landen duidelijk nog niet gegarandeerd, temeer daar mag worden verwacht dat de sociale uitkeringen in de toekomst zullen toenemen als gevolg van de vergrijzing van de bevolking. Om de daaraan verbonden risico's te beperken en gezonde overheidsfinanciën te bewerkstelligen, is het raadzaam de regels van het Europees begrotingskader correct toe te passen.

### 5.2 Begrotingsregels

Als gevolg van de sedert de oorspronkelijke versie aangebrachte wijzigingen in de regels, is het Stabiliteits- en groeipact adequater of intelligenter geworden.

Het staat om te beginnen vast dat indien een land de regels van het Stabiliteits- en groeipact naleeft, zijn overheidsfinanciën op lange termijn houdbaar zijn. Bij het vastleggen van de doelstelling op middellange termijn is immers rekening gehouden met de aan de vergrijzing verbonden budgettaire kosten en met de schuldgraad, twee factoren die in hoge mate bepalend zijn voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn.

De hernieuwde aandacht voor en de operationalisering van het schuld criterium met de goedkeuring van het six-pack valt in dit opzicht dan ook toe te juichen.

Voorts houden, als gevolg van de hervormingen, de regels steeds meer rekening met de economische stabilisatiefunctie van de overheid op korte termijn. Zo worden de doelstellingen op middellange termijn en de begrotingsinspanningen uitgedrukt in structurele termen, waardoor automatische stabilisatoren de conjunctuurbewegingen kunnen uitvlakken. Sinds de mededeling van de EC in januari 2015 maken de regels bovendien in toenemende mate een anticyclisch beleid mogelijk. Wat de ruimte betreft voor een anticyclisch begrotingsbeleid binnen het governancekader kan er wel een conflict ontstaan tussen de regels met betrekking tot het structureel begrotingsaldo en de schuldgraad. Bij een zwakke conjunctuur dreigt, gelet op het noemereffect van een laag nominaal bbp, de schuldgraad automatisch op te lopen, waardoor de vereiste structurele inspanning zwaarder wordt. Is het laag nominaal bbp het gevolg van een inflatie die ruim onder de verwachte doelstelling van de ECB uitkomt, dan verdient het aanbeveling daar bij de beoordeling van het schuld criterium voor te corrigeren.

Aan de hand van de investeringsclausule en de clausule inzake structurele hervormingen, ten slotte, wordt getracht maatregelen te stimuleren die bevorderlijk zijn voor



de potentiële groei. Hoewel de intentie hierachter steun verdient, zijn de clausules in hun huidige vorm vatbaar voor kritiek. Zo is er in de clausule inzake structurele hervormingen geen methodologie uitgewerkt voor de berekening van de budgettaire impact van de structurele hervormingen en de daaraan verbonden toegestane afwijking, wat de toepassing van de clausule ondoorzichtig maakt. De investeringsclausule, van haar kant, is sterk restrictief geformuleerd zodat ze in haar huidige vorm slechts door een zeer beperkt aantal lidstaten kan worden toegepast.

Dankzij de opeenvolgende aanpassingen werden de regels steeds accurater gedefinieerd. Naast de duidelijke statistische definities van het begrotingssaldo en de overheidschuld, waarvan de toepassing steeds beter door Eurostat wordt gecontroleerd, hebben verschillende concepten uit het begrotingstoezicht een concretere invulling gekregen. De doelstelling op middellange termijn en het vereiste aanpassingstraject ernaartoe worden in structurele termen uitgedrukt. Ook de notie van een voldoende mate van convergentie in de richting van een schuldgraad van 60 % bbb is verduidelijkt. Die gunstige ontwikkelingen betekenen echter niet dat bepaalde concepten niet nog kunnen worden verbeterd. Zo is de formule voor de berekening van de doelstelling op middellange termijn deels gebaseerd op verdedigbare economische principes, maar ze is voor een deel ook ad hoc bepaald, wat de geloofwaardigheid ervan schaadt. Daarnaast zijn een aantal praktische beperkingen inherent aan de berekening van structurele begrotingssaldi. Het is immers zeer moeilijk deze laatste op stabiele wijze te berekenen vanwege meetproblemen met betrekking tot de potentiële groei op lange termijn en de output gap. Aangezien de inschatting van de output gap soms ingrijpend wordt herzien, vertonen ook de ramingen van de structurele begrotingssaldi mettertijd grote verschillen. Vooral de niveaus van de structurele begrotingssaldi zijn gevoelig voor de herzieningen van de cijfers. In mindere mate is dit het geval voor de jaarlijkse veranderingen ervan. Structurele begrotingssaldi moeten dus in de praktijk met de nodige omzichtigheid worden gehanteerd en de methoden voor de berekening ervan dienen verder te worden verfijnd. Toch verdient een begrotingskader op basis van onvolkomen structurele saldi de voorkeur boven een begrotingskader op basis van nominale saldi; deze laatste houden immers niet in het minst rekening met de conjunctuur.

De huidige begrotingsregels zijn een aanzienlijke vooruitgang ten opzichte van het originele pact en vormen een stevige basis voor de budgettaire afspraken binnen een monetaire unie. De steeds intelligentere begrotingsregels

gaan echter automatisch gepaard met een grotere complexiteit. Door de opeenvolging van aanpassingen aan het Europees begrotingskader is het bovendien moeilijk geworden om een duidelijk inzicht te verwerven in de geldende regels. Het is voor beleidsmakers niet steeds duidelijk welke regels ze moeten naleven en welke conclusies de EC bij een evaluatie zal trekken. Zulks kan het draagvlak en de democratische legitimiteit van de Europese begrotingsregels ondermijnen en aanleiding geven tot een verminderde neiging tot strikte naleving ervan. Het verdient aanbeveling de momenteel geldende regels te bundelen in één enkel document, dat wordt bijgewerkt. Dat zou het begrotingskader veel transparanter en doeltreffender maken. Om dezelfde redenen is het ook wenselijk dat de begrotingsregels evolueren naar een standvastig geheel waarin slechts zelden wijzigingen worden aangebracht.

### 5.3 Toepassing van de begrotingsregels

Het succes en de doelmatigheid van een begrotingskader heeft niet enkel te maken met de kwaliteit van de regels zelf, maar evenzeer met de toepassing ervan. Deze laatste kan immers strikt of soepel gebeuren.

De Europese begrotingsregels kunnen enkel de gewenste resultaten opleveren als er een ruime consensus over bestaat dat de toepassing ervan zinvol is en als de beleidsmakers bereid zijn om, indien nodig, maatregelen te nemen om die regels na te leven. De ervaring heeft echter geleerd dat het draagvlak voor een strikte naleving van de regels in sommige landen vrij zwak is. Een sterker engagement van de landen in kwestie om de Europese begrotingsregels correct toe te passen, zou de vlotte werking van die regels in ieder geval sterk bevorderen.

Voorts moet de correcte toepassing van de Europese begrotingsregels worden gecontroleerd en afgedwongen. Uit de recente toepassing van die regels blijkt dat de EC zich flexibel opstelt en de regels soepel interpreteert. Een optimale flexibiliteit binnen de regels ter ondersteuning van de potentiële groei en de creatie van banen is welkom, maar té veel flexibiliteit en té veel uitzonderingsclausules ondermijnen de geloofwaardigheid van het integraal regelgevend kader. Vooral het overdreven cumuleren van flexibiliteit en uitzonderingsclausules is een probleem, aangezien zulks het regelgebaseerd governancekader kan ondermijnen. Het is bovendien niet altijd duidelijk in welke omstandigheden uitzonderingsclausules van toepassing zijn. Het opzichschuiven van het schuld criterium door de EC is in de huidige omstandigheden weliswaar verdedigbaar, maar dat mag slechts tijdelijk zijn en het respecteren van het

schuld criterium moet, zodra de inflatie opnieuw stijgt en de bedrijvigheid weer aantrekt, een centrale doelstelling blijven van het begrotingsbeleid in alle landen van het eurogebied.

Een transparant regelgevend kader is dan ook van cruciaal belang. Zo moeten de voor een lidstaat geldende regels duidelijk aan de beleidsmakers worden meegegeeld en moet bij de beoordeling zorgvuldig worden uitgelegd waarop de beslissingen gebaseerd zijn. Ook ten aanzien van de nationale begrotingsinstellingen is een duidelijke communicatie zeer belangrijk opdat die instellingen adviezen zouden kunnen geven die overeenstemmen met wat op basis van het Europees begrotingskader wordt verwacht.

Daarnaast moet de EC erop toezien dat de Europese begrotingsregels worden nageleefd; ze moet daarbij volop de mogelijkheden benutten die dankzij het sixpack nog zijn uitgebreid. Het is niet duidelijk of de beperkingen die de EC zich ter zake oplegt het resultaat zijn van een bewuste keuze ofwel of zij deels kunnen worden verklaard door de té beperkte bevoegdheid van de EC als centrale instelling die waakt over de naleving van de regels. Een geloofwaardig begrotingskader moet kunnen steunen op een strikte toepassing van de begrotingsregels.

#### 5.4 Hervorming van het begrotingskader binnen een ruimer perspectief

Er is consensus over dat het ontbreken van een eengemaakt begrotingsbeleid het vlot functioneren van de monetaire unie danig kan hinderen. Voor een sterke centralisatie van het begrotingsbeleid binnen Europa, die fundamentele stappen vereist in de richting van een politieke unie, is er momenteel echter onvoldoende politieke wil; het is dan ook een oplossing die eventueel pas op lange termijn mogelijk zal worden. Het uitstippelen van het begrotingsbeleid is immers een centrale taak van iedere overheid; het afstand doen ervan ligt moeilijk aangezien zulks neerkomt op een forse inperking van de soevereine macht.

Op korte en middellange termijn moet een efficiëntere werking van het regelgevend kader inzake overheidsfinanciën worden nagestreefd. Dat vereist een stabiel en stevig begrotingskader dat door de verschillende nationale overheden ernstig wordt genomen. Het huidige Stabiliteits- en groeipact moet daarbij in ieder geval als basis dienen. De EC moet er rigoureuus op toezien dat dit kader wordt nageleefd en in geval van overtredingen van de regels moeten sancties worden getroffen. De versteviging van het regelgevend kader is ook belangrijk

om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn te vrijwaren in het licht van de impact van de vergrijzing.

Voorts mogen de overheidsfinanciën van een land niet worden bedreigd doordat financiële instellingen met problemen kampen en, zoals dit het geval was tijdens de financiële crisis, kapitaalinjecties door de overheid vergen, waarbij de verslechterende toestand van de overheidsfinanciën op zijn beurt kan leiden tot een daling van de waarde van de overheidsobligaties, wat de gezondheid van de banken en andere financiële instellingen kan ondermijnen. Om dergelijke negatieve terugkoppelings-effecten tussen financiële instellingen en overheden te vermijden is het noodzakelijk om het project voor de Europese bankenunie volledig te voltooien, met inbegrip van de totstandbrenging van een gemeenschappelijk depositogarantiestelsel.

De versterking van het regelgevend kader inzake overheidsfinanciën en de rigoureuze toepassing ervan kan de geloofwaardigheid van de Europese instellingen op termijn vergroten, wat een katalysator kan zijn in de ontwikkeling richting politieke unie. De EMU zal uiteindelijk moeten evolueren van een systeem dat gebaseerd is op regels en richtlijnen voor het begrotingsbeleid naar een systeem waarbij soevereiniteit in sterkere mate wordt gedeeld met gemeenschappelijke instellingen.

De hervorming van het begrotingskader behoort dan ook een essentieel onderdeel te zijn van de hervorming van het ruimere Europese beleidskader die er vooral op gericht moet zijn de muntunie te versterken, gelet op de uitdagingen, belangen en verantwoordelijkheden die de landen die de euro als munt gebruiken gemeen hebben. Het rapport van de vijf presidenten van de belangrijkste Europese instellingen (de Europese Commissie, de Europese Raad, de Eurogroep, het Europees parlement en de ECB) dat eind juni 2015 werd gepubliceerd teneinde de EMU te voltooien, kan daarbij een rol spelen. In het rapport wordt ervan uitgegaan dat een nauwere coördinatie van het economisch beleid van wezenlijk belang is voor de vlotte werking van de EMU. Daarbij wordt gepleit voor vooruitgang in vier domeinen: vooruitgang naar een echte economische unie, naar een financiële unie – door de voltooiing van de bankenunie en de lancering van de kapitaalmarktunie –, naar een begrotingsunie en, ten slotte, als sluitstuk, naar een politieke unie. Die vooruitgang zou in drie stappen verlopen en uiterlijk in 2025 voltooid moeten zijn. Wat de begrotingsunie betreft, wordt het gemeenschappelijk belang van een verantwoordelijk budgettair beleid en, derhalve, van duidelijke afspraken ter zake onderstreept. Voorts is het

zaak dat de som van de nationale begrotingssaldi leidt tot een passende begrotingsstand voor het eurogebied als geheel. Op korte termijn moet het vertrouwen in het Europees begrotingskader worden verstevigd. In het rapport wordt de oprichting voorgesteld van een adviserende Europese begrotingsraad die het werk van de nationale begrotingsraden moet aanvullen en coördineren. Hij zou een oordeel moeten formuleren over wat de juiste begrotingskoers is, zowel op nationaal niveau als voor het eurogebied, tegen de achtergrond van de regels van het Stabiliteits- en groeipact. De handhaving van deze regels moet evenwel een taak van de EC blijven. Zodoende zouden de regels beter worden nageleefd en zou het begrotingsbeleid beter worden gecoördineerd tussen de landen van het eurogebied. Op langere termijn voorziet het rapport in de creatie van een mechanisme voor begrotingsstabilisatie op het niveau van het eurogebied als geheel. Daardoor zouden schokken die niet kunnen aangepakt worden op nationaal niveau beter kunnen worden opgevangen. Vooraleer een dergelijk mechanisme kan worden opgezet, is er echter aanzienlijke vooruitgang vereist in het vlak van economische convergentie, financiële integratie en coördinatie en centralisatie van beslissingen over de nationale begrotingen, zulks samen met een grotere democratische toerekenbaarheid van het beleid.

De voorstellen die de vijf presidenten in hun rapport formuleren, tonen aan dat op het hoogste niveau wordt beseft dat het Europees beleidskader moet worden aangepast en dat ook nagedacht wordt over de concrete uitwerking van een en ander. Inzake eventuele hervormingen van het begrotingskader is het van cruciaal belang dat de maatregelen worden genomen die nodig zijn om de regels duidelijk en transparant te maken maar, vooral, dat die regels consequent worden toegepast.

## Conclusies

Het begrotingsbeleid van de landen van het eurogebied is tot dusver, in tegenstelling tot het monetair beleid, een nationale bevoegdheid. Het wordt evenwel in belangrijke mate bepaald door een Europees governancekader dat erop gericht is de begrotingsdiscipline te bevorderen en ongewenste begrotingsresultaten te vermijden.

De basis van dat Europees begrotingskader werd gelegd met het Verdrag van Maastricht en met het Stabiliteits- en groeipact, dat de vereisten van het Verdrag inzake begrotingstoezicht implementeert. Het bestaat uit een preventief gedeelte, dat erop gericht is het ontstaan van onhoudbare budgettaire situaties te vermijden, en een corrigerend gedeelte, dat betrekking heeft op de herstelmaatregelen voor

de lidstaten die kampen met zware problemen in het vlak van hun overheidsfinanciën. Diverse aanpassingen aan dat begrotingskader hebben het intelligenter, maar terzelfder tijd ook complexer gemaakt.

Echter, sinds de start van de Europese muntunie worden de belangrijkste regels van het Stabiliteits- en groeipact vaak niet nageleefd. Die vaststelling is onmiskenbaar het gevolg van het in sommige landen vrij zwak draagvlak voor de strikte naleving van de regels, maar ze vloeit voor een deel ook voort uit de zeer complexe regels van het begrotingskader en uit het laks toezicht op de toepassing ervan. Daarbij spelen vooral de hoge mate van flexibiliteit en de talrijke uitzonderingsclausules een belangrijke rol. De versterking van de regels van het Stabiliteits- en groeipact tijdens de periode 2011-2013 blijkt in de meeste landen van het eurogebied evenwel te hebben bijgedragen aan een verbetering van de overheidsfinanciën, die tijdens de financiële crisis en de eruit voortvloeiende economische recessie waren ontspoord. Toch moeten tal van lidstaten, waaronder België, nog extra inspanningen leveren om aan de begrotingsregels te voldoen. Zo hebben de meeste landen hun doelstelling op middellange termijn nog niet bereikt: voor de meeste landen komt die doelstelling neer op een structureel begrotingsevenwicht of een beperkt structureel tekort. Voorts ligt de schuldgraad in heel wat landen nog te hoog en is, vanwege de vergrijzingskosten, de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn niet gevrijwaard.

In het licht hiervan moeten de huidige regels van het Stabiliteits- en groeipact op korte en middellange termijn correct worden toegepast. Dat is vooral de verantwoordelijkheid van de lidstaten, maar ook de EC moet zorgen voor, enerzijds, meer duidelijkheid en transparantie en, anderzijds, dient ze de regels beter af te dwingen en uniformer toe te passen. Dit kan de lidstaten er toe aansporen de regels strikt na te leven en zou het Europees begrotingskader doeltreffender maken. De flexibiliteit binnen de bestaande regels van het Stabiliteits- en groeipact optimaal trachten te benutten ter bevordering van een groeivriendelijk begrotingsbeleid kan alleen maar worden toegejuicht. Een overmatige cumulatie van grote flexibiliteit en uitzonderingsclausules dreigt echter het regelgebaseerd governancekader te ondermijnen, wat absoluut moet worden vermeden.

Op lange termijn is het wenselijk dat het begrotingsbeleid in hogere mate wordt gecentraliseerd, maar dat vereist meer macro-economische en sociale convergentie en fundamentele stappen richting politieke unie. Het eind juni 2015 gepubliceerde rapport van de vijf presidenten bevat een aantal interessante voorstellen en vormt hoe dan ook een gedegen uitgangspunt voor de hervorming van het begrotingskader.

## Bibliografie

Allard C. et al (2013), *Toward a fiscal union for the Euro Area*, IMF, Staff Discussion Note SDN/13/09, September.

Andrle M. et al (2015), *Reforming fiscal governance in the European Union*, IMF, Staff Discussion Note SDN/15/09, May.

Aucremanne L., J. Boeckx, D. Dury en S. Ide (2008), 'Tien jaar monetaire unie: een terugblik', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 21–46.

Butzen P., S. Cheliout en H. Geeroms (2014), 'Lessen uit de Verenigde Staten voor het institutioneel ontwerp van de EMU', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 87–106.

Council of the European Union (2014), *Economic and Monetary Union – Legal and political texts*.

De Prest E., H. Geeroms en G. Langenus (2012), 'Nieuwe ontwikkelingen in de economische governance van de Europese Unie', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 107–127.

Deutsche Bundesbank (2015), *Approaches to strengthening the regulatory framework of European monetary union*, Monthly Report, March, 15-37.

EC (2012), *A blueprint for a deep and genuine Economic and Monetary Union: Launching a European debate*, Communication from the Commission, 28 November.

EC (2013a), *Building a strengthened fiscal framework in the European Union: A guide to the Stability and Growth Pact*, Occasional Paper 150, May.

EC (2013b), *Vade mecum on the Stability and Growth Pact*, Occasional Paper 151, May.

EC (2014a), *Economic governance review Report on the application of Regulations (EU) n° 1173/2011, 1174/2011, 1175/2011, 1176/2011, 1177/2011, 472/2013 and 473/2013*, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, 28 November.

EC (2014b), *2015 Draft budgetary plans: Overall assesment*, Communication from the Commission, 28 November.

EC (2014c), *Commission opinion on the draft budgetary plan of Belgium*, 28 November.

EC (2015a), *Making the best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact*, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee, the Committee of the Regions and the European Investment Bank, 13 January.

EC (2015b), *Belgium – Report prepared in accordance with Article 126(3) of the Treaty*, 27 February.

EC (2015c), *France – Council recommandation with a view to bringing an end to the excessive government deficit in France*, 5 March.

EC (2015d), *Italy – Report prepared in accordance with Article 126(3) of the Treaty*, 27 February.

EC (2015e), *Assessment of the 2015 Stability Programme for Belgium*, 27 May.

ECB (2014), 'The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position', *Monthly Bulletin*, Box 6, September, 85–88.

- ECB (2015a), 'Flexibility within the Stability and Growth Pact', *Economic Bulletin*, n° 1, Box 7, 33–35.
- ECB (2015b), 'The effectiveness of the medium-term budgetary objective as an anchor of fiscal policies', *Economic Bulletin*, n° 4, Box 8, 57–59
- Eyraud L. en T. Wu (2015), *Playing by the rules: Reforming fiscal governance in Europe*, IMF, Working Paper, March.
- Federale Regering (2014), *Ontwerpbegrotingsplan van België*, oktober.
- Federale Regering (2015), *Het stabiliteitsprogramma van België (2015-2018)*, april.
- Geeroms H., S. Ide en F. Naert (2014), *The European Union and the Euro – How to deal with a currency built on dreams*, March.
- Heuse P. en H. Zimmer (2011), 'De Europa 2020-strategie', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 21-46
- Juncker J.-C. in close cooperation with D. Tusk, J. Dijsselbloem and M. Draghi (2015a), *Preparing for next steps on better economic governance in the Euro Area*, Analytical Note, 12 February.
- Juncker J.-C. in nauwe samenwerking met D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi en M. Schulz, (2015b), *De voltooiing van Europa's Economische en Monetaire Unie*, 22 juni.
- Kopits G. en S. Symansky (1998), Fiscal policy rules, IMF Occasional Paper 162.
- Langenus G. (2005), 'Het stabiliteits- en groeipact: een bewogen geschiedenis', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 69-87.
- OECD (2014), 'Les marges de manœuvre budgétaires disponibles dans la zone euro en vertu des règles budgétaires européennes', *Perspectives économiques* 96, Encadré 1.6, November, 74-76.
- Sapir A. en G. B. Wolff (2015), *Euro-area governance: What to reform and how to do it*, Bruegel Policy Brief 2015/01, 27 February.
- Van Meensel L. en D. Dury (2008), 'Nut en doelmatigheid van begrotingsregels en onafhankelijke begrotingsinstellingen', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 73–90.
- Van Rompuy H. in nauwe samenwerking met J. Barroso, J.-C. Juncker en M. Draghi (2012), *Naar een echte Economische en Monetaire Unie*, 5 december.

# Summaries of articles

## Interactions between monetary and macroprudential policy

The article analyses the interactions and trade-offs between monetary and macroprudential policies. While both policy domains have their respective objectives, i.e., price stability for monetary policy and financial stability for macroprudential policy, they impinge on closely related variables, such as output, inflation and financial variables. Therefore, depending on the circumstances, the strategy of one policy-maker might either reinforce or undermine the effectiveness of the other's.

The article first defines the objectives and describes the transmission channels of both policies, and sets out the institutional framework in Belgium and the euro area. Coordination between the two domains may be advantageous at times when there are strong trade-offs between price and financial stability, for instance when facing a supply shock, making coordination more desirable but also more challenging. In addition, when the available macroprudential instruments are not proven to be sufficiently effective, or when financial imbalances are widespread throughout the economy, monetary policy might have to 'lean against the wind', i.e., follow a somewhat tighter stance than justified by the price stability objective, in order to avoid the further build-up of financial imbalances.

The article concludes with a discussion of the current interaction between monetary and macroprudential policies in the context of low nominal growth and low interest rates. Recent monetary policy measures, including the EAPP, contribute to safeguarding price and macroeconomic stability through the anchoring of inflation expectations. That, in turn, should also support financial stability. Nevertheless, risks to financial stability might emerge in the current prolonged period of low interest rates and abundant liquidity. Targeted sector- (or country-)specific macroprudential measures are to be preferred when dealing with the potential build-up of financial imbalances, such as within the insurance sector.

JEL codes: E52, E58, E61, G18, G28

Key words: monetary policy, macroprudential policy, leaning against the wind, policy trade-off

## Has the crisis altered the Belgian economy's DNA ?

Using a unique and original database which combines information on the organisation of the domestic production network with data from segments of international production chains, the research work described in the article aims to present some new findings on how the Belgian economy works. One of the first points to emerge is that Belgian firms have a lot of mutual trading links. Compared to other economies, the Belgian economy seems to exhibit a relatively high

degree of fragmentation of production. In addition, via trading links with import or export firms, the majority of Belgian firms are integrated – albeit indirectly – into global production chains. The question of the economy's external competitiveness is therefore not confined to exporters alone, but extends to a very large number of firms active in a wide variety of branches of activity. In general, belonging to a fragmented production chain seems to be beneficial. Belgian firms which specialise in specific segments of the production chain fared better, and especially those active at the end of the production chain. During the economic and financial crisis, however, specialisation was actually a risk factor for firms, especially for those involved in the early stages of production. Overall, since the crisis, the trading links established by firms in the network have not made up for the links lost. It is therefore more crucial than ever to create new businesses in order to regenerate the domestic production network.

JEL codes: F61, L23, L24, L25

Key words: production organisation, fragmentation, global value chains, upstreamness, downstreamness, efficiency

### Corporate profit margins: recent developments in a context of low inflation

This article presents an analysis of Belgian corporate profitability and its contribution to the low inflation environment in recent times. Since the 2008-2009 crisis the profit margins of Belgian firms have exhibited a marked decline which has been widespread, affecting industry as well as market services. The profitability of large firms has been eroded more significantly than that of SMEs, but it had improved more strongly before the crisis. The movement in the profit margin of firms in Belgium has been no different from that evident in neighbouring countries.

It is mainly cyclical factors that explain the fall in profit margins since the crisis, whereas those margins had risen considerably during the pre-crisis period. In industry, the adverse trend in relative prices is putting structural pressure on profit margins in a context of ever fiercer global competition in manufactured goods. However, the steady rise in real labour productivity – clearly outpacing real wage growth – makes it possible to maintain a reasonable margin. Firms in market services, which are less exposed to international competition, are suffering from very inadequate productivity growth, while until recently their labour costs were still rising quite steeply. For firms active in this branch, it is essentially their ability to charge high selling prices that enables them to preserve a comfortable profit margin. Ultimately, other factors such as the development of e-commerce, may also influence profit margins in the service sector.

Margin growth appears to be closely correlated with economic activity. The link between margins and prices is less clear, as margins are apparently utilised as a buffer to dampen the effects of business cycle fluctuations on wage costs and productivity. Margins thus blunt the impact of economic shocks on prices. A comparison with a selection of other euro area countries shows that this impact was felt in the neighbouring countries, but the effect was absent or much smaller in some more peripheral countries.

JEL codes: E31, E32, G30

Key words: corporate margins, profitability, low inflation, business cycle, Belgium

### Factors explaining emerging economies' growth slowdown

Over the past decade, emerging market economies have staged a period of impressive growth, boosting their share in world GDP. In recent years, however, growth in emerging markets has slowed



substantially and is projected to remain sluggish for the foreseeable future. The aim of the article is to highlight several structural factors that can explain this synchronised slowdown. The article focuses on four structural factors that have already had an impact on the economic performance of emerging economies. These include the rebalancing of growth in China, with significant spillover effects on other emerging market as well as advanced economies; the recent slump in commodity prices; an excessive build-up of private sector leverage in Central and Eastern European countries in the run-up to the crisis and changing trends in global value chains. The article continues by looking at two factors that will play out in the more medium term, i.e. the middle-income trap – a sustained period of low growth following a period of high growth, largely attributable to a slowdown in productivity growth – and the gradual disappearance of the demographic dividend in some emerging market countries.

JEL Codes: F01, O50

Key words: emerging economies, world economy, economic growth

### The European fiscal governance framework: overview and evaluation

In contrast to monetary policy, the fiscal policy of the euro area countries has remained a national competence. Since it is important for the countries belonging to the Economic and Monetary Union to aim at fiscal discipline, the Maastricht Treaty and the Stability and Growth Pact made provision for establishing a European governance framework for public finances, accompanied by binding fiscal rules. The framework is one of the cornerstones of EMU, and it is vital that Member States comply with the rules for that union to work well.

The article discusses the European governance framework for public finances and subjects it to a critical appraisal. Section 1 looks at the importance of fiscal rules in general, and especially in a monetary union. Section 2 outlines the main stages in the creation of the European budgetary framework. Section 3 describes the current framework. Section 4 details the way in which the European budgetary framework has been applied in recent times. Section 5 presents an appraisal.

The European fiscal governance framework has evolved since the foundations were laid by the requirements concerning fiscal surveillance set out in the 1992 Maastricht Treaty. These changes have made it smarter but at the same time they have also increased its complexity.

Since the start of European Monetary Union, the most important rules of the Stability and Growth Pact have often been broken. That is undeniably the result of the rather weak support for strict compliance with the rules in some countries, but is also due in part to the complexity of the fiscal rules and the lax supervision over their implementation. Although the measures taken to tighten up the framework over the period 2011-2013 improved public finances in many Member States, there are still many countries, including Belgium, that need to make additional efforts to comply with the fiscal rules.

In the short and medium term, the rule-based framework needs to be correctly implemented. In the long term, it is desirable for fiscal policy to become more centralised but that requires more macroeconomic and social convergence, and fundamental steps towards political union. The Five Presidents' Report published at the end of June contains a number of interesting proposals and in any event forms a good starting point for the reform of the budgetary framework.

JEL codes: E60, E61, E62, H60, H87

Key words: fiscal governance in the EU, Stability and Growth Pact, fiscal rules, Belgium

# Abstracts from the Working Papers series

## 283. Economic importance of the Belgian ports: Flemish maritime ports, Liège port complex and the port of Brussels – Report 2013, by F. Van Nieuwenhove, June 2015

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 the commodity flow. This update paper provides an extensive overview of the economic importance and development of the Flemish maritime ports, the Liège port complex and the port of Brussels for the period 2008 – 2013, with an emphasis on 2013. Focusing on the three major variables of value added, employment and investment, the report also provides some information based on the social balance sheet and an overview of the financial situation in these ports as a whole. These observations are linked to a more general context, along with a few cargo statistics.

## 284. Crisis-proof services: Why trade in services did not suffer during the 2008-2009 collapse, by A. Ariu, July 2015

During the 2008-2009 crisis, trade in goods fell by almost 30%. In contrast, trade in business, telecommunication and financial services continued growing at their pre-crisis rates and only services related to transport declined. Using trade data at the firm-product-destination level for Belgium, the author shows that during the crisis the elasticity of services exports with respect to GDP growth in destination countries was significantly different from that of goods exports. In particular, the negative income shock in partner countries affected exports of goods but not exports of services.

This difference is economically sizable: if goods exports had had the same elasticity to GDP growth as services exports, their fall during the 2008-2009 collapse would have been only half what was observed.

285. The labour market position of second generation immigrants in Belgium, by V. Corluy, J. Haemels, I. Marx, G. Verbist, A. Stevens, September 2015

Belgium has one of the largest gaps in labour market outcomes between natives and individuals of foreign origin. One might expect that the children of migrants (the so-called second generation) would perform better than the first generation, as they ought to have a better knowledge of the local language, better educational qualifications and greater opportunities for work experience in the domestic labour market. On the basis of data from the ad hoc module of 2008 Labour Force Survey (LFS) the authors find that employment rates for generation migrants in Belgium are hardly better than those for first generation migrants. This finding stands in marked contrast what is found in neighbouring countries. Using a unique combination of data sources, they examine the labour market position of second-generation migrants in more depth. They find considerable variation in labour market outcomes by country of origin and a Fairlie decomposition yields that education is an important explanatory factor of the employment rate gap. Yet there still remains a large unexplained part.

286. The implications of household size and children for life-cycle saving, by B. Capéau, B. De Rock, September 2015

On the basis of a concatenation of fifteen Belgian household budget surveys from 1995/96 to 2010, the authors investigate the impact of demographic factors, such as ageing and changing household composition, on saving behaviour. Not focusing on high frequency events (e.g. business cycles and unexpected shock), they find that saving behaviour is fundamentally driven by the change in household size and composition. Older people seem to be more impatient, and thus save less, though this evidence is not clear cut. Contrary to the usual practice of considering the allocation of household income over consumption and saving to be the result of one particular household's member decision, they present here a more individually based analysis of the data. By lack of true panel data, the assumptions that have to be made for such an approach (identical intertemporal preferences among household members) are severe, but not necessarily less preferable than those, if any, underlying the common practice of assuming one single individual decision maker.

287. Monetary policy effects on bank risk taking, by A. Abbate, D. Thaler, September 2015

Motivated by VAR evidence on the risk-taking channel in the US, the authors develop a New Keynesian model where low levels of the risk-free rate induce banks to grant credit to riskier borrowers. In the model an agency problem between depositors and equity holders incentivizes banks to take excessive risk. As the real interest rate declines these incentives become stronger and risk taking increases. They estimate the model on US data using Bayesian techniques and assess optimal monetary policy conduct in the estimated model, assuming that the interest rate is the only available instrument. Their results suggest that in a risk taking channel environment, the monetary authority should seek to stabilize the path of the real interest rate, trading off more inflation volatility in exchange for less interest rate and output volatility.

## Conventionele tekens

%	procent
\$	Amerikaanse dollar
d.w.z.	dat wil zeggen
e.a.	en andere
enz.	enzovoort
i.e.	id est
m.b.t.	met betrekking tot
r	raming
t.a.v.	ten aanzien van
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
LT	Litouwen
LU	Luxemburg
LV	Letland
MT	Malta
NL	Nederland
AT	Oostenrijk
PT	Portugal
SI	Slovenië
SK	Slowakije
FI	Finland
EA	Eurogebied
EU	Europese Unie
EU15	Europese Unie van 15 landen, vóór de uitbreiding in 2004
BG	Bulgarije
CZ	Tsjechië
DK	Denemarken
HR	Kroatië
HU	Hongarije
PL	Polen
RO	Roemenië
NO	Noorwegen
SE	Zweden
UK	Verenigd Koninkrijk

CN	China
US	Verenigde Staten
VS	Verenigde Staten

## Andere

ABS	Asset-backed securities – Effecten met activa als onderpand
APP	Asset Purchase Programme
APSP	Average petroleum spot price
BBP	Bruto binnenlands product
BLS	Bank Lending Survey – Enquête naar de bancaire kredietverlening
BTW	Belasting over de toegevoegde waarde
CCB	Countercyclical Capital Buffer
CEIC	CEIC Macroeconomic Databases For Emerging and Developed Markets
CIS	Commonwealth of Independent States – Gemenebest van Onafhankelijke Staten
CPI	Consumptieprijsindex
CRD	Capital Requirements Directive
CRR	Capital Requirements Regulation
DNB	De Nederlandsche Bank
EBA	European Banking Authority
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
ECOFIN	Raad Economische en Financiële Zaken
EDP	Excessive Deficit Procedure – Procedure bij buitensporige tekorten
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EMU	Economische en Monetaire Unie
ESCB	Europees Stelsel van Centrale Banken
ESR	Europees Systeem van Rekeningen
ESRB	Europees Comité voor Systeemrisico's
GTM	Gemeenschappelijk toezichtsmechanisme
ICP	International Comparisons Program
ICT	Informatie- en communicatietechnologie
IMF	Internationaal Monetair Fonds
INR	Instituut voor de Nationale Rekeningen
IRB	Internal Ratings-Based – Interneringbenadering
IT	Informatietechnologie
JGA	Jaarlijkse groeianalyse
KMO	Kleine of middelgrote onderneming
LSA	Landspecifieke aanbevelingen voor budgettair, economisch en sociaal beleid
LTV	Loan-to-value
MLSA	Minimum Linear Structural Adjustment
MTO	Medium-Term Objective – Doelstelling op middellange termijn

MWK	Mondiale waardeketens
NACE	Nomenclatuur van de economische activiteiten van de Europese Gemeenschap
NBB	Nationale Bank van België
NCB	Nationale centrale bank
NHP	Nationaal hervormingsprogramma
OBP	Ontwerpbegrotingsplan
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
OPEC	Organisatie van olie-exporterende landen
PMR	Product Market Regulation
R&D	Research and Development – Onderzoek en ontwikkeling
SCP	Stabiliteits- en convergentieprogramma
SGP	Stabiliteits- en groeipact
SP	Stabiliteitsprogramma
TFP	Totale factorproductiviteit
TiVA	Trade in value added
VN	Verenigde Naties
WHO	Wereldhandelsorganisatie rendement
WMV	Waarschuwingsmechanismeverslag
WIOD	World Input-Output Database



Nationale Bank van België  
Naamloze vennootschap  
RPR Brussel – Ondernemingsnummer: 0203.201.340  
Maatschappelijke zetel: de Berlaimontlaan 14 – BE-1000 Brussel  
[www.nbb.be](http://www.nbb.be)



Verantwoordelijk uitgever

Jan Smets

Gouverneur

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](mailto:luc.dufresne@nbb.be)

© Illustraties: Nationale Bank van België  
Omslag en opmaak: NBB AG – Prepress & Image  
Gepubliceerd in september 2015

